

RENTIÉR

měsíčník inteligentního investora Fichtner a.s.

LISTOPAD 2021



TÉMA

Na vysokou inflaci jsme připraveni

(str 7)

KOMENTÁŘ

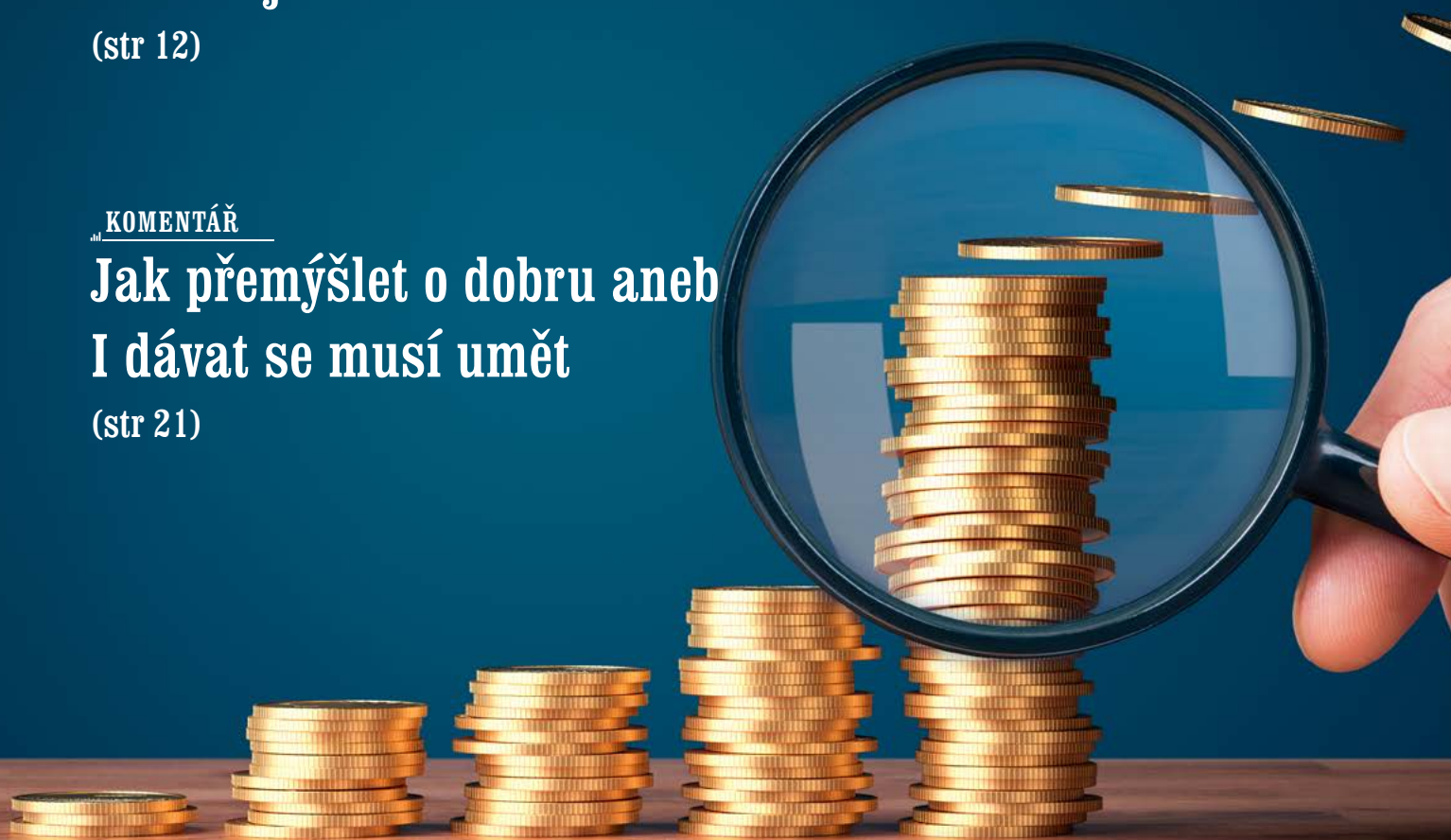
Irsko a jeho nemovitostní krize

(str 12)

KOMENTÁŘ

Jak přemýšlet o dobru aneb I dávat se musí umět

(str 21)





V průběhu měsíce října akciové trhy v USA a Evropě silně posílily, koruna skoro o 2 % oslabila proti dolaru, česká inflace začala růst významnějším způsobem, a to vše se příznivě projevilo i v našich portfoliích. Akciová složka portfolia budoucích rentiérů za jediný měsíc vyrostla o 7,3 % a u rentiérů o 7,2 %. Takový výrazný nárůst v průběhu jediného měsíce je pro nás vždy potvrzením, že je potřeba být zainvestován neustále podle investičního plánu, a je důležité takzvaně NEčasovat trh. Pokud si totiž někdo na začátku října řekl „Počkám a zainvestuji za měsíc,“ bude své akciové portfolio na začátku listopadu nakupovat za ceny o 7 % vyšší.

Titulky českých novin z pohledu ekonomického plnily především zprávy o roční inflaci. Ta se podle ČNB může dostat poměrně rychle na úroveň 6 až 7 %. ČNB na rostoucí míru inflace reagovala v říjnu a začátkem listopadu poměrně razantním zvýšením úrokových sazeb, aby tempo růstu inflace dostala pod kontrolu. Zda se to povede, a jak rychle, to ještě uvidíme.

Také uvidíme, zda inflace nebude jen jevem přechodným. To je v dnešní povodové době jen obtížné odhadnout. **Proto dnes – více než jindy – platí: v dlouhodobých investicích je třeba být připraven na různé scénáře budoucnosti, včetně scénáře inflace.** Inflace je pro nás jako investory tím skutečným nepřítelem. Proto jsme i o třech scénářích inflace psali v letním čísle Rentiéra v roce 2020, a nastavovali jsme portfolia tak, aby si rozumně poradila s různou mírou inflace, včetně inflace vysoké. **Jsmo rádi, že nám toto uvažování o různých scénářích budoucnosti nyní pomáhá z pohledu našich portfolií se inflace nebát.** Více o tom, co se dělo na trzích a jak na to se svými nákupy a prodeji, najdete na stranách 7 až 11 tohoto čísla.

Další článek, který připravili kolegové Petr Syrový a Richard Mrňka, se vrací k tématu nemovitostních investic, které jsme otevřeli v minulém čísle. Kolegové se tentokrát zaměřili na **vývoj nemovitostního trhu v Irsku.** Věřím tomu, že stejně jako mě, i vás mohou zaujmout informace a detaily o tom, jak probíhala nemovitostní krize na tomto trhu. Určitě také nepřehlédněte informaci, že s výrazným poklesem cen nemovitostí a neochotou bank úvěrovat nákup nemovitostí, bylo spojeno poměrně významně zvyšování cen nájmu. Článek najdete na straně 12.

Analýza, pod kterou je podepsán Tomáš Tyl, se týká dvou základních typů finančních produktů, které investují do nemovitostí. Právě dobré pochopení vnitřních principů fungování těchto produktů je důležitým předpokladem k tomu, abychom do budoucna některé z těchto produktů – při uvědomění si jejich výhod i omezení – doporučili i do vašich portfolií. Více najdete na straně 16.

A protože se blíží konec roku a vánoční čas, a je jasné, že všechny naše peníze jednoho dne buď utratíme nebo rozdáme/předáme, rozhodli jsme se s vámi začít dělit i o myšlenky a naše zkušenosti z oblasti charity a filantropie. Jde o téma, které je nám jako firmě a všem lidem v ní pracujícím velmi blízké. A věříme tomu, že zaujme i mnohé z vás. Protože i k charitě a filantropii je dobré dlouhodobě přistoupit obdobně systematicky, jako k budování a péči o svůj majetek. Mimo jiné i proto, že v letošním roce jsou díky covidu výrazně vyšší možnosti započitatelnosti darů oproti daňovému základu, což platí pro jednotlivce i firmy. Příspěvky na téma charita a filantropie od Davida Řehulky a ode mě najdete od strany 21.

Mějte se krásně a hodně zdraví vám i vašim blízkým.

Vladimír Fichtner
+420 725 913 480

generální ředitel
Fichtner a.s.

Rentiér – měsíčník inteligentního investora Fichtner a.s. / Ročník 3, číslo 11

Redakce: Vladimír Fichtner, Petr Syrový, Tomáš Tyl, David Řehulka

Produkce: Radka Svojanovská, Jakub Fichtner

Grafické zpracování: Marek Popovič / Tisk: Tiskárna Bruk, Na louži 1, Praha 10

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

Vydává: Fichtner a.s., Karla Engliše 3201/6, 150 00 Praha 5, e-mail: rentier@fichtner.cz, www.fichtner.cz, www.efrank.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.



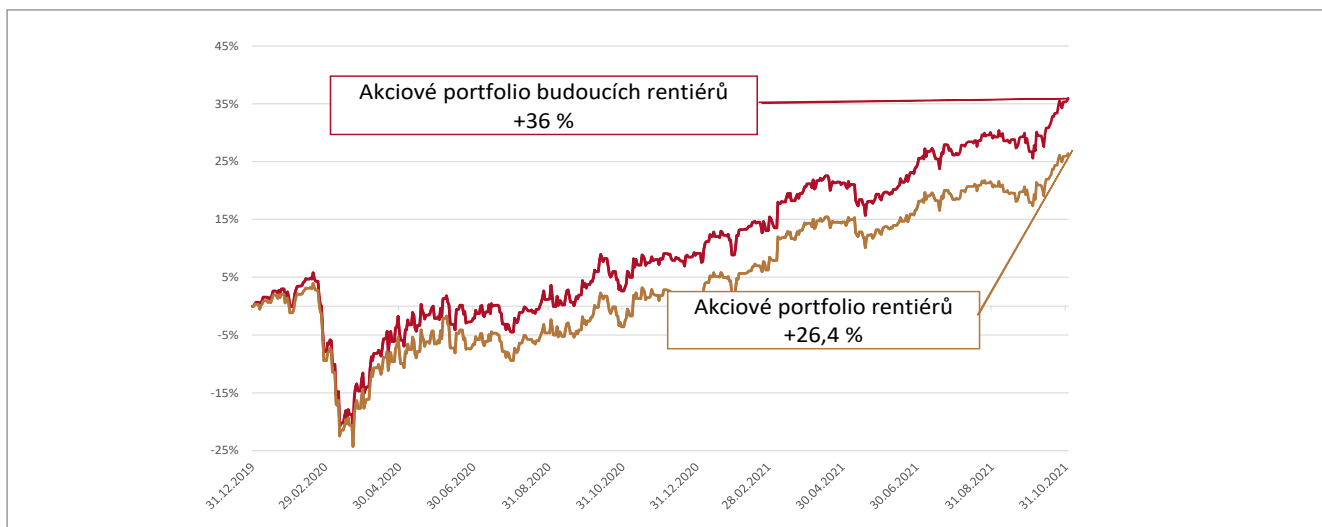


V průběhu října 2021 akciové trhy v korunovém vyjádření výrazně vyrostly. V portfoliích zatím žádné změny nedoporučujeme.

V říjnu trhy mírně rostly, obzvláště v korunovém vyjádření, jak je vidět dále. Akciová složka portfolia budoucích rentiérů nakonec v říjnu vyrostla o 7,3% a u rentiérů o 7,2%. Od 1. ledna 2020, tj. za 21 měsíců, vyrostlo modelové akciové portfolio pro

budoucí rentiéry o 36% a rentiérské portfolio o 26,4%. Dále rostla inflace, na kterou jsme připraveni, a začalo se hovořit i o jejích dalších možných vývojích, například o stagflaci. Americký dolar vůči koruně posílil o 1,7%.

VÝNOSY NAŠICH AKCIOVÝCH MODELOVÝCH PORTFOLIÍ OD POČÁTKU ROKU 2020 (V CZK).



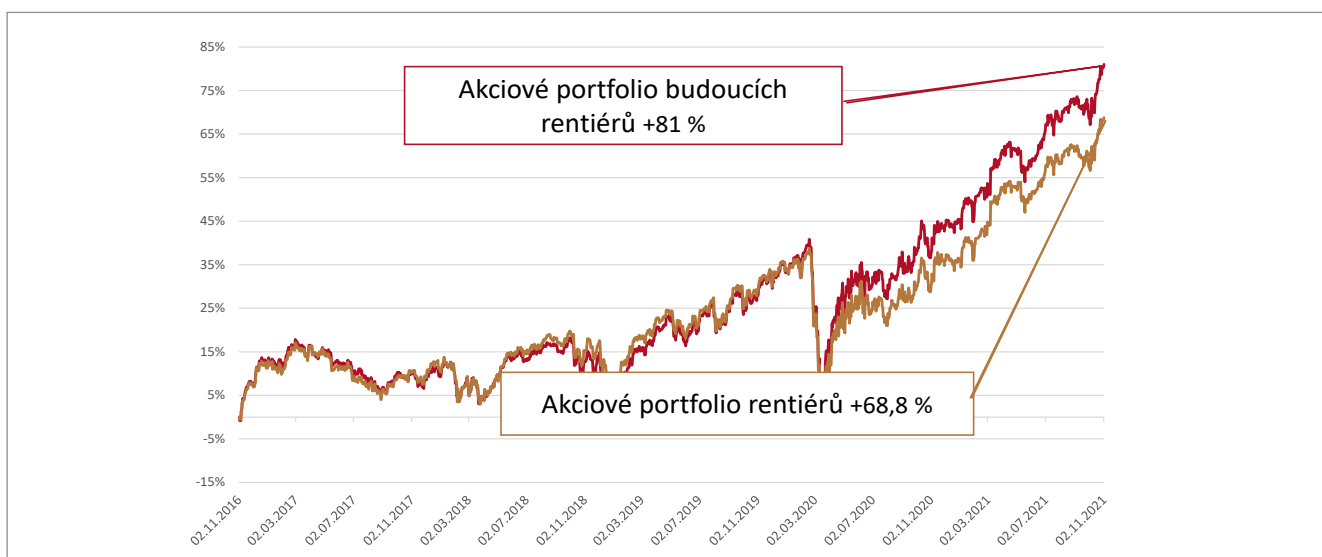
zdroj: Morningstar AWS k 2. 11. 2021

5leté výnosy našich akciových modelových portfolií (v CZK) dosáhly 68,8 až 81%

Na horizontu posledních pěti let dosáhla akciová část portfolií našich klientů – rentiérů výnosnost 68,8%. Modelová akciová

portfolia budoucích rentiérů zhodnotila za 5 let o 81%. Klíčovým faktorem dobrého výsledku obou typů akciových portfolií bylo především naše převažování amerických akcií.

5LETÉ VÝNOSY NAŠICH AKCIOVÝCH MODELOVÝCH PORTFOLIÍ (V CZK).



zdroj: Morningstar AWS k 2. 11. 2021

Forward P/E USA v říjnu zůstává na hodnotě 19,42. I přes růst úrokových sazeb nedoporučujeme váhu v akciové složce portfolia snižovat. Dokud se ale úrokové výnosy nedostanou při současném ocenění akcií na úroveň 4,18% (viz poslední sloupec tabulky), nebudeme z pohledu ocenění trhu doporučovat snížení váhy akciové části v námi doporučovaných portfoliích.

Čím více rostou výnosy dluhopisů, tím více se snižuje atraktivita akcií. My situaci stále sledujeme a jsme připraveni udělat případné taktické změny v našich portfoliích. Pokud totiž dále poroste inflace, bude se například ztelně zvyšovat atraktivita státních proti-inflačních dluhopisů.

POKUD VEZMEME 2LETÝ DISKONTOVANÝ FORWARD P/E, OČEKÁVANÉ P/E JE 19,42.

	Forward P/E	Sazba dluhopisů	Doporučení akcie	Neutrální alokace P/E - 80 percentil	Podvážení akcií P/E - 95 percentil	Neutrální alokace Sazba dluhopisů
USA	19,42	1,56%	66,12%	21,12	27,31	4,18%
Svět	16,53	0,96%	89,68%	21,12	27,31	4,91%
Evropa bez UK	15,65	0,35%	100,00%	21,12	27,31	5,19%
Emerging markets	11,96	6,50%	50,43%	21,12	27,31	6,79%
Japonsko	15,96	0,06%	100,00%	21,12	27,31	5,09%
Velká Británie	10,96	1,04%	100,00%	21,12	27,31	7,41%

zdroj: Morningstar AWS k 3. 11. 2021

Při pohledu na tabulku výkonnosti akciových indexů vidíme, že přestože index Pražské burzy od začátku roku překonává ostatní zahraniční indexy, nelze na to dlouhodobě spoléhat. Pro investora s dlouhým investičním horizontem je totiž nejdůležitější zejména poslední sloupec, ve kterém vidíme, že se české akcie nacházejí na chvostu tabulky, spolu s emerging markets, mezi které český akciový trh stále patří.

Mějme na paměti, že ve sloupci s roční výkonností poměříme ceny od chvíle, kdy se trhy začaly zotavovat z pandemie a akciové trhy díky stimulačním balíčkům zažívaly rozkvět. Na čím delší časový úsek se díváme, tím více jsou čísla vypovídající o skutečné výkonnosti trhů a jejich potenciálu.

ČESKÉ AKCIE MĚLY VÝJIMEČNÝ ROK, NA TO ALE NELZE DLOUHODOBĚ SPOLÉHAT.

Index	Od 1. 1. 2021	1 měsíc	1 rok	3 roky p.a.	5 let p.a.	10 let p.a.
MSCI All Country World (CZK)	20,70%	6,62%	30,02%	16,24%	12,32%	13,80%
MSCI World HDY (CZK)	14,73%	4,04%	21,26%	8,20%	6,65%	10,68%
MSCI USA (CZK)	27,09%	8,49%	35,19%	20,37%	16,23%	18,28%
MSCI USA HDY (CZK)	18,07%	5,25%	21,42%	8,77%	8,41%	14,29%
MSCI Europe (CZK)	18,88%	6,01%	33,48%	11,15%	8,23%	9,79%
MSCI Emerging Markets (CZK)	3,07%	2,44%	10,77%	11,12%	7,11%	7,21%
MSCI Japan (CZK)	5,77%	-1,97%	13,54%	8,35%	6,06%	10,41%
PX-TR (CZK)	33,47%	0,09%	62,65%	11,90%	12,55%	8,29%

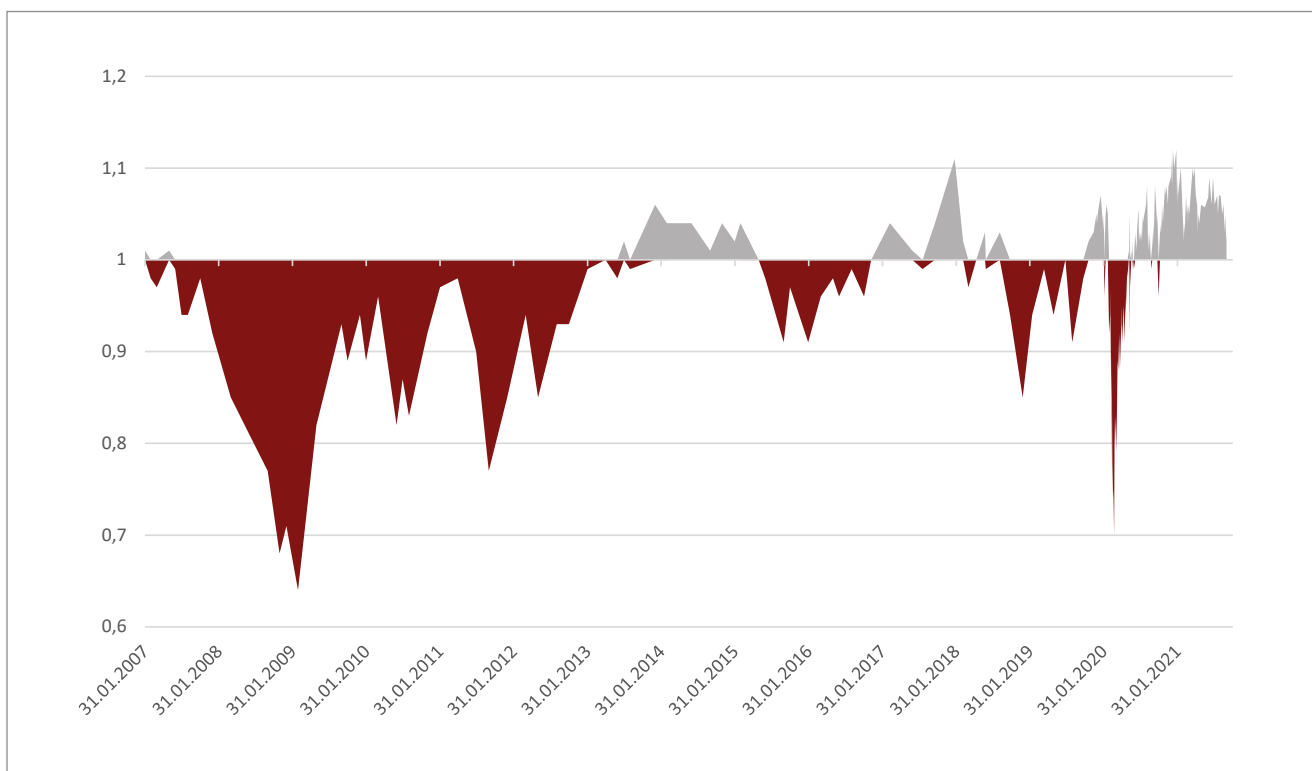
zdroj: <https://www.yardeni.com/pub/mscipemajor.pdf>, ECB, FED, vlastní výpočty, UBS House
View: Monthly Extended October 2021 data k 1.11.2021.

Americké akcie jsou opět 7% nad aktuální férovou hodnotou.

Jelikož ceny amerických akcií v druhé polovině října rostly, vrátily se podle analytiků Morningstar k hodnotě, na které byly v předchozích měsících (tedy 6 až 7%). V září byly pouze

0,3% nad férovou hodnotou, důvodem byl pokles trhů koncem minulého měsíce. Tato fundamentální hodnota se odvíjí zejména od výsledků tržeb firem, které jsou i v tomto kvartálu dobré.

AMERICKÉ AKCIE JSOU NADÁLE 7% NAD AKTUÁLNÍ FÉROVOU HODNOTOU.



zdroj: morningstar.com, 1. 11. 2021



Do akciových i dluhopisových fondů a ETF přitékaly peníze drobných investorů i v říjnu.

Investiční poučky často mluví o tzv. „říjnovém efektu“ (October effect), jelikož je říjen statisticky nejvíce náchylný k poklesům trhu než jakýkoliv jiný měsíc. Drobní investoři se ale nenechali tímto údajem z učebnic zastrašit a říjen dopadl velmi dobře.

Přestože minulý měsíc nakonec díky poklesům trhů skončil

mírnými odtoky prostředků drobných investorů z akcií, jejich říjnové chování už bylo pozitivní a přítoky se opět obnovily. Množství peněz, které za říjen skončilo v akciích a dluhopisech bylo rovnovážné. Zatímco na akciovém trhu chování drobných investorů bublinu v tuto chvíli neindikuje, na dluhopisovém trhu ji už nějakou dobu pozorujeme.

Datum	Akcie	Dluhopisy
31.10.2020	-71 996	67 433
30.11.2020	45 962	58 162
31.12.2020	-34 017	80 541
31.01.2021	-28 325	93 994
28.02.2021	43 797	68 523
31.03.2021	72 191	52 263
30.04.2021	15 064	79 453

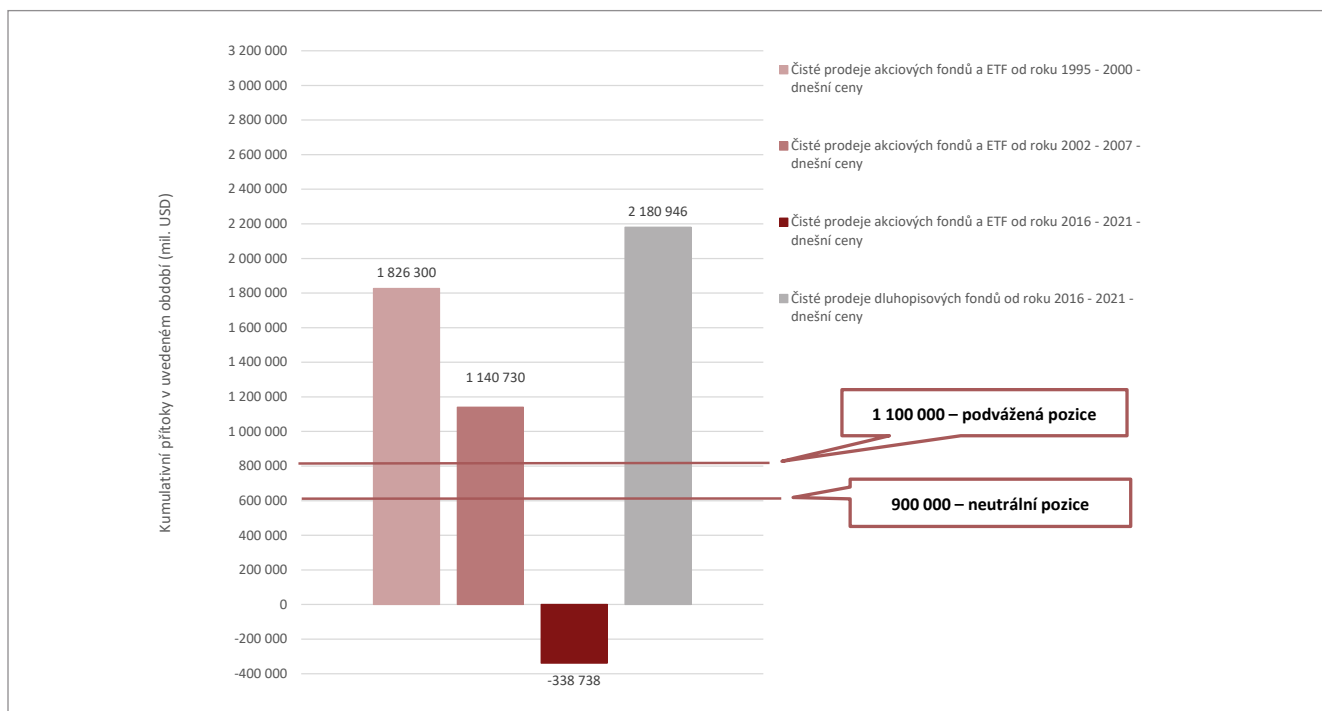
Datum	Akcie	Dluhopisy
31.05.2021	25 608	40 040
30.06.2021	-11 014	57 598
31.07.2021	13 553	32 091
31.08.2021	45 298	53 687
30.09.2021	-8 168	53 723
26.10.2021	14 913	15 706

zdroj: ici.org, etf.com, v mil. USD, k 26. 10. 2021

Podle statistik od roku 2009 platí, že kdyby do akciových fondů a ETF přitékalo stejné rekordní množství peněz od drobných investorů jako v březnu 2021, stále by to trvalo ještě cca 17 měsíců, než bychom se dostali na úroveň, kdy bychom z pohledu chování drobných investorů začali poprvé uvažovat o snížení

akciové alokace z mírného převážení na tzv. neutrální alokaci. U dluhopisových strategií ale bublinu z pohledu investic drobných investorů pozorujeme již delší dobu. Právě proto váhu dluhopisů v portfoliích podvážujeme a váhu akcií mírně převážujeme.

KUMULATIVNÍ PŘÍTOKY PENĚŽ DO AKCIÍ JSOU STÁLE JEŠTĚ DALEKO OD BUBLINY.



zdroj: ici.org, etf.com, vlastní výpočty, v mil. USD, k 26. 10. 2021



Na vyšší inflaci jsme připraveni, protože jsme s ní počítali jako s jedním z možných scénářů budoucnosti.

Vy, kteří s námi již dlouho spolupracujete dobře víte, že nikdy nespolehneme jen na jeden scénář budoucnosti. Takové spoléhání na jeden scénář v sobě nese riziko, že se netrefíme, a naše portfolio díky tomu nebude dobře fungovat. Vždy pro vás hledáme doporučení, která budou rozumně fungovat v různých scénářích. To platí pro vývoj akciového trhu i vývoj budoucí inflace. U akcií vždy říkáme, že mohou růst nebo klesat, a víme, co bychom ve kterém scénáři dělali.

U inflace přemýšlíme podobně. Dlouhá léta jsme zažívali období nízké inflace. Od roku 2008 se inflace pohybovala mezi 0% a 4% p.a. My jsme ale i v tomto období přemýšleli nad tím, jak mají vypadat naše investiční řešení, která dobře zvládnou i inflaci vyšší.

Proto jsme v loňském letním dvojčísle Rentiéra měli jako hlavní téma „Tři scénáře budoucnosti a jak se na ně připravit“. V článku jsme se dívali, jak se vyvíjely různé typy investičních aktiv v různých situacích v minulosti. Jedním ze scénářů, ve kterém jsme naše řešení testovali, byl scénář stagflace. V tomto scénáři dosahovala průměrná inflace v USA v letech 1967 až 1982 výše 7,27%, maximální inflace dokonce překročila v jednom roce 12%.

OBDOBÍ VYŠŠÍ INFLACE SE NA TRZÍCH OBJEVUJE BĚŽNĚ

Od roku 2008 jsme zažívali nízkou inflaci. Často se blížila nule, jen občas překročila 2% p.a. Nad 2% se dostala v letech 2011

a 2012, ale to bylo jen na krátkou dobu. Za posledních více než 10 let lidé získali pocit, že inflace je nízká a s vyšší inflací přestali počítat.

Pohled do delší minulosti nás ale učí, že inflace nebyla vždy nízká. Ti starší z nás si pamatují na inflaci přes 10% p.a. na konci 90. let. Tehdy byla inflace běžnou součástí našeho života. Promítala se do přemýšlení o investicích, růstu mezd nebo také byla součástí nájemních smluv. Pro vyšší nedávnou inflaci ale nemusíme chodit daleko. I v letech 2007–2008 byla inflace přes 6% p.a.

To, že jsme v poslední době zažívali nízkou inflaci nás analyticky ale neovlivnilo a pracovali jsme i se scénářem vyšší inflace. Stejně postupujeme také dnes, a to i opačným směrem. Víme, že jedním ze scénářů budoucnosti může být i návrat inflace na nižší úroveň.

MEZIROČNÍ MÍRA INFLACE.

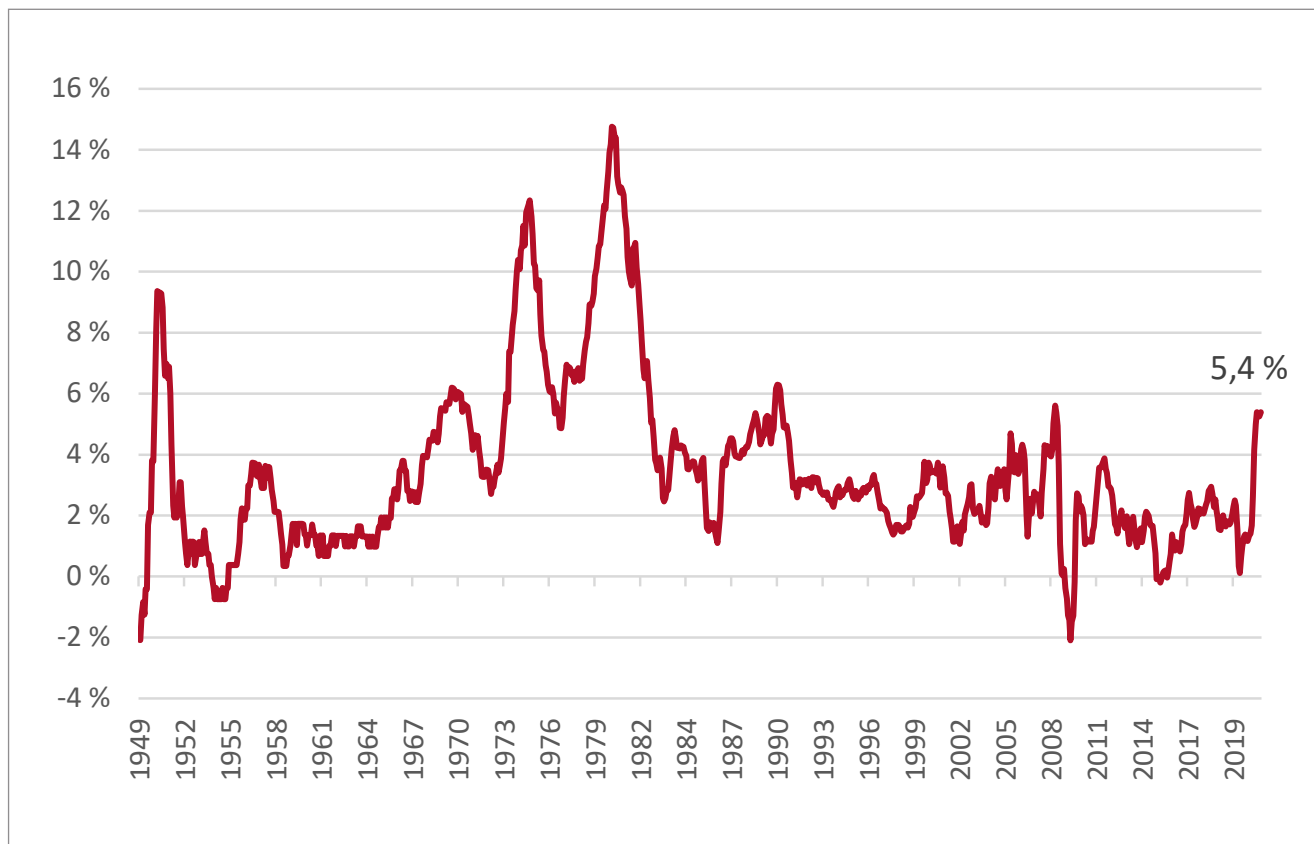


zdroj: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

Podobně jako v ČR, byla i v USA období, kdy byla inflace nižší, a období, kdy byla vyšší. Vyšší inflace čas od času nastane, a proto s ní musíme počítat. Od roku 1973 do roku

1982 byla inflace vyšší než 6 % ročně, a v roce 1980 byla dokonce přes 12 % p.a.

ROČNÍ MÍRA INFLACE, USA 1949-2020.



zdroj: Ycharts.com

OBDOBÍ VYŠŠÍ INFLACE NOVĚ DORAZILO I DO ČR

Index spotřebitelských cen vzrostl za poslední rok o 4,9% (údaj za září). I podle guvernéra ČNB Jiřího Rusnoka lze očekávat, že inflace za rok 2021 bude 5–6% a do poloviny příštího roku se jí nepodaří zkrotit. I když ČNB očekává její postupné snižování v dalších letech, ze současných čísel je vidět, že vyšší inflace se stala skutečností.

Růst cen je způsoben znovuotevřením ekonomiky a chutí spotřebitelů utrácet. Po otevření ekonomiky roste poptávka v některých sektorech, kterou výrobci nestíhají uspokojovat. Rostou ceny průmyslových výrobců, kteří mají problémy s výrobou. Navíc se narušily některé dodavatelské řetězce, viz. například čipy do aut a odstávka automobilky v Mladé Boleslavi.

Dalším důvodem pro růst cen je zdražování komodit. Například vyšší cena ropy se promítá do růstu cen pohonných hmot. Roste i cena stavebních materiálů.

Rostou také ceny v sektoru služeb, protože prodejci do cen musí promítnout vyšší ceny energií a vyšší cenu práce, v důsledku nedostatku volných pracovních sil.

Inflace bude podle ČNB vyšší ještě několik měsíců. Poté by měly některé efekty, které tlačí ceny vzhůru, odeznít. S narovnáním dodavatelských řetězců by měly odpadnout problémy s výrobou. Měl by odeznít i nedostatek surovin. ČNB přiznává, že i nadále zůstává mnoho nejistot, které ovlivňují ceny. Jak v zahraničí, tak i v domácí ekonomice.

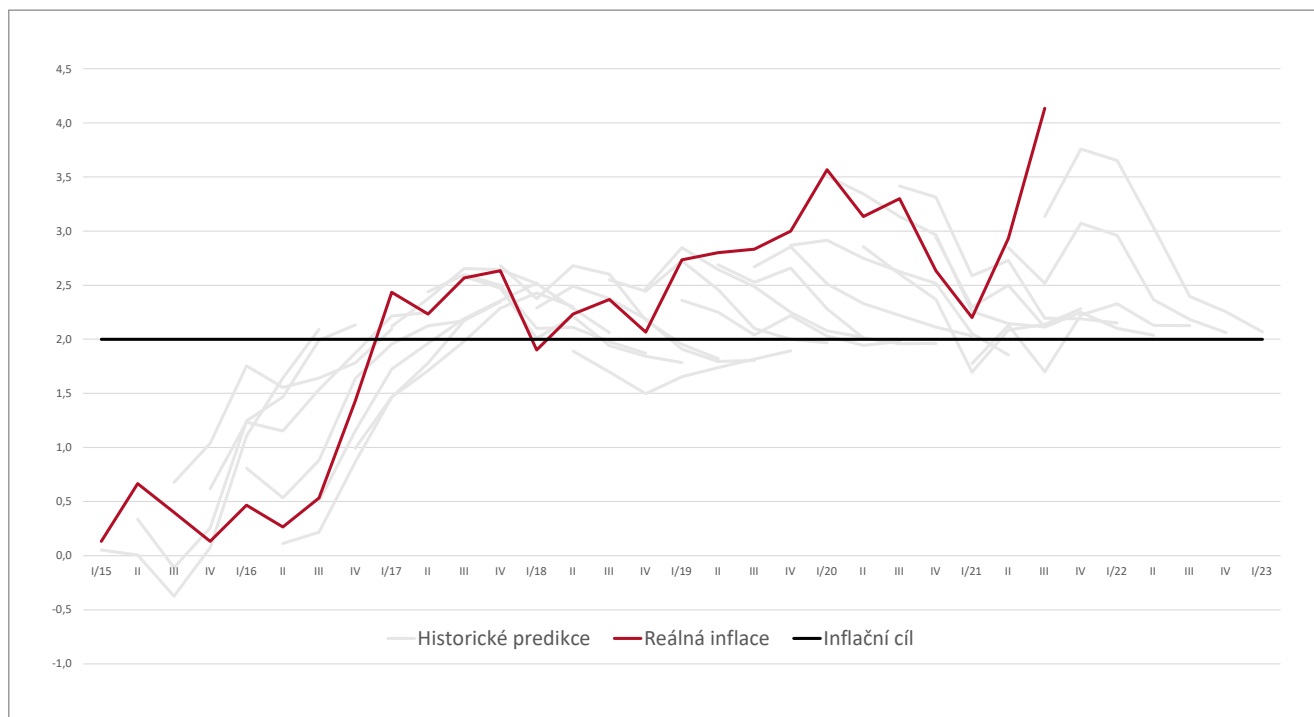
ČNB VIDÍ POSTUPNÝ NÁVRAT INFLACE DO NORMÁLU. NE VŽDY JEJÍ PŘEDPOVĚDI VYJDOU

Jedním ze způsobů, jak přemýšlet o budoucnosti inflace v ČR, je sledování vyjádření ČNB. Ta může svojí měnovou politikou ovlivňovat ekonomiku a poptávku spotřebitelů.

Dnes je ale i pohled ČNB do budoucna zastřen v mlze, protože sama ČNB říká, že „v současnosti je v domácí ekonomice i v zahraničí spousta nejistot a neznámých“. Navíc bývá ČNB při předpovídání inflace spíše optimističtější. Jejím cílem je inflace 2% s tolerančním pásmem 1procentního bodu. ČNB tedy cílí inflaci do pásma 1% – 3% p.a. Ve svých předpovědích říká, že se k tomuto pásmu přiblíží. Inflace ale občas ČNB překvapí směrem nahoru nebo dolů.

Prošli jsme si minulé předpovědi ČNB o inflaci a podívali se, jak byly úspěšné. Porovnali jsme inflační odhady ČNB od začátku roku 2015 se skutečnými údaji o inflaci.

JAK PŘESNÉ BYLY V MINULOSTI ODHADY ČNB?



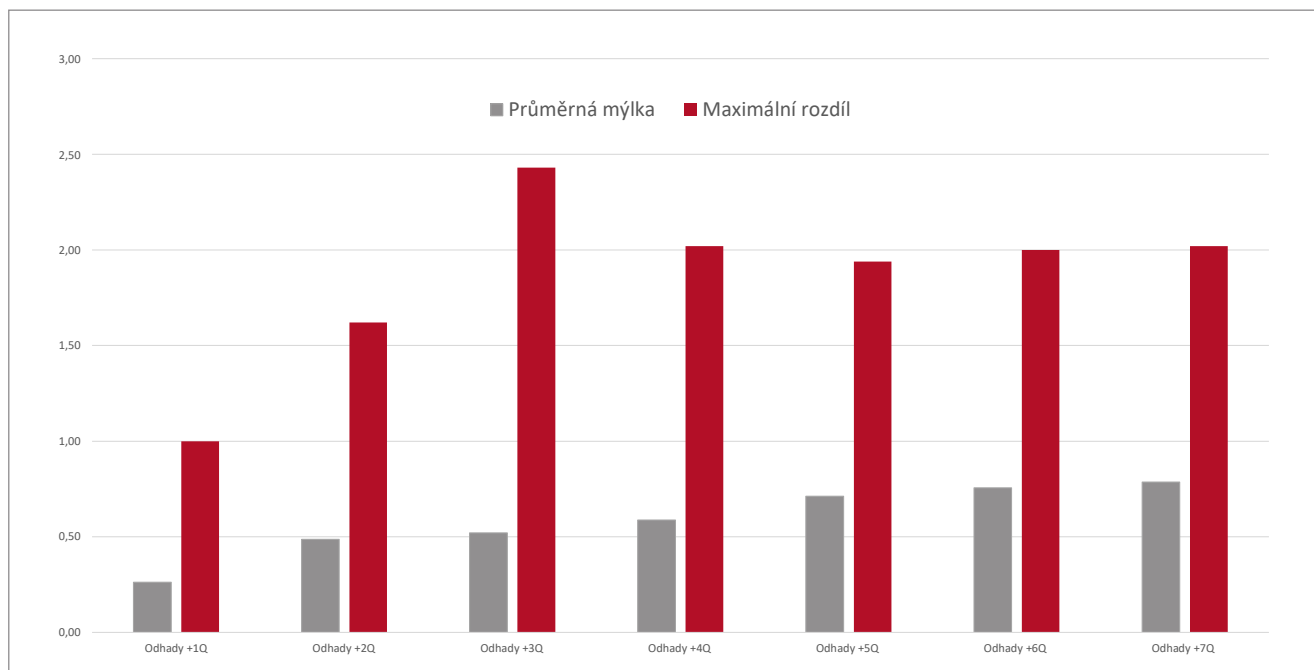
zdroj: ČNB Zpráva o měnové politice (dříve Zpráva o inflaci), ČSÚ (aktuální inflace)



Ve Zprávě o měnové politice (dříve Zpráva o inflaci) vytváří ČNB predikci vždy na rok a tři čtvrtě dopředu (tj. 7 čtvrtletí). Z grafu je vidět, že ČNB předpovídala inflaci blíže ke svému inflačnímu cíli, než byla skutečnost. Například v roce 2016 byla inflace níže

ka a ČNB ji předpovídala blíže k cíli (ke 2 %). Překvapení, která přicházela, ale skutečnou inflaci poslala níže. A naopak v lednu 2020 (ještě před pandemií) viděla ČNB inflaci optimisticky mezi 2% - 3%, ta ale byla naopak vyšší.

O KOLIK PROCENT SE ČNB NA DANÉM HORIZONTU MÝLÍ VE SVÝCH ODHADECH?

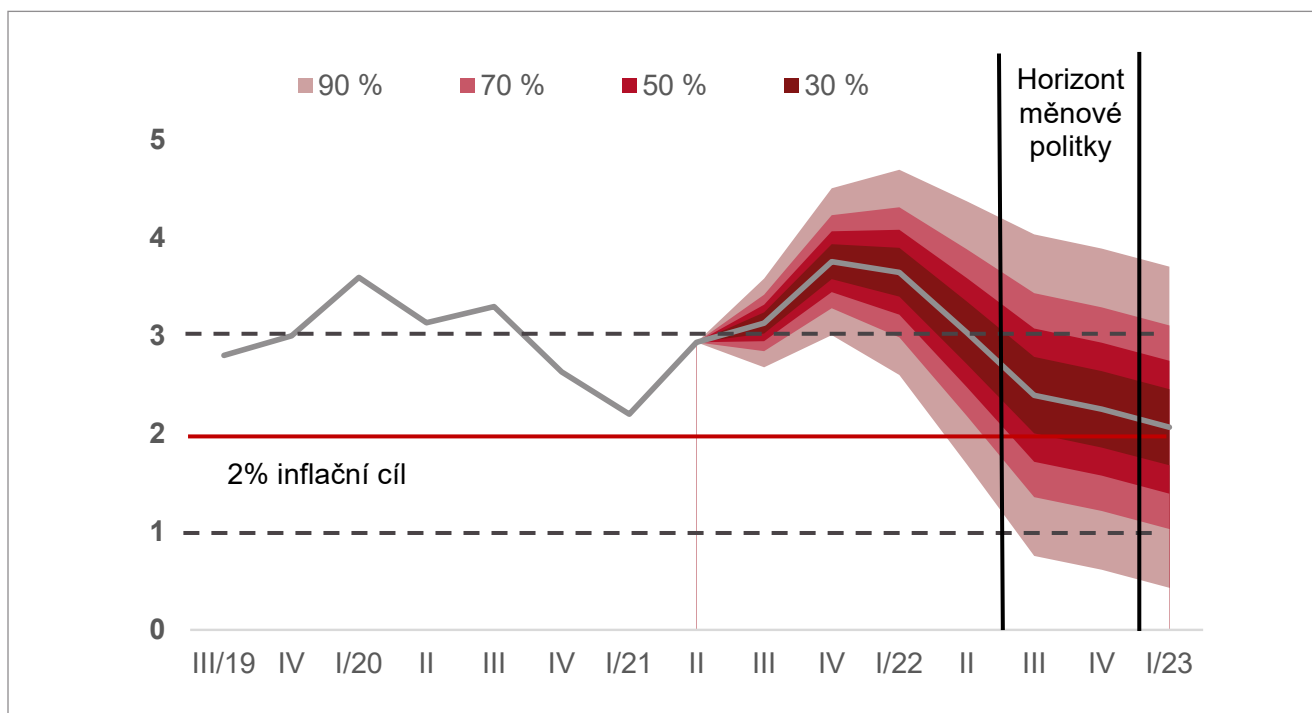


zdroj: ČNB Zpráva o měnové politice (dříve Zpráva o inflaci), ČSÚ (aktuální inflace)

ČNB ve svých zprávách uvádí určité rozpětí vývoje inflace, podle pravděpodobnosti jeho naplnění. Kromě středové předpovědi uvádí i 30%, 50%, 70% a 90% intervaly pravděpodobnosti. 90% interval pravděpodobnosti znamená, že v 90% případů bude inflace spadat mezi tyto meze.

V poslední prognóze z 5. 8. 2021 ČNB odhaduje inflaci pro 3. čtvrtletí 2021 v intervalu 2,68% až 3,59%. Inflace přitom byla za září 2021 ve výši 4,9%. Růst cen je aktuálně vyšší, než ČNB předpokládala, resp. současnému růstu cen dávala jen malou pravděpodobnost, že nastane.

PROGNÓZA ČNB K VÝŠI INFLACE.



zdroj: Prognóza ČNB – léto 2021 z 5. 8. 2021

Guvernér České Národní Banky, Jiří Rusnok uvedl, že v posledním čtvrtletí roku 2021 bude inflace mezi 5-6% a Aleš Michl, člen rady ČNB řekl, že lednová inflace bude téměř jistě mezi 6-7%.

V současné době je tedy těžké předpovědět, jaká inflace bude. I nejnovější prognóza, která je 3 měsíce stará, je překonaná. Uvažujme tedy i nadále v různých scénářích budoucího vývoje a počítejme i s vysokou inflací.

JAK CHRÁNÍME NAŠE PORTFOLIA PROTI INFLACI

V naší analýze uvedené v Rentiérovi 7-8/2020 nám vyšlo, že ve staglačním scénáři dobře ochránily majetek investice do dividendových akcií, proti-inflačních dluhopisů a investice do krátkodobých termínovaných vkladů (hotovosti).

I v současných portfoliích máme podstatnou akciovou složku, a akcie největších – především amerických firem – v současné době převažujeme. Investice do akcií totiž znamená, že vlastníme firmy. Firmy, které vyrábějí, prodávají a mají zisky. Inflace znamená, že se znehodnocují peníze a rostou ceny. Znehodnocení peněz a růst cen příliš neovlivňuje ziskovost firem. Růst cen znamená, že firmy prodávají za vyšší ceny. K tomu samozřejmě mají dražší vstupy: suroviny, energii

nebo lidskou práci. Akciové investice do největších firem světa tak vyšší inflace tolik neohrožuje.

Další aktivum, které v době stagflace dobře vzdorovalo inflaci, byla krátkodobě ukládaná hotovost. V USA v letech 1967-1982 rostly úrokové sazby nad inflaci. V současné době jsou v ČR úrokové sazby nižší než inflace a nevypadá to, že by výnosy krátkodobě ukládané hotovosti inflaci překonaly. Hotovost v portfoliích máme, protože ji potřebujeme držet pro případ poklesů akciového trhu, abychom mohli dokupovat levné akcie. Proto se nemůžeme zbavit celé hotovosti v portfoliu. Část prostředků, které by měly být v hotovosti, investujeme do proti-inflačních dluhopisů.

A proti-inflační dluhopisy jsou i poslední aktivum, které přineslo v dobách vysoké inflace zajímavé výnosy. I ty v našich řešeních proto hojně využíváme.

PROTI-INFLAČNÍ DLUHOPIS DOBŘE FUNGUJE V RŮZNÝCH SCÉNÁŘÍCH

V současné době je inflace 4,9% a každý měsíc se objevuje vyšší a vyšší číslo. Navíc předpovědi od lidí z ČNB mluví o dalším růstu až na 5% až 6% podle guvernéra ČNB Jiřího Rusnoka, nebo 6% - 7% podle člena bankovní rady Aleše Michla. Dále předpokládají její pokles.

Opět nespolehejme pouze na jeden scénář. Možná se předpovědi vyplní, může ale také dojít k různým překvapením. Mohou se objevit nové okolnosti, které dnes nejsme schopni vidět. Vždyť kdo by si před 2 lety uměl představit inflaci kolem 5 % p.a.?

Uvažujme opět v různých scénářích a podívejme se, jak se chovají státní proti-inflační dluhopisy v různých scénářích budoucí inflace.

Ve scénáři, kde počítáme s vysokou inflací, poroste výnos státního proti-inflačního dluhopisu. Tento scénář je pro dluhopis „příznivý“. Je sice možné, že by v dobách vysoké inflace rostly také úrokové sazby termínovaných vkladů, ale zdaleka to není jisté. Spíše je pravděpodobné, že by sazby sice rostly, ale nedostatečně a inflaci by neporazily. V ČR dlouhodobě platí, že úrokové sazby na bankovních depozitech za mírou inflace zaostávají. Dluhopis nám dává jistotu růstu úrokových výnosů v případě růstu inflace.

U scénáře s nízkou inflací se může stát, že vlivy vysoké inflace odezní. Narovnájí se dodavatelské řetězce, podniky budou vyrábět tolik, kolik potřebují, podaří se uspokojit nahromaděnou poptávku spotřebitelů a zastaví se růst cen surovin nebo dojde dokonce k jejich poklesu. Je možné, že aktivita ČNB na tlumení inflace bude úspěšná a růst cen se zastaví. Je také možné, že se objeví nějaké překvapení, které ještě dnes nevidíme a inflace se dostane až pod cíl ČNB. Může se stát, že inflace bude podobná jako v letech 2014–2016, kdy byla téměř nulová. V tomto scénáři ale bývají i nulové úrokové sazby na vkladech v bankách. V tomto scénáři by proti-inflační dluhopis nabídl nízké zhodnocení, ale ani při tomto scénáři by nejspíš nezaostal za bankovními vkladovými produkty.

Pokud by v budoucnu došlo k tomu, že by úrokové sazby na termínovaných vkladech byly vyšší než očekávaná inflace, můžeme část investice do proti-inflačních dluhopisů prodat a můžeme je umístit na spořicí účty.

ODKAZY Z ČLÁNKU



V budoucnu by mohlo nastat:

- Inflace bude blízka nule nebo záporná. (Při záporné inflaci má proti-inflační dluhopis nulový výnos)
- Úrokové sazby porostou a inflace bude klesat. ČNB může zvyšovat úrokové sazby a ty mohou překonat vyšší inflace.

U českých proti-inflačních dluhopisů nám vyhovuje, že jsou částečně likvidní. (Je možné jednou ročně prodat maximálně 500 000 Kč plus 50 % z částky nad 500 000 Kč.) Pokud by se na trhu změnila situace a bylo by možné najít produkty lépe úročené, je možné dluhopis prodat a investovat do výnosnějších produktů. To může nastat například v posledních letech držení dluhopisu, kdy prognóza inflace bude významně pod úrokovými sazbami z depozit. Riziko, které neseme, je nemožnost reagovat okamžitě. Nemůžeme tedy reagovat na výjimečně časově omezené nabídky. Pokud by se ale nějaká výjimečná nabídka státních dluhopisů vyskytla, mohli bychom ji nakoupit z hotovosti a byli bychom dočasně převáženi ve státních dluhopisech. Podíl ve státních dluhopisech bychom snížili následným prodejem proti-inflačních dluhopisů.

My budeme i nadále přemýšlet o různých scénářích inflace a podle toho budeme formulovat naše doporučení pro vás. Pokud si o těchto scénářích a inflaci chcete přečíst více, podívejte se na letní dvojčíslo Rentiéra z roku 2020 s hlavním tématem „Tři scénáře budoucnosti a jak se na ně připravit“. Nebo si také připomeňte, že „Inflace umí být rychlá“ na straně 9 Rentiéra z dubna roku 2020 (viz QR kód dále).



Petr Syrový



David Řehulka



Růst a krach cen nemovitostí v Irsku.

V minulém čísle jsme psali o tom, že cihla není zdaleka takovou jistotou, jak se mnoha českým investorům může zdát. Naším cílem bylo především upozornit na to, že i u nemovitostí se dlouhodobému investorovi vyplácí přemýšlet o různých scénářích budoucnosti a podle toho se chovat.

Já sám jsem zažil dozvuky nemovitostní krize v USA, když jsem tam od roku 2010 tři roky žil. Na vlastní oči jsem viděl a slyšel, o kolik se ceny nemovitostí propadly, jak bylo po krizi těžké sehnat hypotéku a jak krize vedla nejen k poklesu cen nemovitostí, ale také ke zvýšení nájmu. V roce 2011 byla v jižním Texasu nájemní výnosnost nemovitostí okolo 20 % p.a. Ano, skutečně. Dům stál 100 000 dolarů a dal se pronajmout za 20 000 dolarů ročně.

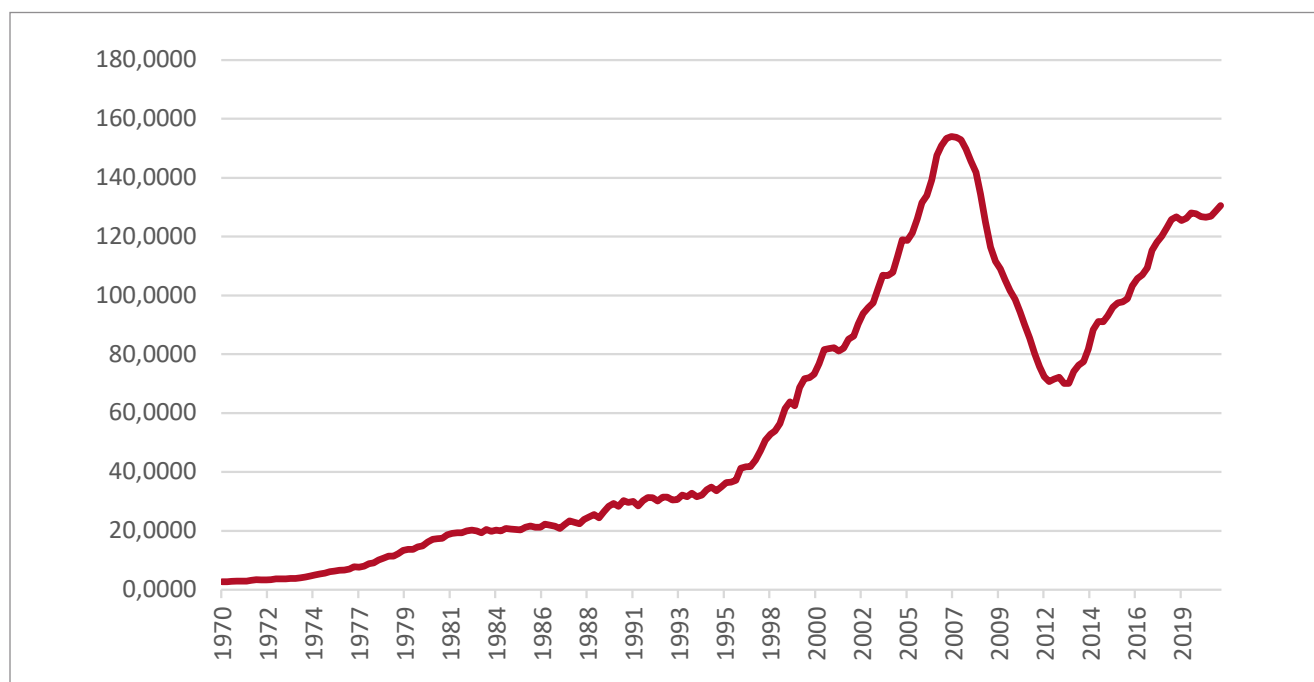
Vzhledem k mým osobním zkušenostem s propadem trhu v USA mě zaujal článek kolegy Richarda Mrňky, který je nyní na Erasmu v Irsku a zjistil zajímavé informace o vývoji právě irského nemovitostního trhu v minulosti a dnes. *(Vladimír Fichtner)*

CENY NEMOVITOSTÍ V IRSKU SE Z KRACHU V ROCE 2006 DOSUD PLNĚ NEVZPAMATOVALY

Irsko od roku 1996 až do roku 2006 zažívalo obrovský nárůst v cenách nemovitostí. Během tohoto období vzrostla cena no-

vostavby v průměru o 284 %, ceny starších nemovitostí rostly dokonce o 383 % (růst o 383 % za 10 let znamená průměrný roční růst 17 % p.a.). Jednalo se o jedno z největších a nejdelších růstových období cen nemovitostí v celé Evropě.

VÝVOJ CEN NEMOVITOSTÍ V IRSKU.



zdroj: <https://fred.stlouisfed.org/series/QIEN628BIS>

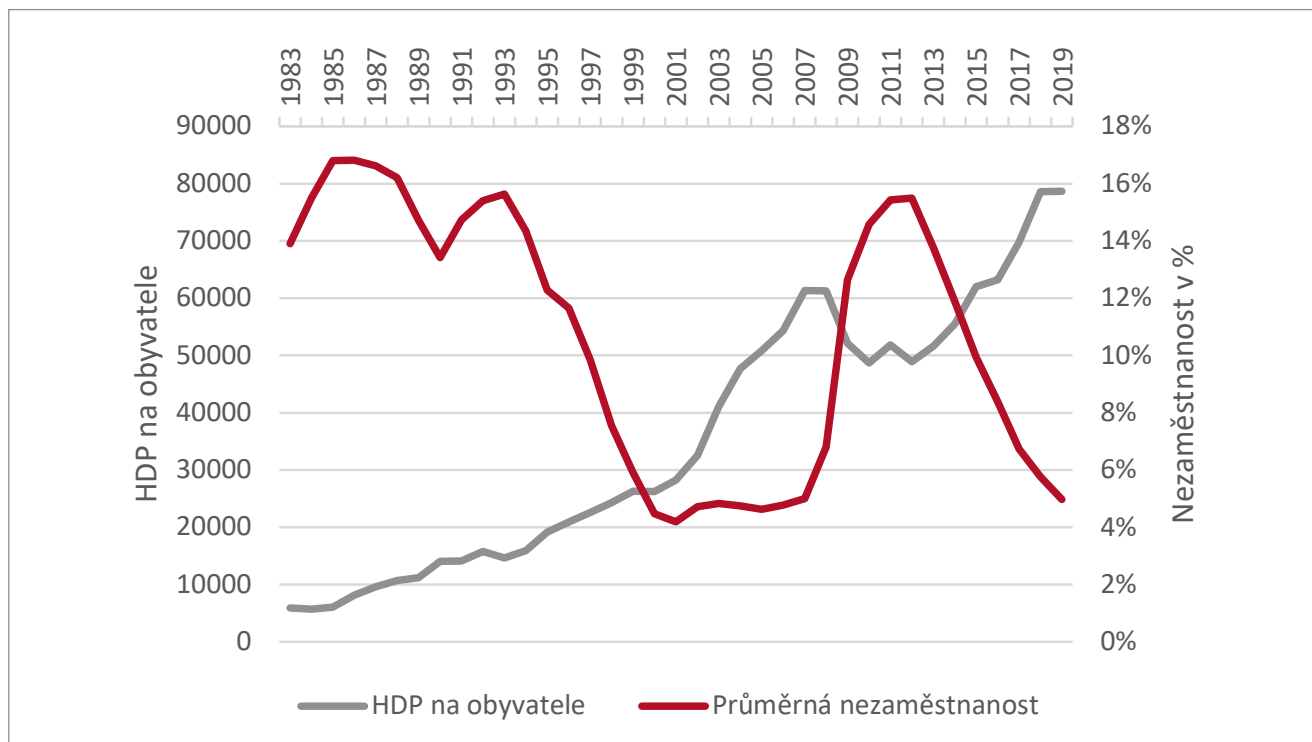
V roce 2007 se však růst cen zastavil a přišel výrazný propad, který dosáhl svého dna v roce 2013, kdy se průměrná cena nemovitosti propadla o 53%. Nominálně se tedy průměrná cena nemovitosti vrátila na hodnoty z roku 1999. (Odkazy na zdroje z článku najdete po vyfození QR kódu na konci článku)

CO VEDLO K RŮSTU CEN NEMOVITOSTÍ?

Irsko bylo v minulém století považováno za jednu z nejchudších zemí v Evropě, vše se změnilo s příchodem období tzv.

Keltského tygra. V 90. letech minulého století Irsko zažilo obrovský ekonomický boom, během kterého hodnota HDP na obyvatele narostla o 539% (od roku 1987 do 2007), celková nezaměstnanost výrazně klesla. Za hlavní tahouny tohoto růstu bývají označovány nízké korporátní daně, levná pracovní síla, vstup do Evropské unie, zahraniční investice zejména z USA a velké provázání s rostoucí americkou ekonomikou. Dodnes je Irsko evropským sídlem spousty amerických společností jako je například Apple, Microsoft, Google nebo Facebook. Tento ekonomický boom znamenal mezi lety 1996 a 2006 i nárůst populace o 17%.

RŮST HDP A PRŮMĚRNÁ NEZAMĚSTNANOST V IRSKU V 90. LETECH.



zdroj: Datacommons.org (https://datacommons.org/place/country/IRL?utm_medium=explore&mprop=amount&popt=EconomicActivity&cpv=activitySource%2CGrossDomesticProduction&hl=en)

Růst populace, ekonomický rozmach a vyšší příjmy domácností začaly hnát ceny nemovitostí nahoru. Zprvu nabídka nedostačovala poptávce, v roce 1996 bylo postaveno 33 725 nových bytových jednotek, na vrcholu v roce 2006 se jednalo už o 93 419 nových bytových jednotek ročně. Stavební průmysl nabýval čím dál více na ekonomické důležitosti. V roce 2006 pocházelo dokonce až 10,3% HDP z tohoto odvětví. 12,4% ze všech pracovních pozic bylo úzce provázaných se stavebním průmyslem.

Další klíčový makroekonomický faktor týkající se veřejných financí, který vedl ke zkresení reálné situace v Irsku, byl přímo spojený se vznikající nemovitostní bublinou. Daňové příjmy spojené s nemovitostním trhem vzrostly od roku 2002 od roku 2006 z 2,75 miliard EUR na 8,1 miliardy EUR. V procentuálním vyjádření to znamenalo, že 15,1% z celkových příjmů státní pokladny v roce 2006 bylo generováno daněmi z nemovitostí. Pro srovnání daň z příjmu tvořila 24,9% z celkových daňových pří-

jmů. V roce 2002 to však bylo 27,5%. Snižující se daně z příjmu a vyšší význam daní z nemovitostí dále prohluboval závislost irské státní pokladny na příjmech z nové výstavby.

Lepší ekonomické podmínky a nízké úrokové sazby vedly k většímu zadlužování společnosti. Snižování nominálních úrokových sazeb bylo způsobené především vstupem do Evropské měnové unie v roce 1999, kdy se do pozice regulátora dostala ECB. Bankovní sektor se dále rozrůstal a trh se stal atraktivnější i pro zahraniční banky, které se snažily získat novou klientelu nabízením nových hypotečních produktů. Se zvyšující se konkurencí úrokové sazby dále padaly a standardy pro poskytnutí hypotečních úvěrů byly čím dál více liberální.

Od roku 2000 do roku 2006 vzrostlo hypoteční zadlužení na osobu z 8,620 EUR na 29,290 EUR. Od roku 2004 se na trhu začínají objevovat 100% hypoteční úvěry. Nadále rostoucí trend hypotečního financování vytvářel nedostatek pro-

středků bank, které musely být kryté mezibankovními půjčkami a dluhovými cennými papíry. Irské banky se podobně jako v jiných zemích dostávaly do špatných finančních podmínek a jejich závislost na nemovitostním sektoru byla tvořená nejen hypotečními úvěry, ale také půjčkami pro rozvoj a akvizici nemovitostí.

V tomto období růstu se v Irsku rozpoutalo realitní šílenství, média propagovala investice do nemovitostí, banky úvěry téměř vnucovaly a nikoho doopravdy nezajímala solventnost klientů. Nejdůležitější bylo podporovat další výstavbu. Vyšší výstavba znamenala vyšší příjmy do státní pokladny a nižší nezaměstnanost. Zejména z toho důvodu vláda nemovitostní trh moc neregulovala. Od roku 2000 začínala ekonomika stagnovat, zaměstnanost a veřejné finance však byly podporované realitním bohem, to ve společnosti dokonale maskovalo závažná rizika spojená se zadlužováním domácností. Veřejné finance, bankovní systém a domácnosti byly proto daleko náchylnější na dopady Velké recese, která odstartovala koncem roku 2007 (viz QR kód dále).

V grafu na předchozí straně lze také vidět, jak moc se propadal hrubý domácí produkt mezi lety 2007 až 2012. Během recese rychle narůstala nezaměstnanost. Dluhy a úvěry se pro mnohé irské domácnosti stávaly prakticky nesplacitelné.

OBDOBÍ BĚHEM KRIZE

Když v Americe začala hypoteční krize, která přerostla ve světovou finanční krizi, zadluženou irskou ekonomiku brzy čekal výrazný pokles. Obrovská úvěrová expanze, která byla poháněna nízkými úrokovými sazbami Evropské centrální banky, vytvořila v Irsku obrovský růst bohatství. Tento růst však byl jen částečně postaven na reálných základech. Nabobtnalý bankovní sektor a nemovitostní bublina byly hlavní příčinou jedné z nejhorších recesí mezi zeměmi eurozóny.

Během hospodářské krize se irská vláda snažila zachránit pomalu krachující bankovní sektor.

Po dlouhých měsících spekulací, zda Irsko potřebuje či nepotřebuje zahraniční finanční pomoc, požádala koncem listopadu 2010 irská vláda EU a MMF o poskytnutí záchranného balíčku ve výši 85 mld. EUR. To se irským občanům nelíbilo a v roce 2011 proběhly předčasné volby, v nichž zcela propadly vládnoucí strany. V návaznosti na poskytnutou finanční půjčku od mezinárodních institucí se irská vláda zavázala zavést radikální úsporná opatření, která měla zabránit dalším propadům ekonomiky. Irsko z programu této pomoci oficiálně vystoupilo v prosinci 2013.

Od roku 2010 byla politika Irska nastavena do formátu krizového řízení. V rozpočtech se proto v letech 2011–2014 významně škrtilo ve veřejném sektoru a byla zvyšována daňová zátěž. Od těchto kroků se očekávalo zvýšení příjmů státního rozpočtu o několik miliard. V tomto období také klesala průměrná mzda. Irové se z krize chtěli dostat, a proto byli ochotni si utáhnout opasky (viz QR kód dále).

V roce 2015, když se irská ekonomika vzpamatovala z finanční krize, byly zavedené MACRO-PRUDENTIAL RULES, které mají zabránit další nemovitostní krizi poháněné dluhem. Hodnota ukazatele LTV (Loan-To-Value neboli Výše hypotéky v porovnání s hodnotou nemovitosti) je variabilní. Pro kupující první nemovitosti je nově LTV rovno 90%. Pro financování další nemovitosti je LTV 80%. Pro úvěrové financování nemovitosti za účelem pronájmu je LTV 70%. Dalším pravidlem, které se zde používá je LTI (Loan-To-Income limit neboli limit objemu hypotéky v porovnání s vyšší roční mzdy), který je nastavený na 3,5 hrubé roční mzdy (viz QR kód dále).

Pro srovnání se situací v ČR:

■ LTV je 90% a to jak na nemovitosti pro vlastní bydlení, tak i pro nemovitosti na pronájem

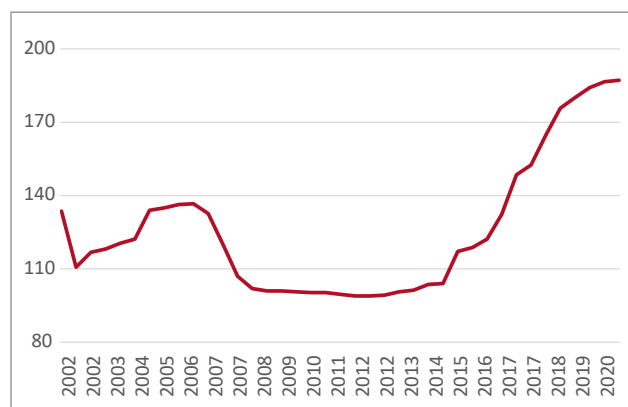
■ LTI v současné době není v ČR používán. Byl používán před 1. 4. 2020 a jeho hodnota byla 9

Podle průzkumu ESRI (Economic and Social Research Institute) existuje přímá korelace mezi cenami nemovitostí a poskytováním nových hypotečních úvěrů. Bývalý guvernér irské centrální banky Sharon Donnelly dokonce prohlásil, že nebytí nových pravidel pro poskytování hypoték, byl by nemovitostní trh před začátkem pandemie ještě o 25% výše (viz QR kód dále)

SOUČASNOST

I když se může zdát, že se Irsku podařilo z krize dostat, **krize v Irsku doznívá dodnes. Zejména nová výstavba není schopná uspokojit poptávku, a to i proto, že spousta irských developerských společností během krize zkrachovala.** Výraznou roli v současné situaci hraje vláda, která se rozhodla v návaznosti na krizi zavést přísnější opatření na hypoteční úvěry. Ty v realitě nejvíce ovlivňují kupující prvního bydlení, protože nejsou schopni splnit veškeré podmínky pro získání hypotéky a tím pádem jsou nuceni si bydlení pronajmát. Nejvýraznější nárůst je tedy v cenách pronájmu, které jsou dokonce až o 40% vyšší než na vrcholu, v roce 2008 na začátku nemovitostní krize. Odhaduje se, že pouze 12% populace v produktivním věku mezi 25–39 lety má vlastní bydlení, v porovnání se starší populací ve věku od 65, která vlastní bydlení vlastní v 85% případů (viz QR kód dále).

ZVÝŠENÍ CEN PRONÁJMŮ V IRSKU.

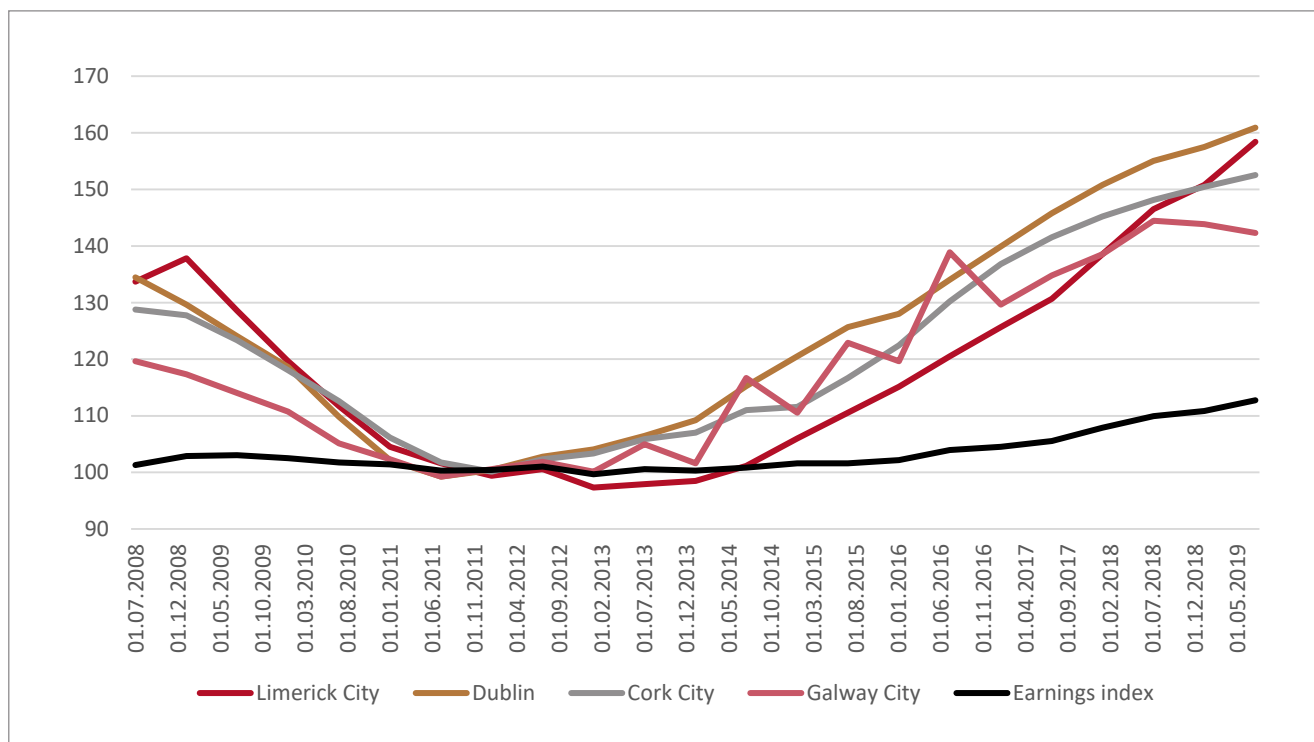


zdroj: The Irish Time

Rozdíl v růstu cen nájmu v nejnámennějších městech je výrazný především při porovnání s růstem průměrných mezd. Průměrná mzda v Irsku sice mírně stoupá a dostává se nad míru před začátkem nemovitostní krize, výše nájmu však roste mnohem výrazněji. To pro většinu zájemců o bydlení

v Irsku vytváří začarovaný kruh, na vlastní bydlení si nemohou půjčit potřebné prostředky, s obrovskou cenou nájemního bydlení však nejsou schopni našetřit dostatečné prostředky pro získání hypotéky.

NÁJEM V IRSKÝCH MĚSTECH V POROVNÁNÍ S INDEXEM RŮSTU PLATŮ.



zdroj: The Irish Time (<https://www.irishtimes.com/life-and-style/homes-and-property/ireland-s-housing-crisis-in-five-revealing-graphs-1.4150332>)

Pro lepší představu si můžeme dát za příklad dvoupokojový byt, který je k pronájmu za 1 400 EUR na měsíc. Jeho prodejní cena je okolo 200 000 EUR. To znamená, při LVT 90 %, hypotéku na zhruba 180 000 EUR. Hypotéka by tedy při dnešní úrokové sazbě 3 % na 30 let znamenala měsíční splátku okolo 850 EUR. Při srovnání je tedy mnohem levnější si na bydlení půjčit. S pravidly pro poskytování hypotéky to ale znamená, že žadatel musí mít výplatu okolo 60 000 EUR ročně, a úspory ve výši 20 000 EUR. Našetřit si však s takovou výší nájmu je velice těžké. A to se stále bavíme o poměrně levné nemovitosti na předměstí Dublinu, ceny ve městě jsou mnohem vyšší. (viz QR kód dále)

Pokud by tedy nemovitostní krize zasáhla i český trh nemovitostí, může dojít – stejně jako v USA nebo Irsku – nejen k poklesu cen nemovitostí, ale na druhou stranu k růstu nájmu. To může pomoci především těm, kteří při nákupu nemovitostí nespekulují na růst ceny, ale počítají svůj výnos z čistých nájmu, jak jsme o tom psali v minulém čísle Rentiéra.

ODKAZY Z ČLÁNKU



Richard Mrňka



Petr Syrový



Základní typy finančních produktů zaměřených na investice do nemovitostí.

Do nemovitostí lze investovat buď napřímo (koupíte si ji a staráte se o ni) nebo prostřednictvím finančních produktů (fondů apod.), které do nemovitostí investují. Na trhu se objevují dva základní typy těchto produktů. A dnes si popíšeme ty nerozšířenější, jejich výhody a základní omezení. Následně v dalších číslech Rentiéra navážeme konkrétními produkty, které budeme schopni doporučit i do portfolií našich klientů, kteří zatím žádné nemovitosti v portfoliu nemají nebo jich mají málo.

1. ZÁKLADNÍ TYP PRODUKTU – REITS (jde spíše o nemovitostní akcie a mají svá rizika)

REITs neboli Real Estate Investment Trusts (nemovitostní investiční trusty) jsou speciální investiční trusty, které nakupují nemovitosti. Jsou tradičním nástrojem především v USA a ve Velké Británii. Povinností REITs je vyplácet velkou část příjmů (pronájmů) svým podílníkům. Právě vysoká vyplácená dividendy je často až nebezpečným lákadlem těchto typů fondů.

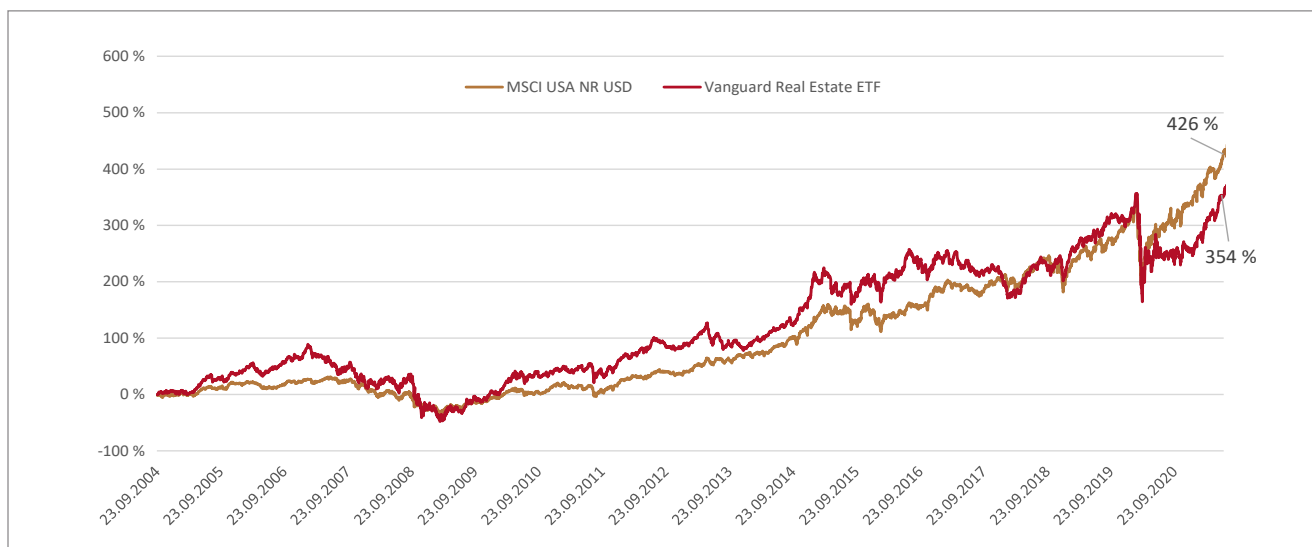
REITs jsou burzovně obchodované. Jsou tedy oceňované dle aktuální nabídky a poptávky. Cena může být díky tržnímu sentimentu do značné míry nezávislá na hodnotě portfolia (kupec nekupuje jen samotné nemovitosti, ale kupuje podnikání s nemovitostmi).

REITs jsou svým chováním – především pohybem ceny – blíže akciovému trhu. Nesou tedy riziko nálady investorů a jejich budoucích očekávání. V dobách vyšší nejistoty se investoři zbavují rizikových aktiv a posílají tak ceny níže. Na druhou stranu mohou také růst podstatně rychleji než ceny nemovitostí.

REITs jsou pouze jedním ze sektorů akciového trhu, mají tedy nižší diverzifikaci než celý akciový trh a mají i vyšší volatilitu. Propady REITs jsou hlubší než propady hlavních akciových indexů.

Dále porovnáváme celý akciový trh reprezentovaný indexy S&P500 s nemovitostním trhem, který je reprezentovaný ETF Vanguard Real Estate.

POROVNÁNÍ AKCIOVÉHO TRHU VS NEMOVITOSTNÍ TRH.



zdroj: Morningstar (Toto ETF kopíruje index MSCI US Investable Market Real Estate 25/50 Index. ETF má ale delší historii (od roku 2005) než index. Ten má historii od 2016. Zdroj k ETF: <https://investor.vanguard.com/etf/profile/VNQ>)

Od roku 2005 do současnosti měly REITs podobnou výnosnost jako akciové trhy. Během této doby si zažily dva velké propady, které se časově shodují s poklesy akciového trhu:

1. nemovitostní krize a
2. koronavirová krize.

Pojďme se na oba propady podívat detailněji.

Od vrcholů v lednu 2007 klesly v průběhu nemovitostní krize REITs o 71%! Akcie „jen“ o 50%.

POKLES REITS A AKCIÍ V PRŮBĚHU NEMOVITOSTNÍ A KORONAVIROVÉ KRIZE.



zdroj: Morningstar

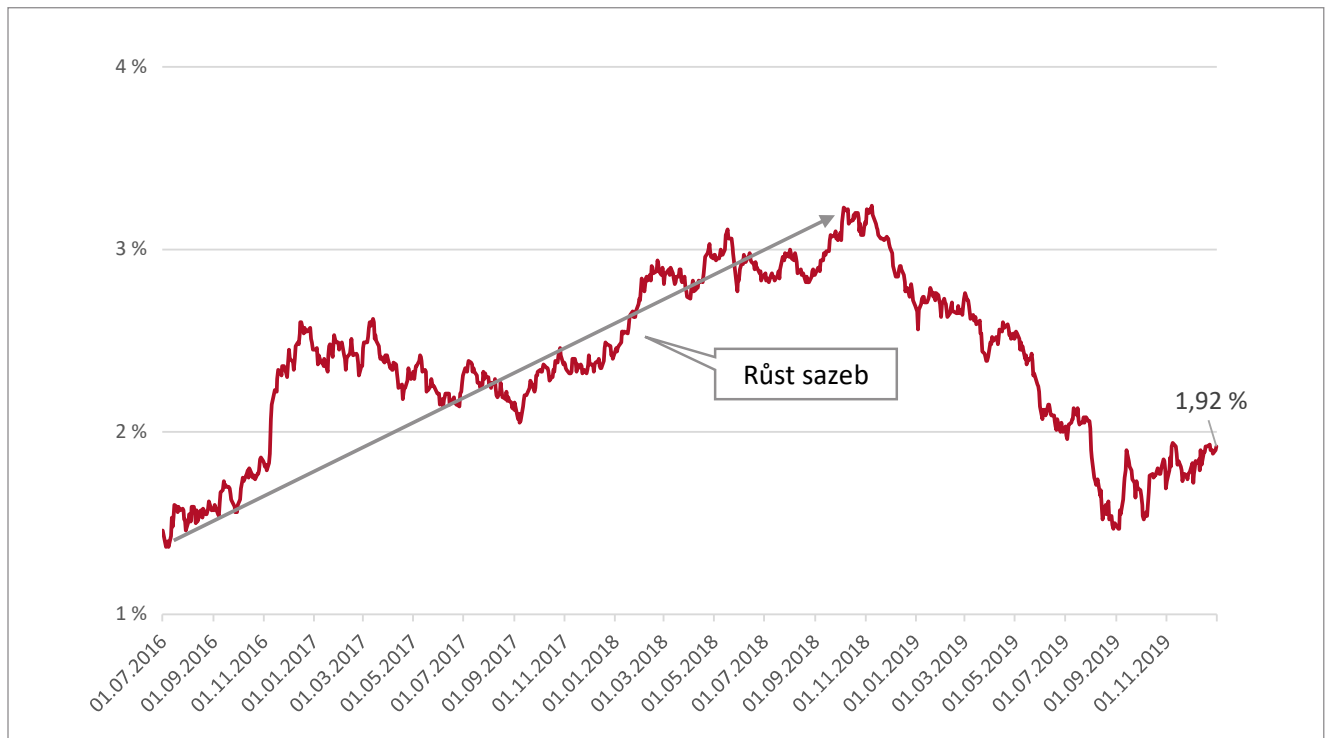
REITs v době koronavirové krize klesly o 40 % a to během jednoho měsíce (akcie „jen“ o 32 %). Návrat na původní hodnoty jim trval déle než akciovému trhu. Na své se vrátily za 1 rok a 2 měsíce, zatímco akcie již za půl roku.

REITs jsou tedy z pohledu pohybu ceny při poklesech určitě emočně náročnějším produktem do portfolia, než jsou akciová ETF.

Kromě rizik akciového trhu mají REITs i rizika spojená s investicemi do nemovitostí na úvěr. Jedním z těchto rizik je

i růst úrokových sazeb, který zdražuje financování REITs. Úrokové sazby rostly od roku 2016 do roku 2019.

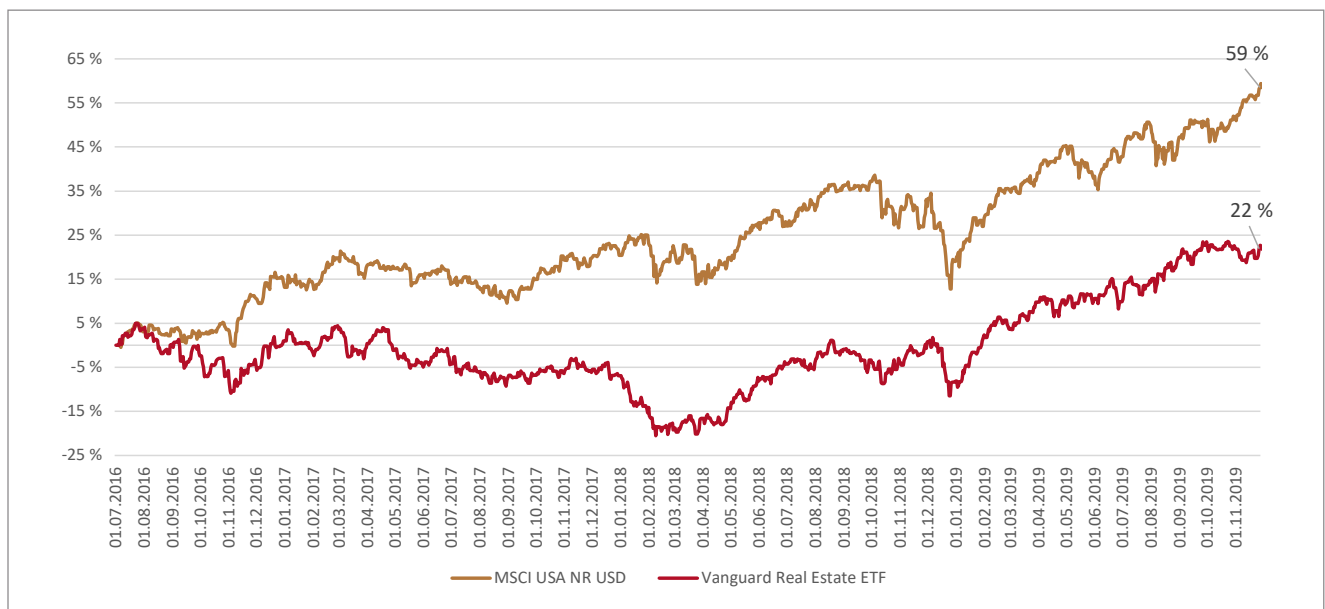
RŮST ÚROKOVÝCH SAZEB.



zdroj: Ycharts

Protože úrokové sazby rostly, hodnota REITs od 7/2016 stagnovala, zatímco hodnota akciového indexu výrazně rostla.

RŮST HODNOTY REITs A AKCIOVÉHO INDEXU.



zdroj: Morningstar

Svou povahou se tedy REITs chovají více jako akcie nemovitostních firem než nemovitostní fondy. Jejich rizika a výnosy jsou spíše na úrovni akcií, a jejich ceny také silně ovlivňu-

jí úrokové sazby. Na druhou stranu REITs přinášejí zajímavé dividendové příjmy. A jsou často zaměřené na trh USA a Velké Británie.

2. ZÁKLADNÍ TYP – EVROPSKÉ NEMOVITOSTNÍ FONDY (podstatně méně kolísají, ale také méně vydělávají)

Nemovitostní fondy jsou oblíbené v Čechách a také v Německu, Rakousku a Velké Británii. Jedná se o otevřené podílové fondy, které mohou do svého portfolia nakupovat nemovitosti.

Většina fondů se zaměřuje na komerční nemovitosti. Portfolio těchto fondů je pak průběžně oceňováno znalcem, a jeho hodnota se odvíjí od ocenění nemovitostí v něm. Jak již bylo zmíněno, fondy se oceňují tzv. yieldovou metodou, a tak je ocenění v zásadě odhadované. Skutečná prodejní cena se může odlišovat. Ocenění celého fondu se počítá na základě takto oceněných nemovitostí v něm. To je rozdíl například od akciových fondů nebo REITs, kde ocenění probíhá na základě tržních cen.

Investování do fondů je výrazně jednodušší a bez dodatečných finančních i časových nákladů. Výnosy a volatilitou se nemovitostní fondy blíží přímé držbě nemovitostí.

Zároveň je díky tomu možné investovat i do zahraničních nemovitostních fondů.

Nevýhodou nemovitostních fondů může být menší likvidita. Některé fondy mají výstupní poplatky, nebo omezení ohledně odkupů.

Standardní akciové podílové fondy se oceňují každý den podle cen akcií v portfoliu. Když akcie v portfoliu rostou, roste i cena podílového listu fondu. Když akcie klesají, klesá i cena fondu. Vzhledem k tomu, že se s akciemi obchoduje každý den, projevuje se jejich pohyb každý den i v ceně podílového listu fondu.

Nemovitostní fondy na rozdíl od fondů akciových mají jiný způsob oceňování. Nemovitosti v portfoliu se totiž neoceňují každý den podle jejich aktuální ceny na trhu. Aktuální cena nemovitosti totiž není známá každý den. Poznává se až ve chvíli, kdy se daná nemovitost skutečně z portfolia prodá.

Hodnota podílového listu se u retailových nemovitostních fondů ale stanovuje každý den, jiné fondy mohou stanovovat hodnotu podílového listu v delších intervalech – až jednou měsíčně. Podstatné je, že neexistuje každý den tržní ocenění nemovitostí v portfoliu fondu (ve smyslu probíhajících denních transakcí), aktuální hodnota portfolia nemovitostí ve fondu se odhaduje na základě „technického/expertního“ ocenění a hodnota podílového listu fondu se potom také odvíjí od tohoto „expertního“ ocenění.

K ocenění nemovitostí dochází obvykle na základě tzv. výnosové (yield) metody. Spočítá se očekávané čisté cashflow plynoucí z pronájmů, a to se vydělí aktuální obvyklou výnosností (yield). Dokud se ale nemovitost neprodá, tak jde o cenu jen odhadní, přestože se jedná o co možná nejpřesnější tržní odhad. Na druhou stranu prodej komerčních nemovitostí probíhá právě na základě jejich výnosnosti. V objektech již existují dlouhodobé nájemní smlouvy a cena se odvíjí od yieldu, na kterém se dohodne kupující s prodávajícím. K přecenění nemovitostí dochází jednou za čas.

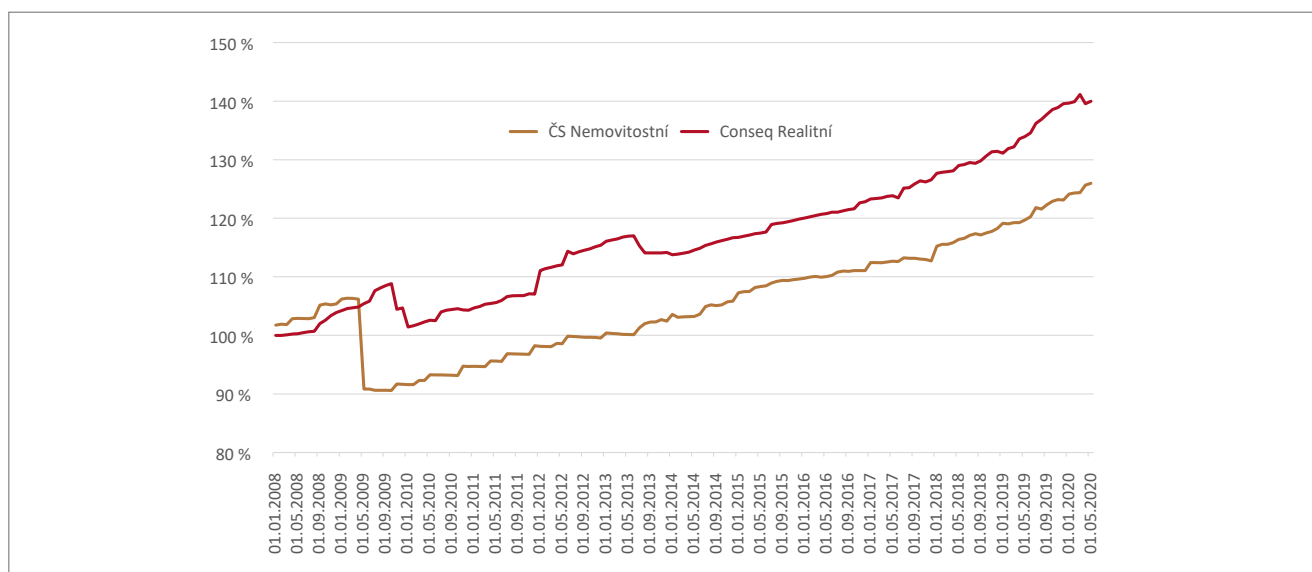
Díky tomuto způsobu ocenění se může stát, že se cena fondu vychýlí od tržní ceny nemovitostí, jak je evidována v portfoliu.

A to zejména v době, kdy ještě nedošlo k přecenění, nebo když se neobchoduje (trh tzv. zamrzne), a yieldy nejsou aktuální. Díky tomu se v ceně nemovitostního fondu nemusejí dočasně projevit propady na trhu. Důvodem je, že se stále používají staré yieldy a údaje o cenách, a není reflektována nová situace na trhu.

Tento stav nastal v ČR roce 2009, kdy portfolio nemovitostních fondů dlouho nebylo přeceněno. Až se zpožděním, když už byla situace neudržitelná a ocenění neospravedlnitelné, došlo k přecenění a skokovému propadu cen. Zaznamenán máme případ z dubna 2009, tedy z doby, kdy se akciové trhy už odrážely od svého krizového dna. V ČR v roce 2009 fungovaly 3 realitní fondy. Fond ČS Nemovitostní, který měl nejdelší historii, fond Conseq Realitní a fond Realitia, který ale zanikl.

V roce 2009 poklesla hodnota fondu ČS Nemovitostní skokově o 14 %, jak ukazuje graf. Propad nastal i u fondu Conseq Re-

POKLES HODNOTY ČS NEMOVITOSTNÍ V ROCE 2009.



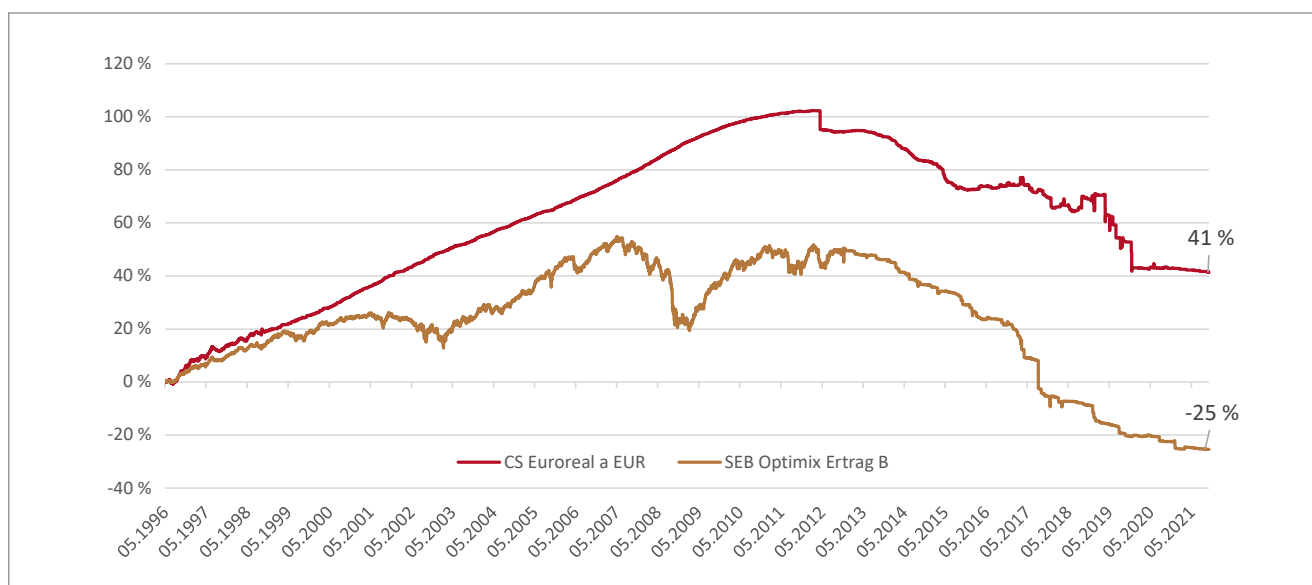
zdroj: <https://www.reico.cz/cs/cs-nemovitostni-fond/historie-prodejnich-cen>, <https://www.conseq.cz/investice/prehled-fondu/conseq-realitni-czk>

altní. Pokles byl v tomto případě podstatně nižší, pouze 6,8%, ale tento fond byl mladší a v době propadu nebyl z velké části zainvestován. Nižší propad proto mohl být způsoben větším podílem hotovosti v portfoliu.

V případě fondu ČS Nemovitostní pak trvalo 5 let a 8 měsíců, než se fond vrátil na své vrcholy. Což je dokonce o něco déle, než je běžný doporučený horizont realitních fondů (5 let), ve kterém je již očekáván standardní výnos.

Samotný pokles ceny není to jediné, co nemovitostním fondům hrozí. U nemovitostních fondů mohou nastat problémy s likviditou. Obchody s nemovitostmi jsou zdlouhavé, mohou trvat měsíce nebo i roky, když se nedaří najít kupec. Fondy mají hotovostní rezervy pro případ vypláčení investorů. Ve chvíli, kdy investoři začnou z fondů vybírat prostředky větším tempem, může se stát, že se fond dostane do potíží s likviditou.

VÝVOJ CEN FONDŮ SEB OPTIMIX A CREDIT SUISSE EUROREAL.



zdroj: Morningstar

V důsledku neplánovaného zavírání fondů v době nemovitostní krize na německém trhu došlo ke změnám fungování fondů. Retailové fondy povinně drží větší množství hotovosti (v ČR alespoň 20 %). Kromě toho mohou využívat úvěry a tím případně dočasně získat likviditu. Přesto riziko uzavření není v případě, že by došlo k velkým poklesům hodnoty a útěku investorů, úplně zanedbatelné.

Navíc povinnosti stran hotovosti se týkají podílových fondů, ale již ne nemovitostních fondů kvalifikovaných investorů (FKI). Ty jdou většinou cestou časového omezení, kdy je potřeba ve fondu po nějakou dobu zůstat.

Mezi FKI a retailovými fondy jsou ještě další rozdíly. Retailové fondy jsou určené pro menší investory, je možné do nich investovat již v řádu tisícikorun, nebo dokonce stokorun. Naopak u FKI bývá minimální investice v řádu milionů. Retailo-

Právě tento osud potkal několik německých nemovitostních fondů po roce 2009. Když investoři chtějí vybírat více prostředků, než kolik je fond aktuálně schopen vyplatit, dojde k jeho uzavření. Investorům se pak dá vybrat, jestli chtějí peníze vybrat a riskovat, že fond bude uzavřen a rozprodán, nebo ve fondu zůstanou. Pak se fond opět otevře a pokud investory, kteří trvají na výběru nelze uspokojit, dojde k úplnému uzavření fondu a jeho likvidaci. Ta pak trvá několik let, kdy se portfolio prodává, a to mnohdy ne za nejlepších podmínek. Tím spíše, pokud ocenění bylo nad skutečnými tržními cenami.

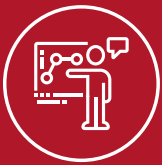
Fond pak postupně vyplácí prostředky z prodaných nemovitostí ve formě dividendy.

V grafu je vidět celkový výnos fondu SEB Optimix, který zahájil likvidaci v roce 2014 a fondu Credit Suisse Euroreal. Jde o celkovou návratnost (tedy vývoj ceny včetně vyplacených dividend a podílů z likvidace).

vé fondy podléhají přísnějšímu režimu a mají omezené využití úvěrů maximálně do 50 % portfolia. FKI omezení nemají a často používají vyšší finanční páku. Díky tomu, a většímu využití hotovosti, také mohou dosahovat vyšších (až dvojnásobných) výnosů. Ale také vyšších ztrát v okamžiku, kdy se situace na trhu otočí nebo se fondu zdraží úvěrové financování.

Nyní už tedy znáte dva základní typy finančních produktů, které investují do nemovitostí. Původně jsme si mysleli, že už nyní pro vás budeme mít i konkrétní doporučení na produkty, které by se vám do portfolia mohly hodit. **Ale diskuse o těchto doporučeních je delší, než jsme si původně mysleli. Proto vás s námi doporučenými nemovitostními produkty pro vás seznámíme až v některém z dalších čísel Rentiéra.**

Tomáš Tyl



Jak přemýšlet o dobru aneb I dávat se musí umět.

Všechny peníze a majetek, který máme buď utratíme nebo rozdáme (vlastní rodině nebo někomu jinému). Do hrobu si je nevezmeme – to je jistá věc. A proto není špatné při přemýšlení o penězích myslet i na to, že se s nimi dá udělat spousta dobra. Jedním ze způsobů dělání dobra je charita a filantropie.

Filantropie je láska (philo) k lidstvu (anthropos). Na všech úrovních bohatství se rodiny potýkají s množstvím stejných filantropických otázek a problémů. Jakou část našeho bohatství bychom měli odkázat dědicům a jakou část darovat charitě? Jaká investice času a peněz do různých dobročinných projektů je vhodná? Jaké jsou ty nejlepší způsoby? Jak můžeme dělat moudrá rozhodnutí? Jak můžeme zapojit ostatní?

ZVOLTE SI, JAK MOC SE CHCETE DOBROČINNOSTI VĚNOVAT

Co je nejlepší způsob, jak mít pozitivní vliv na svět? Ellen Remmer, partnerka z filantropické konzultační společnosti TPI popisuje rozdíly mezi jednotlivými typy štědrosti následovně:

Pojmem charita se většinou myslí poskytování zdrojů přímo jednotlivcům (nebo skrze organizace, které jednotlivcům pomáhají) v reakci na jejich krátkodobé potřeby, za účelem záchrany či pomoci.

Filantropie popisuje způsob dávání, který se už přesouvá za krátký horizont, aby se soustředění mohlo posunout na dlouhodobější výsledky. Často míří na skupinu obyvatel, specifický problém, nebo určité místo.

Strategičtí filantropové se soustředí na základní příčiny společenských otázek a přemýšlejí nad problémy v širším kontextu (např.: bezdomovectví může ve skutečnosti mít na svědomí nedostatečné podporování duševního zdraví). Strategičtí filantropové jsou často popisováni jako řešitelé problémů.

Nakonec tu je vlivné investování (impact investing); vzrůstající, rychle rostoucí, ale stále se rozvíjející přístup k usilování o změny ve společnosti za pomoci peněz. Jde o investice do společností, organizací a fondů s úmyslem vytváření pozitivního společenského a environmentálního dopadu po boku s finančním zhodnocením.

JAK NEJLÉPE UKÁZAT VÝZNAM CHARITY DĚTEM I OSTATNÍM?

Zasetí charitativního ducha v dětech nevyžaduje obrovské filantropické počiny, a **malé důkazy laskavosti a velkorysosti fungují úplně stejně**. (Dítě lze pravidelně povzbuzovat například k pomoci s přípravou oslavy mladšího sourozence, nebo k přisednutí si na obědě ke spolužákovi, který se cítí opomíjen).

Walter Isaacson, známý autor biografí, se rovněž ohlíží na lekce, které se naučil v dětství. Když byl dítě, rodiče jeho i sourozence podporovali k tomu, aby na podzim každý přispěl na charitu dle vlastního výběru. Později, až poštou přišly děkovné dopisy od charit, je zavázali ozdobnou stužkou a položili pod vánoční stromeček, aby si je na Štědrý den mohl ten člen rodiny, který si danou charitu vybral, otevřít. **V této tradici Walter pokračuje se svou vlastní rodinou i do současnosti. A zároveň na ni vždy srdečně vzpomíná jako na jeden z příkladů, kdy mu rodiče ukázali, že „dávat ostatním je vlastně dárek sobě samému.“**

Zdá se, že neefektivnějším způsobem, jak vytvořit pozitivní spirálu štědrosti je, když se člověk ve prospěch někoho jiného vzdá něčeho vlastního.

Před pár lety výzkumníci z University of British Columbia vytvořili zajímavý experiment, kdy byla měřena spokojenost malých dětí do 3 let v následujících situacích:

- 1) když jim byla ukázána plyšová opice
- 2) když viděly výzkumníka, jak dává opici pochutinu
- 3) když jí pochutinu daly samy a
- 4) když měly možnost dát opici jednu ze svých vlastních pochutin.

Ze všech čtyř zážitků byl ten, který vyvolal největší štěstí právě ten poslední, tedy jediný, který obnášel vzdát se něčeho vlastního.

Uvědomění, že naše spokojenost závisí rovným dílem na tom, co vesmíru dáváme, jako na tom, co od něj dostáváme, je ohromně uvolňující. A pomáhá s pocitem kontroly nad různými zvraty v životě. Vyzkoušejte to na vlastní kůži a uvidíte sami.

Filantropický poradce rodin z Harvardu ale upozorňuje, že pokud se štědrost členů rodiny vztahuje pouze na ostatní, a nikoliv na vlastní příbuzné, mohou se tyto formální náležitosti filantropie stát podnětem k bratrovražedným vztahům. Vysvětluje, že by bylo zvláštní být štědrý k cizím lidem, ale k pokrevním příbuzným už nikoliv.

Také ponouká zamyslet se nad otázkami jako: **Jaký je účel peněz vaší rodiny? Komu nebo čemu by měly sloužit, a jak? Jaký je to pocit, někomu pomoci? Jsou dary charitě ve skutečnosti dary nám samotným?**

Lisa Parker, matador ve správě rodinného bohatství vysvětluje, že přestože existuje mnoho cest, jak děti připravit na to být

moudřími a starostlivými dárci, šance, že se oddají filantropii se dramaticky zvyšuje, pokud jsou k filantropii cíleně kultivovány od útlého věku.

Někteří lidé se nechtějí chlubit svým bohatstvím, nebo lákat pozornost ke svým darům. Když ale o svém dárcovství mluvíte a berete děti do organizací, které podporujete, dáváte jim tím dárek. V průzkumu dospívajících dárců uvedlo 84% respondentů příklad štedrosti rodičů jako nejvlivnější faktor v jejich vlastní štedrosti.

Bohatství může být někdy osamocující, ale filantropie může pomoci se novým způsobem propojit s lidmi a místy po celém světě. Jeden z klientů Lisy například vzpomíná na slova svého otce, který říkal, že „jsme pouze tak dobří, jak dobré jsou naše vzájemné vztahy“.

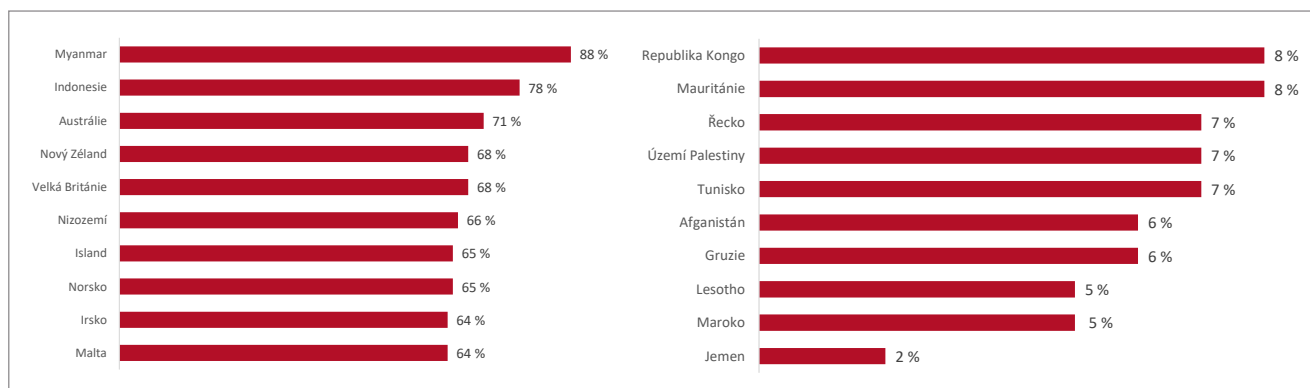
CHARITA NYNÍ A V BUDOUČNU, VE SVĚTĚ A V ČESKU

Svět se neustále mění. Jak tedy nejlépe dělat dlouhodobá rozhodnutí v rámci naší filantropické strategie? Základem je uvědomit si, že přestože se svět stále vyvíjí, některé věci zůstanou stejné.

Závěr studie, která měla za úkol odhadnout, jak může vypadat společnost za 50 let byl takový, že i přes velké technologické, zdravotní, komunikační a další průlomů většina základních lidských potřeb zůstala stejná, třebaže méně nálehavější. Jeden z autorů studie říká: „V Americe máme chudobu pořád, a to i přesto, že naši nejchudší obyvatelé mají dnes barevné televize, mikrovlnky a auta – tedy přepychové věci, po kterých lidé dychtili v padesátých, šedesátých a sedmdesátých letech.“

Jelikož existuje mnoho příkladů velkých soukromých organizací, které nakonec změnil směr příspěvků od původního záměru dárce (lidé ve vedení začali mít své vlastní nápady, jak by mělo být s penězi nejlépe naloženo), člověk si začne tato rizika rychle uvědomovat. **Filantropické dary bez jednoznačně vytyčených dárcovských záměrů mohou vyústit v dramatické boje o moc, které mohou trvat i desítky let. A ti, co trpí nejvíce jsou právě ti, kteří mají být obdarováni. Proto o svých dobročinných záměrech přemýšlejte dlouhodobě a systematicky, jako přemýšlíte o starání se o majetek.**

ZEMĚ S NEJVÍCE A NEJMÉNĚ OCHOTNÝMI LIDMI PRO CHARITU.

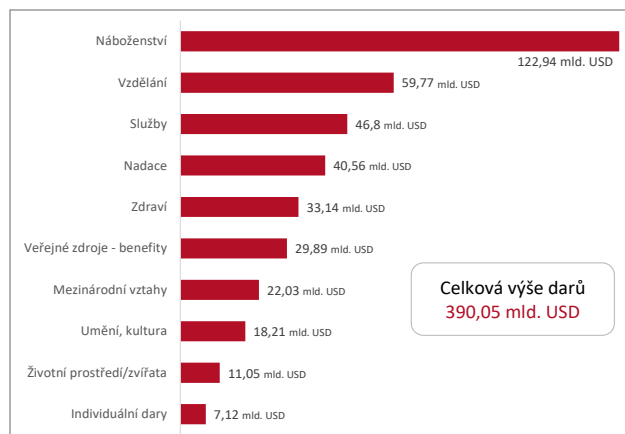


zdroj: The 2018 World's Most Generous Countries Report. Statista, 2018.

Peníze a ustanovení jejich účelu samy o sobě nedosáhnou těch nejmambicióznějších cílů, jestliže lidé, kteří je mají na starost opravdu nesouzní s danou vizí a nejsou pro ni zapálení.

Následující graf ukazuje, do jakých oblastí Američané nejvíce rozdělují své charitativní příspěvky. Výše celkových darů se rok od roku pár procenty zvyšuje.

DO JAKÝCH OBLASTÍ AMERIČANÉ NEJVÍCE ROZDĚLUJÍ SVÉ CHARITATIVNÍ PŘÍSPĚVKY.



zdroj: Giving USA. Statista, 2017.

Studie z roku 2017 od společnosti Gallup pro změnu zkoumala, ve kterých zemích se obyvatelé nejvíce zapojují do společensky prospěšných aktivit (darování peněz na charitu, dobrovolnické práce a pomoc cizímu člověku). Ze 146 zkoumaných zemí se Česká republika umístila až na 137. místě. V kategorii ochoty pomoci neznámému člověku jsme skončili dokonce až pátí od konce. **Máme pocit, že mimo jiné i v této oblasti můžeme vlastními příklady některé věci v naší zemi změnit. Ať už velkými ambiciózními projekty nebo malými krůčky, které pomohou lidem sdílet, co je v nich dobré.**

Přestože existuje silné propojení mezi umístěním v žebříčku a HDP dané země, na příkladu Indonésie lze vidět, že i středně bohatá země dokáže bojovat o první příčky. Hodnocení ale už poněkolidkaté kraluje Myanmar, a to nejspíše díky vysokému zastoupení Budhismu (88% obyvatel), který v zájmu lepšího (nejen) budoucího života doporučuje být co nejlepším člověkem v životě současném.

JAK NA TO JDEME MY VE FIRMĚ A V RODINĚ

Přestože ve světových statistikách nedopadla Česká republika příliš pozitivně, u nás ve firmě se s tím nechceme spokojit. A proto jsme začali sami od sebe. Až do letošního roku jsme rozhodovali o firemních charitativních příspěvcích já s mojí ženou Radkou. Letos jsme poprvé udělali něco jinak. **Do rozhodování o tom, kam budou směřovat peníze určené na dobrou věc, jsme zapojili kolegy z firmy i naše děti.**

Na našem podzimním firemním setkání jsme se s kolegy **namísto „práce“ poprvé docela hodně bavili o tom, za jak důležité považují obdarování druhých.** Vzájemně jsme si sdíleli, jakou dobročinnost kdo z nás podporuje, proč to dělá a jak to na něj působí. Celé setkání jsme zakončili tím, že jsme každému z kolegů přidělili rozpočet na charitu a každý sám za sebe mohl určit, komu chce, aby firma peníze poslala. Měli jsme radost, že s výjimkou dvou osob z našeho již téměř 30členného týmu, měl každý jasno, koho chce podpořit. Dvě kolegyně se také přihlásily k tomu, že pomohou zařídít následně veškerou administrativu s dary spojenou, a to nás také potěšilo. **Vzhledem k tomu, jak celá akce probíhala, budeme stejný postup velmi pravděpodobně – ale zase o něco dokonaleji – opakovat v příštích letech.**

PROJEKTY, KTERÉ PODPORUJÍ LIDÉ Z FICHTNER A.S.

Centrum LOCIKA, z. ú. | Kočičí dům Kocour Felix v Klecanech | ZDRAVOTNÍ KLAUN, o.p.s. | Základní škola a mateřská škola Josefa Kubálka Všenory příspěvková organizace | Centrum Paraple, o.p.s. | Medvědí stopa | Dobrý anděl | AniDef, z.s. | Komunitní centrum MOTÝLEK | Armáda Spásy | Viktorek (METODĚJ) | Jedličkův ústav | Nadační fond Pes v nouzi - útulek ForDogs z.s. | Požár domu v Černošicích | Střední škola, základní škola a mateřská škola pro sluchově postižené, Olomouc, Kosmonautů 4 | Centrum Bazalka | Nová Dvojka - dětský tábor | Kamenitý vrch, z.s.- hiporehabilitace | Azyl Ponto | Farma naděje | Dobrý skutek z.s. | Kapka Naděje

Podobným způsobem jako s kolegy, jsme tentokrát řešili i osobní podporu charitativních projektů s našimi dětmi. Povídali jsme si o tom, zda někomu již pomohly a proč. Jak to na ně působilo i zda je to pro ně důležité a chtěly by to zopakovat. Nakonec jsme každému z našich dětí (27, 26 a 16 let) přidělili rozpočet 100 000 Kč, aby popřemýšlely, zda chtějí někomu pomoci. Přestože nešlo z naší strany o nějakou sofistikovanou a pečlivě předpřipravenou diskusi, měli jsme s Radkou radost, že naše děti o tématu dost přemýšlely, a nakonec nám řekly, koho by chtěly podpořit. **A my počítáme s tím, že do budoucna do našich rodinných dobročinných projektů budeme děti i nadále zapojovat.**

Věříme totiž tomu, že právě dobročinnost je jedním ze způsobů, jak se o peníze starat. A věříme, že první malé krůčky správným směrem, tj. se zapojením kolegů i našich dětí, jsme v oblasti dobročinnosti letos udělali.

Naší skutečně velkou vizí ale je, krok za krokem, odkládat kapitál stranou do nadace (buď existující nebo vzniklé; naší nebo s někým společně), která bude dobročinné příspěvky generovat z výnosů svého kapitálu (jako například Nobela nadace).

Protože nadační trh dlouhodobě sleduji a kdysi dávno jsem byl i členem dozorčí rady Nadace Charty 77, vím, že největší problém většiny českých nadačních a dobročinných organizací je to, že nejsou samo-financovatelné. Namísto toho, aby vytvářely nadační jmění a z jeho výnosů financovaly dobročinnost, tak všechny příspěvky od dárců rozdají. A každý rok většinu své energie věnují na výběr příspěvků. Namísto toho, aby energii věnovaly více tomu, jak nejlépe pomoci. A to je škoda.

Jednou z prvních vlaštovek, která se rozhodla k tématu dobročinnosti přistupovat dlouhodobě nejrozměněji, je **Nadace rodiny Vlčkových.** Právě její cíl – být schopni se financovat z nadačního kapitálu – je ten, který budeme chtít pomoci prosazovat na českém trhu nejen mezi našimi kolegy a dětmi, ale i mezi vámi – našimi klienty. **Pokud někoho z vás toto téma zajímá a chtěli byste ho se mnou prodiskutovat, ozvěte se mi. Věřím, že společně můžeme něco skutečně změnit. I když dnes začneme malými krůčky.**

„Protože kdysi dávno někdo zasadil strom, může dnes někdo jiný sedět ve stínu.“ – Warren Buffet

UPOZORNĚNÍ:

S ohledem na probíhající pandemii a vyšší solidaritu mezi občany umožnili zákonodárci novelou zákona o daních z příjmů odečíst za rok 2021 (stejně jako v minulém roce) od základu daně bezúplatná plnění (dary) poskytnutá na zákonem vyjmenované účely až do výše 30 % základu daně. Toto platí jak pro fyzické osoby, kterým je obvykle umožněno odečíst maximálně 15 %, tak pro osoby právnické, které mohou běžně daňově uplatnit pouze 10 % základu daně.

Ing. Martina Jelínková
Daňová poradkyně HAVEL & PARTNERS Tax s.r.o.
martina.jelinkova@havelpartners.cz



Vladimír Fichtner



David Řehulka



Nejlepší dobročinnost je ta, do které se i zapojíte.

Je to necelých 10 let, co jsme se po tříletém pobytu vrátili z USA. A jedna z věcí, které nás tam zaujala, byl přístup Američanů k dobročinnosti a charitě. Dobročinnost je tam velmi přirozenou součástí života a děti se s ní setkávají od malička. Stejně jako naše dcera, která první tři roky školní docházky absolvovala v Texasu. A my jsme jako rodina právě díky škole naší dcery mohli prožít benefiční zábavné odpoledne – charitativní akci, jejímž cílem bylo **posbírat peníze na rozvoj školy, ale také pobavit děti i rodiče a napomoci sounáležitosti místní komunity.**

Když jsme se z USA vrátili domů, zeptal jsem se paní ředitelky naší malé školy ve Všenorech, zda můžeme i my jako rodina škole nějak pomoci. Paní ředitelka Renáta Bartoníčková žádou takovou nabídku nečekala. Ve škole ředitelovala druhým rokem a snažila se její špatné jméno – zaviněné předchozím vedením – změnit. A právě proto jsem se na ní s nabídkou pomoci obrátil.

Když se zeptala, jak bychom chtěli pomoci, popsal jsem jí koncept benefičního zábavného odpoledne, jak jsem ho poznal v Texasu. Za pomoci zástupkyně ředitelky paní Aleny Heckelové a několika dalších nadšených rodičů – ze začátku především Marie Mráčkové a Šárky Mitterwaldové, a přes skepsi mnoha učitelů i rodičů – spatřilo světlo světa Benefiční zábavné odpoledne školy Všenory.

Tak jako vždy, začít s něčím novým nebylo vůbec jednoduché.

Chtěli jsme totiž, aby součástí akce byla zábava pro děti – takže se musela naplánovat spousta aktivit a dát dohromady kupa dobrovolníků, kteří zábavu a aktivity pro menší i větší děti uspořádají. A to se s pomocí asi 10 dobrovolníků a učitelů nakonec povedlo.

Chtěli jsme také vybrat peníze v tombole. K tomu bylo třeba najít sponzory, kteří by dary do tomboly věnovali, a celkově tombolu včetně losování cen před všemi zúčastněnými rodiči a dětmi uspořádat. A to se také povedlo díky dalším 3 až 5 lidem, kteří si to vzali na starost.

A v neposlední řadě jsme chtěli udělat tichou aukci výrobků a služeb, které škole zdarma věnují podnikatelé a firmy z bližšího i vzdálenějšího okolí, a škola je potom vydraží v tiché aukci. I to se díky skvělému benefičnímu týmu dalších

několika lidí a více jak dvěma měsícům skutečně tvrdé práce (obvykle po práci a po večerech) také povedlo.

Škola hned z prvního ročníku získala více než 100 000 Kč. Nadšené byly děti i jejich původně spíše skeptičtí rodiče, překvapení učitelé, kteří měli radost, že dostanou pomůcky, které by jinak nikdy neměli šanci pro svou výuku získat.

Akce letos slaví 10. výročí existence a – díky nadšení všech účastníků – přinesla **malé vesnické škole s cca 260 žáky více než 2 miliony korun v průběhu 10 let.**

Mě osobně nejvíce těší, že Benefiční zábavné odpoledne školy Všenory ukázalo v průběhu let **dětem a jejich rodičům, že dobročinnost existuje a patří k životu komunity.**

Zhruba 300 dětí – a mezi nimi i naše dcera – si účast a dobrovolnictví na benefici odneslo jako životní zkušenost, protože zapojení dětí do celého procesu každoroční přípravy bylo jedním z důležitých cílů Benefice. A to je zásluha především vedení školy, za což patří Renátě Bartoníčkové i Aleně Heckelové obrovská úcta a dík.

V neposlední řadě mám také obrovskou radost, že **my, otcové a matky zakladatelé, máme své dobrovolnické následovníky,** a že Benefice přežila i obtížné časy covidové.

Více se o letošním ročníku benefice dozvíte třeba na: <http://benefice.skolavsenergy.cz/>. A pokud budete chtít vědět, jak takovou benefici začít organizovat třeba i ve škole vašich dětí, **ozvěte se mi. Rád se o své zkušenosti podělím.**

Vladimír Fichtner