

# RENTIÉR

měsíčník inteligentního investora Fichtner a.s.

ČERVEN 2023



TÉMA

## Prodej firmy a vyšší daně – co s tím?

(str 3)

ANALYTICKÉ OKÉNKO

## Nemovitosti nad propastí? Na nákup to ještě není.

(str 7)

KOMENTÁŘ

## Nezvládnuté emoce škodí!

(str 21)

..il



**Tématem měsíce května byl v ČR bezpochyby úsporný balíček vlády Petra Fialy.** Nebyly o něm ještě zveřejněny přílišné detaily, ani aktuálně (28. 5. 2023) neznáme paragrafově znění daňového zákona, ale již nyní je jasné, že se budou zvyšovat i majetkové daně. My o zvýšení majetkových daní mluvíme již několikátým rokem a mám trochu obavu, že zdaleka nemusí jít o poslední slovo této nebo některé z budoucích vlád. **Ve státní kase budou i nadále peníze chybět, a vybírat od těch úspěšných je všude na světě osvědčené řešení. Proto bude třeba se na to připravit.**

**Co se týká aktuálního zvýšení majetkových daní, zdá se, že nejvíce dopadne na ty, kteří budou prodávat podíly ve svých firmách.** Vypadá to, že se bude danit příjem, který při prodeji firmy překročí hranici 40 mil. Kč. Pokud tedy prodáte firmu ještě letos

za 1 miliardu Kč, dostanete celou částku na účet. Od příštího roku to vypadá, že budete muset prodat za 1,3 mld. Kč, abyste na účet dostali stejnou částku jako letos. Vzhledem k tomu, jak toto téma rezonovalo i mezi našimi klienty, chci se s vámi podělit o několik úvah na toto téma v článku „Prodej firmy a vyšší daně – co s tím?“ na straně 3.

**Úsporný balíček české vlády bude mít dopady i na danění „běžných“ prodávů cenných papírů z portfolia, především pro ty investory, kteří disponují portfolií v řádech od vyšších desítek milionů korun.** Těmto změnám v daních a našemu návrhu, jak se s danou změnou vypořádat, se budeme věnovat, až bude jasné finální paragrafově znění této legislativy. Prodat cenný papír z portfolia je časově výrazně jednodušší než prodat firmu, a proto na daňovou optimalizaci prodávů v portfoliích máme ještě dost času.

**Mediálně nesmírně vděčným tématem byl dluhový strop v USA.** Přestože si z diskusí o dluhovém stropu americké akciové trhy nic nedělaly – v klidu si den za dnem od začátku května rostly, až skončily na růstu o 5,15 % v korunách za měsíc – nezkušené novinářky a méně zkušené investoři měli obavu, jak to ovlivní jejich portfolia. Já osobně jsem měl radost, že všichni naši klienti, kteří sledují naše pravidelné páteční relace „Přečetli jsme za vás“ se již v průběhu května od nás dozvídali, že dlouhodobého investora diskuse o dluhovém stropu neohrožují. Maximálně mohou přinést nějakou krátkodobou nákupní příležitost (což se ale nakonec nestalo). **Pokud vám ale**

**téma dluhového stropu nebo jiné mediální téma zabrnkalo na nervy, určitě si nenechte ujít krátké zamyšlení o emocích, které jsme pro vás napsali s Davidem Řehulkou na straně 21.**

**Fakticky důležitým a poučným tématem je ale vývoj na trhu nemovitostí v USA i v ČR. Právě americký trh je dobré sledovat a poučit se z toho, co vše se na nemovitostním trhu může dít.** Z ČR jsme sice byli zvyklí na „nemovitosti jen rostou, je to sázka na jistotu,“ ale na to může spoléhat jen takový investor, který nemá dostatečný rozhled a nemyslí na různé možné scénáře budoucnosti. Nemovitostnímu trhu se věnuje ve své rozsáhlejší analýze kolega Tomáš Tyl. Tomášův nesmírně zajímavý článek s názvem „Nemovitosti nad propastí? Na nákup to ještě není“ najdete na straně 7.

**A jak si vedla naše akciová portfolia?**

Akciové portfolio budoucích rentiérů vyrostlo o 4,1% za měsíc, rentiérské potom o 2,6% za měsíc. Za posledních pět let šlo o růst 49,6% resp. 40,7%. Více na toto téma se dozvíte v článkách o ocenění trhu a chování drobných investorů od strany 14.

Hezký den a příjemný vstup do léta

Vladimír Fichtner

Rentiér – měsíčník inteligentního investora Fichtner a.s. ▽ Ročník 5, číslo 6

▽ Redakce: Vladimír Fichtner, Tomáš Tyl, Richard Mrůka, David Řehulka

▽ Produkce: Radka Svojanovská, Jakub Fichtner ▽ Grafické zpracování: Marek Popovič

▽ Tisk: Tiskárna Bruk, Na louži 1, Praha 10

Všechny použité fotografie jsou zakoupené na Shutterstock.com, pokud není uvedeno jinak.

▽ Vydává: Fichtner a.s., IČ: 08805938, se sídlem Karla Engliše 3201/6, 150 00 Praha 5, obchodní společnost zapsaná v obchodním rejstříku vedeném v Městském soudu v Praze, oddíl B, vložka 25027

▽ e – mail: rentier@fichtner.cz, www.fichtner.cz

▽ **Důležité upozornění:** Informace v tomto měsíčníku jsou určeny pro klienty Fichtner a.s. a mají informativní charakter. Tyto informace nepovažujte nikdy za investiční poradenství. Poradenství totiž musí vždy respektovat vaši individuální životní a finanční situaci, vycházet z vašeho individuálního investičního plánu a vašeho investičního profilu. Pokud ještě nejste klientem Fichtner a.s. a nemáte písemný investiční plán, rádi ho pro vás zpracujeme. Napište nám v takovém případě na rentier@fichtner.cz a my vám rádi sdělíme další podrobnosti.

▽ **Právní upozornění:** S obchodováním na kapitálových trzích jsou spojená rizika. Historické výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích. Veškeré investiční transakce konzultujte předem s investičním i daňovým poradcem.







## Nemovitosti nad propastí, ale na nákup to ještě není!

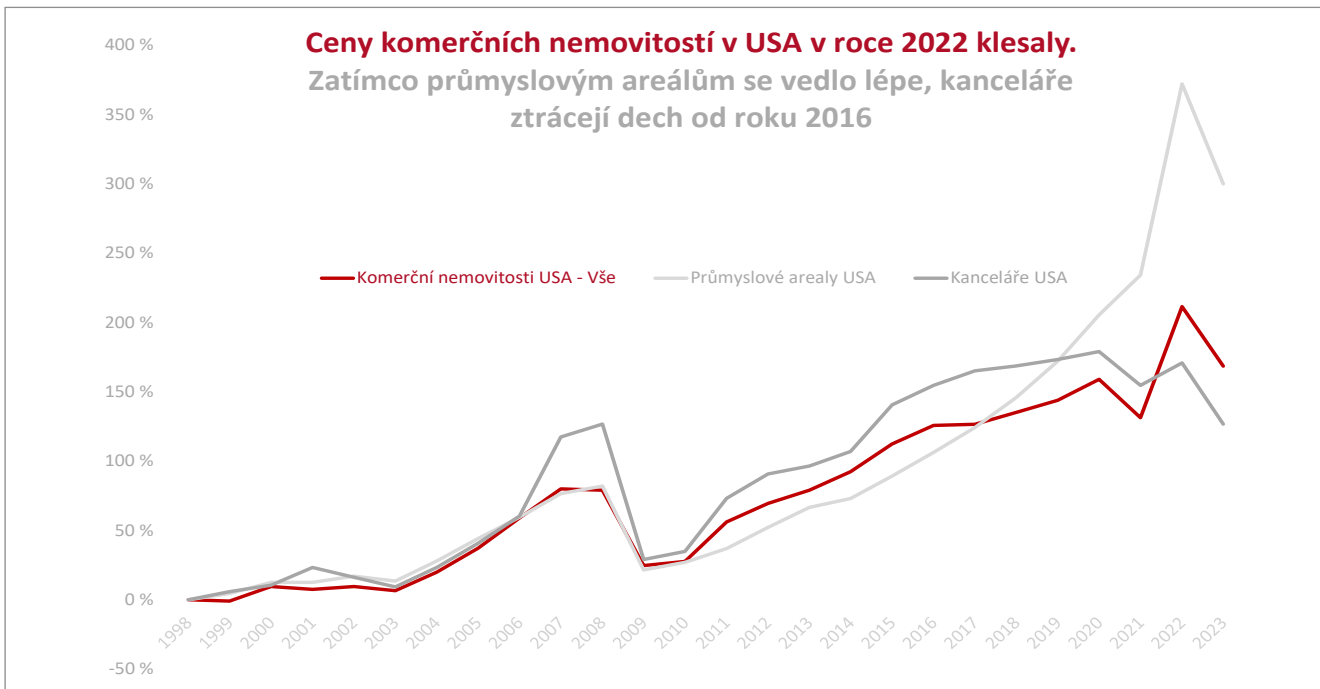
**Nedávno se objevila zpráva o transakci na americkém trhu nemovitostí, která si získala naši pozornost.** Bývalá budova Union Bank na California street v centru San Franciska je na prodej. Odhadovaná cena k nákupu 22patrového mrakodrapu je kolem 60–70 milionu dolarů. Zajímavé na tom je, že v roce 2019 byla její odhadovaná cena kolem 300 milionu dolarů. Pokles hodnoty je kolem neuvěřitelných 80 %. Budova zeje prázdnotou a ukazuje, jak s nemovitostmi kancelářských budov zahýbal COVID, protože řada zaměstnanců se již do kanceláří nevrátila. Neobsazenost kancelářských prostor v San Francisku vyskočila ke 30 %. **Na tom je dobře vidět, jaká rizika v sobě skrývá nemovitostní trh. A to i v podobě v minulosti velmi atraktivních míst.**

Změna na nemovitostním trhu po pandemii je jedna z aktuálních hrozeb, kterou umocnila současná ekonomická situace. Firmy, které zjistily, že mohou fungovat i s podstatně menšími kancelářskými prostory v současné chvíli úspory na nájmeh uvítají. Obavy o vývoj nemovitostního trhu má i Charlie Munger, viceprezident Berkshire Hathaway Warrena Buffetta, který prohlásil „Mnoho nemovitostí už není dobrých. Máme mnoho problémových kanceláří, mnoho problémových obchodních center a mnoho problémových dalších nemovitostí. Na trhu je velká agonie.“

*(Original: A lot of real estate isn't so good anymore," Munger said. "We have a lot of troubled office buildings, a lot of troubled shopping centers, a lot of troubled other properties. There's a lot of agony out there.")*

Zdroje:





zdroj: <https://www.crowdstreet.com/resources/cio-memos/march-2023-memo>

**Ceny komerční nemovitostí již začaly klesat ze svých vrcholů v průběhu roku 2022. Kancelářským budovám se přitom příliš nedaří už od roku 2016 a situace s může zhoršovat.**

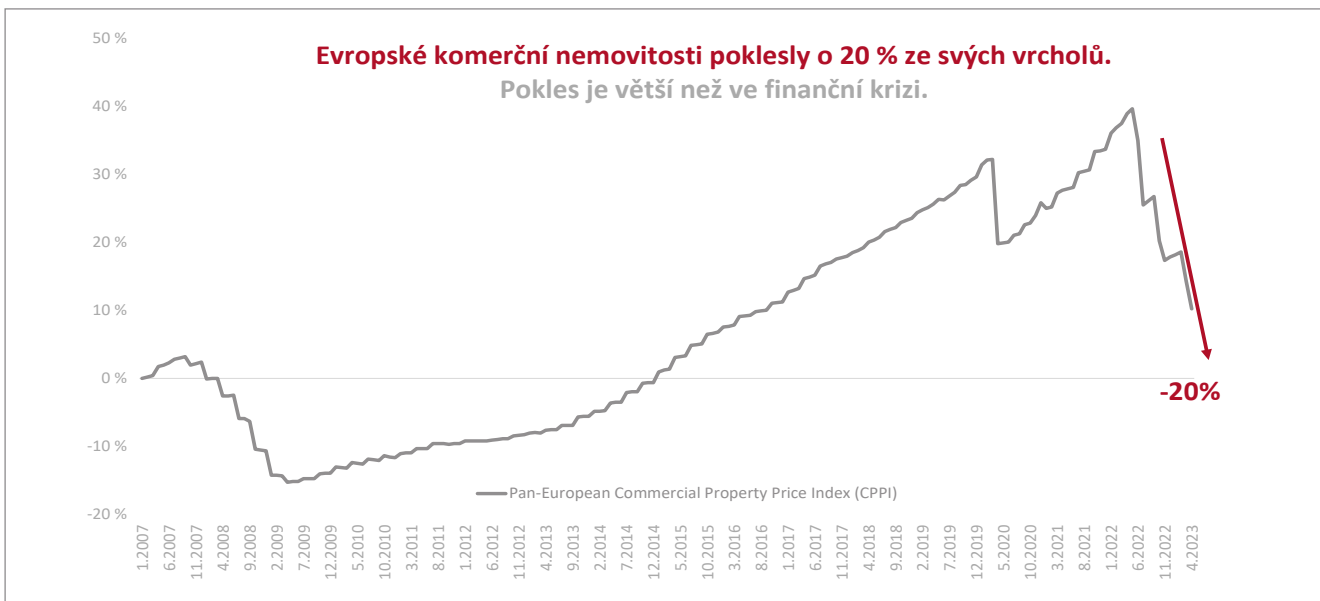
Problémy nemovitostního trhu se netýkají jen USA. Akcie významné švédské realitní společnosti Samhallsbyggnadsbolaget (SBB) ztratily 90 % hodnoty a po snížení ratingu se pozastavily výplaty dividend. Nyní řeší, co s portfoliem nemovitostí na klesajícím švédském trhu. **Ceny rezidenčních nemovitostí ve Stockholmu poklesly o 16 % a v některých částech Švédska i o 40 %.**

**Pokles cen v Rakousku (o 12–20 %) a problémy tamního trhu se dotkly i CPI Group** Radovana Vítka, která prodává nemovitosti za miliardy kvůli snížení zadlužení. Společnost se výrazněji zadlužila kvůli akvizici rakouské společnosti Immofinanz, jejíž hodnota na burze dramaticky poklesla.

Zdroj:



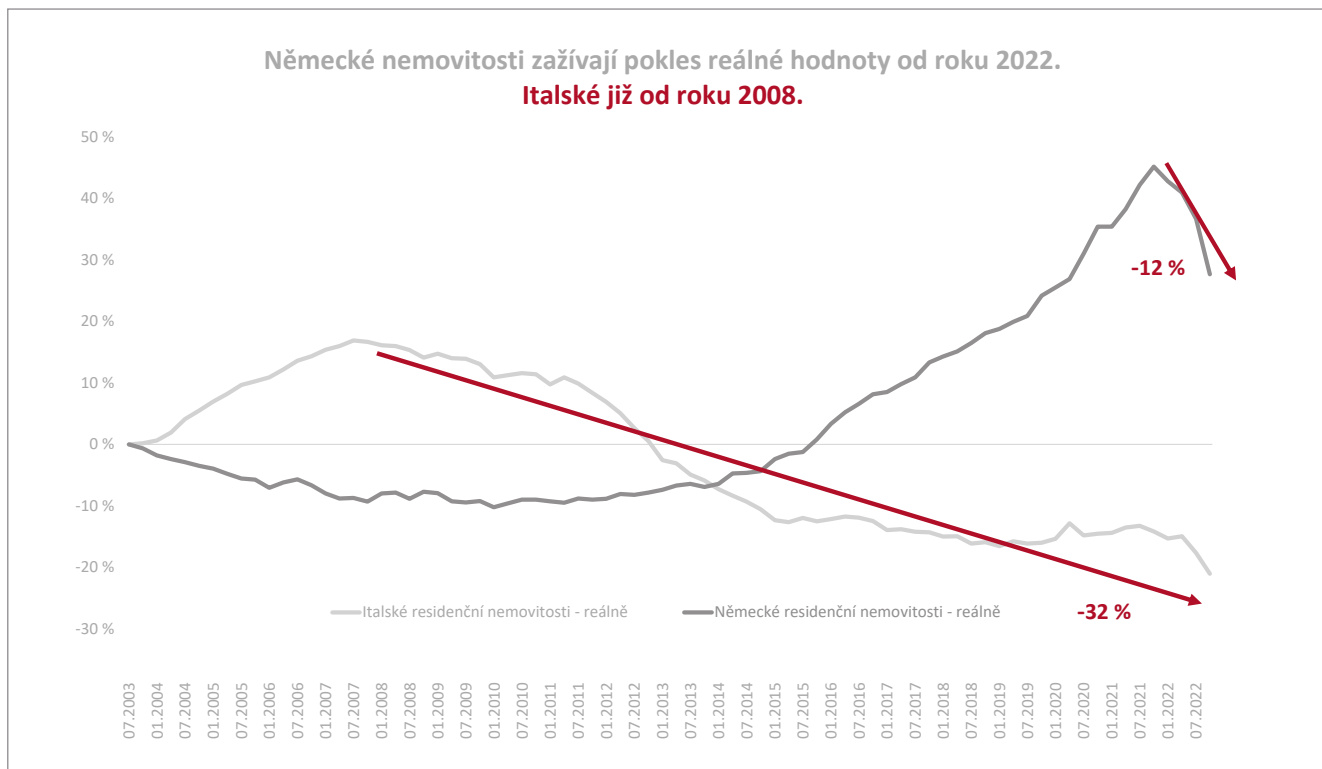
EVROPSKÉ KOMERČNÍ NEMOVITOSTI POKLESLY O 20 %.



zdroj: <https://www.greenstreet.com/insights/CPPI?region=EU>

Reálné ceny rezidenčních nemovitostí poklesly z vrcholů v Německu, v Itálii pokračuje dlouhodobý pokles již od roku 2008.

**POKLES NĚMECKÝCH A ITALSKÝCH NEMOVITOSTÍ.**

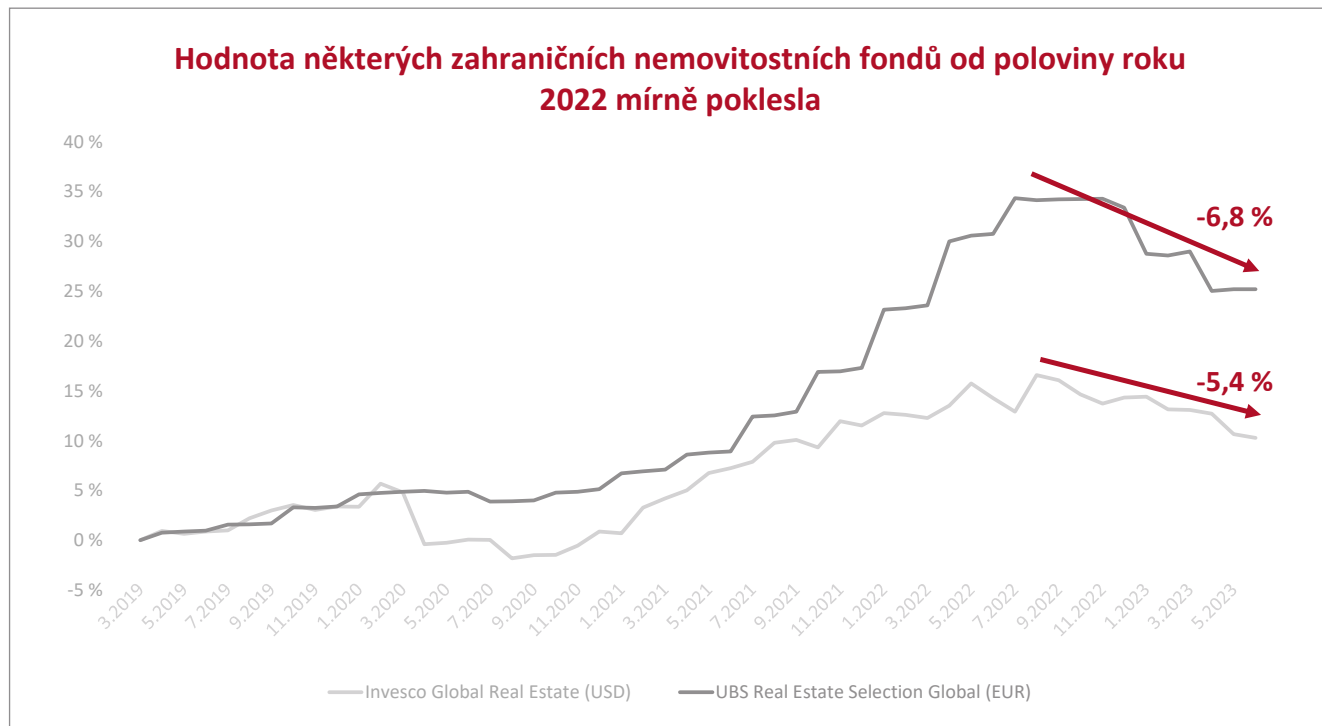


zdroj: <https://fred.stlouisfed.org/series/QITR628BIS>, <https://fred.stlouisfed.org/series/QDER628BIS>

Ceny komerčních i rezidenčních nemovitostí v Evropě klesají. Evropské komerční nemovitosti propadly o 20% na úroveň

z roku 2017. Pokles ceny se již projevil i v zahraničních nemovitostních fondech, které klesaly od poloviny roku 2022.

**HODNOTA ZAHRANIČNÍCH NEMOVITOSTNÍCH FONDŮ V POSLEDNÍM ROCE KLESALA.**



zdroj: Morningstar

## DVĚ ZE ČTYŘ RIZIK, NA KTERÉ JSME UPOZORŇOVA- LI V ROCE 2021, SE STALY SKUTEČNOSTÍ

Nemovitosti v době růstu jejich cen dlouho platily za jistotu. Jak ukazují předešlé zprávy, **i nemovitosti mají svá rizika. A to i nemovitosti v hlavních městech a na dobrých adresách.**

Propady cen budov v USA, problémy nemovitostního sektoru v Evropě a potíže developerů nejsou ale překvapením pro toho, kdo čte našeho Rentiéra. O rizicích nemovitostního sektoru jsme psali v Rentiérovi již v říjnu 2021 v článku „Pocitivá cihla – jistota v nejisté době.“



To byl ještě na nemovitostním trhu klid a idylka. My jsme však upozorňovali na několik rizik nemovitostního trhu, která mohou přijít.

### Tato rizika byla především

- Stagnace anebo hospodářský pokles
- Růst úrokových sazeb
- Splasknutí bubliny
- Růst nákladů, daní a změny v legislativě

**V době psaní článku jsme však netušili, že dvě z těchto hrozeb se materializují tak rychle.** S růstem inflace u nás i ve světě došlo ale k postupnému zvýšení úrokových sazeb a tím i ochlazení na trhu nemovitostí. Zároveň současná situace vedla ke zpomalení růstu a nyní se řeší, které státy a na jak dlouho se dostanou do recese.

Právě to dopadá na ceny nemovitostí, které byly vyhnány nahoru dlouhým obdobím klesajících, a v posledních letech nízkých, sazeb. **Jak s růstem sazeb finanční zdroje zdražují, jejich příliv do nemovitostního trhu se zastavil. To má na nemovitostní trh negativní dopad.**

## CENY TZV. REITŮ JSOU VYKLESANÉ, NENÍ TO PŘÍLEŽITOST K NÁKUPU?

Ještě silnější je vliv na realitní společnosti. Zvláště ty s vysokým zadlužením se dostávají pod tlak. Kromě akcií developerů a dalších realitních firem jsou oblíbenou „nemovitostní“ investicí nemovitostní trusty – Real Estate Investment Trusts – REITs. **Jejich ceny od začátku roku 2022 v USA ztratily 26 % v USD (index S&P klesl o 11 % v USD) a v Evropě nemovitostní sektor poklesl dokonce o 43 % (index MSCI Europe +0,6 % v EUR).** Nabízí se tedy otázka, jestli po takovém poklesu není čas začít REITs do portfolia nakupovat.

REITs jsou svým charakterem někde mezi nemovitostmi a akciemi. REITs jsou společnosti, které vlastní a provozují nemovitosti generující příjem. Nabízejí investorům přístup

k diverzifikovanému portfoliu aktiv, které může zahrnovat kancelářské budovy, nákupní centra, byty, hotely a další. Proto je i jejich vývoj navázaný na ceny nemovitostí. Na druhou stranu jsou REITs obchodovány na burze. Na rozdíl od realitních fondů známých v ČR se tak jejich hodnota neodvíjí od kalkulované hodnoty portfolia, ale podle aktuální nabídky a poptávky po jejich akciích. Investoři pak stejně jako u akcií jiných firem zohledňují, jaký je výhled, jaké má společnost zisky a jaká jsou očekávání. Investoři oceňují, jak dobře tyto firmy dělají nemovitostní byznys. **Proto jejich ceny kolísají významněji než hodnota realitních fondů a zohledňují více faktorů než ocenění nemovitostí a příjem z nich.**

Další specifikum REITs je, že zisky z pronájmu nemovitostí vyplácejí na dividendách. REITs musí vyplácet více než 90 % zdanitelných příjmů a díky tomu mají také výhodnější daňový režim.

Výsledkem je, že dividendy REITs jsou nad úrovní celého trhu. Obecně firmy část zisků reinvestují a nevyplácejí vše. Reinvestované zisky pomáhají firmám růst. Když společnosti vidí, že zisky mohou investovat do svého růstu, vyplácí dividendy nižší. Pokud je společnost stabilizovaná a prostor pro růst není tak velký, vyplácí na dividendě více. U REITs toto neplatí.

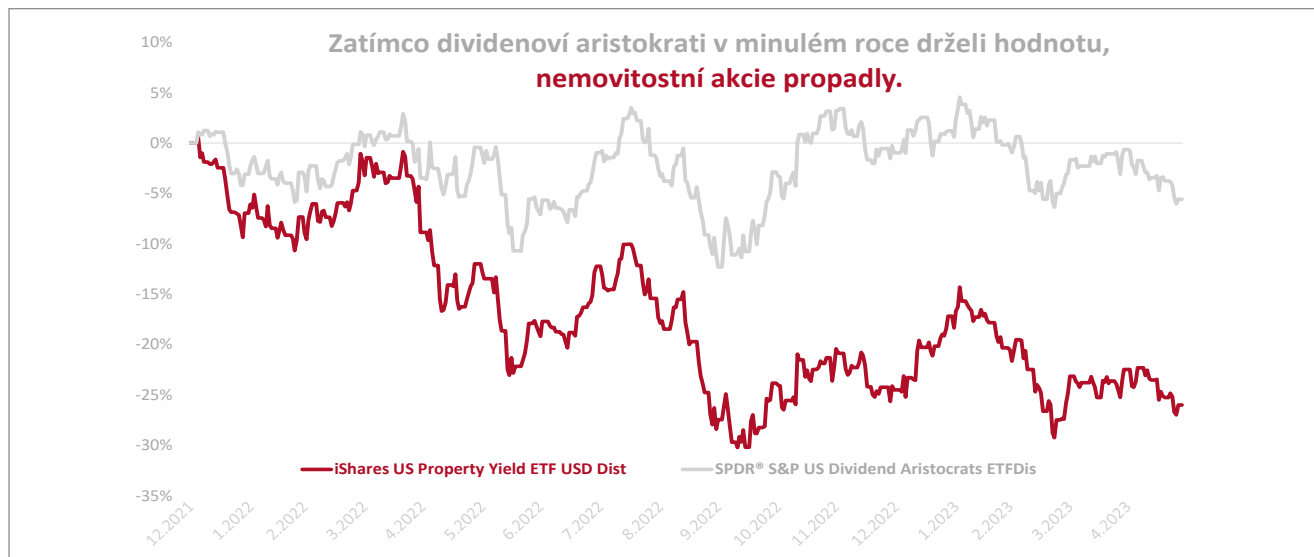
**Důsledkem toho je, že REITs se nechovají jako standardní firmy vyplácející rostoucí kvalitní dividendy. Neplatí o nich, že by byly stabilním zdrojem výplaty dividend, protože jejich dividendy se může hodně měnit.** Proto o nich ani neplatí to, co o dividendových firmách stabilně říkáme, tj. že jsou to dobré bezpečné kotvy v době vysoké inflace.

U kvalitních dividendových firem je to způsobeno několika faktory. Stabilní společnosti, které jsou schopné dlouhodobě zvyšovat dividendu (dividendová aristokrati) a společnosti, které mají na dividendu dostatečné cash flow, aby jí mohly i v horších časech udržet, jsou na tom zpravidla lépe se zadlužením. Růst úrokových sazeb je proto tolik neohrožuje. Naopak tlačí jejich konkurenty. Stejně tak v ocenění se vyšší sazby u těchto společností neprojevují tolik jako u růstových společností, kde ohodnocení vychází především z budoucího růstu. **Díky své stabilitě na trhu jsou také kvalitní dividendové společnosti schopné zvyšovat ceny a tím se přizpůsobovat vyšší inflaci. Proto jsou v období vyšší inflace vhodnou ochranou, a proto je v portfoliu také máme.**

Tyto výhody v případě REITs jako celku nejsou (i když některé REITs se dostaly i mezi dividendové aristokraty). Jejich vysoká dividendy není dána stabilitou.

**Jak se to projevuje bylo vidět v roce 2022. Zatímco dividendovým společnostem se dařilo odolávat tlaku a klesat méně (a některým dokonce růst), na REITs rok 2022 dopadl tvrdě.**

AMERIČTÍ DIVIDENDOVÍ ARISTOKRATI OD ZAČÁTKU ROKU 2022 POKLESLY PODSTATNĚ MĚNĚ NEŽ AMERICKÉ NEMOVITOSTNÍ AKCIE (US PROPERTY YIELD ETF).



zdroj: Morningstar



**Pro výnosy REITs jsou pohyby úrokových sazeb (reagující obvykle na inflaci) klíčové.** A to z několika důvodů. Vyšší sazby dopadají na REITs na straně nákladů, protože k nákupům nemovitostí využívají úvěry. Když sazby rostou, náklady REITs rostou také. A tím se snižuje zisk a potenciální dividendy. Společnosti, které jsou zadlužené příliš se díky tomu mohou dostat do problémů.

**Růst sazeb obecně negativně ovlivňuje nemovitosti. Vyšší sazby omezují úvěrování a tím i dostupnost poptávky po nemovitostech.** Do nemovitostního trhu proudí méně peněz, které by mohly tlačit ceny vzhůru. Centrální banky se krocením inflace snaží růst cen naopak omezit. Inflace má tedy vliv na ceny nemovitostí spíše ve fázi, kdy vzniká. Ve chvíli, kdy už centrální banky reagují a snaží se jí krotit je ale faktor sazeb důležitější.

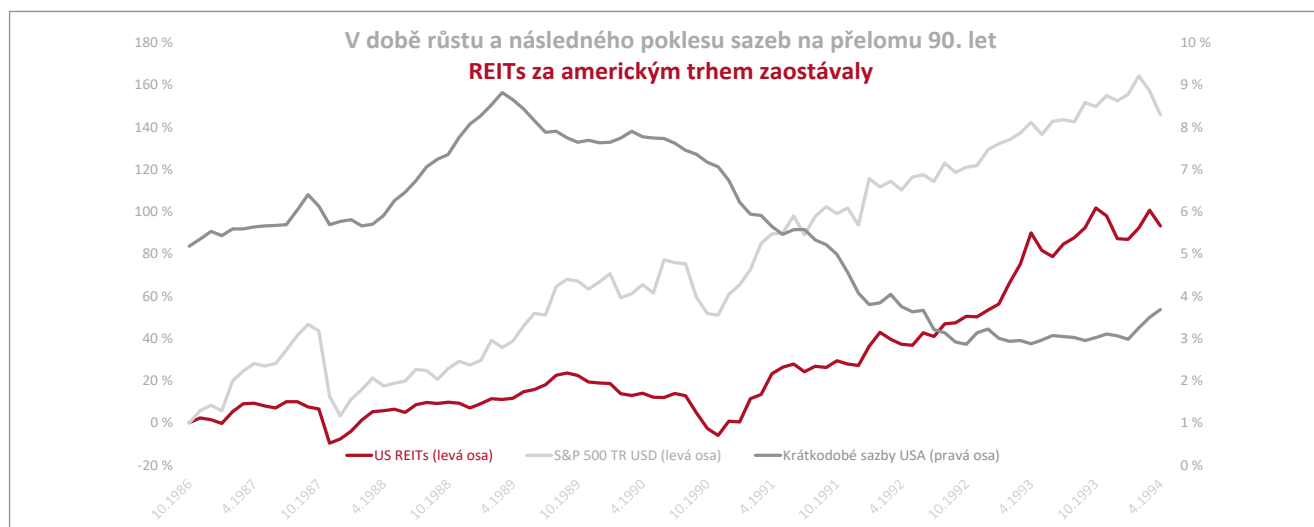
**Zároveň mají sazby negativní vliv na valuace nemovitostí.** V prostředí vyšších sazeb požadují investoři i vyšší výnosy

z nemovitostí (jinak by si mohli koupit bezpečný vládní dluhopis). Aby byla nemovitost atraktivnější (pokud se nezvýší příjmy z ní), musí klesnout její cena. Je zde tedy podobná logika jako u dluhopisů (růst výnosnosti = pokles ceny).

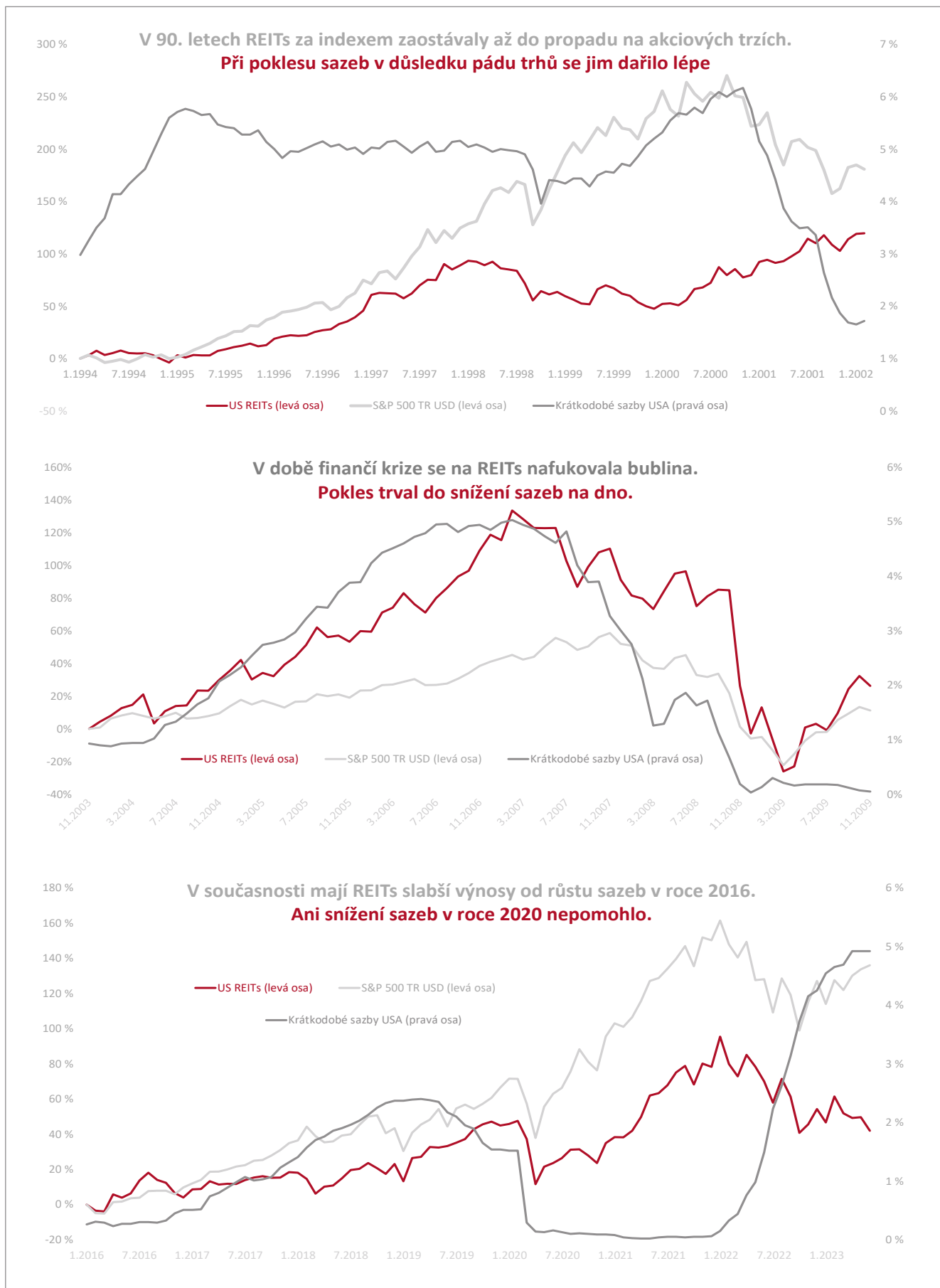
To se pak týká i samotných REITs, které jsou někdy také vnímány jako obdoba dluhopisového portfolia, kvůli nutnosti vyplácet většinu příjmů jako dividendu. Vyšší sazby táhnou investory do bezpečnějších vod.

**Citlivost REITs na změny sazeb je pro nás důvod, proč v tuto chvíli ještě nevidíme v jejich cenách příležitosti.** Nyní jsme v období růstu sazeb, a to může nějakou dobu ještě pokračovat. Tlak na nemovitostní segment tedy neskončil. Celkově je nemovitostní trh pomalejší a jeho dno nastává zpravidla až několik měsíců nebo let po dnu akciového trhu, a následný rozjezd není tak prudký.

REITs VE SROVNÁNÍ S TRHEM V DOBÁCH RŮSTU A NÁSLEDNÉHO SNIŽOVÁNÍ SAZEB.



zdroj: Morningstar



zdroj: Morningstar



I když v posledních měsících došlo u nás i ve světě k poklesu inflace, hlavním důvodem byl pokles cen energií, jádrová **inflace (bez energií) neklesala. Nad inflací tedy rozhodně není vyhráno. Navíc, jak ukazuje historie, období zvýšené inflace se může vrátit v několika vlnách. Z tohoto hlediska se domníváme, že rizika segmentu jsou stále vysoká a pro nás je to nyní jedno z největších rizik, před kterým se chceme bránit.**

Realitní společnosti jsou stále relativně malý segment trhu (2,4% v indexu S&P 500 a 4,5% mezi dividendovými aris-tokraty v USA). Proto pro nás z hlediska Wealth Protection není tak důležité, jestli mohou REITs nyní potenciálně přinést vyšší výnos, abychom je v portfoliích převažovali nad úroveň již v portfoliích obsaženou.

## **ČESKÝ NEMOVITOSTNÍ TRH ZAMRZL A PŘINÁŠÍ SMÍŠENÉ ZPRÁVY, MY JSME OPATRNÍ**

**Na českém nemovitostním trhu pozorujeme jednoznačně zamrznutí v segmentu rezidenčních nemovitostí.** Růst úrokových sazeb výrazně zhoršil dostupnost bydlení a řada lidí díky ní a pravidlům ČNB nedosáhne na požadované nemovitosti. Hypoteční sazby se na konci roku 2021 pohybovaly kolem 2,9%, nyní je to 5,9%, což je dramatické zvýšení. Hypoteční trh v ČR se propadl ze 44 mld. korun v prosinci 2021 na 8,8 mld. Kč v dubnu. To je pokles měsíčního objemu hypoték o 80%<sup>1</sup>.

**Na druhou stranu nevidíme na trhu zatím dramatický pokles.** Prodej a koupě nemovitosti není jednoduchá transakce a řada kupců na straně jedné nechce nakupovat za vysoké ceny. Na straně druhé ani prodejci nechtějí ceny příliš snižovat. Jak se bude situace dále vyvíjet záleží především na tom, jak dlouhé bude období vyšších sazeb. V případě jeho trvání bude přibývat těch, kdo budou prodávat muset (například v důsledky refixace hypotéky nebo tlakům způsobených ekonomickým zpomalením). To může vést k propadům cen. Může však také dojít k tomu, že než tato situace nastane, sazby se opět sníží a tlak poleví.

**Podobně v segmentu komerčních nemovitostí fondy zatím připisují klientům výnosy.** V roce 2022 to bylo 2–10% u podílových fondů. V případě FKI (které pracují s větší finanční pákou a menší hotovostí) to bylo v některých případech až 20%.

Dilem je důvodem inkaso nájmu a jejich růst. Podle rétoriky nemovitostních fondů je to také tím, že v době růstu trhů nebyly při přeceňování cen nemovitostí směrem nahoru tak agresivní.

**Z našeho pohledu ochrany majetku jsme stále opatrní. Nechceme odhadovat, kam český nemovitostní trh krátkodobě půjde a na to spekulovat. Vidíme však z celého světa řadu negativních scénářů, jak současná situace může i na český trh nemovitostí dopadnout. Proto nemovitosti v portfoliích obecně doporučujeme aktuálně silně podvažovat. Ale každý segment nemovitosti může být trochu jiný, proto se případně s námi individuálně poraďte o své specifické situaci a nemovitosti.**



Tomáš Tyl

<sup>1</sup> Zdroj:





PODCAST  
VLADIMÍRA FICHTNERA A JOSEFA PODLIPNÉHO



AKTUÁLNÍ EPIZODY

- 19** DĚLENÍ MAJETKU MEZI DĚTI    **20** PODNIKATEL A FINANČNÍ INVESTICE  
**21** PROČ MÍT CASHFLOW Z PORTFOLIA    **22** PRODEJ FIRMY A VYŠŠÍ DANĚ

Poslouchejte na vašich oblíbených podcast platformách nebo na [Mezi-Rentiery.cz](https://Mezi-Rentiery.cz)

