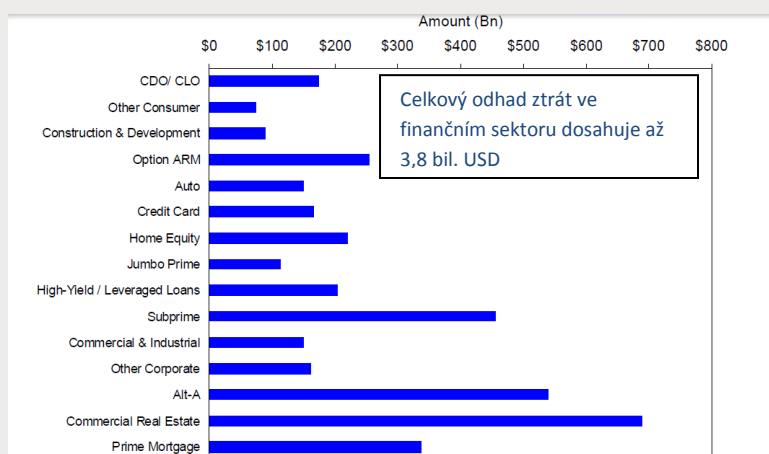


Trable komerčních nemovitostí

Není to tak dávno, kdy se do povědomí dostal pojem tzv. subprime hypoték. Ano, šlo o rizikové hypotéky v USA, které byly v poslední fázi růstu cen nemovitostí velmi oblíbené. Rozmach těchto úvěrů byl umocněn také tím, že sloužily jako podkladové aktivum pro proces sekuritizace, která přesouvala riziko nesplácení na nové investory – viz instrumenty ABS, CDO, RMBS, ... Jakmile došlo k problémům se splácením úvěrů (dalo se to čekat, vždyť úvěry se rozdávaly na „potkání“ a bez důkladného hodnocení rizika), investoři začali zaznamenávat prudký nárůst ztrát. Tento proces se musel zákonitě projevit v bankovním sektoru, který financoval a také držel ve svých portfoliích instrumenty vázané na hypoteční úvěry. Zpočátku se problém bagatelizoval – viz slova současného šéfa centrální banky USA, který prohlásil v samém začátku krize, že jde o izolovaný problém a ztráty se budou možná pohybovat v rozsahu do 150-200 mld. USD (aktuální globální ztráty dosahují 1,6 bil. USD a ještě zdaleka není konec). Vlna ztrát aktuálně přechází do dalších segmentů – hypotéky s proměnlivou sazbou (tzv. ARM) či hypotéky Alt-A (něco mezi standardní a rizikovou hypotékou). Předpoklad celkových ztrát v jednotlivých kategoriích je patrný z přiloženého grafu.



Zdroj: Odhady vycházejí od T2 Partners a MMF

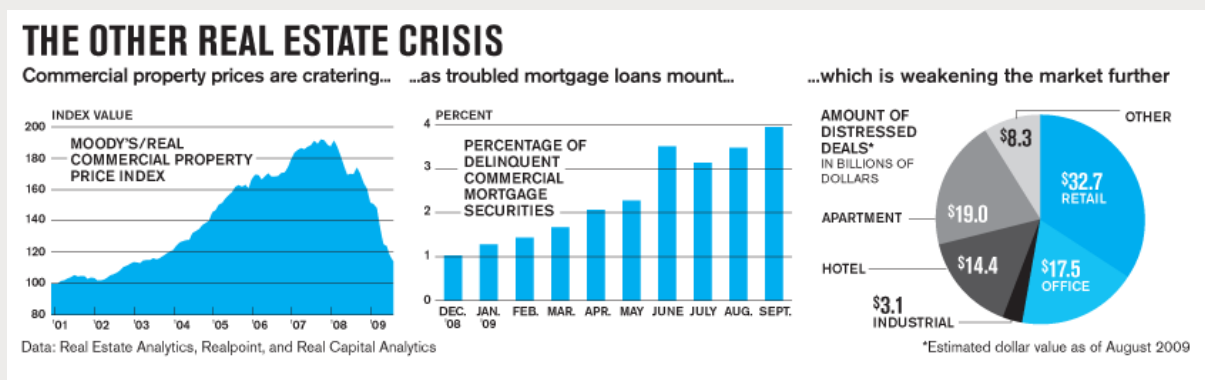
Velkým překvapením je to, že ačkoliv se všude mluví o hypotékách a rezidenčních nemovitostech, největší problémy mohou být u komerčních nemovitostí. S tím, jak se výkonnost ekonomiky propadla, zvýšil se i počet bankrotů komerčních projektů. Nejde o nic neobvyklého. Tento cyklus expanze a poklesu se objevuje pravidelně a vcelku pochopitelně. Princip je jednoduchý. Jakmile startuje růst cen nemovitostí, snaží se developpeři na této vlně maximálně participovat, což je ještě v některých případech umocněno snadným přístupem ke kapitálu. Postupem času ale začínají přibývat ti, kteří mají neziskové a problematické projekty, což vede k problémům se splácením dluhů. Zástava, v tomto případě nemovitost, pak končí v rukou věřitelů a doba poklesu se odvíjí od přebytečných zásob.

Jaká je tedy situace a co nás čeká?

Současný stav na trhu komerčních nemovitostí není lehký. Počet transakcí v roce 2009 ke konci října propadl o více než 80 %. Podobně jako rok 2008, který se také zhoršil proti roku 2007. Jsme v situaci, kdy nikdo nechce za tyto vystresované ceny prodávat (poznámka: průměrné ceny ze svého vrcholu poklesly o cca 40 % - viz graf) a naopak kupující mají obavy a bojí se nebo mají znemožněný přístup k financování. Ještě před dvěma lety se odhadovala

velikost celého trhu na cca 6,5 bil. USD, přičemž polovina hodnoty byla kryta úvěry. Tyto úvěry mají proti klasickým hypotečním úvěrům jednu zajímavost, a to poměrně krátkou dobu splatnosti 5-7 let. Jestliže kolem roku 2005 vrcholil objem poskytnutých úvěrů, logicky z toho plyne, že v blízké době se možná až tři čtvrtiny objemu všech těchto úvěrů budou muset refinancovat.

Podle studie Deutsche Bank činí výše komerčních úvěrů v aktivech bank 1,7 bil. USD, což na jednu banku dělá v průměru cca 25 % aktiv. Co však dělá vrásky na čele je, že možná až 70 % těchto úvěrů nesplní kritéria pro refinancování. Co pak? Bankám toho moc nezbyvá, hodnota zástavy je většinou nižší než hodnota dluhu a pokud by došlo k prodeji v současné situaci extrémně nízké likvidity a vystresovaných cen, ztráta se jen prohloubí. Menší a zranitelnější banky a finanční ústavy by rázem bojovaly o přežití. Je tedy velmi reálné, že banky nebudou postupovat riziko realizace okamžité ztráty a budou na problémových úvěrech sedět (oceňovat netržní cenou) a vyjednávat s dlužníky. Je dokonce vysoká šance, že budou velmi ochotně jednat i s těmi, kteří mají zásadní problémy se splácením. Pokud se situace bude zhoršovat (a tady si myslím, že ano), nastane přesně to co v loňském roce. Tlak na vládu k poskytnutí výhodných úvěrů či poskytnutí garance. Jak se politici rozhodnou? Na jedné straně poskytnutí pomoci může znepokojit veřejnost, zatímco odmítnutí je plně v duchu tržního hospodářství. Těžká volba. Upřednostnit princip volného trhu znamená vysokou pravděpodobnost prohloubení současných problémů, tj. deflace, růst nezaměstnanosti, opětovný pokles HDP a velké množství krachů. Výhodou je ale urychlení procesu likvidace nadbytečného a neefektivního dluhu, což vytváří základy pro nový růstový cyklus. Naopak vyhovět požadavkům na nové finanční zdroje dláždí cestu k velmi dlouhému procesu restrukturalizace spojené s podprůměrným růstem (vzpomeňme na ztracené dvě dekády v Japonsku). A financování těchto potřeb nekrytými penězi zavání umělým nafouknutím cen, hrozbou hyperinflace a poklesem amerického dolaru. Historie nám zde říká, že hyperinflace nikdy nic pozitivního pro většinu obyvatel nepřinesla.



Nemovitostní trh v Číně

Boom nemovitostního trhu v Číně dosahuje alarmujících rozměrů a vykazuje podobnost s americkou nemovitostní bublinou. Jen pro drobné srovnání. Podíl nemovitostních investic v USA od roku 1998 dosahoval cca 3-5 % HDP, zatímco v Číně činí rovných 10 % spolu s direktivními státními zásahy a plánováním. Obyčejní Číňané se dostávají do situace, kdy je pro ně mnohem náročnější si pořídit vlastní nemovitost. Růst příjmů totiž vysoce zaostává za růstem cen půdy či nemovitostí. Cena nemovitostí ve vztahu k příjmům zde dosahovala v roce 2006 v průměru 12 ku 1, přičemž v USA 3 ku 1 nebo obecně doporučených 5 ku 1 od Světové banky. V současné době míra neobsazenosti dosahuje až 30 % v závislosti na poloze nemovitosti. Stav tamního trhu není v rovnováze, a pokud dojde k útlumu financování a růstu

nesplácených úvěrů, může to velmi výrazně ovlivnit hospodářský vývoj nejen v Číně, ale i ve světě.

Něco na odlehčení...

To, jak v čínském podání může vypadat „pád nemovitostního trhu“, ukazuje osud stavby 12patrové budovy, která se zde zřítila díky tomu, že po dokončení tohoto objektu se rozhodlo o výstavbě garáží. Začalo se tedy hloubit z jedné strany, přičemž zemina byla odvážena a shromážděna na opačné straně do výše 10m, což vyvolalo obrovský tlak na základy budovy. Ty nevydržely a výsledek je patrný na obrázku včetně rozfázování celého případu. Ještě, že ostatní budovy nebyly příliš blízko, pak by hrozil dominový efekt.



Poslední data ukazují, že pokud považujeme problémy na rezidenčním trhu nemovitostí jako velmi vážné, tak u komerčních nemovitostí to není o moc lepší, ba naopak. Jsme stále v procesu odepisování neefektivních dluhů na nemovitostním trhu s dopady na celou ekonomiku. Historické zkušenosti nám říkají, že tento proces trvá několik let a státní zásahy ho mají tendenci jen prodlužovat a prodražovat.



Milan Tomášek
Hlavní investiční stratég
ČP INVEST