

FINANCOVÁNÍ NEMOVITOSTÍ

FINANCOVÁNÍ PRÁVNICKÝCH OSOB A NEMOVITOSTÍ

Rok 2017 udržel tempo růstu investic z předchozího roku, což svědčí o kontinuálním zájmu investorů o aktiva v ČR a současně o apetitu bank tyto nákupy financovat.

Prosazuje se nový fenomén: emise korporátních bondů sloužících k financování nemovitostí.

Trh i nadále charakterizuje vysoká likvidita a nízké úrokové sazby.

BANKOVNÍ FINANCOVÁNÍ

Rok 2017 byl pro český nemovitostní trh charakteristický udržení meziročního tempa růstu investičních transakcí, a to ve všech segmentech trhu (retail, kanceláře, logistika).¹ Oproti roku 2016 poklesl objem investičních transakcí pouze o 3% na úroveň kol 3,3 mld. EUR. Nepatrný pokles objemu transakcí je způsoben spíše nedostatkem projektů k prodeji než malým apetitem kupujících.

Průměrná velikost transakce dosáhla zhruba 40 mil. EUR, což odpovídá dlouhodobému průměru. Ke stabilitě českého trhu přispívá velký podíl domácích investorů (cca 30 %), doprovázený zájmem institucionálních investorů z USA a Německa. České komerční reality zůstávají žádané, protože stále generují zajímavější výnosy než v západní Evropě. Zároveň je zdejší prostředí pro investory synonymem ekonomické stability a bezpečí ve smyslu právní jistoty.

enti. Úvěrové financování je relativně dostupné pro kvalitní projekty a zkušené hráče. Investiční transakce, podložené prokazatelným cash flow, jsou bankami preferovány před financováním developmentu.

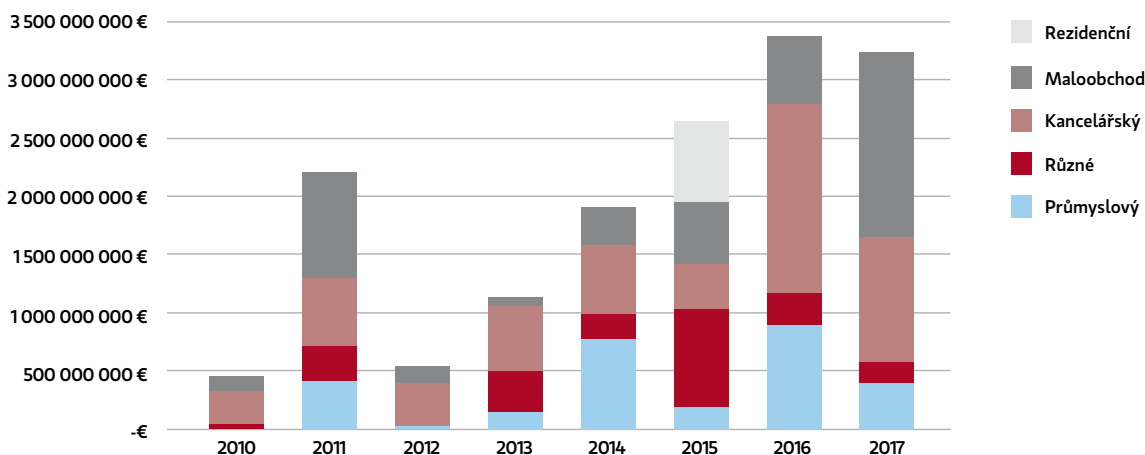
Banky se naučily pracovat s požadavkem regulátora (tzv. kritérium Basel III), který po bankách vyžaduje udržovat potřebnou výši rizikově vážených aktiv (tzv. risk weighted assets/regulační kapitál – RWA) v porovnání s výší a kvalitou úvěrové expozice. Čím konzervativnější struktura financování (tedy nižší loan to cost – LTC či loan to value – LTV) a kvalitnější aktivum (silné a stabilní cash flow), tím nižší spotřeba regulačního kapitálu (RWA) a samozřejmě ve finále nižší úrok pro klienty.

Je možné konstatovat, že úvěrové podmínky bank operujících na českém trhu se mezi sebou výrazně neliší. I nadále se velmi omezeně financují spekulativní transakce. Rovněž pozemky pro výstavbu jsou developery většinou kupovány z vlastních zdrojů, bez využití úvěru.



GRAF Objem investičních transakcí v ČR v letech 2010–2017 v mil. EUR

Zdroj: Knight Frank



Investiční a developerská aktivita na tuzemském realitním trhu je podporována apetitem financujících bank. Stimulanty jsou relativně nízké úrokové sazby a přemíra likvidity. Obé v důsledku vede k poměrně vysoké konkurenci mezi bankami, z čehož ve finále profitují kli-

Jedním z hlavních důvodů je skutečnost, že jak spekulativní development, tak nákup pozemků na úvěr vedou k velké spotřebě regulačního kapitálu, kterým jsou banky operující na realitním trhu nuceny šetřit.

¹ Více detailních informací v kapitole Investiční trh na straně 82.

REAKCE NA REGULACE

Aktuální trh financování nemovitostí v ČR je z pohledu financujících bank možno charakterizovat jako vysoce koncentrovaný: operuje na něm relativně úzká skupina velmi zkušených hráčů typu Penta, HB Reavis, CTP, CPI ad., kteří jsou aktivní nejen v České a Slovenské republice, ale i v Polsku, Maďarsku, Německu či Velké Británii. Nehledě na ochotu financujících bank projekty těmto zkušeným hráčům financovat, mohou úvěrové potřeby daných subjektů z regulatorních důvodů (koncentrace) narážet na úvěrové limity bank. Proto se kromě úvěrových prostředků snaží řada z nich opatřit prostředky pro svůj růst formou emise bondů, ať již korporátních (jde o naprostou většinu emisí), nebo projektových.

Příkladem úspěšné korporátní emise je například společnost CPI, které na podkladě investičního ratingu Baa od agentury Moodys, letos společně zorganizovaly² Deutsche Bank, Societe Generale a UniCredit emisi 7letých nezajištěných a neamortizovaných bondů do výše 1 250 mil. EUR s kupónem 2,125% p.a. Do uzávěrky Trend Reportu 2018 byla emitována 1 tranše ve výši 825 mil. EUR.

Vedle skupiny developerů a investorů s mezinárodními ambicemi působí na trhu celá řada kvalitních lokálních společností, které rovněž aktuálně vyhledávají možnosti obstarání externích zdrojů formou emise korporátních bondů. Zde nebývá důvodem přílišná koncentrace úvěrových limitů u bank, ale spíše typ aktivity, které mají banky opět z regulatorních důvodů problém financovat – jde například o zmíněný nákup pozemků, spekulativní transakce z pohledu banky atd.

Příkladem úspěšné korporátní emise spadající do této kategorie je skupina Trigema, které banka UniCredit v roce 2017 emitovala 3leté nezajištěné korporátní bondy ve výši 450 mil. CZK s kuponem 2,95% p.a. Ve srovnání s objemem úvěrů jde však zatím v české ekonomice o zanedbatelné procento externích zdrojů, které společnosti využívají k financování svých aktivit.³

VÝVOJ PODMÍNEK VYŽADOVANÝCH BANKAMI

Vraťme se však k převažujícímu klasickému úvěrování ze strany bank. U financování developmentu banky vyžadují jako podmínku čerpání úvěru 25–35% vlastních zdrojů (tedy 65–75% LTC). Výše (před)pronájmů či (před)prodeje se liší dle jednotlivých segmentů: u logistiky je standardně požadováno 70–90%, u obchodních prostor 50–70% a u kanceláří minimálně 50–60%. V případě rezidenčních projektů zůstávají požadavky financujících bank na úrovni 30% předprodeje.

Čím vyšší předpronájem/předprodej, tím nižší procento equity je ochotna banka akceptovat. Nestává se však často, že by banky i při plně předpronajatém projektu poskytly více než 80% LTC.

U developmentu banky též vyžadují, aby sponzoři ručili za veškeré vícenáklady (tzv. Cost Overrun Guarantee) a za bezproblémové dokončení projektu (tzv. Completion Guarantee). Záruky platí do doby, než je projekt zkolaudován a naběhne reálné cash flow, podložené dlouhodobými nájemními smlouvami s kvalitními nájemci, nebo kupními smlouvami v oblasti rezidenčního developmentu.

U financování investičních transakcí se pohybuje požadované LTV nejčastěji mezi 55–70%. Ochota bank přistoupit na vyšší LTV je velmi limitovaná a na trhu výjimečná. Důvodem je opět spotřeba regulatorního kapitálu. Oproti předchozím letům bývá stále častěji vidět „zdravější“ konzervativní LTV kolem 50%, což je dáno přebytkem likvidity na trhu.

Z pohledu struktury financování je zajímavý pohled na amortizační plány, tedy dobu, za kterou je úvěr splatitelný, a tenor (délku bankovního financování). Amortizační plán je podstatný pro ekonomiku investora: čím je amortizační plán delší, tím více může používat volné cash flow například pro výplatu dividend investorům, kteří mu dočasně „svěřili“ své zdroje za úplatu.

V běžné praxi dochází k rozumným kompromisům mezi požadavky investora a možnostmi banky. Ustáleným u nových nemovitostí (kanceláře a retail) je amortizační plán mezi 20–25 lety, u starších maximálně do 15 let. U logistiky bývá splátkový plán kratší než u kanceláří a maloobchodu, obvykle se pohybuje mezi 15–20 lety, samozřejmě v závislosti na charakteru nájemních smluv (délka/kvalita nájemce).

Ve většině případů investičního financování je bankami klientům poskytováno financování s tenorem na 5 let. Předpokládá se, že na konci pětiletého období se úvěr refinancuje, a to dle aktuální situace projektu, délky nájemních smluv, ceny peněz na trhu atd. Snahou dlouhodobých investorů je získat od bank i desetiletý komitment (snaha zafixovat aktuálně nízké úrokové sazby). Banka ovšem k tomuto kroku přistupuje zcela výjimečně, předpokladem jsou zpravidla dlouhodobé (10 a víceleté) nájemní smlouvy s finančně silnými nájemci.

CO OVLIVŇUJE CENU ÚVĚRU?

U dlouhodobého financování považují banky za samozřejmost po klientech žádat, aby zajistili případný úrokový a měnový pohyb odpovídajícím zajišťovacím instrumentem. S ohledem na možný nárůst základní korunové úrokové sazby a zhodnocující se kurz CZK vůči EUR i USD je tento požadavek bank výhodný i pro klienty – jde o zajištění stability budoucích výnosů.

Při financování investičních transakcí kladou banky značný důraz na kvalitu a transparentnost nezávislého ocenění (valuation), technickou, právní a daňovou prověrku stavu nemovitosti před nákupem (tzv. due diligence). Pro udržitelnost kvality investice má rovněž klíčový význam profesionální asset a property management.

Struktuře financování odpovídají marže, jež se u developmentu aktuálně pohybují v rozmezí 2,00–3,50% u CZK financování a 2,20–3,70% u EUR financování. Marže, zahrnující rovněž likviditní přírážky (náklady na obstarání zdrojů), se mezi bankami liší.

U investičního financování marže ve srovnání s rokem 2016 i přes konkurenční prostředí nepoklesly. Naopak, došlo k jejich stabilizaci a pro nadcházející období let 2018–2019 lze očekávat dokonce mírný nárůst. Aktuálně se marže pohybují v rozmezí 1,70–2,50% u CZK, v případě financování v EUR jsou marže o cca 0,20–0,30% vyšší.

² Odborně se takové uskupení nazývá Joint Arrangers.

³ Více o emisích bondů v kapitole Alternativní zdroje financování na straně 93.

Konkrétní podmínky investičního financování vždy závisí na charakteru projektu, historii klienta, výši LTC/LTV, parametrech nájemních smluv či stabilitě cash flow. Při strukturování financování hraje nadále podstatnou roli profesionalita a předchozí zkušenost developera/investora, kvalita zdroje splácení či stabilita cash flow, právní vymahatelnost zajištění a vlastní hodnota zástavy. I v tomto případě platí, že čím nižší LTV, tím nižší může být ve finále marže.

ZÁVĚR A VÝHLED

Rok 2017 potvrdil, že trh nemovitostí v ČR je zdravě dynamický a pro investory dostatečně transparentní. Aktiva v ČR a zde dosahované yieldy jsou pro investory nadále zajímavé. Uvidíme, nakolik se dopad brexitu či jiné geopolitické souvislosti promítnou do parametrů realitních transakcí. Osobně očekávám postupné utužování podmínek financování, a to jak z pohledu struktury (LTC/LTV), tak i s ohledem na postupné navyšování marží, zvláště u dlouhodobého financování.

LENKA KOSTROUNOVÁ
ČSOB

ENGLISH SUMMARY

LEGAL ENTITY AND REAL ESTATE FINANCING

- In 2017, the increase in investments in the Czech Republic was nearly the same as in 2016, which indicates a continuous investor interest in assets in the Czech Republic, as well as the appetite of banks to finance these purchases.
- A new phenomenon is kicking in: corporate bond issues used to fund real estate in bigger scale comparing to previous years.
- The market is furthermore characterized by high liquidity and low interest rates.

ALTERNATIVNÍ FINANCOVÁNÍ NEMOVITOSTÍ

Na chování bank mají – a v dohledné době budou mít – největší vliv regulační opatření, zejména Basel III, jenž vstoupil v platnost 1. 1. 2015, jeho postulát v podobě balíčku Basel IV a další specifická omezení pro sektor nemovitostí. Na druhé straně je česká ekonomika v dobré kondici (podle vyjádření guvernéra ČNB z poloviny března 2018 až „do jisté míry přehřátá“), banky i jejich zahraniční matky jsou dostatečně kapitalizované a od skončení finanční krize každým rokem snižují objem svých opravných položek. To jim zatím dovoluje alokovat část kapitálu i na rizikovější aktiva. Přesto se již tradičně nelze vyhnout diskusi o struktuře finančních zdrojů v ekonomice, nemluvě o trhu nemovitostí.

Cílem by mělo být snížení zadluženosti a zvýšení podílu kapitálu na celkové bilanci, což má pozitivní vliv na stabilitu a bezpečnost trhu. I když poslední finanční krizi máme stále v dobré paměti, podle většiny prognóz současného hospodářského cyklu dosáhl svého vrcholu a dynamika jeho růstu v nadcházejících letech zpomalí. Přibývají odhady, zejména ve Spojených státech, obvyklém indikátoru vývoje globální ekonomiky, kdy se propadne až do recese.

Reality nejsou výjimkou. V této souvislosti se dlouhodobě volá po větší alokaci kapitálu penzijních fondů a pojišťoven do nemovitostí. Rovněž respondenti minulých průzkumů ARTN opakovaně vyjádřili jednoznačný názor, že jejich finanční zdroje by měly být významnější měrou zapojeny do investičních aktivit v České republice.

Doposud se však v tomto směru nic zásadního neudálo. Jedním z důvodů jsou stále platné požadavky na garanci nezáporného zhodnocení úspor v transformovaných penzijních fondech, jejichž portfolia představují drtivou většinu aktiv penzijních společností (cca 93% ke konci roku 2017). Zatím neexistuje způsob, jak přimět manažery těchto portfolií investovat do výnosnějších, ale zároveň rizikovějších a méně likvidních alternativních aktiv, mezi něž nemovitosti patří. Pomohla by pouze zákonná úprava parametrů.

Nové účastnické fondy, které umožňují dynamičtější investiční strategii, tak disponují jen přibližně 7% aktiv v hodnotě necelých 32 miliard korun. I vzhledem k tomuto objemu mezi nimi stále nenalezneme jedinou přímou realitní investici. Podíl nemovitostí v investičních portfoliích zdejších penzijních fondů se limitně blíží nule (0,4% ke konci roku 2017), přičemž za standardní úroveň je považováno 5 až 10%.¹ Z českých statistik ovšem nelze zjistit, kolik bylo případně investováno nepřímo prostřednictvím nemovitostních podílových fondů.

Příznivější legislativa panuje u českých pojišťoven. Tomu však neodpovídá přístup jejich portfoliových manažerů a vykazovaný podíl nemovitostí dosahuje 0,74%.² Ani zde nelze ze statistik vyčíst, kolik mohlo být investováno nepřímo. Vzhledem k potřebě vyšší likvidity ve srovnání s penzijními fondy by se očekávaný podíl měl pohybovat mezi 2 až 5%, avšak jedinou pojišťovnou, která na reálním trhu – a to před delší dobou – vyvíjela zaznamenaníhodnou aktivitu, byla Kooperativa ze skupiny VIG.

NEMOVITOSTNÍ INVESTIČNÍ FONDY

Obdobně může být prostřednictvím investičních fondů využít kapitál privátních investorů. Česká národní banka jako regulátor v této oblasti registrovala ke konci roku 2017 celkem 98 investičních fondů v kategorii nemovitostních či smíšených investujících do nemovitostí, což představuje meziroční nárůst o 15%. 19 z nich je samosprávných, zbytek obhospodařuje celkem 18 investičních společností. Kapitál v nich alokovaný se odhaduje v objemu několika desítek miliard korun. Tento počet zahrnuje jak fondy kvalifikovaných investorů (FKI), tak podílové fondy zaměřené na drobné investory (spotřebitele).

Z hlediska variability kapitálu patří 83 fondů mezi otevřené a 15 mezi uzavřené. Část z nich jsou ovšem entity, jejichž portfolio sestává z korporátních cenných papírů společností podnikajících v realitách, neinvestují tedy do konkrétních nemovitostí (přímo nebo přes jednoúčelové společnosti – SPV). Zahrnuti nejsou uzavřené off-shore fondy soukromého kapitálu (private equity funds) založené v zahraničí.

Více než polovina z nich (52) má přidělená identifikační čísla cenných papírů (ISIN) pro účely obchodování a zhruba třetina se přihlásila na pražskou burzu, i když na ní nejsou aktivní. Od změny zákona v roce 2015 totiž legislativa umožňuje FKI nadále platit 5% daň z příjmu za podmínky, že jsou obchodovány na regulovaném trhu. Z vyjádření Ministerstva financí ČR z roku 2016 je ovšem zřejmé, že pokud FKI s akciemi přijatými, avšak nikoliv reálně obchodovanými na regulovaném trhu uplatní sníženou 5% sazbu daně bez splnění dalších podmínek, znamená to porušení předpisů. Daňová správa bude vycházet z principu převahy obsahu nad formou dle § 8 odst. 3 daňového řádu a principu zákazu zneužití práva.

I za jiných okolností však fondy mohou využívat sníženou sazbu daně, například když neдрží nemovitosti přímo, ale prostřednictvím SPV, nebo pokud mají formu otevřeného podílového fondu. Novela záko-

¹ Pro srovnání: Podle analýzy penzijních systémů zemí OECD za rok 2016 (novější data nebyla během zpracování tohoto textu k dispozici) dosahoval podíl přímých nemovitostních investic v portfoliích penzijních fondů v průměru 2,2%, přičemž rozpětí se pohybovalo od 0 do 11,5% na jednu zemi. Nejvýše se umístili evropští zástupci Finsko (11,5%), Švýcarsko (8,8%) a Portugalsko (8,4%). V kategorii nepřímých investic prostřednictvím struktur kolektivního investování (nemovitostních podílových fondů) činil průměr 6,1% s rozpětím od 0 do 17,6%. Nejvíce vykazovaly opět evropské země Švýcarsko (17,6%), Portugalsko (14,9%) a Itálie (10,9%). Součet obou hodnot představuje celkovou expozici penzijních systémů zemí OECD vůči reálnímu sektoru – ve Švýcarsku 26,4%, v Portugalsku 23,3%, v Kanadě 13,2%, Itálii 12,4% atd., s průměrem 9,3%. Průměry byly spočteny ze zahrnutím pouze těch zemí, které poskytly potřebná data – například u statistik dodaných Českou republikou chybí rozpis podkladových aktiv podílových fondů.

² V nemovitostech měly pojišťovny ke konci roku 2016 (novější data nebyla během zpracování tohoto textu k dispozici) umístěno 0,74% z objemu aktiv, celkem 3,4 miliardy korun. Z více než 70% však šlo o vlastní provozní sídla, po jejichž odečtení činila expozice jen něco málo přes 0,2%. Meziročně tyto investice poklesly, ale zároveň se téměř o polovinu zvýšil podíl neprovozních nemovitostí. 45% z uvedených částek vykazuje Kooperativa. Pro srovnání: Pojišťovací společnosti zemí OECD měly ve stejném období v nemovitostech přímo či nepřímo uloženo v průměru 1,94% všech svých investic. Kromě Estonska využívaly tuto třídu aktiv všechny členské země. Nejvyšší podíl vykazovalo Švýcarsko (11,1%), následované Norskem (8,1%) a Rakouskem (6,6%). Z největších evropských ekonomik činil tento podíl ve Španělsku 3,8%, ve Francii 3,4%, Německu 2,7%, Velké Británii 1,1% a v Itálii 0,8%.

na účinná od roku 2016 pak mezi ně doplnila i formu podílového fondu uzavřeného. Přes nepříznivé daňové úpravy, jež se měly paušálně dotknout zejména nemovitostních FKI zvýšením sazby daně z příjmu z 5 na 19%, lze tedy s odstupem tří let říci, že soukromého kapitálu na trhu neubýlo. Naopak, díky akceleraci ekonomického růstu, nízkým úrokovým sazbám a z toho vyplývajícím přetlaku volných peněz se potvrdila naše predikce, která platí i pro další období: fondy zaměřené na kvalifikované privátní investory budou přibývat.

Část z nich je zakládána silnými společnostmi, které poskytnou své jméno, know-how a tzv. seed money, tedy startovní kapitál či aktiva. Doposud se jednalo například o Central Group, CIMEX a jejich fond Edulios, NOVA Real Estate a NOVA Hotels ze skupiny Arca Capital, podfond RSJ Investments Real Estate a další. Jiné fondy vznikají za účelem kapitál získat postupně, například brněnské IMPERA Invest a DRFG Czech Real Estate Investment Fund (off-shore registrovaný v Lichtenštejnsku) nebo dva Realitní fondy Komerční banky jako produkt určený pro klienty jejího privátního bankovníctví.

Mezi nejnovější patří Českomoravský nemovitostní fond RSBC a Realitní fond Generali Investments CEE. Svým investorům slibují roční výnos obvykle v rozmezí 3 až 6% – IMPERA například od letošního roku vyplácí pevný úrok 3,1%, DRFG ve dvou předchozích letech dosáhl výkonu 5,06 – 5,17% a první fond Komerční banky byl za tři roky od založení zhodnocen o 17,5% (5,83% p.a.).

Specifickou entitou se stal Fond udržitelosti Římskokatolické církve (katolický investiční fond), jenž v únoru 2017 rozšířil svůj záběr o nemovitostní podfond. Neznamená to pouze investice do obvyklých realitních sektorů, jako jsou kanceláře či obchodní centra, plány zahrnují i aktiva typičtější pro církevní majetky, například zemědělskou půdu či lesy. Vzhledem k objemu prostředků, které církev obdrží od státu v rámci odluky a které budou nějakým způsobem investovány, se však tento fond může postupně stát jedním z významných hráčů na trhu. Církev jako investor začíná také spolupracovat s etablovanými developery, například Královéhradecká diecéze se u multifunkčního projektu v pražském Karlíně potkala se Sergem Borensteinem.

Otevřené podílové nemovitostní fondy s veřejnou nabídkou zaměřenou na spotřebitele u nás donedávna – na rozdíl od západní Evropy – hrály okrajovou roli. To však již přestává platit. ČS nemovitostní fond s kapitálem ve výši 17,5 miliardy korun a hodnotou majetku přes 19 miliard korun je dnes pravděpodobně největším českým nemovitostním fondem vůbec. V posledních dvou letech značně zvýšil svůj investiční apetit a realizoval velké transakce v Praze, Bratislavě a Polsku, mezi nimiž vynikají City Tower na pražské Pankráci v hodnotě 4,4 miliardy korun a nákupní centrum Galeria Sloneczna v polské Radomi za 4,3 miliardy korun. Přinejmenším za zmínku ještě stojí pětimiliardový ZFP realitní fond s aktivy na severní Moravě, v Praze, Budapešti a v Krakově.

CENNÉ PAPÍRY

Dalším zdrojem alternativního financování mohou být emise cenných papírů. Po neslavném konci Orco Property Group a ECM na akciové burze se u nás prosazují spíše korporátní a projektové dluhopisy – bondy, obvykle emitované ve spolupráci s bankou, která je rovněž umísťuje na trh. Mohou být obchodovány jak na burze, tak mimo ni. Negenerují sice vlastní kapitál jako takový, ale ve formě podřízeného dluhu užitečně doplní strukturu financování společnosti nebo konkrétního projektu. Primární cílovou skupinou pro jejich nabídku jsou privátní investoři či klienti privátního bankovníctví, zájem však projevují i instituce, které mají povoleno nakupovat rizikovější cenné papíry.

Vzhledem k přebytku kapitálu na trhu začal počet emitentů v posledních letech viditelně stoupat a objem různých programů a emisí mimo společnost CPI (viz níže) dosahuje částky necelých 17 miliard korun, včetně těch již splacených. To představuje meziroční nárůst zhruba o třetinu. Po připočtení CPI se dostáváme na zhruba 69 miliard korun. Za tolik peněz ovšem cenné papíry prodány nebyly, jde o součet maximálních, jen částečně využitých limitů. Odhadujeme, že své místo si zatím našlo kolem poloviny uvedené částky, tedy 35 miliard korun. Zároveň se domníváme, že nové emise budou nadále přibývat v podobném tempu.

Dluhopisové financování u nás tradičně nejvíce využívá skupina Czech Property Investments, a.s. (CPI). Od roku 2005 připravila programy za přibližně 52 miliard korun, přičemž výraznou většinu z nich v průběhu posledních šesti let. Součástí jsou například emise korporátních dluhopisů mateřské společnosti Czech Property Investments, a.s. za více než 15 miliard korun nebo zajištěné projektové dluhopisy CPI Alfa, CPI BYTY a CPI Retail Portfolio. V loňském roce jí z českých emisí přibýly dvě dvouleté tranše v rámci upraveného programu CPI BYTY, který byl prodloužen o 10 let a navýšen z původních 3,8 až na 17 miliard korun agregovaného objemu. Uvedené tranše dosáhly výše 800 milionů korun s úrokem 1,85%, resp. 2,25%.

Skupina se již výrazněji prosadila i na zahraničních kapitálových trzích. Po slovenských emisích z předchozích let v objemu 80 milionů EUR nabídla vloni na podzim v Londýně dluhopisy za 600 milionů EUR se splatností v říjnu 2024. Díky vysoké poptávce se jí podařilo získat úrok 2,125%. Výnos použije na refinancování starších dluhů, což jí umožní snížit úrokové náklady či zrušit emise, jejichž většinu drží na své rozvaze, dále na investice do stávajícího portfolia a nové akvizice. Celkově tímto způsobem plánuje vydat obligace až za 1,25 miliardy EUR (necelých 32 miliard korun). Aktuální závazky celé skupiny z vydaných dluhopisů se v polovině roku 2017 pohybovaly kolem 15 miliard korun (novější data nebyla během zpracování tohoto textu k dispozici), v nich ovšem není započten londýnský úpis.

TABULKA 1 České otevřené podílové nemovitostní fondy

Zdroj: ARTN

Název fondu	Správce	Založen	Kapitál fondu k 28. 2. 2018 (mld. Kč)	Výkonnost za poslední 3 roky (% p.a.)
ČS nemovitostní fond	REICO České spořitelny	2007	17,46	2,5
ZFP realitní fond	ZFP Investments	2013	5,31	6,4
Realita	WMS	2009	1,35	4,4
Conseq Realitní	Conseq Funds	2008	1,22	3,0
Investika realitní fond	Investika investiční spol.	2015	1,15	4,7 (od vzniku)
Raiffeisen realitní fond	Raiffeisen investiční spol.	2017	0,28	2,5 (od vzniku)

Jiný velký středoevropský hráč, slovenská skupina HB Reavis, získal od roku 2013 na kapitálových trzích v Polsku a na Slovensku více než 311 milionů EUR (7,8 miliardy korun), z toho dvě třetiny díky sedmi loňským emisím. V květnu 2016 k nim úspěšně připojil jednu českou, jištěnou zárukou holdingu, v objemu 1,25 miliardy korun, se splatností v roce 2021 a aktuálním pohyblivým výnosem cca 5% ročně. Více než 71% objemu upsali institucionální investoři, zbývající část soukromí bankovní klienti.

Financování pomocí cenných papírů, i když v mnohem menším rozsahu, si v letech 2012 a 2013 vyzkoušeli rovněž developeři Central Group a SATPO. Druhý jmenovaný jej v únoru 2017 zopakoval prostřednictvím korporátních bondů se splatností 5 let, v objemu 315 milionů korun a s úrokem 7% ročně. Zajímavou a velkou emisí byly v roce 2013 také zajištěné projektové dluhopisy Diamond Point ve výši 1,1 miliardy korun, se splatností v roce 2024 a výnosem 4%.

Ze starších počínů je stále vhodné vést v patrnosti korporátní dluhopisy Passerinvest Group z května 2014 v objemu 550 milionů korun, se splatností 3,5 roku a úrokem 5,25% ročně, z jejichž výnosu společnost spolufinancovala zpětný odkup svých starších developerských aktiv v pražském BB centru. Následně na konci března 2017 vydal Passerinvest Finance korporátní dluhopisy za dalších 1,5 miliardy korun (s možností zvýšení na 2,25 miliardy) zajištěné ručením Passerinvest Group, se splatností 6 let a úrokem 5,25%.

Z emisí pražské provenience roku 2016 stojí za pozornost šestileté korporátní dluhopisy společnosti GES Real v objemu 400 milionů korun a s ročním výnosem 5% nebo certifikáty (jež se chovají podobně jako dluhopisy) kyperské GRAMEXO v objemu 1,395 miliardy korun, se splatností 5 let a výnosem cca 5,8% ročně emitované k financování projektu Rustonka. V téže roce vydala skupina FINEP projektové bondy v objemu 201 milionů korun, se splatností 4 roky a úrokem 3,75% za účelem výstavby čtyř nových etap projektu Kaskády Barran-

dov. Letos v březnu pokračovala v alternativním financování emisí společnosti RED Thirteen, společného podniku s RSJ Investments Karla Janečka, ve výši 210 milionů korun, se splatností 4,5 roku a úrokem 4,8% určené pro development obytného souboru Drnovská.

Nováčkem na kapitálovém trhu se stal rezidenční developer Trige-ma, působící kromě Prahy rovněž v dalších regionech, který v prosinci 2017 zahájil dluhopisový program tříletou emisí ve výši 300 milionů korun (s možností navýšení až na 450 milionů) a s aktuálním pohyblivým úrokem cca 4% ročně. Její výnos bude použit na financování konkrétních projektů ve skupině developera. O tři měsíce dříve vstoupila na trh také společnost CEE Real Estate s desetiletým programem ve výši 500 milionů korun a úvodní korporátní emisí ve výši 25 milionů se splatností 5 let a úrokem 6%.

Aktivita se zvyšuje i mimo hlavní město, zejména v Brně. Již od roku 2009 vydává korporátní dluhopisy brněnský realitní koncern e-Finance, u něhož lze v současnosti zakoupit zhruba desítku drobných tříletých emisí e-Finance Property s výnosem 4,5%, tvořících součást programu o celkovém objemu 1 miliardy korun. Ještě vloni nabízel koncern i projektové dluhopisy dceřiné společnosti eFi Palace v rámci dalšího, 25letého dluhopisového programu s limitem 600 milionů korun, ale ty nyní nejsou k dispozici.

Zajímavou alternativou pro investory se jeví pětileté bondy brněnské společnosti Brooc Global Investment v objemu 300 milionů korun a s výnosem 7% určené k investicím do prázdninových nemovitostí na kanárském ostrově Tenerife. Jejich veřejná nabídka byla ukončena 31. 12. 2017 s výsledným úpisem 127 milionů korun, tedy 42% plánovaného objemu. V prosinci 2016 přibyla také korporátní emise Moravské stavební – INVEST ve výši 320 milionů korun na 5 let a s cca 6% výnosem, na niž v listopadu 2017 navázala další pětiletá emise v objemu 250 milionů korun a úrokem 5%.

TABULKA 2 Vybrané drobné korporátní emise dluhopisů

Zdroj: ARTN



Emitent	Datum emise	Objem (mil. Kč)	Splatnost (roky)	Výnos (% p.a.)	Úpis	Účel
Praha						
Římská 1222/33 (skupina Činžovní domy Praha)	2016	20	6	6	uzavřeno	rekonstrukce bytového objektu Elišky Krásnohorské 4, Praha 1
Premiot Group	2016	8,5	3	8,5	upsáno	akvizice pozemků
2M Invest	2017	10	2	7	upsáno	financování developerských projektů
Na Doubkové 2	2017	12,5	2,5	8,5	upsáno	rekonstrukce bytové vily
K&K Invest Group	2017	7	2	8	upsáno	rekonstrukce objektu v ulici 28. pluku, Praha 10
Charles Bridge Real Estate	2017	25	5	5	probíhá	akvizice rezidenčních nemovitostí
Činžovní domy Praha	2018	25	2	8	probíhá	výstavba půdních bytů Korunovační 11, Praha 7
Mimo Prahu						
Market Balance	2015	5	3	9	upsáno	výstavba lékařského domu ve Frýdku-Místku
Prago Investment	2016	22	2	8,1	uzavřeno	rekonstrukce hotelu Hnědý vrch
Prago Investment	2016	5	3	5,7	uzavřeno	v Peci pod Sněžkou
Market Balance	2017	15	2,5	9	upsáno	výstavba rodinných domů pod Lysou horou
Invest Gates Group	2017	10	3,5	6,6	uzavřeno	výstavba bytového objektu v Brně
Capital for you	2017	22	1,5	9	upsáno	výstavba rodinných domů v Českém Brodě
Start Up Bydlení	2017	25	2	8	probíhá	výstavba projektů Úžice, Kunětice a Kozomín
RealityPozitivně	2017	20	3	9	probíhá	ekologické rekonstrukce objektů v Jihomoravském kraji
Satori Capital	2017	25	3	7,2+0,5	probíhá	akvizice výnosových nemovitostí
Office-Leasing	2018	18	2	8,8	probíhá	výstavba kanceláří v Ostravě

Dvě skupiny z moravské metropole zmíněné již v podkapitole o fondech se zapsaly i mezi emitenty. V únoru 2017 vydala IMPERA korporátní dluhopisy v objemu 200 milionů korun (s možností zvýšení na 300 milionů) se splatností 3 roky a úrokem 3,1%. Na podzim téhož roku byl schválen dluhopisový program skupiny DRFG v objemu 1 miliardy korun a délce 10 let, který v lednu 2018 odstartoval třemi samostatnými emisemi v celkové výši 600 milionů korun, se splatností 3 až 7 let a úrokem 5 až 7%.

Koncem roku 2017 zahájila svůj desetiletý program v objemu 300 milionů korun rovněž brněnská investiční skupina NWD dvěma emisemi v celkové výši 70 milionů korun se splatností 3 a 5 let a úrokem 3,1, respektive 5,1%. Počátkem roku 2018 učinila totéž společnost Czech-Moravian Properties v podobě pětiletého programu o objemu 1 miliardy korun a dvou úvodních emisí v celkové výši 200 milionů korun, se splatností 3 a 5 let a úrokem 4 a 5% ročně. Z ostatních moravských zástupců je ještě nutno zmínit olomouckého RSRE Invest ze skupiny Redstone Real Estate – developera nákupního centra

Šantovka – s emisí z listopadu 2017 ve výši 20 milionů EUR (500 milionů korun), splatností 5 let a úrokem 5%.

Postupně akcelerují také aktivity malých emitentů z různých regionů, které potvrzují zvyšující se povědomí o této formě financování. Některé emise skoupi předem určení investoři, jiným trvá úpis déle. Například již v roce 2012 vydalo pardubické družstvo R.E.I.T. Group, které zároveň podniká jako nemovitostní fond, emisi dvacetiletých (!) dluhopisů v celkovém objemu 50 milionů korun a s úrokem 9% určenou k akvizicím diskontovaných nemovitostí, ale do března roku 2018 z ní na trhu umístilo něco málo přes 30%. Vzhledem k nadprůměrnému objemu a délce splatnosti bychom to však neoznačili přímo za neúspěch. Skupina společností Činžovní domy Praha zase realizovala několik emisí, z jejichž výnosů postupně financuje rekonstrukce a dostavby rezidenčních objektů. V příložené tabulce uvádíme vybrané příklady drobných emisí z posledních let.

KAMIL KOSMAN
KAAP Media

ENGLISH SUMMARY

ALTERNATIVE FINANCING OF REAL ESTATE

- The regulatory measures, especially Basel III, which came into force on January 1, 2015, its postulate in the form of Basel IV package, and other specific restrictions for the real estate sector, have had – and will have in the foreseeable future – the biggest impact on the behaviour of banks.
- On the other hand, the Czech economy is in good shape (according to the CNB Governor from the middle of March 2018, it is even “a bit too much”); the banks and their foreign parent companies are sufficiently capitalised, and since the financial crisis came to end, their allowances have been growing every year. This allows them to allocate a certain part of their capital to risky assets.
- Yet, the discussion about the structure of financial resources in the economy cannot be traditionally omitted, not to mention the real estate market.

NÁSTUP ČESKÝCH REALITNÍCH FONDŮ

Nemovitostní fondy a realitně zaměřené investiční společnosti vznikají v poslední době v nebývalé míře. Jak ukazují čísla Asociace pro kapitálový trh ČR (AKAT ČR), tento trend bude dále pokračovat. Objem finančních prostředků v českých realitních fondech spravovaných tuzemskými investičními společnostmi stoupl meziročně o více než 26%. Jde o nejobtustnější nárůst ze všech tříd aktiv – následovaly akciové fondy (22%) a fondy smíšené (21%), které rovněž mohou investovat do realit. Nutno ještě podotknout, že v statistice AKAT nejsou zahrnuty samosprávné fondy. Česká republika se tak v oblasti kolektivního investování přibližuje finančně vyspělým zemím.

Vzhledem k tomuto vývoji mají české realitní fondy na tuzemský realitní trh stále větší vliv. Pokud někoho před 10 lety překvapilo, že český kapitál investuje do prémiových nemovitostí v centru metropole, dnes je taková akvizice zcela standardní. Odhaduje se, že se v minulém roce podíleli čeští investoři na celkovém objemu transakcí v 31%, přičemž realitní fondy spravující finance drobných a kvalifikovaných investorů tvoří z tohoto podílu významnou část. České peníze alokované v nemovitostních fondech se dokonce „vydaly“ za hranice České republiky a jsou aktivní v rámci akvizic v CEE. Vzpomeňme například loňské investiční transakce fondu REICO České spořitelny v Polsku.

TABULKA Výše investic ve fondech (rozdělení dle typů fondů)

Zdroj: AKAT ČR

Typ fondu	Celkem k 31. 12. 2017 (Kč)	Celkem k 31. 12. 2016 (Kč)	Změna na počátku roku 31. 12. 2016 –31. 12. 2017
Fondy peněžního trhu	2 605 956 261	3 230 791 091	-19,34 % -624 834 830
Strukturované fondy	26 879 398 145	27 534 463 373	-2,38% -655 065 228
Akciové fondy	99 319 518 171	81 279 756 777	22,19% 18 039 761 394
Dluhopisné fondy	18 757 557 292	123 878 798 455	-4,13% -5 121 241 163
Fondy smíšené	188 634 657 022	155 839 794 217	21,04% 32 794 862 808
Fondy fondů	24 405 576 478	20 226 598 009	20,66% 4 178 978 469
Fondy nemovitostí	22 898 531 949	18 126 995 705	26,32% 4 771 536 244
Celkem fondy (celý trh)	483 501 195 319	430 117 197 627	12,41% 53 383 997 662

Zkraje roku 2018 bylo u České národní banky registrováno 30 investičních společností, z nichž se dvě třetiny zabývá investicemi do realit. Patrný je nárůst počtu společností v posledních 5 letech.¹

Shrnuto, získávání prostředků od investorů pomocí fondů a jejich následné investování do komerčních či residenčních nemovitostí se stalo pro český realitní trh přirozené. Praha a regiony už nejsou z in-

TABULKA Investiční společnosti zabývající se realitním segmentem

Zdroj: ČNB

Investiční společnost	Datum vzniku
Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s.	28. 1. 1992
J&T investiční společnost, a.s.	8. 2. 1993 ²
WOOD & Company investiční společnost, a.s.	14. 10. 1993
ČSOB Asset Management, a.s.	3. 7. 1998 ³
AMISTA investiční společnost, a.s.	20. 9. 2006
AXA investiční společnost, a.s.	22. 9. 2006
REICO investiční společnost České spořitelny, a.s.	27. 11. 2006
AVANT investiční společnost, a.s.	4. 4. 2007
WMS investiční společnost, a.s.	10. 5. 2007
Safety invest funds, investiční společnost, a.s.	29. 1. 2010
Conseq Funds investiční společnost, a.s.	11. 5. 2011
ZFP Investments, investiční společnost, a.s.	22. 1. 2013
Raiffeisen investiční společnost, a.s.	9. 4. 2013
REDSIDE investiční společnost, a.s.	29. 4. 2013
DELTA Investiční společnost, a.s.	24. 7. 2014
CARDUUS Asset Management, investiční společnost, a.s.	26. 5. 2015 ⁴
INVESTIKA, investiční společnost, a.s.	11. 6. 2015
Patria investiční společnost, a.s.	9. 6. 2016
RSJ Investments investiční společnost, a.s.	20. 12. 2017
Proton investiční společnost, a.s.	2. 2. 2018 ⁵

¹ Nelze směřovat s investičními fondy, což jsou v případě nesamosprávných fondů entity obhospodařované těmito investičními společnostmi.

² Obhospodařuje nemovitostní fond Ostravice Active Life.

³ Obhospodařuje katolický podfond.

⁴ Aktuálně nemá žádný fond kvalifikovaný jako nemovitostní nebo smíšený.

⁵ Aktuálně nemá žádný fond nemovitostní ani smíšený.

vestičního pohledu vyhrazené pouze pro zahraniční fondy a velké privátní společnosti.

CO JE TO REALITNÍ INVESTIČNÍ FOND?

Pro lepší orientaci bychom měli definovat, co vlastně nemovitostní fondy jsou. Veřejnost nazývá realitním fondem vše, kde se shromažďují finanční prostředky od investorů a ty jsou poté investovány do nákupu nemovitostí. Některé fondy jsou určeny pro drobné investory, jiné pro ty kvalifikované.

Investované částky mohou být různé – od stovek korun po stovky milionů. Každý fond má jinou strategii, časový horizont i produktové zaměření. Pokud zvažuje investor alokaci svých prostředků do realitního fondu, měl by se zajímat o několik základních parametrů:

- odhadovaná výnosnost
- rizikový profil – třída aktiv, do kterých fond investuje
- likvidita
- zkušenost správce majetku / reputace investiční společnosti
- další informace, jako je forma fondu, další práva a povinnosti spojené s investicí

REALITNÍ INVESTIČNÍ FONDY SE PŘIBLIŽUJÍ DROBNĚJŠÍM INVESTORŮM

Investice do nemovitostí byly mezi investory vždy velmi populární. Mnozí z těch drobných si však velmi dlouho mysleli (nebo stále myslí), že realitní investice začíná a končí koupí bytu a jeho pronájmem, případně následným prodejem s patřičným ziskem. Toto už dávno neplatí a rovněž tuzemští drobní investoři začali využívat pro zhodnocení svých finančních prostředků profesionální investiční společnosti, které nabízejí diverzifikaci a výhody větších investičních platforem. Mimo jiné proto, že se snadněji dostanou k vhodnému produktu než individuální klientela.

Posun lze spatřit i v samotném chování investičních společností spravujících fondy směrem k investorům. Zaměření na klienta, přehlednost materiálů, mobilní aplikace, kde lze sledovat vývoj portfolia, workshopy, vysílání na internetových kanálech a další aktivity přibližují investiční prostředí a chod fondu zainteresované veřejnosti.

Výnos fondu

Odhady výnosů fondů jsou uváděny jako roční zhodnocení vkladů investora a dosahují hodnot mezi 2 a 10 (i více) procenty. Záleží přirozeně na rizikovém profilu fondu, stejně jako do jaké třídy aktiv investiční společnost investuje. Zhodnocení investora ovlivňují:

- 1/ vybírané nájemné reprezentované výnosem⁶
- 2/ kapitálové zhodnocení nemovitosti na trhu, ovlivněné tržní situací a jejím vývojem
- 3/ nákladovost fondu samotného, přičemž fondy se mezi sebou mohou lišit až o desítky bazických bodů.

Některé fondy mají za splnění určitých podmínek výhodnější zdanění (sazba 5% místo 19%). Určitě se vyplatí informovat, jaký režim se na ten či onen fond vztahuje.

Rizika a třída aktiv

Důležité je také produktové skóre investice. To se pohybuje od hodnoty 1 (minimální riziko a nižší výnos) po 7 (vysoké riziko a vyšší výnos). Do produktového skóre vstupují faktory, jako jsou likvidita, měnové riziko, kreditní riziko, riziko diverzifikace, tržní riziko a další.

V tomto ohledu lze investorům doporučit, aby si blíže prostudovali samotný produkt, do kterého investiční společnost investuje. Zda jsou to plně pronajaté budovy v centru měst, či prázdné sklady na sklonku životnosti. Každá nemovitostní třída má své výhody a nevýhody a předpokládá se, že investor by měl mít základní znalosti týkající se rizik spojených s investicí. Na trhu lze najít fondy produktových skóre 2 až 7 a je opět na investorovi, jakou zvolí preferenci.

Likvidita

Obecně jednou z větších nevýhod nemovitostního sektoru oproti ostatním třídám aktiv je likvidita. Nemovitostní fondy tuto nevýhodu částečně nebo zcela odbourávají. Například: koupí bytu v hodnotě 5 000 000 Kč strávíte realisticky několik měsíců – vyhledáváním, prací s katastrem nemovitostí, přípravou smluv atd. U nemovitostních fondů můžete zhodnotit svou investici (obzvláště pak u menších částek) v řádech dnů či týdnů.

Samozřejmě ne všechny fondy umožňují okamžitou likviditu vložených prostředků. Opět je třeba věnovat pozornost statutu daného fondu a podmínkám odkupu podílových listů nebo akcií.

Reputace investiční společnosti

Investiční společnost je zodpovědná za ekonomické fungování fondu, dbá na snížení rizik spojených s investicemi a dodržuje regulatorní a právní rámce vyžadované Českou národní bankou a legislativou ČR. Investiční společnost rozhoduje o strategii fondu, realizaci transakcí, správě aktiv ve fondu a případném prodeji nemovitostí. Role investiční společnosti a jejich členů je pro každý fond klíčová a stěžejní jsou zkušenosti, znalosti a reputace jejich zaměstnanců.

Forma fondu

Nejčastější formou realitních fondů na českém trhu je otevřený či uzavřený podílový fond, akciová společnost či společnost s proměnným základním kapitálem (SICAV). Zákon pak připouští další formy:

- společnost s ručením omezeným
- svěřenský fond
- družstvo
- evropská společnost a další.

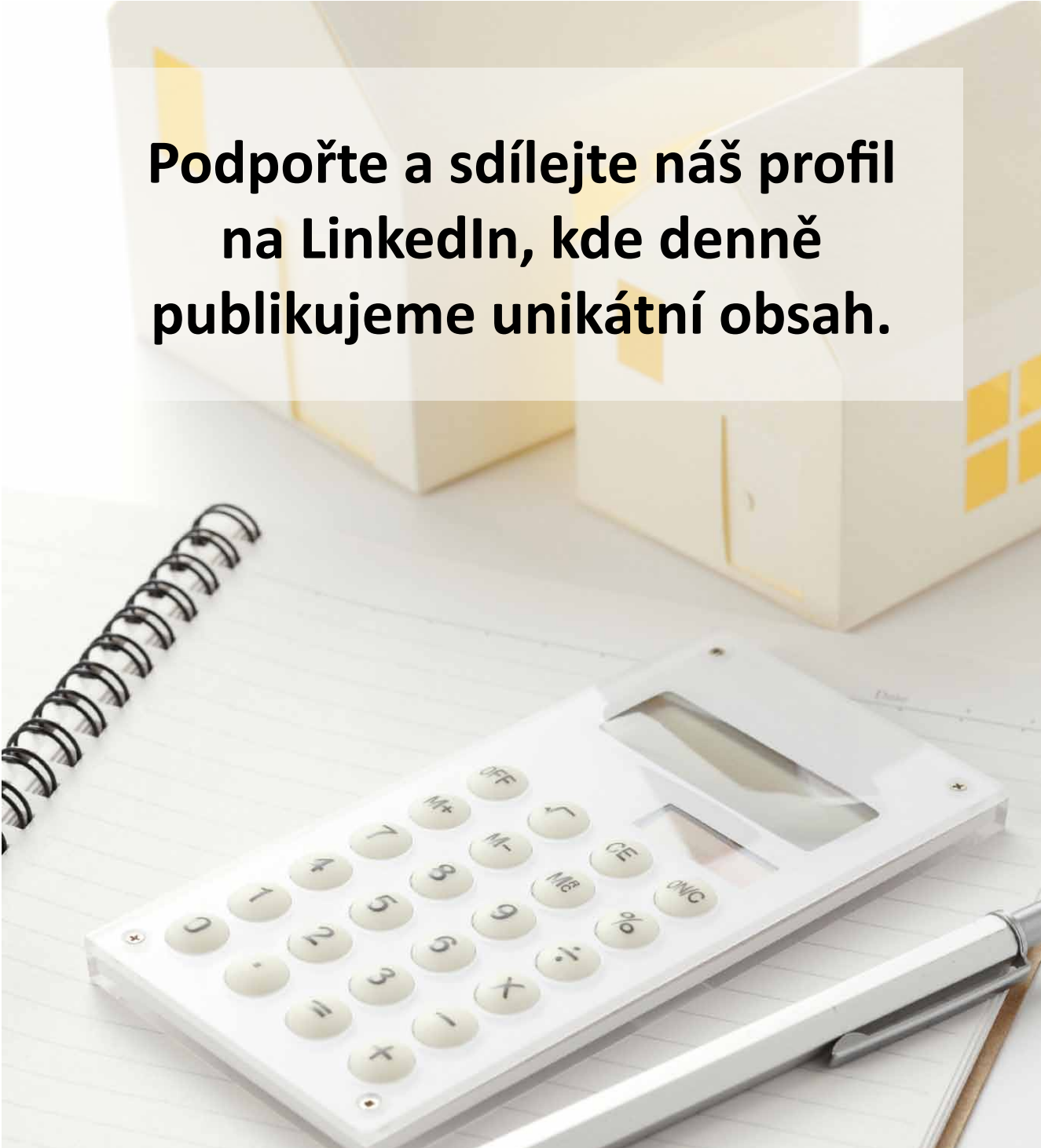
Různé formy fondu představují pro investory různá práva a povinnosti vzhledem k jeho investici. Současně může mít forma fondu vliv na zdanění zisku fondu a ovlivňuje čistý výnos podílníka či akcionáře.

KAREL KLEČKA
Panattoni

⁶ Poměr nájemného vůči pořizovací hodnotě – prime yieldy nemovitostí jsou uvedeny např. v kapitole Investiční trh na straně 82.

ENGLISH SUMMARY**THE ENTRY OF CZECH REAL ESTATE FUNDS**

- Real estate funds and investment companies focusing on real estate are being established at an unprecedented level today.
- As the numbers gained by the Czech Capital Market Association (abbreviated as AKAT ČR) suggest, this trend is not going to diminish. Year-on-year, the amount of financial resources in the Czech real estate funds in the hands of Czech investment companies has increased by more than 26 %. This is the biggest increase in all asset classes – the next biggest increase was recorded for funds of funds (22 %) and for equity funds (21 %). The Czech Republic is therefore getting closer to financially developed countries in the field of collective investment.



**Podpořte a sdílejte náš profil
na LinkedIn, kde denně
publikujeme unikátní obsah.**

FINANCOVÁNÍ REZIDENČNÍCH NEMOVITOSTÍ

V roce 2017 dosáhl v České republice celkový objem poskytnutých hypotečních úvěrů hodnoty 216,7 miliardy korun.¹ Tento téměř totožný výsledek, srovnatelný s předchozím rokem 2016, zapříčinily rostoucí ceny bytů i rodinných domů a také avizované postupné zpřísnění pravidel ze strany ČNB pro poskytování hypotečních úvěrů, zejména zavedení stropu pro LTV.

Poptávku po nemovitostech udržoval také ohlašovaný mírný nárůst úrokových sazeb. Ty se už v prosinci 2016 odrazily od svého historického dna, na které spadly v listopadu téhož roku se sazbou 1,77%.

Zlom v tomto negativním trendu představovaly dvě přelomové události. V účinnost vstoupila novela zákona o spotřebitelském úvěru, která razantním způsobem proměnila podmínky předčasného splácení hypoték a vynutila si výrazný pokles poplatků spojených se správou a změnou hypotečního úvěru. Zvýšená míra rizika se proto promítla do nárůstu úrokových sazeb.

RELATIVNÍ STABILITA A NOVÉ VÝZVY

Důležitou roli v růstu úrokových sazeb sehrála centrální banka, která v roce 2017 hned dvakrát sáhla po jednom ze svých ústředních nástrojů – navýšení dvoutýdenní repo sazby. První zvýšení přišlo počátkem srpna, a to o 0,2 pcb na výslednou hodnotu 0,25%. Stalo se tak poté, co úrokové sazby hypotečních úvěrů dosáhly v červnu svého ročního maxima 2,04%, aby v červenci a srpnu začaly opět nepatrně klesat.

Podruhé ČNB využila stejného nástroje ještě o něco znatelněji, když na počátku listopadu zvýšila úrokové sazby o dalších 0,25 pcb. Rok 2017 tak uzavíral s dvoutýdenní repo sazbou ve výši 0,5%, přičemž prosincová průměrná úroková sazba u hypotečních úvěrů dosáhla svého ročního maxima ve výši 2,19%. Tím se úrokové sazby dostaly zpět na úroveň z února 2015.

Rok 2017 se však od toho předchozího neodlišoval jen úrokovými sazbami. Tím nejzajímavějším faktorem byl sezonní vývoj uzavírání hypotečních úvěrů. Zatímco v roce 2016 došlo ke znatelnému nárůstu počtu poskytnutých hypoték v listopadu, posledním měsíci účinnosti starého zákona o spotřebitelských úvěrech, v případě roku 2017 se žádné větší odchylky nekonaly. Objem hypotečních úvěrů v jednotlivých měsících byl, bez ohledu na vývoj úrokových sazeb, stabilní. Ani v závěru roku, po dalším nárůstu úrokových sazeb hypotečních úvěrů, nedošlo k žádnému většímu poklesu poptávky po úvěrech na bydlení.

Obchodně nejsilnější byl první kvartál, kdy objem udělených hypotečních úvěrů neklesal pod 17,5 miliardy korun. Tato nezvykle zvýšená poptávka odrážela obavu z rostoucích úrokových sazeb. Ty ve finále, i po dvojnásobné intervenci ČNB v oblasti úrokových sazeb, meziročně vzrostly o pouhých 0,42 pcb.

Obavy hypotečních bankéřů z počátku roku se tak nenaplnily. Svým objemem trh v podstatě kopíroval předchozí rok, a to i přes avizo-

vanou intervenci ČNB v oblasti zafixování maximálního LTV. Ta sice měla charakter doporučení, nicméně centrální banka zejména v závěru roku jasně deklarovala, že maximální LTV si kvůli řízení rizik představuje na hranici pouhých 80%. Nebude-li toto přání ČNB na hypotečním trhu patřičně reflektováno, lze očekávat, že ČNB sáhne i k direktivnějším nástrojům regulace.

Z pohledu hypotečního trhu však bylo zásadnějším faktorem razantní zvýšení cen rezidenčních nemovitostí. To se dotklo bytů, které si meziročně připsaly v průměru 11,9 pcb, což ČR zařadilo mezi země EU s nejrychlejším nárůstem cen nemovitostí. Rodinné domy zaznamenaly meziroční nárůst cen „pouze“ ve výši 7,5 pcb. Pozemky, dlouhodobě nejstabilnější část rezidenčního segmentu, vloni rostly nejpomaleji – o 4,4 pcb.

FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ TRH

Makroekonomické prostředí

Pojďme se podívat podrobněji na všechny makroekonomické faktory, které v loňském roce ovlivnily hypoteční trh. Česká ekonomika opět zaznamenala poměrně silný růst HDP, konkrétně ve výši 4,5%. Zároveň pokračoval trend výrazného poklesu nezaměstnanosti, která v prosinci 2017 dosáhla pouhých 3,8%. To nominálně představovalo 280 620 nezaměstnaných připadajících na 217 000 volných míst, což je poměr, který nevyhnutelně vede k tlaku na plošný růst mezd, respektive důchodů.

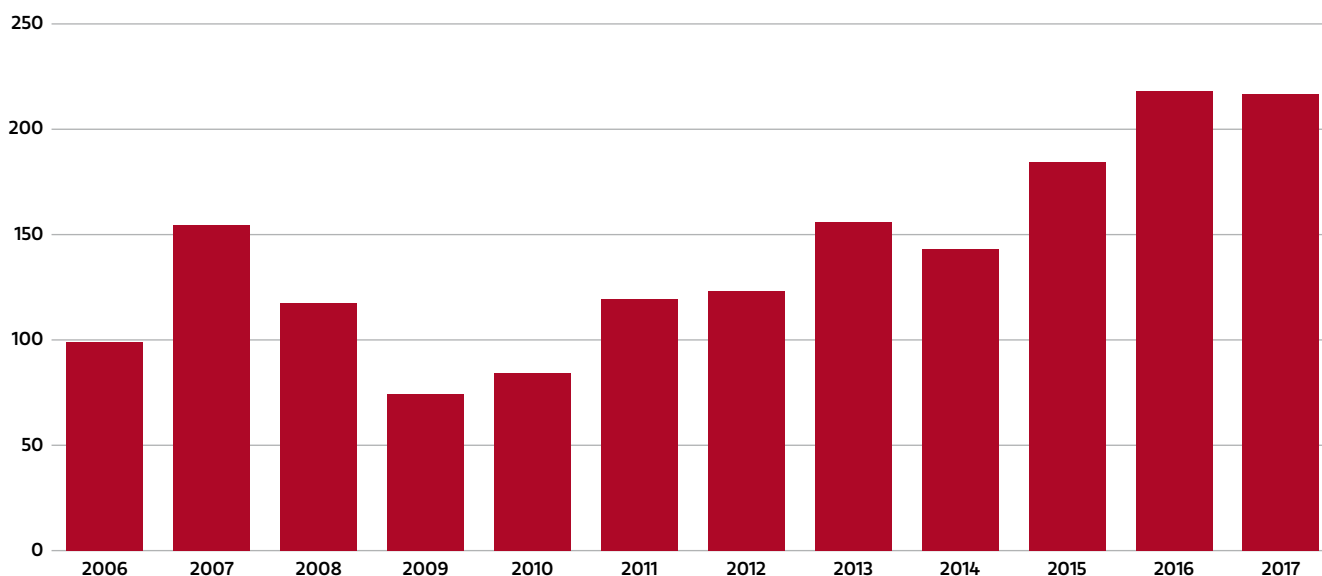
Růst důchodů, a tím i nákladů, přirozeně vede k inflačním tlakům. Ty byly loni zmírněny centrální bankou, která počátkem dubna upustila od měnových intervencí na stabilizaci kurzu koruny na úrovni 27 EUR/CZK, což obratem vedlo k razantnímu posilování koruny vůči euru. Následkem toho klesla cena dováženého zboží a došlo ke zdražování našeho exportu, který povětšinou směřuje právě do zemí platících eurem, zejména pak Německa. Kurz koruny přitom v samotném závěru roku prorazil i magickou hranici 25,50 EUR/CZK.

¹ Statistika Ministerstva pro místní rozvoj ČR (MMR).



GRAF1 Vývoj objemu poskytnutých hypoték v letech 2006–2017 v mld. Kč

Zdroj: Ministerstvo pro místní rozvoj ČR



Klíčovým makroekonomickým faktorem byla samozřejmě práce centrální banky s úrokovými sazbami na mezibankovním trhu. Ty byly dlouhodobě prakticky nulové, což mělo za cíl rozpohybovat poptávku. Jak bylo uvedeno, ČNB k jejich zvýšení přistoupila hned dvakrát, a to relativně rychle po sobě. I když dopad na úrokové sazby hypotečních úvěrů byl zřejmý, zdaleka proporcionálně neodpovídal míře intervencí ze strany ČNB. Ostatně, zatímco dvoutýdenní repo sazba se v roce 2017 zvýšila o 0,45 pcb, úrokové sazby u hypotečních úvěrů i přes dopady nové legislativy, tlak ČNB na snižování maximálního LTV a citelný růst cen rezidenčních nemovitostí meziročně vzrostly pouze o 0,42 pcb.

Vývoj úrokových sazeb

Jedním z klíčových faktorů, který zásadně ovlivňuje výkonost trhu, je nízká cena peněz na mezibankovním trhu. Ta sice díky meziročnímu zvýšení dvoutýdenní repo sazby celkem o 0,45 pcb vzrostla, přesto její výše pro českou ekonomiku nepředstavovala zásadnější brzdu. Z pohledu novodobé historie je také vhodné připomenout, že minimální úroková sazba ve výši 0,05% byla ze strany centrální banky nastavena již v listopadu 2012. To znamená, že byla udržována téměř 5 let nepřetržitě, přičemž nikdy předtím tak nízká nebyla.

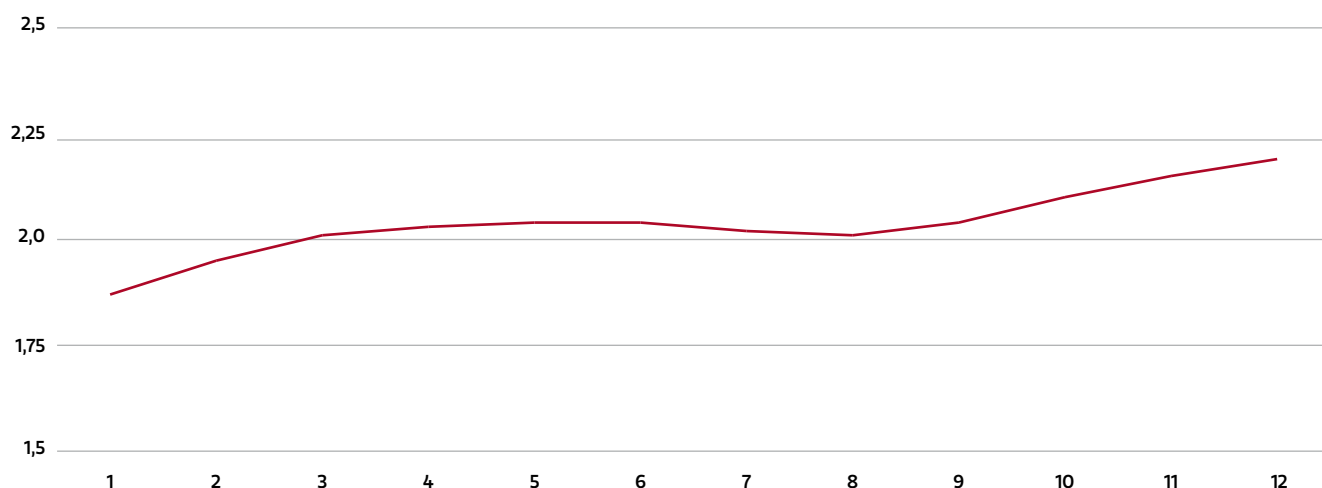
Připomeňme také, že ČNB má za svůj dlouhodobý primární úkol plnění inflačních cílů, což znamená, že ke změnám úrokových sazeb přistupuje pouze proto, aby své cíle dokázala naplnit. Za loňským zvyšováním úrokových sazeb ze strany ČNB přitom stál zejména uspokojivý hospodářský růst ve výši 4,5%, který necítila ČNB potřebu dále přizívat historicky nejnižší cenou peněz. Nabídka peněz v ekonomice navíc byla ovlivněna i zrušením měnových intervencí v dubnu loňského roku, kdy si koruna vůči euru během půl roku připsala růst ve výši 5,6%.

Z vývoje hypotečního trhu ve druhém pololetí loňského roku lze usuzovat, že ani jedna z intervencí ČNB ani s ní spojený velmi mírný růst úrokových sazeb neměly zásadnější vliv na hypoteční trh jako takový. Červencová, srpnová, říjnová a prosincová čísla totiž byla v roce 2016 a 2017 téměř identická.

Zdá se tedy, že větší dopady na trh, respektive na vývoj úrokových sazeb hypotečních úvěrů, měl až faktický nástup nové legislativy v oblasti spotřebitelských úvěrů a tvrdý tlak ČNB na postupné snižování maximálního LTV na hranici 80%. To indikuje tlak na snižování celkového objemu hypotečních úvěrů a nevyhnutelně vede k tlaku na mírný nárůst úrokových sazeb.

GRAF2 Vývoj úrokových sazeb u hypotečních úvěrů v roce 2017 v %

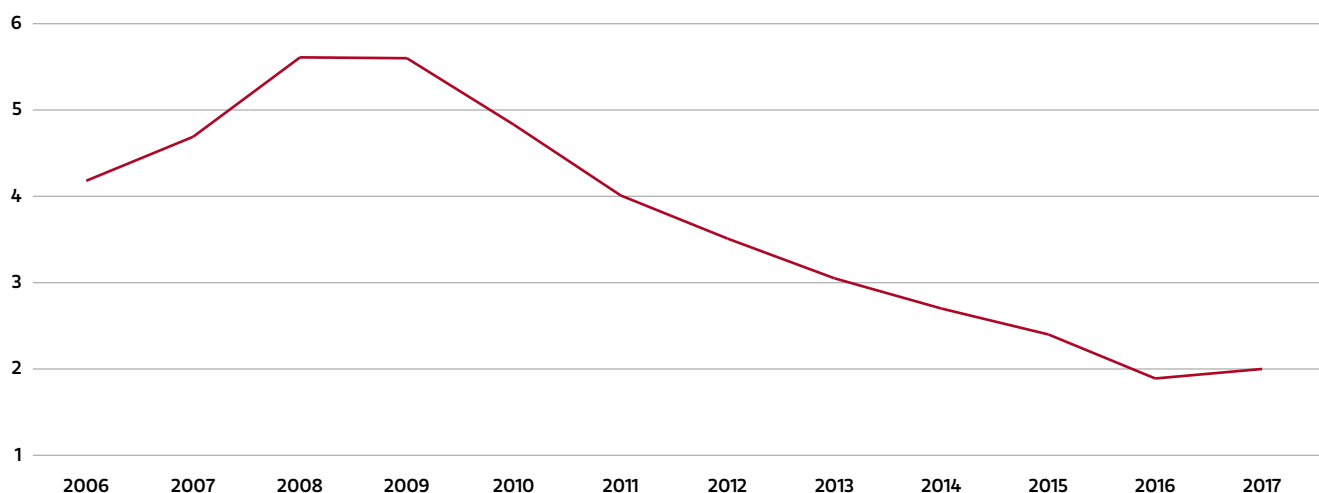
Zdroj: Hypoindex





GRAF 3 Znárodnění vývoje průměrných úrokových sazeb v letech 2006–2017 v %

Zdroj: Hypoindex



Vývoj cen nemovitostí

Ceny rezidenčních nemovitostí v loňském roce rostly ještě rychleji než v roce 2016. Ceny bytů si meziročně připsaly 11,9 pcb. V roce 2016 to bylo srovnatelných 11,0 pcb. Ke zdražování došlo ve všech krajích České republiky. Vůbec nejrychleji se ceny zvyšovaly v Jihomoravském, Zlínském a Středočeském kraji. Ceny starších panelových bytů rostly více než u cihlových a největší zájem panoval o byty s dispozicí 2+1, event. 2+kk.²

V Praze sice došlo ke zpomalení růstu cen starších bytů, ale nové projekty se v metropoli nabízejí už jen od 80 000 Kč/m². Díky tomu dochází k přesunu těžiště prodeje novostaveb do mimopražských lokalit. Podíl koupě nového bytu na investici dosáhl v Praze již úrovně mezi 30 až 40 procenty.³ Právě nákup bytů na investici by kvůli poklesu maximálního LTV na cílových 80% mohl v letech 2018–19 opadnout.

V loňském roce velmi výrazně rostly také ceny rodinných domů. Ty si meziročně připsaly 7,5 pcb, což je oproti 4,7 pcb z roku 2016 znatelnější rozdíl než u bytů. Pokračující rostoucí výstavba měla loni již dopad i na zvyšování cen stavebních materiálů. Přetrvával zájem

o výstavbu nízkoenergetických domů, a to i díky průběžně fungujícímu programu Zelená úsporám.

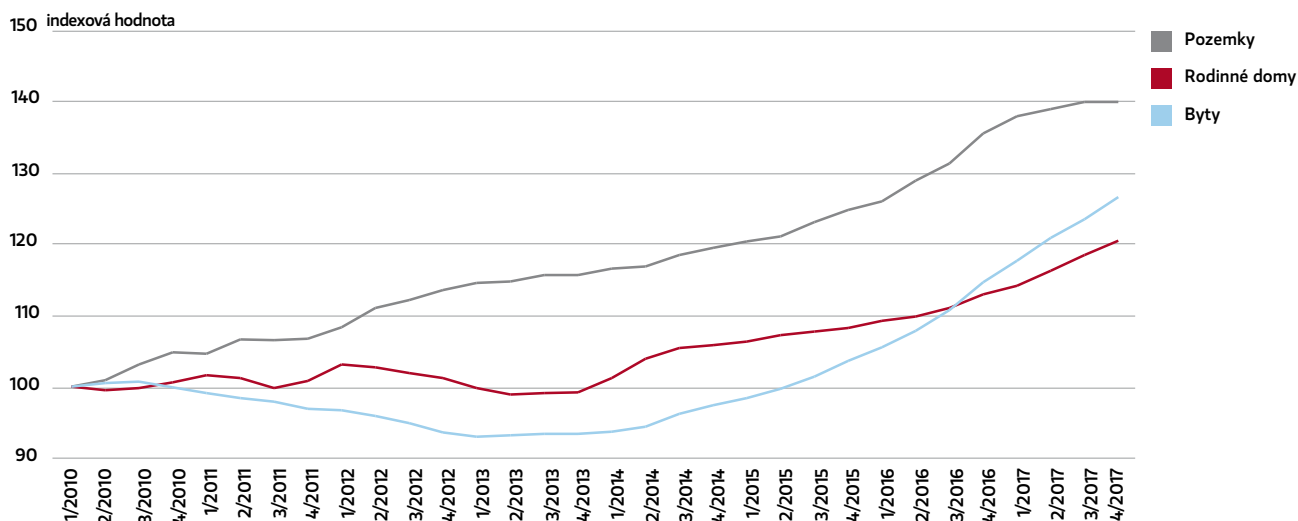
Na trhu došlo také k mírnému rozšíření nabídky developerské výstavby zejména řadových rodinných domů v Praze, Brně a Plzni. I nadále byl na trhu zájem o starší rodinné domy, zejména díky jejich nižší pořizovací ceně a možnosti postupných úprav dle vlastních představ nových majitelů. Developeři se s příznivou ekonomickou situací, a tím pádem i rekordní poptávkou po vlastním bydlení, loni často vyrovnávali tak, že obcházeli regulační plány pro výstavbu rodinných domů na minimální velikost pozemku, a to kolaudací řadových rodinných domů jako bytových jednotek.

Trh s pozemky byl letos jediným segmentem rezidenčních nemovitostí, kde se oproti roku 2016 růst cen zpomalil a v posledním čtvrtletí roku 2017 dokonce zastavil. Zatímco předloni si pozemky připsaly 10,7 pcb, v roce 2017 to bylo jen 4,4 pcb. Poptávka byla i nadále stabilní. S pokračujícím nárůstem cen se však zmenšila výměra pozemků. Vysoké ceny pozemků v okolí velkých měst vytlačily poptávku do vzdálenějších lokalit. Velký zájem byl loni o levnější pozemky bez kompletních veřejných sítí, kde lze instalovat např. domácí čističky.



GRAF 4 Index vývoje cen nemovitostí (HB INDEX)

Zdroj: HB Index



² Detailně si vývoje všimá kapitola Makroekonomický trh na straně 22.

³ Údaje lze srovnat se statistikou v kapitole Rezidenční trh na straně 34. Dílčí rozdíly jsou dány odlišnými vstupními údaji, resp. jejich penzem.

TVRDÁ KONKURENCE NA HYPOTEČNÍM TRHU

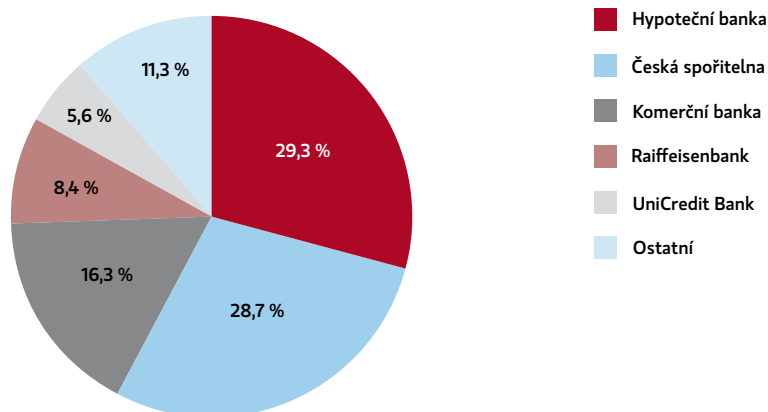
Hypoteční trh se dlouhodobě soustřeďuje do rukou tří největších hráčů – Hypoteční banky, která patří do skupiny ČSOB, České spořitelny a Komerční banky. Pozici jedničky si opět s mírným nárůstem tržního podílu udržela Hypoteční banka. Zvýšil se také tržní podíl České spořitelny. Komerční banka naopak výrazně ztratila, když meziročně přišla celkem o 6 pcb tržního podílu. Ani čtyřka na trhu, Raiffeisenbank, si meziročně nepolepšila, když odepsala 0,7 pcb. Tržní podíl si připisovaly totiž zejména menší bankovní domy.

Od dubna 2017 tuto hranici ČNB doporučila snížit na 85% LTV, což pro velké hráče na trhu nepředstavovalo žádnou výraznou změnu. Analýza rizik pro finanční stabilitu na trhu nemovitostí, kterou centrální banka zveřejnila na konci května, však přišla s výstupy, které ukazovaly na nedostatečnou reflexi těchto doporučení, stejně jako na záměr dalšího snížení maximálního LTV na hranici 80%. Centrální banka by tak v letošním roce mohla přistoupit i k jiným nástrojům, jak snížení maximálního LTV docílit.

Kvůli rostoucím cenám nemovitostí došlo i přes snižující se průměrné LTV k nárůstu průměrné výše hypotečního úvěru, a to na 2,06 mili-

GRAF 5 Tržní podíly jednotlivých bank z hlediska objemu v %

Zdroj: Ministerstvo pro místní rozvoj ČR



Ne všechny banky na českém trhu ale reportují své výsledky do oficiálních statistik MMR. Na hypotečním trhu se pohybuje celá řada subjektů z řad menších bankovních domů, které své výsledky nezveřejňují. Celkově však objem poskytnutých úvěrů těchto nereportujících subjektů může podle expertních odhadů dosahovat přibližně 4% tržního podílu.

PRŮMĚRNÁ HYPOTÉKA, VÝŠE SPLÁTEK, DOBA SPLÁCENÍ

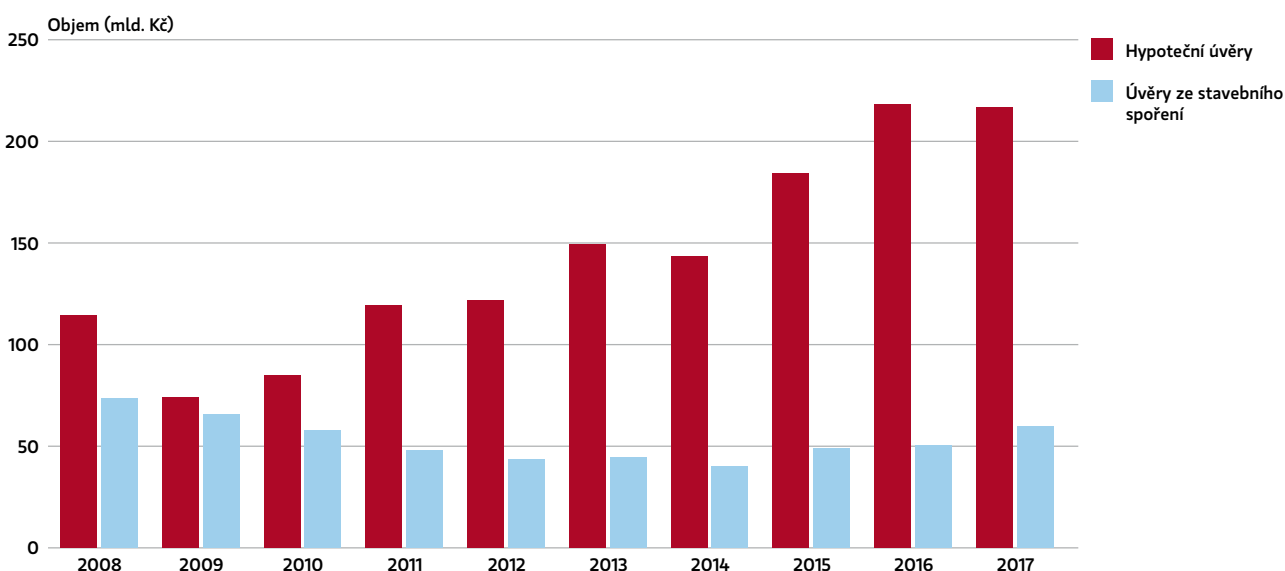
Na základě sady doporučení ČNB již v roce 2016 z trhu zmizely hypoteční úvěry se 100% LTV. Centrální banka tehdy požadovala snížení maximální hranice na 95%. Zároveň však oznámila svůj záměr v roce 2017 pokračovat v dalším snižování této hranice, což nakonec také učinila.

onu korun, což představuje 5% nárůst oproti roku 2016 a zároveň nový historický rekord. I přes mírný nárůst úrokových sazeb nedošlo k výraznější změně průměrné doby splatnosti úvěru. Ta v průměru zůstává okolo 24 let.

Nově poskytnuté hypoteční úvěry byly dle dostupných informací Hypoteční banky ze 72% využity právě na nákup nemovitosti, z více než 20% na výstavbu a zbylých 8% tvoří jiné formy využití (rekonstrukce, vypořádání majetkového podílu, refinancování). Typickým klientem byl vloni muž ve věku 37 let, středoškolsky vzdělaný, ženatý s jedním dítětem a průměrným příjmem 37 000 Kč. Většinu hypotečních úvěrů, konkrétně 58%, si vloni lidé brali na pořízení rodinného domu.

GRAF 6 Poměr úvěrů ze stavebního spoření vůči hypotečním úvěrům

Zdroj: Ministerstvo pro místní rozvoj ČR



PODÍL STAVEBNÍCH SPOŘITELN

Stavební spořitelny v loňském roce pokračovaly v úvěrové expanzi a objem poskytnutých úvěrů zvýšily už sedmým rokem v řadě. Poskytly úvěry za téměř 60 miliard korun, což představovalo meziroční růst o 18 procent. Za silným růstem jsou především výhodné úrokové sazby a potřeba českých domácností rekonstruovat bydlení.

Vzhledem k tomu, že polovina domácností se chystá dále rekonstruovat, čeká stavební spoření zřejmě další dobrý rok. I v roce 2018 by tak měl zájem o úvěry od stavebních spořitelen růst, byť pomalejším tempem než doposud. Zájem o nové smlouvy stavebních spořitelen loni klesl přibližně o 10 procent, letos naopak stavební spořitelny počítají s růstem a překonáním hranice 450 tisíc nových smluv.

ODHAD BUDOUCÍHO VÝVOJE

Jaký bude z hlediska hypoték rok 2018? Předpokládáme, že příznivé úrokové sazby letos vydrží, i když stejně jako v tom loňském mírně porostou. S ohledem na stabilizaci podmínek na trhu⁴ lze očekávat, že po zbytek roku již další zvyšování úrokových sazeb nebude na pořadu dne. Tudiž ani nárůst úrokových sazeb u hypotečních úvěrů po zbytek letošního roku nebude razantní, ale spíše postupný.

V Praze, která dlouhodobě reprezentuje objemově důležitou část trhu, ceny loni překročily hranici, kdy se byty staly pro řadu příjmových skupin obyvatelstva nedostupné. Předzvěstí možného zpomalení růstu cen rezidenčních nemovitostí je i loňské znatelné zpomalení růstu cen pozemků. Navíc, poptávka po vlastním bydlení byla v předchozích dvou třech letech do určité míry saturována, o čemž svědčí i loňský rekordní podíl bytů pořizovaných na hypotéku za účelem investice.

Souhra nízké ceny peněz a silného hospodářského růstu byla nepochybně dalším silným stimulem, který udržel loňské objemy hypotečních úvěrů na rekordní úrovni. Po posledním zvýšení dvoutýdenní repo sazby se však cena peněz zvýšila a s ohledem na dále posilující korunu lze letos očekávat mírnější růst HDP než v předchozích letech. Je tak pravděpodobné, že v roce 2018 dojde k citelnějšímu zpomalení růstu cen bytů i mírné stagnaci cen rodinných domů. V případě pozemků by tempo růstu nemělo zaznamenat oproti roku 2017 větších odchylek.

V důsledku výše naznačených trendů předpokládáme, že objem uzavřených hypotečních úvěrů v letošním roce bude oproti dvěma předchozím rekordním rokům o něco nižší. Ke snížení objemu hypoték určitě dále přispěje také dlouhodobý a stále intenzivnější tlak ČNB na snížení maximálního stropu LTV u hypotečních úvěrů na úroveň 80%.

Další snižování maximálního LTV přispěje k mírnému nárůstu úrokových sazeb, což dohromady s rostoucími cenami rezidenčních nemovitostí pravděpodobně vyústí v to, že se cesta k vlastnímu bydlení mnohým klientům zkomplikuje a celý hypoteční trh se zpomalí. Přesto by měl být celkový objem trhu srovnatelný s rokem 2015, jehož hodnoty úrokových sazeb ostatně na sklonku roku trh dosáhl.

Z pohledu bank bude rok 2018 každopádně výrazně klidnější. Banky se plně adaptovaly na nové podmínky pro hypoteční úvěry, získaly dostatek dat potřebných pro správné nastavení úrokových sazeb i řízení rizik dle nových podmínek na trhu, které umožňují výrazně snazší předčasné splacení úvěru. Konečně, díky rostoucím úrokovým sazbám lze očekávat snížení objemu požadavků na refinancování a změny fixace úrokových sazeb u stávajících hypotečních úvěrů.

JAN SADIL
ČSOB

ENGLISH SUMMARY

FINANCING RESIDENTIAL REAL ESTATE

- In 2017, the total volume of provided mortgage loans in the Czech Republic reached 216.7 billion crowns. This lower result comparable to that of 2016 was caused by the increasing apartment and house prices, and also by the previously announced gradual tightening of rules by the CNB for the provision of mortgage loans, especially the introduction of the LTV limit.
- The demand for real estate was also maintained by the announced slight increase in interest rates. In December 2016, the rates started to increase from their historic low, to which they dropped in November 2016 with 1.77 %.
- An amendment to the Act on Consumer Loan, which vigorously changed the conditions of prepayments for mortgages, entered into force, and it required a significant decline in fees related to the management and change of a mortgage loan.

⁴ Stabilizaci máme na mysli legislativní či regulatorní podmínky, zejména v oblasti tlaku na snižování maximálního LTV. Je třeba přihlídnout i k tomu, že centrální banka 1. února 2018 opět přistoupila k dalšímu zvýšení dvoutýdenní repo sazby o 0,25 p.b.