

MORAVSKÁ VYSOKÁ ŠKOLA OLMOUC

Ústav ekonomie



Štefan Puci

Trh nemovitostí
Real Estate Market

Bakalářská práce

Vedoucí práce: Ing. Bc. Petr Bačík, Ph.D.

Olomouc 2009

P r o h l á š e n í

Prohlašuji, že bakalářskou práci na téma
„Trh nemovitostí“
jsem vypracoval samostatně.
Použitou literaturu a podkladové materiály
uvádím v příloženém seznamu literatury.

V Praze dne 14. dubna 2009

Poděkování

Mé poděkování za cenné připomínky, které mi pomohly napsat bakalářskou práci požadovaným stylem a se všemi potřebnými náležitostmi, patří vedoucímu mé bakalářské práce, panu Ing. Bc. Petru Bačíkovi, Ph.D.

Obsah

Obsah	4
Úvod	6
1 Vztahy, veličiny, trendy a aktéři na trhu nemovitostí	8
1.1 Subjekty na trhu	8
1.1.1 Majitelé nebo-li investoři	8
1.1.2 Nájemci	8
1.1.3 Developeři	9
1.1.4 Banky	9
1.1.5 Stát (vláda)	10
1.2 Nemovitosti	11
1.3 Utváření nájmu	12
1.4 Ceny	13
1.4.1 Tržní cena	13
1.4.2 Porovnávací metoda	14
1.4.3 Příjmová (výnosová) metoda	15
2 Vývoj rezidenčního trhu	17
2.1 Aktéři na trhu a psychologie koupě	17
2.2 Hypotéky	18
2.3 Zadlužení českých domácností	18
2.4 Velikost domácnosti	19
3 Komerční trh	20
3.1 Kanceláře	21
3.1.1 Vývoj	21
3.1.2 Nájem	21
3.1.3 Technické standardy	22
3.2 Industriální prostory	23
3.2.1 Vývoj	23
3.2.2 Nájem	23
3.2.3 Technické standardy	24
3.3 Retail – maloobchodní prostory	24
3.3.1 Vývoj	24
3.3.2 Nájem	25
3.3.3 Technické standardy	26
4 Investiční trh	27
4.1 Typy institucionálních investorů	27
4.1.1 Podle typu kapitálu	27
4.1.2 Podle investiční strategie	28
4.1.3 Podle délky života fondu	30
4.2 Toky kapitálu	30

5	Realitní krize	32
5.1	Předpoklady vzniku krize	32
5.2	Důsledky krize pro realitní trh	34
5.2.1	Nefungující bankovní sektor.....	34
5.2.2	Pokles ceny	34
5.2.3	Dopad na nájemce.....	36
5.2.4	Investoři v problémech	37
5.3	Budoucí vývoj.....	38
	Závěr	40
	Literatura	41
	Seznam grafů a obrázků.....	43

Úvod

S vývojem lidské civilizace úzce souvisí i rozvoj a funkční zdokonalování nemovitostí, ve kterých se odehrávají veškeré lidské činnosti. Zpočátku nemovitosti zastávaly funkci obytnou, postupem času však člověk začal budovat nemovitosti, ve kterých se shromažďoval, pracoval, skladoval předměty, nakupoval či prováděl jiné aktivity. Prostřednictvím architektury byly do nemovitostí vryty jednotlivé etapy lidské historie a díky své jedinečnosti a hodnotě mohly některé nemovitosti přetrvat i do dnešní doby. Až donedávna byl majitel nemovitosti také jejím uživatelem, s rozdělením těchto dvou rolí však došlo k výraznému posunu v pohledu na funkčnost, využitelnost, efektivnost, architekturu a další aspekty nemovitosti jako takové. Toto rozdělení také nemalou měrou přispělo ke vzniku nového trhu, a sice trhu nemovitostí, na němž dochází ke směně samotných nemovitostí za účelem investice. Investiční pohled na nemovitost s sebou nese pozitivní i negativní vývojové tendence. Nájemce, ať už člověk poptávající bydlení nebo společnost poptávající prostor ke své činnosti, tak už nemusí věnovat úsilí k budování nemovitosti a může se s touto složitou a finančně náročnou akcí obrátit na majitele, investora, či developera, a za zlomek hodnoty si posléze tuto nemovitost pronajímat. Materiální pohled na nemovitost ze strany investora však ubírá na estetičnosti a nevšednosti provedení a nahrazuje je efektivností a univerzálností.

Bakalářská práce je rozdělena do tří vzájemně souvisejících celků. První kapitola vysvětluje vztahy, veličiny a trendy a popisuje jednotlivé aktéry na trhu nemovitostí. Následně navazuje popis vývoje trhu nemovitostí v České republice a srovnání s jinými zeměmi a regiony. Třetí a zároveň poslední část se zaměřuje na analýzu a popis současné realitní krize, která svým rozsahem a závažností přerostla až do globální recese, a možný budoucí vývoj na tomto trhu. Při psaní této práce byly využity především analytické metody s přihlédnutím na empirické zkušenosti, v některých případech také dedukce a konkretizace.

Cílem bakalářské práce je vytvořit ucelený pohled na trh nemovitostí, uvést specifika vývoje v České republice a pokusit se nastínit rizika, která se v dnešní době

realitní krize naplno projevila, a jež se v cyklech objevují a budou objevovat i do budoucna. Vzhledem ke skutečnosti, že realitní trh se v České republice naplno vyvinul především v Praze, bude větší část práce zaměřena na popis pražského trhu nemovitostí.

1 Vztahy, veličiny, trendy a aktéři na trhu nemovitostí

1.1 Subjekty na trhu

Všeobecně vznik trhu je vždy spojen s vysokým stupněm dělby práce. Stejně je tomu tak i v případě realitního trhu, kde dochází k dělbě vztahu k nemovitosti. Podle tohoto vztahu rozlišujeme dva základní a další vedlejší subjekty na realitním trhu.

1.1.1 Majitelé nebo-li investoři

Majitelem nemovitosti je subjekt, který vlastní nemovitost. Ve vztahu k nájemcům vystupuje majitel nemovitosti jako pronajímatel. Z ekonomického a praktického pohledu je majitel nemovitosti také investor i v momentě, kdy vlastní svou nemovitost pouze za účelem vlastního užívání a nevnímá ji jako investiční aktivum.

1.1.2 Nájemci

Nájemce je subjekt, který si od pronajímatele (investora, majitele) pronajímá část nebo celou nemovitost. Z ekonomického a praktického pohledu může být i samotný majitel nájemcem, pokud nemovitost vlastní a zároveň užívá. V tomto případě pak většinou nedochází k platbě nájemného, avšak z ekonomického pohledu na tuto situaci majitel tím, že využívá svojí vlastní nemovitost, realizuje náklady obětované příležitosti. Pokud by svou nemovitost pronajal, realizoval by naopak příjem v podobě nájmu. Podle Holmana totiž platí, že: „Explicitní náklady platí výrobce za požívání cizích výrobních faktorů – platí vlastníkům těchto faktorů jejich obětované příležitosti a implicitní náklady naopak odrážejí obětované příležitosti výrobcových vlastních výrobních nákladů – to, co by za ně dostal v druhé nejlepší příležitosti.“¹

¹ HOLMAN, R., *Ekonomie*, s. 58.

1.1.3 Developeři

Developerské společnosti jsou subjekty na trhu, jejichž hlavní ekonomická a podnikatelská činnost je spojená podle oboru dle OKEČ, stanovená Českým statistickým úřadem, hlavně s činností související s výstavbou nemovitostí za účelem prodeje (701100), nákupem a následným prodejem vlastních nemovitostí (701200), výstavbou pozemních a inženýrských staveb (452100), bytovou výstavbou (452110) nebo také pronájmem vlastních nemovitostí (702000) a zprostředkovatelskou činností realitních agentur (703100).²

Developerské společnosti stojí u zrodu velkých nemovitostních projektů, které při jejich dokončení často rozprodají koncovým uživatelům nebo investorovi, jenž převezme od developera nemovitost s nájemci.

1.1.4 Banky

Počátky novodobého bankovního systému v České republice se datují v roce 1990, kdy vznikl základní legislativní rámec pro fungování bank.³

Banky svými finančně úvěrovými produkty nemalou měrou napomáhají rychlejšímu vývoji realitního trhu, jelikož výrazně eliminují finanční náročnost realitních aktivit. Banky vstupují do vztahů mezi jednotlivými subjekty poskytnutím financování při samotné výstavbě nebo koupi nemovitosti. Úvěry, které domácnosti, firmy nebo institucionální investoři od banky obdrží, jsou ve většině případů zajištěny zástavním právem k nemovitosti.⁴ Synek také zmiňuje stavební spořitelny, které jsou specifickým subjektem, jejichž vznik byl umožněn přijetím zákona o stavebním spoření v dubnu 1993.⁵ “Stavební spořitelny jsou zvláštním druhem bank, které jsou ze zákona specializované výhradně na stavební spoření, přičemž současně platí, že jiné banky stavební spoření nabízet nemohou.”⁶

² http://www.info.mfcr.cz/ares/okec/ares_okec.html.cz

[http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/odvetvova_klasifikace_ekonomickych_cinnosti_\(okec\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/odvetvova_klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(okec))

³ Srov. SYNEK, M., *Podniková ekonomika*, s. 315.

⁴ Srov. tamtéž, s. 322.

⁵ Srov. tamtéž, s. 316.

⁶ Tamtéž, s. 314.

Banky většinou poskytují větší podíl z celkových nákladů, ať už na výstavbu nebo na investici. V úvěrové smlouvě na komerční nemovitosti jsou často zakotveny dvě podmínky. První je celková procentuální výše úvěru k hodnotě nemovitosti (LTV – loan-to-value), jež se zpravidla minimálně jednou do roka prověřuje nezávislým odhadcem, který určí hodnotu nemovitosti. Druhou podmínkou je výše příjmu z budovy k celkovým splátkám úvěru značená zkratkou DSCR (debt service coverage ratio). Banka má většinou v úvěrové smlouvě smluvní podmínku, že pokud hodnota úvěru klesne pod dohodnutou procentuální hodnotu nemovitosti (LTV), může po investorovi požadovat předčasné splacení úvěru, aby tak velikost úvěru byla znovu na smluvní výši. Pokud dochází k porušování druhé podmínky - indikátoru DSCR, banka má většinou smluvně povoleno krátkodobě navýšit svoji marži, a to do chvíle, než dojde k nápravě.

Úrok z úvěru se u komerčních nemovitostí nastavuje jako pohyblivá složka, v podobě tříměsíčního EURIBORu nebo pětiletého SWAPu nebo jiné bankovní sazby, a fixní složka, jež představuje marži banky a její vnímání rizika spojeného s poskytnutím úvěru.

Úvěry poskytnuté na developerské projekty, u nichž pro banku vzniká větší riziko než u investičních úvěrů, jsou posuzovány risk managementem banky mnohem důkladněji a obezřetněji. Důvodem je možný neúspěch projektu, kdy projekt nemusí zaujmout dostatečné množství nájemců, či v případě bytů kupujících, a z dlouhodobého horizontu nemusí profitovat. Banka, jakožto poskytovatel většiny financí, je vystavena ze všech zúčastněných subjektů největšímu riziku vyplývajícímu z neúspěchu projektu. Z tohoto důvodu jsou na developerské projekty kladeny mnohem větší nároky v podobě většího množství vloženého vlastního kapitálu, nebo též vyššího procenta předpronajatosti nebo předprodejnosti v podobě bytových projektů.

1.1.5 Stát (vláda)

Stát je subjekt, který vstupuje na trh s hlavním cílem jej ovlivnit, modifikovat jeho působení, odstranit některé jeho negativné dopady na ekonomiku a jeho pozitivní vliv naopak stimulovat. Stát si ponechává pouze ty činnosti, které nemůže trh zabezpečit (např.

poskytování veřejných statků, zabezpečení sociálního bydlení) nebo které vytvářejí rámec pro vlastní uplatnění trhu, a rozvíjí je.⁷

V některých případech mohou být role jednotlivých subjektů zastoupeny pouze jediným subjektem, a to například za situace, kdy si společnost staví sídlo ke svým vlastním účelům. V novodobé historii byl však vývoj realitní trhu spjat s rozdělením těchto rolí.

Při zapojení všech subjektů může probíhat proces výstavby a zapojení subjektů následovně. Developer po analýze ekonomických a jiných ukazatelů dospěje k rozhodnutí realizovat developerský projekt. V nejvhodnější lokalitě koupí pozemek, nebo dům k rekonstrukci. Se svým týmem připraví celou projektovou dokumentaci, kterou předloží úřadům s požadavkem o změnu územního rozhodnutí nebo o povolení výstavby. Zároveň začne jednání s bankami o poskytnutí developerského úvěru; ve stejné chvíli již často hledá potencionální nájemce či v případě rezidenčních projektů kupce. Pokud je ve všech aspektech úspěšný, začíná stavět, podepisovat nájemní smlouvy nebo prodávat jednotlivé byty a za pár měsíců je developerský projekt hotový. Rezidenční projekt je prodán, u těch komerčních přichází v této fázi další komplikovaný krok, a tím je prodej celého projektu do rukou velkých institucionálních investorů. Samozřejmě celý tento proces musí probíhat podle platných právních předpisů, jejichž tvorba a dodržování je v rukou státu.

1.2 Nemovitosti

Na realitním trhu jsou dva základní typy nemovitostí, a to rezidenční, představované lidskými obydlími, a komerční, mezi které patří především kancelářské budovy, nákupní střediska, výrobní a logistické haly. Na realitním trhu se většina aktivit odehrává u těchto dvou typu nemovitostí, jež také prochází často velmi podobným vývojem. Dalšími typy nemovitostí jsou velice unikátní a specifické objekty a patří mezi ně sakrální stavby (kostely, kaple, synagogy), inženýrské stavby (mosty, komunikace), technologické stavby (elektrárny, čističky), kulturní stavby a další.⁸

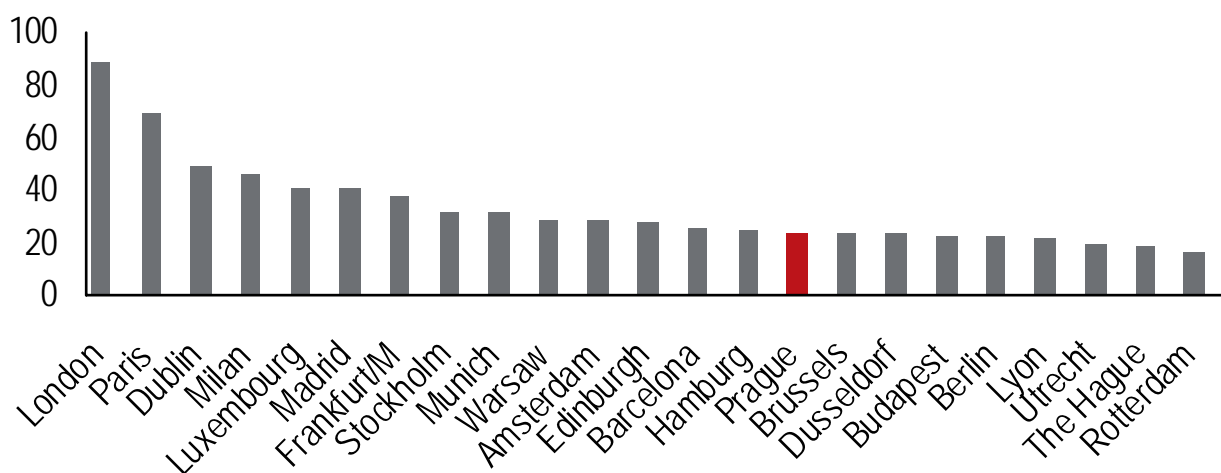
⁷ Srov. SYNEK, M., *Podniková ekonomika*, s. 16.

⁸ Srov. ORT, P., *Moderní metody oceňování nemovitostí na tržních principech*, s.33

1.3 Utváření nájmu

Z ekonomického pohledu je výše nájmu za prostor v nemovitosti v „... bodě tržní rovnováhy, která nastává v průsečíku křivky poptávky a křivky nabídky, neboť tam se poptávané množství právě rovná nabízenému množství, a na trhu tudíž nevzniká ani nedostatek, ani přebytek zboží“.⁹ Tento zjednodušený pohled na determinování nájmu ve své podstatě platí, avšak komplikovaný trh nemovitostí je ovlivňován i dalšími neméně podstatnými faktory, jakými jsou cena stavebních prací, profitabilita společností, které si prostory hledají, disponibilní důchody obyvatelstva a další komplexní veličiny. Složitá provázanost všech zmíněných faktorů má za následek různorodost nájmu ve zdánlivě podobných městech. Příkladem může být nájem za kancelářské prostory placený v centru Prahu ve výši 23 euro, ve Varšavě ve výši 28 euro anebo v Londýně ve výši 88 euro. Stejně tak je rozdílnost v nájmu patrná u rozdílných lokalit v rámci jednoho města.

Graf 1 Nájmy za kancelářské prostory (Q4 2008)



Zdroj: Jones Lang LaSalle

⁹ HOLMAN, R., *Ekonomie*, s. 91.

1.4 Ceny

Při stanovování ceny za nemovitost platí výše zmíněná esenciální ekonomická zásada, že cena je utvářena trhem a to v místě střetu poptávky a nabídky.

1.4.1 Tržní cena

Cenu za nemovitost budeme nazývat tržní cenou, která je podle definice IVSC/TEGoVA (IVSC International Valuation Standard Council - Výbor pro mezinárodní oceňovací standardy, TEGoVA - mezinárodní sdružení, které sdružuje 39 národních asociací znalců z 24 evropských zemí): „... odhadnutá částka, za kterou by měla být aktiva směněna v den ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím v nestranné transakci po vhodném marketingu, kde obě strany jednají na základě znalostí, opatrně a z vlastní vůle.“¹⁰ Tržní cenou se podle českého zákona o oceňování majetku „... rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího, ani vliv zvláštní obliby.“¹¹

Pro stanovení tržní ceny se používají především dvě základní metody, a sice porovnávací a příjmová (výnosová) metoda. Jejich využití se často uplatňuje rozdílně a v jiných situacích, kdy se u rezidenčního trhu setkáváme především s porovnávací metodou a u komerčního trhu spíše s příjmovou metodou. Ort uvádí ještě třetí metodu, a to metodu nákladovou, která byla hojně využívána v minulosti. V dnešní době se s ní setkáváme výhradně u oceňování při stanovení pojistné hodnoty nebo při stanovení škody při pojistné události.¹² Nákladová metoda z tohoto důvodu nebude v bakalářské práci více popsána.

¹⁰ ORT, P., *Moderní metody oceňování nemovitostí na tržních principech*, s. 12.

¹¹ Tamtéž, s. 12.

¹² Tamtéž, s. 52.

1.4.2 Porovnávací metoda

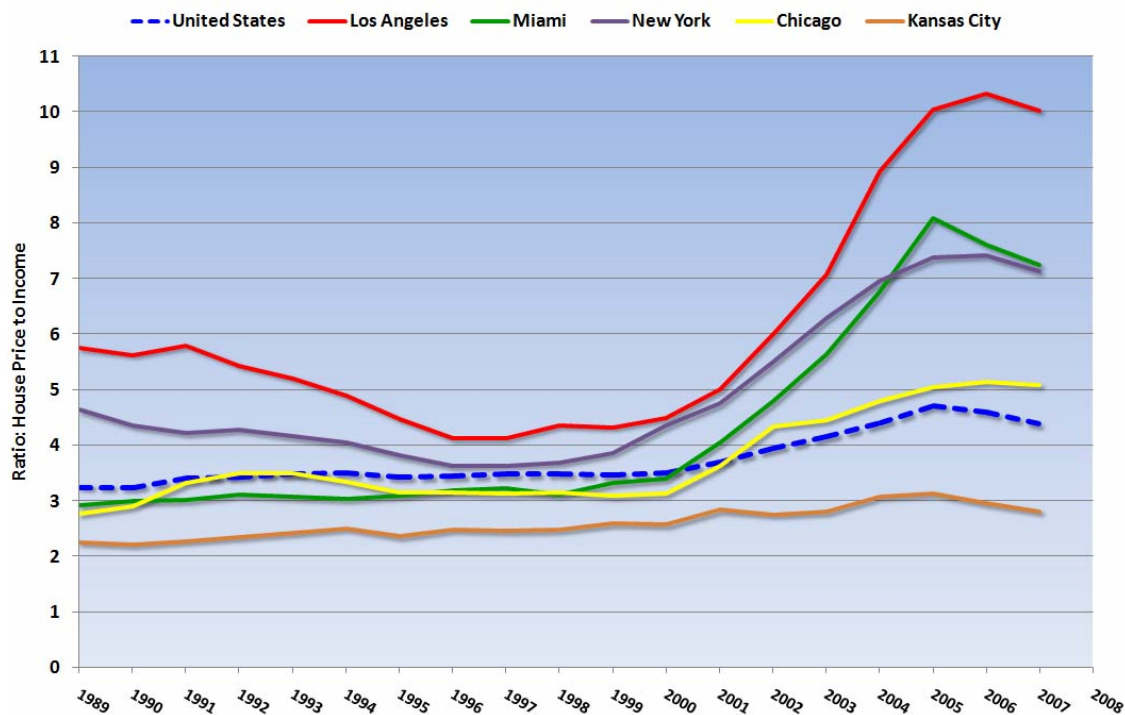
„Předpokladem pro použití je existence databáze cen porovnatelných nemovitostí. Některé prameny uvádějí, že kvalitní cenová databáze se vytváří třicet let za předpokladu kontinuálních a standardních podmínek – tedy s vyloučením závažných krizí, válek, razantních legislativních změn, apod.“¹³ Vztaženo na české prostředí, kde se realitní trh výrazněji vyvíjí teprve posledních 15 let a kde jsme svědky deformací trhu v podobě regulovaného nájemného nebo v minulosti skokového navýšení daní u prodeje bytů, je možné jen s obtížemi hovořit o opravdové a věrohodné databázi.

I tak se u rezidenčního trhu používá především porovnávací metoda a často se realitní kanceláře i developeři řídí velice malým počtem porovnatelných a uskutečněných transakcí k determinaci ceny. Na straně kupujících panuje podobný přístup, a sice porovnávání s několika nemovitostmi, které se prodaly v lokalitě anebo také chybně porovnávání s aktuálními nabídkovými cenami, které nemusí vypovídat o opravdové tržní ceně. Relativně nevyvinutý rezidenční trh v České republice prošel v poslední dekádě nebývalým rozvojem, kdy ceny stoupaly v některých lokalitách a typů nemovitostí o desítky procent ročně. Naštěstí existují nástroje a metody, které napomohou odhalit nezdravý vývoj cen, jenž posléze může vést ke vzniku realitní bubliny. Jedná se především o indikátor price-to-income „...měřící finanční dostupnost vlastnického bydlení srovnáním průměrných (mediánových) cen bytů a průměrných (mediánových) ročních disponibilních příjmů domácnosti. Indikátor jinými slovy měří, kolik čistých ročních příjmů průměrné domácnosti je zapotřebí ke koupi průměrného vlastního bydlení v dané zemi či regionu.“¹⁴ Pokud se tento indikátor rapidně zvyšuje a dosahuje hodnot nad 3, lze očekávat nafouknutí trhu a vzniku bubliny. Pokud se podíváme na trhy v USA, kde se už cenová korekce naplno projevila v roce 2006, města jako Miami, Los Angeles a New York, u kterých se indikátor vyšplhal až na hodnoty okolo 7 – 11, prošly viditelným propadem indikátoru od tohoto roku.

¹³ ORT, P., *Moderní metody oceňování nemovitostí na tržních principech*, s. 15.

¹⁴ Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí, *Trend Report 2008*, s. 45

Graf 2 Hodnota indikátoru price-to-income v USA



Zdroj: <http://www.calculatedriskblog.com>

„Praha s indikátorem nad hodnotou 6,¹⁵ tak může být adeptem pro výrazný propad cen nemovitostí.

1.4.3 Příjmová (výnosová) metoda

„Teorie příjmové metody filozoficky vychází z analýzy užitečnosti majetku bez ohledu na jeho substanci. Je založena na koncepci časové hodnoty peněz a relativního rizika investice.¹⁶ Tento pohled na nemovitost je nejvíce zřetelný u institucionálních investorů. Tito investoři často alokují volné peněžní prostředky do portfolia různých aktiv, od nemovitostí přes akcie až po zlato a dluhopisy. Každá z těchto aktiv generuje určitý výnos, je více či méně likvidní a její držení je spojené s určitým rizikem. Tento typ investorů tedy ani tak nekupuje nemovitost, jako spíše budoucí tok příjmů z nemovitosti.

¹⁵ Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí, *Trend Report 2008*, s. 46.

¹⁶ ORT, P., *Moderní metody oceňování nemovitostí na tržních principech*, s. 35.

Při výpočtu ceny příjmovou metodou je potřeba stanovit čistý roční příjem po odečtení daní a odpisů a tento příjem vydělit kapitalizační mírou (yield), která v sobě skrývá postoj investora k riziku, jeho interní náklady na kapitál a další objektivní i subjektivní aspekty.

2 Vývoj rezidenčního trhu

Rezidenční trh, na kterém jsou hlavními subjekty domácnosti, uspokojuje základní lidskou potřebu, a tou je bydlení. Tato skutečnost má za následek výrazné zásahy státu do této oblasti trhu. “V České republice jsou byty ve vlastnictví relativně mladým druhem bytové nemovitosti, který upravil zákon 72/1994 Sb., o vlastnictví bytů.”¹⁷ Stát ještě nedokázal plnohodnotně liberalizovat tento trh a v legislativě je tak stále zakotvena právní úprava o regulovaném nájemném, které do značné míry deformuje celkový trh.

2.1 Aktéři na trhu a psychologie koupě

V České republice všeobecně platí, že lidé si pořizují byty za účelem bydlení. Tomu je i uzpůsobeno celkové rozhodování při koupi bytu či domku. Lidé se zaměřují na aspekty, které souvisí s jejich potřebami a stylem života. Rodiny například upřednostňují bydlení v klidných lokalitách mimo centrum se spoustou zeleně, naopak mladí podnikatelé a pracující spíše vyhledávají lokality blíže k centru města s přiměřenou vybaveností. Ve většině případů se jedná o nákup na celý život, a tak k tomu i čeští kupující přistupují. V západní Evropě a USA je přístup zcela jiný. Svůj první byt si lidé kupují často po škole a vnímají ho spíše jako investici než jako místo, kde budou bydlet po zbytek svého života.

Pokud narůstá podíl investičních nákupů rezidenčních nemovitostí a také samotný investiční pohled na bydlení, navíc podpořen snadnou dostupností k levným bankovním úvěrům, vzniká riziko realitní a úvěrové bubliny. Ostatně ve své podstatě tato skutečnost spustila v létě roku 2007 realitní krizi v USA, která postupně významně ovlivnila celý bankovní sektor a celosvětovou ekonomiku.

¹⁷ Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí, *Trend Report 2008*, s. 48.

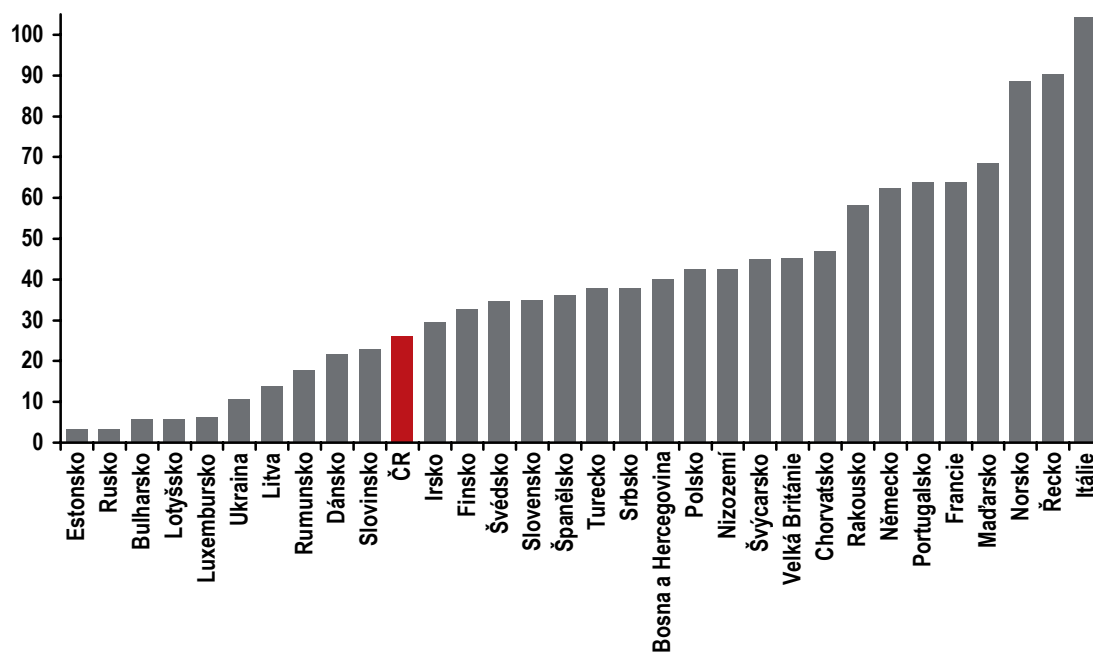
2.2 Hypotéky

Rezidenční vývoj se mohl v České republice v posledních 5 letech výrazněji vyvíjet hlavně díky hypotečním produktům, se kterými byla veřejnost už mnohem více seznámena a důvěřovala jim. Hypotéky umožnily vstup na trh především mladým rodinám, které neměly na koupi bytu dostatek finančních prostředků, avšak splňovaly podmínky bank pro poskytnutí hypotéky. A tak si početné ročníky ze sedmdesátých let pořizovaly své první bydlení, což představovalo v posledních několika letech velkou část poptávky po bydlení.

2.3 Zadlužení českých domácností

Psychologie a otevřenost českých občanů k půjčování si peněz je všeobecně velice zdrženlivá. Lidé byli až donedávna zvyklí nakupovat byt až s dostatečným množstvím finančních prostředků nebo s pomocí svých rodičů a rodiny, nebo si dům stavěli vlastními silami. Tento postoj a uvažování má za následek velice nízké zadlužení českých domácností v porovnání s ostatními vyspělými zeměmi.

Graf 3 Zadlužení českých a evropských domácností (jako % HDP)

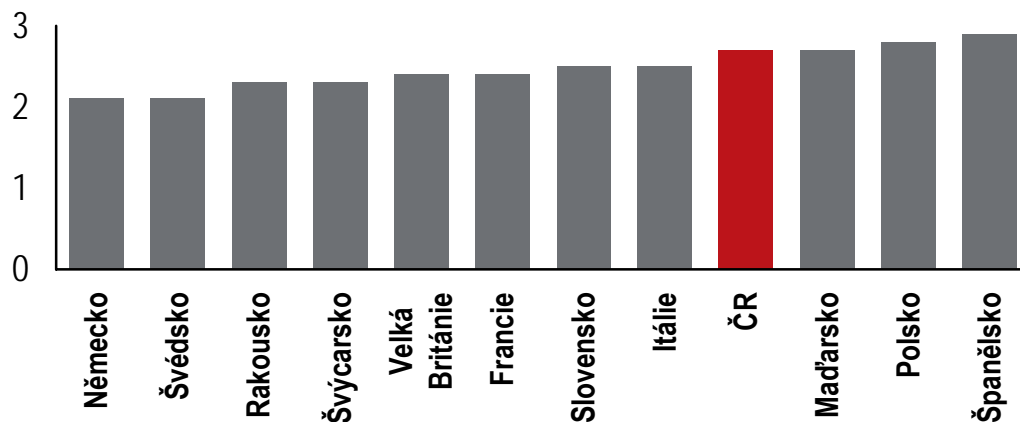


Zdroj: Statistické úřady jednotlivých zemí

2.4 Velikost domácnosti

Dalším faktorem, který v České republice pozitivně stimuloval poptávku po rezidenčních nemovitostech, je větší počet členů na jednu domácnost ve srovnání s některými evropskými zeměmi. Procento lidí, kteří žijí pohromadě se svými rodiči v jedné domácnosti, se bude s moderním způsobem života stále zmenšovat a i do budoucna tvořit nemalou část poptávky po bydlení.

Graf 4 Průměrný počet členů v domácnosti



Zdroj: Statistické úřady jednotlivých zemí

3 Komerční trh

Vedle residenčního trhu, na kterém jsou hlavními subjekty domácnosti, se vyvinul také komerční nemovitostní trh, na němž jsou přítomny subjekty v podobě společností a tedy ve své podstatě firemní sektor všeobecně.

Komerční nemovitosti jsou využívány svými uživateli k pracovní činnosti v kancelářích, k prodeji výrobků v maloobchodních prostorech a ke skladování a výrobě produktů v továrních a skladovacích halách.

Vývoj na trhu s komerčními nemovitostmi se mnohem více řídí ekonomickými zásadami a subjektivní aspekty mnohdy patrné u residenčního segmentu se projevují jen v omezeném rozsahu.

3.1 Kanceláře

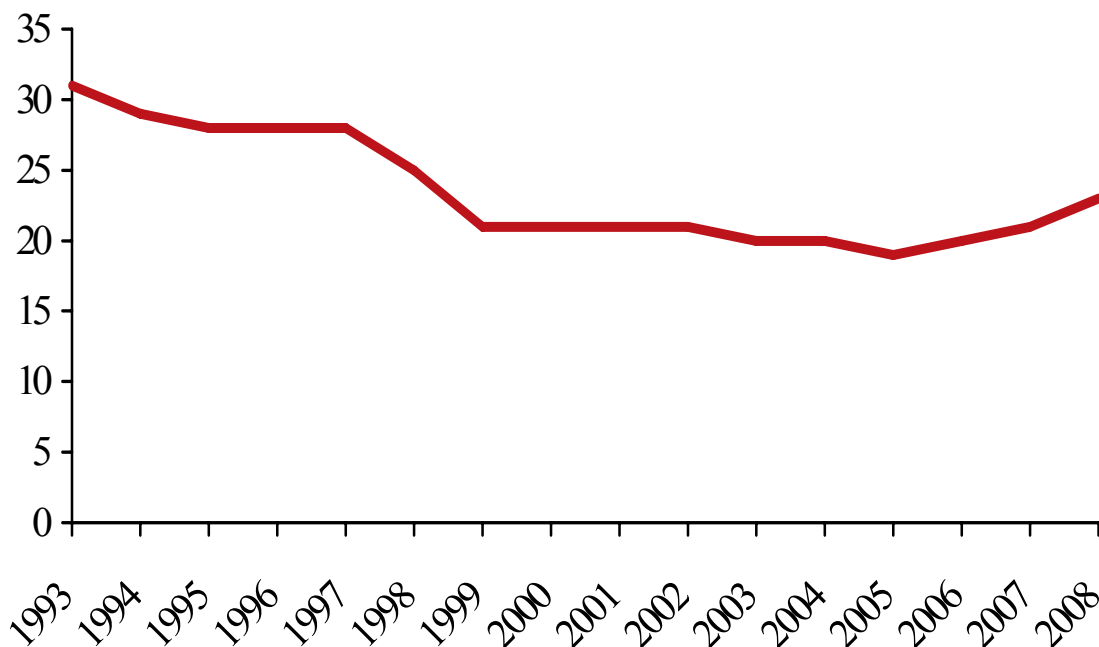
3.1.1 Vývoj

Výstavba prvních kancelářských projektů v Praze se výrazně rozběhla až v druhé polovině devadesátých let a úzce souvisela s přílivem zahraničních investic do České republiky a globální expanzí korporací mimo svá domácí teritoria. Řada prvních projektů vznikala v centru města, jelikož zde byl dostatek nevyužitých ploch a ochrana historických památek, které stály v cestě větším projektům, nebyla až tak důsledná a striktní. Poté, co byla většina vhodných pozemků v centru využita ke kancelářskému developmentu, aktivita se musela logicky přesunout do jiných oblastí mimo centrum Prahy.

3.1.2 Nájem

Nedostatek moderních kancelářských prostor vedl na počátku devadesátých let k vysokým nájmům, avšak s rostoucí nabídkou postupně klesal, až se zastavil v roce 1999 na úrovni ca. 18-20 euro za metr čtvereční za nejlepší prostory v centru Prahy. Až do roku 2007 se nájem držel na této úrovni, kdy v roce 2008 poprvé vzrostl o několik procent, až se zastavil na hodnotě okolo 23 euro, což je i aktuální hodnota. Kvalitní kanceláře mimo centrum Prahy jsou pronajímány za 14-18 euro, za moderní kanceláře v regionálních městech České republiky platí nájemci řádově 10 – 12 euro.

Graf 4 Vývoj kancelářských nájmu v Praze (euro/m²/měsíc)



Zdroj: Jones Lang LaSalle

3.1.3 Technické standardy

Především nároky mezinárodních společností na efektivitu přinesly novou formu vnitřního uspořádání kancelářských prostor, ale také celkový tvar a velikost kancelářských budov. Samotná firemní kultura globálních a zvláště amerických společností se od těch českých významně liší. Vedení společnosti je často velmi blízké svým zaměstnancům a necítí potřebu oddělovat se od svých podřízených zdmi nebo příčkami. A tak se u většiny kancelářských budov setkáváme s otevřeným uspořádáním prostoru, nazývaný též open plan. Efektivnost budovy a především dostatečně výkonná klimatizace a vzduchotechnika schopná zásobovat prostory čerstvým vzduchem i při uspořádání 1 zaměstnanec na 8-10 čtverečních metrů se stala samozřejmostí. U flexibilních prostor je již zcela běžná zdvojená podlaha s kabeláží, podhledy a také otevíratelná okna. Tyto všechny a další nároky na kancelářské budovy mají za následek do jisté míry unifikaci a jednotvárnost architektury, která se řídí především úsporností, flexibilitou a efektivností.

3.2 Industriální prostory

3.2.1 Vývoj

Ruku v ruce s rozšiřováním sortimentu v obchodech se kladly stále větší nároky na logistiku, tedy dopravu těchto produktů. Přeprava produktů od výrobce až ke konečnému zákazníkovi se postupně začala realizovat přes několik stupňů, aby byla zaručena maximální využitelnost přepravních prostředků při zachování rychlosti dodávky. Produkty, ať už FMCG nebo elektronika, se postupně začaly skladovat v logistických skladech, aby byly připraveny k přepravě do místa potřeby. A tak v devadesátých letech začaly vznikat podél dálnic a dopravních tepen rozsáhle logistické parky. Svou polohou v srdci Evropy je Česká republika strategickým dopravním uzlem, což vedlo k masivnímu rozvoji přepravy a uskladňování zboží na našem území i v evropském kontextu. Česká republika se tak ve střední Evropě stala nejaktivnějším trhem, kdy zde v roce 2007 bylo postaveno 80 m² průmyslových a skladových prostor na tisíc obyvatel. Pro srovnání v Polsku se jednalo jen o 30 m².¹⁸

Svým technickým provedením jsou logistické haly velice snadno využitelné k lehké výrobě. A tak s výstavbou těchto logistických hal často investoři přinesli i firmy, které si v rámci areálu pronajaly halu a které vyráběly produkty.

3.2.2 Nájem

Velice silná konkurence v tomto segmentu na území naší republiky stlačila nájem na velice nízkou úroveň, což mělo v některých případech za následek pokles nájmu na nezdravou a dlouhodobě neudržitelně nízkou úroveň. V průměru se nájem pohybuje v rozmezí 3.5 – 5.5 euro za m² za měsíc v závislosti na síle konkurence v dané lokalitě. U logistických parků není kladen zřetel na blízkost k centru nebo lukrativitu místa, spíše je důležitá dopravní dostupnost a dostatek levné pracovní síly v blízkosti.

¹⁸ Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí, *Trend Report 2008*, s. 96.

3.2.3 Technické standardy

V logistice a skladování došlo k unifikaci rozměrů, požadavků a vlastností jak dopravních prostředků, tak dalších komponentů. Proto se vytvořily také určité standardy, které moderní skladovací hala musí splňovat. Patří mezi ně čistá skladovací výška hal min. 10m, nosnost podlah $5t/m^2$, napojení na železniční a dálniční síť, dostatek nákladových ramp, atd.

3.3 Retail – maloobchodní prostory

3.3.1 Vývoj

S přeměnou české společnosti na moderní a konzumně orientovanou se na našem území začala stavět nákupní střediska různých velikostí a vybavenosti. Od pádu komunismu vznikaly nové značky obchodů na místech původních jednot a nákupních domů, jedním z příkladů může být americký K-mart, který od české vlády v privatizaci odkoupil v roce 1992 několik nákupních domů včetně slavného obchodního domu Máj na Národní třídě a přetransformoval ho do západního standardu. Rostoucí příjmy obyvatel umožnily rychlý rozvoj moderních nákupních středisek, kdy v roce 1997 otevřely své dveře novodobá obchodní centra na Černém mostě a Průhonicích u Prahy a v roce 1998 v Brně první Olympia a Ikea. Po nasycení trhu klasickými nákupními středisky, přišli investoři s novými koncepty. Byli jimi outletová centra v Hatích na jižní Moravě nebo retail parky jakým je například Haná retail park v Olomouci.

Výstavba nových nákupních středisek byla táhnuta rostoucím příjmem obyvatelstva, nedostatkem moderních maloobchodních ploch a také expanzí retailových značek, které otvíraly nové pobočky v České republice.

3.3.2 Nájem

Nájemné za maloobchodní prostory je velice závislé na velikosti jednotky (zde platí, že čím větší jednotka, tím nižší nájem), na ziskovosti z jednoho metru čtverečního a také na důležitosti a nepostradatelnosti nájemce. Pokud mluvíme o samostatných jednotkách, jakými může být samostatně stojící supermarket nebo jednotka v retail parku, nájemné se v průměru pohybuje mezi 6-12 euro za metr čtvereční za měsíc. Pokud se podíváme na nájmy v nákupních střediscích, kde jsou desítky nájemců od prodejce potravin, oblečení, elektroniky až po poskytovatele služeb, je výška nájmu diferencovaná podle výše zmíněných kritérií. V případě hlavního nájemce, jakým je prodejce potravin typu Tesco, Hypernova či Albert, je nájemné řádově nižší než 10 euro za metr čtvereční, v případě prodejce elektroniky jako Datart, Electroworld je nájem mezi 10-20 euro, v případě nejdůležitějších prodejců oblečení zastoupenými značkami jako C&A, H&M, Kenvelo, Marks & Spencer se nájem pohybuje okolo 15-20 euro. U dalších menších nájemců je nájem vyšší, od 20 – 60 euro za metr čtvereční. Samozřejmě v těch nejlépe fungujících a prestižních centrech jakými jsou Palladium, Palác Flora nebo Nový Smíchov v Praze se mohou nájmy za metr čtvereční dostat až k 100 euro. Jsou samozřejmě typy nájemců, jakými jsou Pošta, společnosti provozující dětský koutek, atd., kteří platí symbolický nájem, jelikož generují minimální zisk, avšak poskytují služby, které zvyšují návštěvnost centra a doplňují komplexnost centra jako destinaci pro trávení volného času.

Pokud nákupní centrum funguje, jak má, tvoří výše zmíněného nájemného přibližně 10% z celkových tržeb (rent-to-sales ratio) jednotlivých obchodníků. Při takovéto výši se všeobecně obchodníkům daří a jejich fungování v centru je velice profitabilní. Existují odvětví jako například prodejci šperků, u kterých se tento indikátor může pohybovat až okolo 30%-50%, vzhledem k jejich vysoké marži, která jim umožňuje i při těchto hodnotách generovat dostatečný profit.

Mimo fixní platby nájemného si majitelé často vyjednají v nájemních smlouvách také obrátové nájemné, které se pohybuje většinou ve výši 5-10% z obrátu. Jinými slovy, pokud fixní část nájemného tvořila v určitém roce např. 6% z celkového obrátu nájemce a pokud má např. sjednané obrátové nájemné ve výši 10%, doplatí na konci roku nájem ve výši 4% obrátu.

Majitel obchodního centra se nejenom snaží dlouhodobě udržet nájemce v centru, je však také motivován obrátovým nájemným, tedy tím, aby centrem prošlo co nejvíce lidí, kteří zde utratí své úspory za nákupy. Proto se majitelé snaží ze svých obchodních domů vybudovat místa kulturně společenského vyžití pořádáním marketingových a dalších podpůrných aktivit.

3.3.3 Technické standardy

Co se týče technických požadavků, nákupní centra nejsou nijak unifikovaná nebo standardizovaná; je kladen důraz na dobře fungující klimatizaci a ventilaci, jednoduché rozvržení centra, dostatek eskalátorů, aby byla zaručená plynulá spojitost pater, dostatek denního světla skrz skleněné stropy, minimální množství slepých uliček, dostatek parkovacích stání, atd.

4 Investiční trh

Již zmíněné oddělení rolí developerů a investorů mělo za následek rozvoj investiční části realitního trhu, kde dochází ke směně nemovitostí za účelem investice. Toto rozdělení přineslo jiný pohled na celkovou výstavbu nemovitostí, kdy developer od samého počátku připravuje projekt v podobě, ve které je nejlépe prodejný investorovi.

4.1 Typy institucionálních investorů

Institucionální investoři jsou ve většině případů společnosti, které investují peníze třetích osob. Samozřejmě že existují i jedinci, kteří svým majetkem mohou vstupovat na investiční trh, jejich velikost a význam je však oproti institucionálním hráčům na trhu zanedbatelná.

4.1.1 Podle typu kapitálu

Kapitál potřebný k investování může v podstatě pocházet od tří rozdílných skupin, a to od lidí, firem a institucí a v neposlední řadě od státu.

Investoři hospodařící s přímým kapitálem přijatým od lidí jsou pod nejpřísnějším dohledem institucí, jakými jsou centrální banky a jiné státní instituce, aby byly ochráněny zájmy nekvalifikovaných lidí, v tomto případě podílníků ve fondu. V Německu nebo ve Velké Británii jsou tyto fondy velice běžnou formou investování pro všechny věkové kategorie, které zde ukládají své úspory. Množství investorů (občanů) do jednoho fondu je tedy obrovské a řídicí pravomoc a správa fondu je přenechána managementu bez možnosti podílníků zasahovat do rozhodování.

Dalším typem investorů jsou investiční fondy, které alokují kapitál získaný od různých institucí. Množství může kolísat od jednoho až po desítky. Jednotliví investoři ve

fondů se přímo podílí na rozhodování a řízení fondu. Příkladem takového fondu může být v našich končinách známý fond CPDP, jehož hlavním investorem je Česká spořitelna.

Posledním typem investorů jsou fondy, jež získávají kapitál ze státu, a to konkrétně ze státních rezerv. Často jsou tyto fondy přímo vlastněné a řízené státem. Největší státní fondy vznikly v zemích, které jsou bohaté na nerostné bohatství a především vyvážející ropu a které vytváří ohromné peněžní přebytky. Největší fondy jsou původem ze Spojených arabských emirátů (ADIA - Abu Dhabi Investment Authority), Norska (Government Pension Fund-Global), z Kuwaitu (Kuwait Investment Authority) či Singapuru (GIC).

Často došlo ke spojení jednotlivých typů fondů, čímž vznikly fondy, do kterých mohou investovat jak lidé, tak společnosti a stát. Jedním z takových investičních produktů je REIT (real estate investment trust), který je veřejně obchodovatelný a který investuje svůj základní kapitál do nemovitostí. Podíly nebo akcie jsou volně obchodovatelné a tudíž jejich hodnota je udávána náladou na trhu podobně jako tomu je u akcií na burze. Ze zákona musí REIT přeceňovat svůj majetek minimálně jednou do roka, aby měli investoři přehled o výkonnosti a hodnotě fondu.¹⁹ V našich končinách vznikl v roce 2007 první nemovitostní fond Reico, který přinesl na trh tento produkt. Je zaměřen hlavně na občany, ale investovat do něj může prakticky kdokoli.

4.1.2 Podle investiční strategie

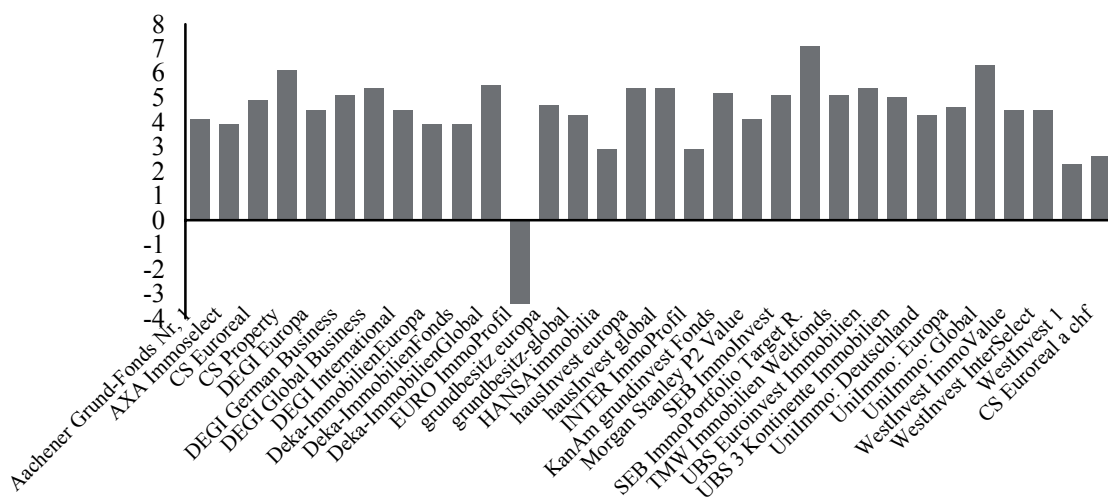
Investoři vnímají riziko spojené s investováním a správou nemovitostí rozdílně. Aby byla zaručena určitá ochrana zájmů podílníků ve fondu, je vždy nutné při zakládání fondu stanovit jeho strategii. Podle rizika, ale také požadovaného výnosu, lze fondy rozdělit do dvou kategorií.

První z nich jsou fondy investující do nemovitostí s nízkým rizikem, což je ve většině případů také spojeno s nižším výnosem. Takové fondy nejčastěji nakupují plně pronajaté budovy v zavedených lokalitách. Z globálního pohledu je největší skupina

¹⁹ JANEČKA, M., *Škola investora : REIT – likvidní forma investic do nemovitostí*, <<http://ipoint.financninoviny.cz/skola-investora-reit-likvidni-forma-investic-do-nemovitosti.html>>.

těchto fondů v Německu. Tyto fondy investují po celém světě a i v České republice se v minulosti podílely svými investicemi na 40% celkového objemu u nás a tím významnou měrou vstupovaly do dění na trhu. Samozřejmě i výnos těchto fondů není nijak závratný a pohybuje okolo 4-6%. Struktura investorů ve fondu v případě německých fondů je tvořena hlavně německými občany, kteří si v nich kupují podíly od několika stovek eur až po milióny.

Graf 5 Procentuální zhodnocení německých fondů za rok 2008



Zdroj : BVI

Druhým typem a do jisté míry opakem jsou oportunistické fondy zaměřující se na riskantnější příležitosti, u kterých mohou generovat požadovanou návratnost kapitálu (IRR – internal rate of return) v rozmezí 15% a výše. Jedná se často o velké americké a anglické fondy, které získávají kapitál od institucí jakými jsou banky, penzijní fondy či privátní a hedgeové fondy. Zaměřují se na nová teritoria a země, které většinu investorů nezajímají a ve kterých jsou ceny ještě velice nízké, kupují nemovitosti, kde mohou vylepšit technický stav nebo skladbu nájemců a potažmo navýšit příjem z budovy, nebo nakupují od investorů, kteří se dostali do finančních problémů a prodávající za nižší ceny. Jejich strategie se dá jednoduše charakterizovat: „Levně koupit a draze prodat“. V České republice byly tyto typy fondů první, které investovaly do nemovitostí. Za zmínku může stát fond Dawnay Day Carpathian, který v roce 2005 koupil nákupní středisko Varyáda

v Karlových Varech za 35 milionu eur a na konci roku 2008 ho prodal za 49.6 milionů eur. Touto investicí fond dosáhl nadstandardní návratnost kapitálu téměř 64%.²⁰

4.1.3 Podle délky života fondu

Při vzniku fondu a vstupu investorů do fondu musí být jasně stanoven zánik nebo-li konec fondu, tedy kdy a za jakých podmínek mohou investoři vystoupit z fondu. Podle této vlastnosti existují tzv. otevřené a uzavřené fondy.

U otevřených fondů není stanoven časový horizont, a tak fond funguje hypoteticky do nekonečna. Investoři mohou do fondu volně vstupovat a vystupovat a fond kupuje a prodává své nemovitosti bez předem daných striktních pravidel

U uzavřeného fondu je přesně dán konec fondu a tedy i možnost výběru investičních podílů. Fond získá od investorů přesně stanovený obnos kapitálu, jenž investuje na určenou dobu do nemovitostí. Při konci fondu je nemovitost prodána, podíly vyplaceny a fond uzavřen. Tento typ fondů je méně obvyklý, avšak v určitých případech je vhodnou alternativou. Na našem území investoval tento typ fondu v roce 2006, kdy uzavřený fond společnosti Signa koupil kancelářskou budovu The Park za 216 miliónů euro a plánoval ji držet ve svém vlastnictví déle než patnáct let. Měnící se situace na trhu a klesající ceny nemovitostí fond přiměly ke změně strategie a po souhlasném stanovisku většiny podílníků fond projekt v roce 2008 prodal.

4.2 Toky kapitálu

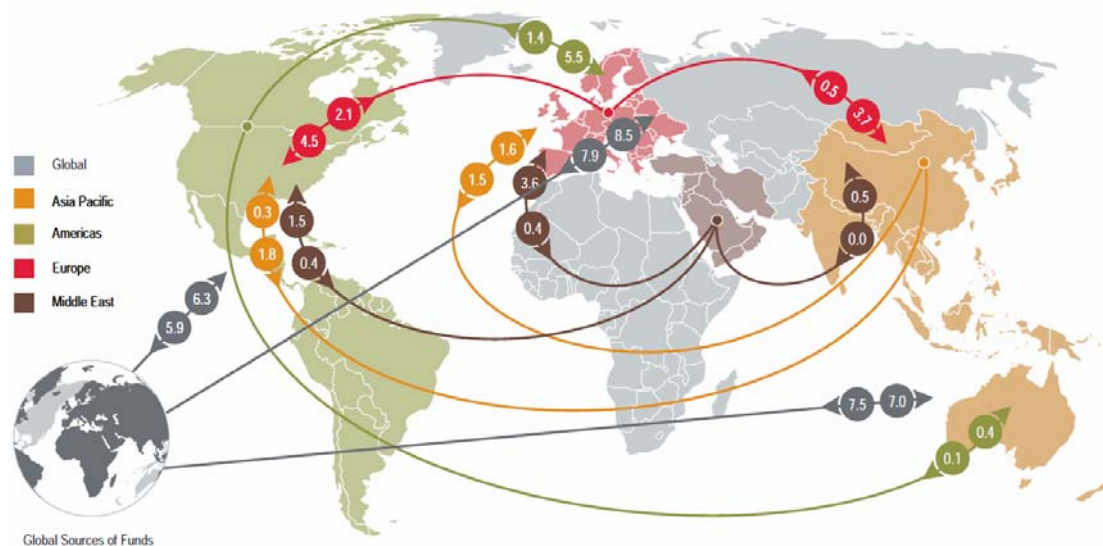
Tak jak se svět stává stále více otevřeným a ekonomicky propojeným, jednotlivé jevy a vývojové tendence se stávají všudypřítomnými. To platí i o realitním trhu, který se až na menší odlišnosti vyvíjí v jednotlivých zemích podobně. Tato podobnost a unifikace má za následek otevřenost celého realitního trhu z investičního pohledu a aktivity institucionálních investorů na globální úrovni. Znalost realitního trhu na místní úrovni je

²⁰ Carpathian's sale of Czech shopping centre generates 63.75% IRR, <<http://www.propertyeu.info/newsletter/default.asp?id=7959>>.

plnohodnotně aplikovatelná na realitní trhy mimo domácí trh. Proto pokud se americký investor rozhodne rozšířit své aktivity do Evropy a vstoupit kupříkladu na český trh, postačuje mu setkat se s místní pobočkou nadnárodní poradenské realitní společnosti a nechat si vypracovat analýzu trhu. Na základě této analýzy doplněnou o vyjádření finančních poradců (KPMG nebo jiná společnost z „velké čtyřky“) ohledně nejvhodnější vlastnické struktury a právního posudku od lokálních právních expertů orientujících se v mezinárodním právním systému, může investor provést svou první akvizici na cizím území.

Globální investoři a celkové toky kapitálu mezi kontinenty a na zahraniční území nabývají na stále větším významu a tvoří stále větší procento celkových investic do realit.

Obrázek 1 Globální toky kapitálu do nemovitostí (v miliardách \$ za 1. pol 2008)



Zdroj: Jones Lang LaSalle

5 Realitní krize

5.1 Předpoklady vzniku krize

Světová ekonomika stojí nyní na počátku hluboké recese, jenž se zrodila z prasknutí realitní a hypoteční bubliny na území USA. Prasknutí bubliny mohlo být mylně vnímáno jako lokální problém USA, avšak opak je pravdou. Propojenost všech ekonomik, států, sektorů, firem a jedinců lze popsat na tzv. motýlím efektu, popisující, že i něco tak malého, jako třepetání motýlích křídel, může v konečném důsledku vyvolat tajfun i na druhé polovině světa. (přednesená Edwardem Lorenzem 29. prosince 1979 na své přednášce “Predictability: Does the flap of the butterfly’s wings in Brazil set off a tornado in Texas?” na zasedání Americké asociace pro pokrok ve vědě ve Washingtonu, USA)

Vznik bubliny a strukturální pochybení je možné hledat v nadměrném poskytování hypoték v USA žadatelům, kteří nemohli poskytnout dostatečné záruky a u kterých bylo velké riziko, že nebudou schopni dostát pravidelným splátkám. Pokud bychom aplikovali tento americký přístup na naše lokální poměry, tak by úvěr na bydlení dostala osoba se základním vzděláním pracující na nestálé pracovní pozici. Přičemž by ji bylo umožněno čerpat úvěr až do výše 100% hodnoty nemovitosti a každý rok by si mohla zažádat o přecenění nemovitosti a při zvýšení ceny nemovitosti dostat od banky nové prostředky v hodnotě navýšení ceny nemovitosti a tyto prostředky použít například na koupi auta nebo jakýkoliv jiný účel.

Lehkovážený přístup poskytovatelů hypoték byl postaven na předpokladu, že ceny amerických nemovitostí porostou a hodnota záruk v podobě nemovitostí bude dostatečná při potenciálním bankrotu jednotlivců. Stále častěji se také projevoval názor pseudoekonomů: „že tradiční hospodářský cyklus je již minulostí a že ekonomika se dostala na permanentně rostoucí trajektorii.“²¹

Dalším faktorem byl rozvoj moderních finančních instrumentů, které poskytovaly dostatek finančních prostředků hypotečním ústavům k jejich aktivitám. Ty byly schopny

²¹ TREGLER, K., *Ocenování akciových trhů : metody měření správnosti ocenění*, s. 10.

prodat portfolia hypoték specializovaným institucím, většinou investičním bankám a specializovaným fondům, které je dále prodávaly. Vydaly dluhové obligace (CDO - collateralized debt obligation) zajištěné těmito portfolii, které byly splatné v okamžiku splacení hypoték. Dluhové obligace byly rozděleny podle kvality a rizika ratingovou agenturou a z dnešního konzervativního pohledu spíše nadhodnocena. Mimoto byly CDO pojištěny proti riziku (credit default swaps - CDS) pojišťovací institucí. Z CDS se stal také finanční produkt a byl volně obchodovatelný. Největším garantem celého systému a emitentem CDS je americký gigant AIG, který se kvůli zhroutilí celého tohoto systému dostal do obrovských finančních a existenčních problémů.

Není potřeba složitých analýz ani expertízy na předpověď, jak se celý uměle vytvořený systém zachoval při prvním náznaku problému. CDO měly najednou menší cenu, vznikl tlak na CDS, zajištění a pojištění bylo nedostatečným a ratingy nadsazené. Dvě hlavní negativní rizika derivátů se naplno projevila, a to, že příliš vysoká páka derivátů motivuje k nezdravé spekulaci a příliš velké objemy derivátů v rukou bank převyšující jejich kapitál může při výkyvech hodnot dostat do problému samotné banky²².

Tyto umělé a nově vzniklé finanční nástroje a deriváty byly výnosné pro jejich emitenty a také pro investory. Celý systém byl provázán dalším stupněm finančním produktů, do kterých investovaly nejen investiční, ale i komerční banky, firemní sféra, ale také města, a to i v České republice v podobě města Hradec Králové.

Levné hypotéky, vznik nových finančních nástrojů a spotřeba domácností na dluh se spojily a celou krizi víceméně zavinily. Zisky finančních institucí, investorů a všech napojených subjektů uměle prudce rostly a stále více institucí naskakovalo do rozjeté spirály nekonečných zisků a prosperity. Ze života na dluh prosperovali všichni včetně evropských zemích, České republiky, Číny, atd. Státní regulátoři po celém světě podcenili rizika nově vzniklých finančních nástrojů a celý systém nechali narůst do nereálných a neudržitelných rozměrů. Nemovitostní bublina se přelila do úvěrové bubliny, která svou velikostí zasáhla celosvětovou ekonomiku a vtáhla ji do recese.

²² Srov. ZÁŠKODNÝ, P., PAVLÁT, V., BUDÍK, J. *Finanční deriváty a jejich oceňování.*, s. 13.

5.2 Důsledky krize pro realitní trh

Výše zmíněné systematické a strukturální selhání bankovního systému svými následky naplno zasáhlo realitní sektor a to ve třech základních aspektech.

5.2.1 Nefungující bankovní sektor

V první řadě je potřeba připomenout, že to byl právě bankovní sektor, který pumpoval do ekonomik a především do realitního sektoru většinu prostředků. Jako by v silném opojení z nekonečné prosperity bankéři komerčních a centrálních bank zapomněli, že levné a snadno dostupné úvěry v dobách ekonomického růstu vždy vedou ke vzniku realitní bubliny. Spolu se vznikem nových finančních instrumentů banky laxně přistoupily k hodnocení rizika a půjčovaly na spekulativní realitní projekty, u kterých stačilo investorovi či developerovi vložit pouze 10% svých vlastních prostředků.

Při prvním náznaku problému banky přehodnotily podmínky poskytování úvěrů a zpomalily své aktivity. Jakmile se ukázaly strukturální problémy, banky zaujaly pasivní pozici. Po pádu a bankrotu několika velkých bankovních domů se banky začaly panicky dívat na celý sektor, ze kterého se vytratily i poslední zbytky důvěry. Prakticky zamrzl mezibankovní trh, systém finančních a dluhových derivátů napojených na úvěry zkolaboval a přestal fungovat. Banky se tedy zaměřily na své interní problémy a řešení napáchaných škod ve svém účetnictví a svých rozvahách a razantně zpřísnily poskytování nových úvěrů. Jestliže dříve stačilo 10%-20% vlastních prostředků, v dnešní době je potřeba 40%-50%, nutnost předpronajatosti nebo předprodejnosti u bytových projektů se posunula z dřívějších 0%-10% na nyníjších 30%-70%. Tyto přísné podmínky prakticky zastavují výstavbu a realizuje se pouze zlomek připravovaných developerských projektů.

5.2.2 Pokles ceny

Druhým faktorem který úzce souvisí s bankovní krizí, je rapidní pokles cen nemovitostí. Cena je utvářena působením nabídky a poptávky, kdy v minulosti poptávka

výrazně převyšovala nabídku a především tažená bankovním sektorem a levnými penězi způsobovala konstantní růst cen nemovitostí. Se zamrznutím bankovního sektoru se poptávka hluboko propadla a ceny začaly poprvé za několik desetiletí výrazně klesat. Na vrcholu cyklu v roce 2007 dosahovaly ty nejlepší kancelářské budovy v Praze výnos 5.25%. V roce 2009 mluvíme o výnosu okolo 7% s předpokladem, že v roce 2010 a 2011 může výnos vystoupat až na hodnotu 8% - 8.25%. Pokud tato čísla interpretujeme jako pokles v ceně, tak je právě nyní cena nejlepších komerčních nemovitostí v České republice o 25% nižší než na jejich vrcholu v roce 2007 a do budoucna můžeme očekávat, že klesnou až o více než 35% oproti vrcholu. Příkladem může být nedávný prodej kancelářské budovy Jungmannova Plaza, který se uskutečnil v únoru 2009. Cena transakce reflektovala výnosové procento těsně pod hranicí 7%. V roce 2007 by se tato nemovitost s určitostí prodala za výnos okolo 5.25%. Cena komerčních realit mimo hlavní město poklesla mnohdy ještě výrazněji, kupříkladu nákupní centrum Olympia, které se v červenci 2007 stalo předmětem prodeje za cena reflektující výnos okolo 5.5%. Dnes by se prodalo za výnos okolo 7.75%-8.0%, což představuje pokles ceny o přibližně 30%.

Pokles ceny není problémem pouze pro prodávající, kteří nedosahují takovou návratnost kapitálu jako dříve, ale přináší obrovské komplikace pro investory a majitele větších portfolií. Ve většině případů je totiž na nemovitost vázaná úvěrová smlouva a množství poskytnutých prostředků bankou při koupi nemovitosti bylo poskytnuto jako procento (loan-to-value) hodnoty nemovitosti. Pokud cena nemovitostí padá, toto procento se navyšuje a teoreticky může dojít k tomu, že poskytnutý úvěr je vyšší než současná tržní cena nemovitosti. Banky proto mohou od investorů požadovat splácení části úvěru, aby LTV indikátor byl na smluvní výši. Pokud investor nemůže dostát svým závazkům, banka může přistoupit k zabavení nemovitosti. Tento krok je však až krajním řešením, jelikož bankám chybí expertíza se správou nemovitostí, a pokud by se banky pokoušely nemovitosti prodat, mohly by dosáhnout ještě nižší ceny a musely by vykázat ztrátu. A tak jsme svědky toho, že v případě velkých hráčů na trhu banky zavírají oči nad porušováním LTV indikátoru, pokud je majitel v existenčních problémech a nemá dostatek prostředků na splácení požadované části úvěru. Banky tak v nedávné době ukázaly v případě největšího střeoevropského investora Immoeast, který byl zachráněn skupinou rakouských bank, že nemají snahu jít proti největším investorům, jelikož si jsou vědomy

rizika možného spuštění spirály propadu cen, což by mělo ještě více devastující efekt na celý nemovitostní trh.

Na našem území se v posledních týdnech diskutovalo přecenění aktiv a pokles hodnoty především ve spojitosti s na burze obchodovatelnou developerskou společností Orco, která vykázala za minulý rok ztrátu okolo 390 milionů eur tvořenou z velké části snížením hodnoty nemovitostí o 404 milionů eur.²³

5.2.3 Dopad na nájemce

Výše zmíněné dva dopady krize, které se už naplno projeví v celosvětovém měřítku, jsou spíše izolovaným problémem realitního trhu a vycházejí čistě z nezdravého vývoje v minulosti a ze strukturálních chyb v celkovém systému. Třetí a svou závažností největší problém, který se teprve začíná projevovat a který zasáhne realitní trh mnohem bolestněji, jsou finanční a existenční problémy nájemců. Jak vyplývá ze studie *Insolvency Outlook Winter 2008*, největší světové úvěrové pojišťovny Euler Hermes, v důsledku finanční krize přinese rok 2009 celosvětově rekordní počet bankrotů.²⁴ Bankrotující firmy za sebou zanechají prázdné kancelářské nebo výrobní prostory a majitelé zůstanou se sníženým příjmem a nezměněnými splátkami za úvěr ve velmi složité situaci. Nižší nájem z budovy dává bance právo zvednout svoji marži, jelikož majitel často poruší DSC indikátor, v tom horším případě nájem nebude stačit ani na splátky úvěru. Pokud navíc majitel nebude finančně dostatečně silný na to, aby splácel úvěr ze svých zdrojů, banka s určitostí sáhne k zabavení nemovitosti. Tento problém je bankami vnímán mnohem přísněji než v případě porušování LTV indikátoru z důvodu jeho závažnosti a komplexnosti.

U nákupních středisek se snížení příjmů majitelům projeví přes zhoršující se situaci běžných občanů a jejich nižší ochotu a možnost spotřebovávat ve stejné míře jako tomu bylo v minulosti. Prodejci klesnou tržby a pro některé už další fungování v nákupním

²³ Orco Property Group - Press release April 7th 2009 : Unaudited consolidated 2008 full year results, <http://www.orcogroup.com/files/pressreleases/EN/2009/orco-unaudited_consolidated_2008full_year_results.pdf>.

²⁴ *Insolvency outlook : Winter 2008*. Euler Hermes Insolvencies Outlook, <<http://www.eulerhermes.com/en/insolvencies/insolvencies.html>>.

středisku nebude mít ekonomický smysl, to vše na pozadí nejistých vyhlídek budoucího ekonomického vývoje.

5.2.4 Investoři v problémech

Investoři do komerčních nemovitostí jsou negativně ovlivněni nejen poklesem cen nemovitostí, ale mnohem více negativní atmosférou a panikou, která panuje mezi podílňiky a investory do investičních fondů. Negativní zprávy a nejistý ekonomický vývoj přiměly vybrat své podíly nemalou část investorů v realitních fondech. Jednalo se jak o běžné občany, tak o instituce, které realitním fondům svěřily své peníze. Otevřený fond, do kterého můžou investoři volně vstupovat a vystupovat, může pokrývat náhlý a výrazný výběr prostředků svých investorů z rezervních peněžních prostředků nebo z prodejů svých aktiv, tedy nemovitostí. V dnešních ztížených podmínkách je však prodej nemovitostí mnohem náročnější a časově delší proces. A tak se tyto fondy po celém světě dostaly do problémů a většina z nich sáhla ke kroku dočasného zmrazení výběrů prostředků, což jim naštěstí právní prostředí umožňuje. V sousedním Německu tak bylo například zmrazeno 13 otevřených fondů z celkového počtu 35, spravující majetek přesahující 30 miliard euro, což představuje asi třetinu hodnoty všech německých fondů. Toto moratorium může trvat několik měsíců, maximálně však 2 roky, a v tomto období mohou fondy čekat na uklidnění situace nebo se pokusit některé nemovitosti prodat a uspokojit tak své klienty. V České republice existuje takovýto fond jediný, a to fond spravovaný investiční společností Reico patřící pod Českou spořitelnu. Lze však očekávat, že i tento fond se dříve nebo později dostane do problémů. Zatím vykazuje rostoucí výnos, který však může spíše představovat určitou setrvačnost. Fond ze zákona musí přecenit své nemovitosti jednou za rok a je možné, že dramatické poklesy cen se v jeho účetnictví prozatím nemusely projevit. Jakmile však fond vykáže první pokles své výkonnosti a pokles hodnoty, lze očekávat menší nebo větší „run“ na fond, což by mohlo vést ke zmrazení fondu stejně jako tomu bylo u německých fondů.

5.3 Budoucí vývoj

V poslední době stále častěji zaznívá v tisku, na seminářích a konferencích, z úst ekonomů a politiků, otázka, kdy tato krize skončí a kdy ekonomický a hospodářský vývoj nabere pozitivní růstovou tendenci. Realitní trh prochází stejným vývojem jako reálné ekonomiky, tudíž obrat v současné situaci nastane v momentě, kdy se také globální a lokální ekonomiky a hospodářství začnou navracet k pozitivnímu vývoji. Realitní trh jako takový se dostane, alespoň v případě České republiky, kde realitní bublina nenabyla rozměrů jako v některých jiných vyspělých zemích, na své dno dříve než celková ekonomika. Ceny nemovitostí a nájmu v určitých segmentech už klesají a je otázkou několika měsíců možná roku, než se dostanou na svou zdravou a ekonomicky udržitelnou úroveň. Pokud mluvíme o výnosových mírách, už v tomto roce nebo na začátku příštího roku se dostaneme na vrchol v podobě 8%. Ceny bytů klesají o desítky procent a lze očekávat, že se navrátí na své hodnoty z let 2005 a 2006, a to už v tomto roce nebo na začátku příštího roku. I ve chvíli, kdy trh dosáhne svého dna, bude nadále vystaven negativními tlaky v podobě nižší poptávky a dražšímu financování; jakmile se však ekonomika a hospodářství napraví, tyto negativní efekty pominou. Někteří renomovaní analytici a instituce předpovídají, že realitní trh v zemích jako Velká Británie, Irsko, Španělsko nebo USA se navrátí do hodnot před krizí až za nějakých 10 – 15 let a jestli vůbec.

Předcházející odstavec je spíše předpovědí, jež bývá prezentována v tisku, ekonomy, institucemi a státními představiteli. Odhadnout přesný budoucí vývoj je nesmírně obtížné a v současných podmínkách téměř nemožné z důvodu provázanosti a spletitosti světové ekonomiky a realitních trhů. V dnešní době jsou totiž pod obrovským tlakem a v nepříznivé situaci všichni aktéři na realitním trhu. Banky se dostaly jako první do problémů a vyčištění od toxických a problémových aktiv u některých evropských bank prakticky ještě nezačalo a jejich správná a bezproblémová funkčnost je zatím v nedohlednu. Nájemci zastoupení hlavně firemní sférou se dostávají do tíživé situace a často existenčních problémů. Investory trápí na jedné straně pokles cen nemovitostí a problémy nájemců ve svých budovách, a na straně druhé nedůvěra podílníků a investorů ve fondech, kteří často vybírají své prostředky. Obyčejní lidé pod tlakem nepříznivých

zpráv o ekonomické situaci a budoucí zaměstnanosti, v obavě a také panice, snižují své výdaje a spotřebu, a snižují tak příjmy celému firemnímu sektoru. Developeři nemovitostí jen s obtížemi žádají o bankovní financování a s nejistotou předpovídají poptávku po svých produktech. Poslední subjekt, tedy stát, se potýká s mnohými dalšími problémy. Tento tlak na všechny zúčastněné subjekty bude mít bezpochyby za následek zpomalení aktivit na realitním trhu, pokles cen a nájmu, avšak předpovídat procentuální změnu a délku tohoto období je téměř nemožné.

Závěr

Realitní trh se vyvíjel v posledních desetiletích stejnou rychlostí jako reálná ekonomika a mnohdy jí svým tempem i předběhl, stejně tak i v dnešní době prochází nesmírně těžkým obdobím na pozadí ekonomické recese, u jejíž zrodu sám stál.

Bakalářská práce popisuje jednotlivé subjekty na realitním trhu, jejich vzájemné vztahy a ekonomické faktory a zásady ovlivňující fungování trhu. Blíže se zabývá analýzou investorů a fondů investujících do realit, krátce také seznamuje se složitými bankovními a finančními produkty, které nesou nemalou vinu na vzniku realitní a úvěrové krize. V poslední části práce jsou nastíněny aktuální a nové problémy vznikající v této nelehké době. Jedná se především o pokles aktivity a nesnadnou situaci všech zúčastněných subjektů na realitním trhu, pokles cen a nájmu, z důvodu snížené poptávky, stále nejasnou situaci a stav bankovního sektoru, jakožto nejdůležitějšího subjektu, a v neposlední řadě také nedůvěru panující na trhu.

V bakalářské práci se podařilo dosáhnout předem stanovených cílů, a to seznámit čtenáře s nemovitostním trhem a jeho fungováním, se specifickými trhy v České republice a s hrozbami a riziky dnešní doby. Rozsah práce nedovolil detailněji popsat například okrajové segmenty jakými jsou hotely, nebo se zabývat procesy jakými jsou prodeje či pronájmy nemovitostí. Z tohoto důvodu by bylo vhodné na tuto práci navázat a těmito tématy se dále zabývat.

Obecně lze konstatovat, že globální realitní trh se dostal do nejobtížnějšího období ve své historii. Pro lokální trh v České republice, který se tržně vyvíjí pouze posledních necelých dvacet, je tento cyklický pokles první výraznou zkouškou a možná určitým navrácením do zdravých a ekonomicky udržitelných kolejí. Je však téměř nemožné předpovědět, kdy a zda vůbec se trh navrátí do původního stavu před vypuknutím krize, stále více totiž zaznívá názor, že strukturální a systémové nedostatky trhu ho nechaly dospět do takového stavu, který v budoucnu už nikdy nenastane.

Literatura

- 1) HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 3. aktualiz. vyd. Praha: C.H. Beck, 2002. 714 s. ISBN 80-7179-681-6.
- 2) SYNEK, Miloslav, aj. *Podniková ekonomika*. 3. přeprac. dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2002. 476 s. ISBN 80-7179-736-7.
- 3) Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí. *Trend Report 2008*. Praha : Asociace pro rozvoj trhu nemovitost, 2008. 248 s.
- 4) ORT, Petr. *Moderní metody oceňování nemovitostí na tržních principech*. 1. vyd. Praha : Bankovní institut vysoká škola, 2007. 74 s. ISBN 978-80-7265-113-9.
- 5) HEŘMAN, Jan. *Oceňování nemovitostí*. 1. vyd. Praha : Nakladatelství Oeconomia, 2005. 174 s. ISBN 80-245-0947-4.
- 6) MCELROY, Ken. *ABC investování do realit : Najděte nové možnosti zisku, které jiní investoři nevidí*. Dobiášek Ondřej. Praha : Pragma, 2008. 196 s. ISBN 978-80-7349-105-5
- 7) TREGLER, Karel. *Oceňování akciových trhů : metody měření správnosti ocenění*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2005. 164 s. ISBN 80-7179-439-2.
- 8) ZÁŠKODNÝ, Přemysl, PAVLÁT, Vladislav, BUDÍK, Josef. *Finanční deriváty a jejich oceňování*. 1. vyd. Praha : EUPRESS, 2007. 162 s. ISBN 978-80-86754-73-4.
- 9) VYSKOČIL, Vlastimil K., ŠTRUP, Ondřej, PAVLÍK, Marek. *Facility management a Public Private Partnership*. 1. vyd. Praha : Professional Publishing, 2007. 262 s. ISBN 978-80-86946-34-4.
- 10) HUERTA, De Soto Jesús . *Peníze, banky a hospodářské krize*. 1. vyd. Praha : ASPI, a.s, 2009. 908 s. ISBN 978-80-7357-411-6.
- 11) VYCHOPENĚ, Jiří. *Nemovitosti v podnikání : 125 otázek a odpovědí*. Praha : ASPI, 2008. 144 s. ISBN 978-80-7357-400-0.
- 12) ZAZVONIL, Zbyněk, *Výnosová hodnota nemovitostí*. 1. vyd. Praha : CEDUK, 2004. 256 s. ISBN 80-902109-3-7.
- 13) JANEČKA, Marek. *Škola investora : REIT – likvidní forma investic do nemovitostí* [online]. 2006 [cit. 2006-03-09]. Dostupný z WWW: <<http://ipoint.financninoviny.cz/skola-investora-reit-likvidni-forma-investic-do-nemovitosti.html>>.
- 14) *Carpathian's sale of Czech shopping centre generates 63.75% IRR* [online]. 2009 [cit. 2009-01-13]. Dostupný z WWW: <<http://www.propertyeu.info/newsletter/default.asp?id=7959>>.
- 15) *Orco Property Group - Press release April 7th 2009 : Unaudited consolidated 2008 full year results* [online]. 2009 [cit. 2009-04-07]. Eng. Dostupný z WWW: <http://www.orcogroup.com/files/pressreleases/EN/2009/orco-unaudited_consolidated_2008full_year_results.pdf>.
- 16) *Insolvency outlook : Winter 2008. Euler Hermes Insolvencies Outlook* [online]. 2008 [cit. 2008-12-08]. Eng. Dostupný z WWW: <<http://www.eulerhermes.com/en/insolvencies/insolvencies.html>>.

Pravidelná četba periodik

1. Hospodářské noviny
2. Euro
3. Týden
4. E15
5. The Economist
6. The Financial Times
7. Building World
8. Eurobuild
9. CiJ
10. EuroProperty
11. Property EU
12. Urban Land
13. <http://www.bloomberg.com>
14. <http://www.reuters.com>
15. <http://www.economist.com>
16. <http://www.patria.cz>

Seznam grafů a obrázků

Graf 1 Nájmy za kancelářské prostory (Q4 2008).....	12
Graf 2 Hodnota indikátoru price-to-income v USA	15
Graf 3 Zadlužení českých a evropských domácností (jako % HDP).....	19
Graf 4 Průměrný počet členů v domácnosti.....	20
Graf 4 Vývoj kancelářských nájmu v Praze (euro/m ² /měsíc).....	22
Graf 5 Procentuální zhodnocení německých fondů za rok 2008	29
Obrázek 1 Globální toky kapitálu do nemovitostí (v miliardách \$ za 1. pol 2008).....	31