

Jarom íra Krej ová¹

ANALÝZA ZRALOSTI REALITN ÍCH TRH

ANALYSIS OF MATURITY REAL ESTATE MARKET

Abstrakt

With the increasing globalisation of investments, it is very important to understand the environment of these investment markets. Before undertaking quantitative analysis, it is also important to classify those markets in terms of the progress of their development.

Opportunities in both the user and investor markets will be constrained by the legal system of property rights and the quality of professional advice available to those transacting property investments, with obvious implications for property rights. Therefore, in order to understand fully the property market, it is necessary to consider the nature and evolution of the markets as well as their economic condition. Analysts usually look at economic conditions at a national or regional level, as well as the urban economies. However, the cultural framework is usually ignored. Most of the popular analytical framework is justified by the demand and supply conditions in three sub-markets: user, investment and development.

K lí ová slova

realitní trh, zralost trhu, institucionální prostředí

Úvod

S rostoucí globalizací investic je velmi důležité porozum ět prostředí investičních trh ů. Před provedením kvantitativní analýzy je důležité ohodnotit trhy v rámci pokroku jejich vývoje.

Investiční a uživatelské příležitosti na trhu jsou omezeny právním systémem majetkového práva a kvalitou dostupného odborného posudku k provád ěné majetkové investici, zejména i d sledky na vlastnická práva. Abychom tedy pln ě porozum ěli trhu s nem ovitostmi, je nezbytné uvážít povahu a vývoj trh ů stejn ě jako jejich ekonom ické podmínky. Analytici se obvykle dívají na ekonom ické podmínky národní i regionální úrovn ě stejn ě jako na ekonom icku m ěsta. Nicmén ě kulturní rám ěc je obvykle ignorovaný. V ětšina oblíbených analytických rám ěc je opodstatn ěna podmínkami poptávky a nabídky ve t ech díl ěch trzích: uživatelský, investiční a rozvojový.

¹ Jarom íra Krej ová, *Ing. Vysoké u en ě technické v Brn ě, Rybkova 1, 612 00 Brno*

Pro zjištění ova t zra lost trh

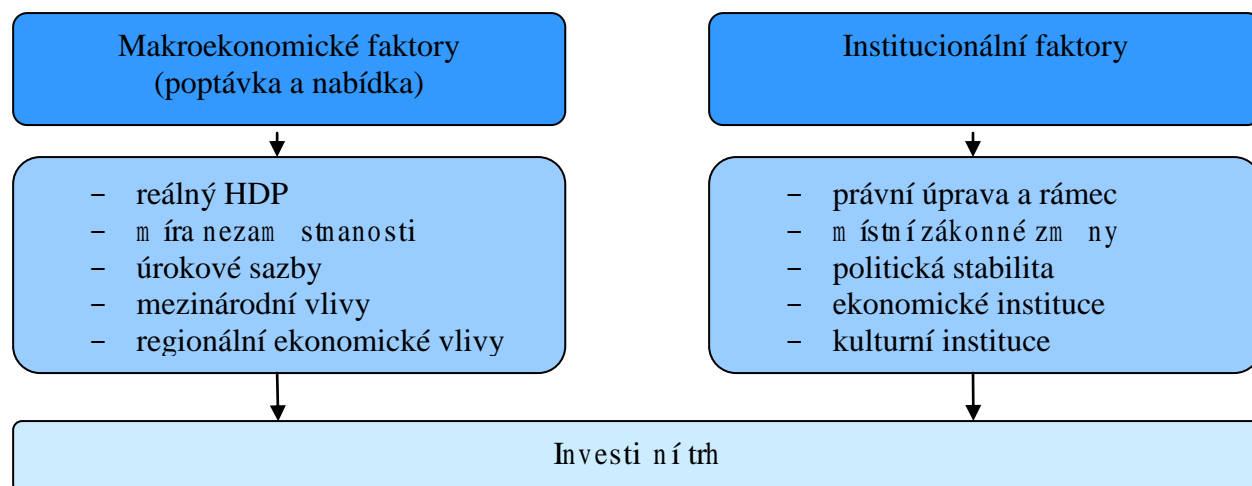
V všechny investice v sobě zahrnují odhad budoucnosti, v etn o ekávaného p íjm ového r stu a majetkových investic. Fraser (1986)^[1] tvrdí, že návratnost investic z m ajetku pochází z výnosu nájemného a zm ěna majetkové hodnoty jsou funkcí aktuálního pronájmu a o ekávaného budoucího pronájmu. Návratnost investic pochází z pronájmu a úsp šné investice závisejí na pochopení princip ů a vliv ů, které objasní tržní rozhodnutí o pronájmu. Hendershott et al. (2002) ůkají, že nájemné je pravd podobn ějd ěžit ější prom ěnná v m ajetkové ekonom ice. Hodnota prostoru je sou asná hodnota aktuálního a budoucího nájemného a nájemné je velkou sou ástí m ěnoých dom ácích i obchodních rozpo t ů.^[2] Následkem toho byly v posledních letech zna ě zkoumány rozhodnutí týkající se pronájmu.

M ajetkové investice vyžadují odhady budoucí úrovn ě nájemného, proto každá úsp šná investice vyžaduje úsp šnou p ědpo v ě. P ědpo vídání je základní sou ástí pro rozhodování managementu (Makridakis et al. 1998).

Malá pot ěba p ědpo vídat m ajetkové investice na nezralých trzích zp sobilo, že v m ěn ulosti bylo publikováno relativn ě má lo studií o této oblasti.

Analýza realitního trhu

Zde je n kolik hlavních aspekt ů, kterých pot ěbuje ekonom ická analýza realitního trhu uvažovat (Obr. 1). Za prvé, analýza by m ěla zachytit pravdivé faktory nájemní hodnoty. Za druhé, by analýza m ěla m ít ohled na neekonom ické aspekty realitních aktivit na trhu. Za t etí, by ekonom ický rozbor m ěl uvažovat o zákonných, sociálních, institucionálních a historických souvislostech tržní aktivity a to jak tyto faktory postupn ě ovliv ůvoly strukturu jednotlivých realitních trh ů. Za tvrté, budoucí návratnost na investicím ěm trhu je ovliv ůna ekonom ickými a institucionálními faktory.



Obr. 1 Vlivy na realitní trh: Ekonomická analýza

Tyto aspekty hrají důležitou roli při rozšířené pozornosti na ekonomický rozbor investičních trhů a přitom zabezpečí, že vyplývající rámec pro analýzu obou faktorů provede kompletní a významný rozbor majetku v této souvislosti. Coase (1992) (citovaný D'Arcym 1998) říká, že pro ekonomy nemá smysl diskutovat o procesu změny bez specifikujícího vnitřního nastavení, kde se obchodování uskutečňuje, protože to ovlivňuje transakce výnosů a nákladů. Jinými slovy, ekonomický rozbor by měl zahrnovat ekonomickou analýzu (kvantitativní) a institucionální analýzu (kvalitativní).^[3]

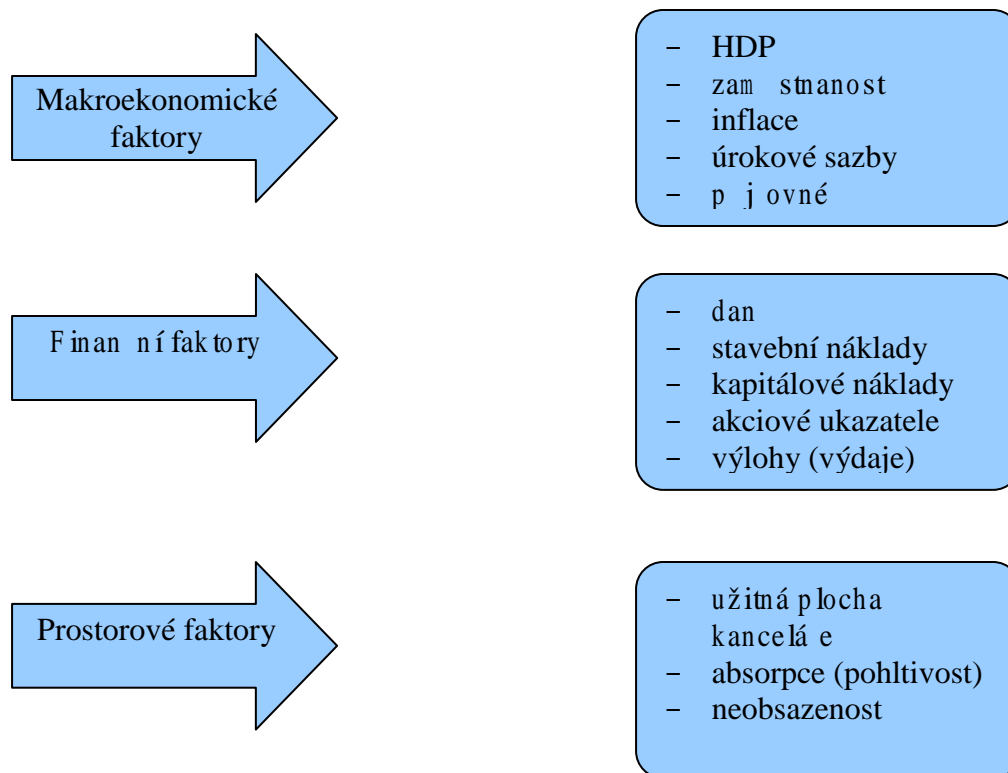
Keogh et al. (1995) v souvislosti s městskou ekonomickou teorií říká, že funkce majetku byla změněna nebo vzdálena. Ekonomická analýza investičního realitního trhu je problematická kvůli charakteristickým rysům majetku. Plnohodnotná srovnávací analýza musí mít více částí, kvůli složité tržní struktuře a ojedinelým charakteristickým rysům majetku.

V souasných ekonomických analýzách investičního trhu je důležité porozumět charakteristickým rysům majetku a zvolit vhodné aspekty pro analýzu. Některé významné problémy při sestavování ekonomické analýzy trhu s nemovitostmi vznikají různými nebo neúplnými informacemi, individuální a neelastickou nabídkou (Harvey 2000).

Kvůli různorodé povaze trhu s nemovitostmi je těžké tyto trhy analyzovat celkově. Jsou zde dva hlavní přístupy jak zkoumat trh s nemovitostmi: ekonomická analýza a institucionální přístup (D'Arcy 1998).^[4]

Ekonomická modelová studie vybuďovala jednoduché modely, které zachytí určité klíčové charakteristické rysy nájemného kancelářského (Gardiner et al. 1988, Giussani et al. 1993a, McGough et al. 1994, Keogh et al. 1998). Ve většině empirických pracích o stanovení nájemného je využíván model ve tvaru rovnosti poptávky a nabídky (Gardiner et al. 1988, Giussani et al. 1993a, D'Arcy et al. 1994, D'Arcy et al. 1997). Typickým příkladem proměnných zahrnutých v rovnici jsou: reálný HDP a míra nezaměstnanosti jako zástupce proměnné pro hlavní ekonomické podmínky; HDP v oblasti služeb a zaměstnanost jako zástupce proměnné pro trendy u požadovaných služeb; složené vedoucí ukazatele jako je podílová cena a index spotřebitelských cen jako zástupce proměnné pro odpověď ekonomické aktivity; reálná úroková míra a příjmové jako zástupce proměnné pro řízení monetární politiky; užitná plocha jako zástupce proměnné pro nabídku.

Dívější studie měly zahrnout makroekonomické, finanční a prostorové proměnné do modelovací rovnice o jedné a více proměnných (Obr. 2).



Obr. 2 Konceptní rámec stanovující nájemné kanceláří

Existuje několik problémů souvisejících s tímto typem výzkumu. Jedním z nich je systém měření velikosti nabídky a poptávky na trhu a dostupnost a přesnost tržních informací pro vybrané proměnné. Dalším problémem bývá, že se předpokládá tržní efektivita a to je nereálné. Další odpovědi o realitních trzích byly uskutečnily na zralých trzích v západních městech a nedostatečná pozornost v nově vznikajících institucionálních faktorech byla dalším zdrojem problémů. V neposlední řadě je těžké kopírovat model z jedné empirické studie a použít ji na druhou. Navíc někteří odborníci hledají nejvhodnější model; jejich cílem je spíše vhodně nastavit prvotní údaje než teorii. McNamee (1991) navrhuje vysvětlit prognostické modely a jejich výsledky odkazem na reálné zpracování ve světě (tj. vztahující se ke známým a pochopeným vztahům), které jsou podstatné pro dlouhodobou spolehlivost jednoznačného přístupu k prognózám trhu nájemného. To potvrzuje důležitost významných dostupných dat.

Zralost realitního trhu

Zralost je termín, který se využívá pro označení stupně rozvoje, který byl na trhu dosažen. Pochopení úrovně zralosti trhu ulehčí vysvětlit chování realitního trhu a objasnit investiční rozhodnutí na trhu, protože usnadňuje odpovědi předpokládaného způsobu chování tohoto trhu v budoucnosti. Realitní trh je v podstatě lidský pojem. Existují v něm funkční právní a politický rámec. Realitní firmy, tak jako všechny organizace se uvnitř systému chovají a fungují dle definovaných ustanovení, které jsou základem pro efektivitu produkce a tak pro ekonomický růst. Tyto ustanovení definují soubor stimulů a omezení pro firmy.

Trhy s nemovitostmi země podle jejich stupně rozvoje rozdělujeme na vyspělé (zralé), rozvíjející se, vznikající (nezralé). Tyto trhy se liší podnikatelským i potřebnostmi, rizikem a očekávanou návratností.^[5]

Keogh píše, že cesty ke zralosti a tržní efektivitě ovlivňující tržní chování jsou spojené. Tvrdí, že vztahy mezi efektivitou a tržní nepoužitelností od doby, kdy se vzdálily od které nezanedbatelné charakteristické rysy majetku a majetkového tržního procesu. Proto navrhl směšlenku zralosti trhu: zralý trh by mohl zvýšit tržní efektivitu, i když není možné dosáhnout dokonalé efektivity (Armitage et al. 1996).^[6] Mnoho charakteristických rysů zralosti má dopad na trh s nemovitostmi, jako například zvýšená nabídka reálních produktů, otevřenost trhu a lepší dostupnost informací. Tyto charakteristické rysy rozšiřují tržní podmínky a uspokojují vztahy nám t a cíl. Charakteristické rysy zralého trhu jsou popsány v Tab. 1.

Tab. 1 Přehled charakteristických rysů zralého trhu

❖ Dokonalá nabídka a zdravá finanční struktura
❖ V plném rozsahu využívá uživatelské a investiční cíle
❖ Poskytuje rozsáhlé reální informace a reální zprostředkovatelé mají vysokou profesionální úroveň
❖ Rozsáhlá nabídka investičních příležitostí
❖ Poskytuje liberální finanční tržní prostředí
❖ Nová a dobře vyvinutá veřejná infrastruktura
❖ Nízké riziko a návratnost
❖ Poskytuje vysoce kvalitní reální produkty
❖ Normování (standardizace) vlastnických práv a tržní zkušenost
❖ Flexibilita trhu z krátkodobého i dlouhodobého hlediska
❖ Stabilita ekonomického prostředí
❖ Stabilita rozvoje prostředí
❖ Velké množství reálních odborníků

Podle dřívějších prací (Keogh et al. 1994, Seek 1996, Armitage 1996, Armitage et al. 1996 a Lee 1999, 2001) země identifikovat několik proměnných, které mohou být použity při zjišťování aktuální úrovně vývoje země (Tab. 2).

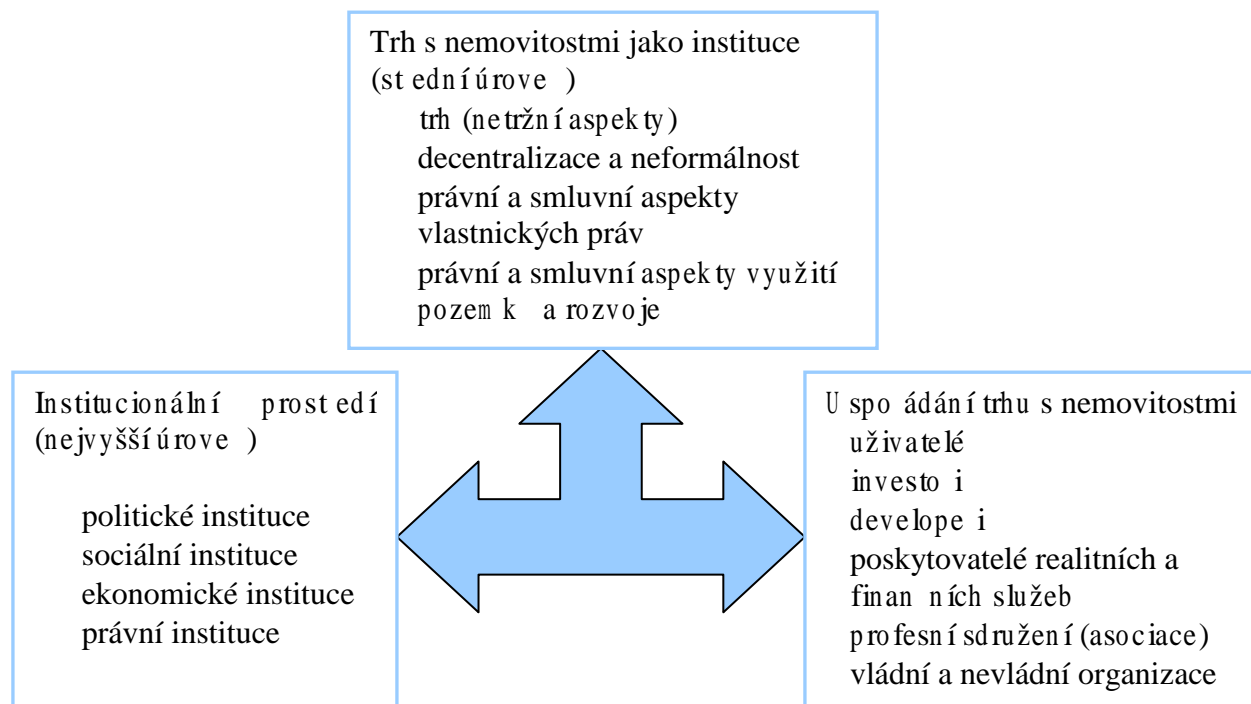
Tab. 2 Klíčové body k analýze zralosti realitního trhu

Podstata ekonomie	ekonomický růst (růst HDP)
Charakteristické rysy místních realitních trhů	uživatelské a investiční příležitosti
	flexibilita investování a pohybu kapitálu
	otevřenost trhu
Kvalita realitních produktů	funkce majetkové tržní kultury
	kvalita realitních produktů
Tržní informace	dostupnost informací
	relevance informací
Profesionální služby	profesionální realitní zprostředkovatel
	profesní úroveň (např. profesionální instituce)
Tržní stabilita	stabilita rozvoje a normování (standardizace)
	stabilita hodnoty a reálnost

Je důležité uvažovat nejen o rozhodujících faktorech realitního trhu, ale také brát v úvahu vlivy institucionální. Institucionální přístup získal svoji důležitost v posledních letech při analyzování rozmanitých ekonomických situací. Nový institucionalismus zdrazuje kolektivní rozhodování v ekonomických procesech v porovnání s jednoduchým zaměřením na ekonomické objasnění. Analyzuje existenci a význam politických, zákonných a sociálních institucí, které řídí jednání lovkabhem "omezené rozumnosti intelektu". Podle Northona (1990) jsou instituce "pravidla hry" ve společnosti. Organizace a už politické, ekonomické nebo sociální vykonávají uvnitř rámce definované ustanovení, které jsou považované za formální i neformální pravidla. Formální pravidla jsou zákony a předpisy, zatímco neformální pravidla jsou normy, konvence, tradice a zvyky.

Institucionální pohled poukazuje na to, že ekonomické, sociální a politické rozhodnutí by neměly být vyloženy jenom jako samostatné vyjádření rozhodnutí jednotlivých aktérů. Rozhodnutí a činnosti jsou uspořádány dle vzájemného ovlivňování s ostatními, dle sociálních závazků, sítí a celkových okolností. Důraz je kladen na vzájemné vztahy ekonomických činností a výsledků ovlivňujících aktéry, na strukturu celkové sítě vztahů a institucionální hloubku, tzn. na dostatek institucí různých druhů, které zajistí růst jednotlivých místních směrnic a úplné zastoupení.

Institucionální uspořádání a forma se mění od země k zemi a samozřejmě i z hlediska časového. Vliv institucionálních faktorů je velmi opomíjený u ekonomických modelových studií, protože institucionální faktory nemohou být kvantifikované. Zahraniční studie vnují pozornost vztahům finančním institucím, právním institucím a politickým institucím, které souvisí s trhem nemovitostí. Nicméně, žádná studie neposkytla širší výběr proměnných, které zkoumají úroveň institucionálního prostředí. Trhy s nemovitostmi jsou nedokonalé a neúplné a porozumění institucionálním faktorům hraje v analýze důležitou roli.



Obr. 3 **Institucionální hierarchie trhu s nemovitostmi**

Zdroj: D'Arcy et al. 1999

Institucionální přístupy byly dříve orientované na vývojový proces, vzájemné ovlivování a na vztahy mezi jednotlivými hráči trhu, kteří jsou nejnižší úrovní institucionální hierarchie (Obr. 3). Na které studie zaly v novat pozornost hlavním u institucionálním u prostředí, ale mnohé z nich nepokryly všechny druhy institucionálních aspekt (právní, politické, hospodářské a sociální). Nedostatek detailního institucionálního přístupu je závažný problém při analýze trhu s nemovitostmi. Mnoho studií používalo sekundární údaje k objasnění a analýze tržní výkonnosti.

V této práci je vymezení instituce převzato od North (1990) a D'Arcyho et al. (1999).^[7] Instituce jsou soubor norem, které mohou být formální a neformální. V širokém institucionálním prostředí mohou být zpravidla jednoduše rozdělena na politické, sociální/kulturní, ekonomické/finanční a právní prostředí. Trh s nemovitostmi může být ovlivován vzájemnou interakcí a kombinací těchto institucí. Faktory, které byly prozkoumány nebo navrženy dřívejšími studii jsou shrnuty v Tab. 3. Tyto faktory jsou rozdělené do ekonomických, právních, sociálních a politických aspektů.

Tab. 3 Faktory ovliv ující institucionáln í prost ed í

Ekonom ick é/finan ní instituce
❖ výkonnost a stabilita ekonomiky
❖ perspektiva a trendy ekonom ického r stu
❖ da ový režim
❖ úv ruschopnost zem
❖ úrove liberalizace finan ního trhu
❖ m nové riziko (sm nný kurz a p evoditelnost)
❖ kvalitní základna pro poptávku a nabídku
❖ stav celkového ekonomického zdraví
❖ síla a stabilita m ny
❖ dobrá výkonnost zdravé makroekonomické politiky
❖ stupe kontroly nad zahrani ními investory
❖ investí ní likvidita
Právní instituce
❖ pravidla a omezení pro zahrani ní investice
❖ vládní na ízení k vlastnickým práv m a údržb m ajetku
❖ právní rámec
❖ transparentnost
❖ regula ní opat en í
❖ transparentnost regula ního systém u
❖ odstran ní obchodních p ekážek
❖ p edpisy pro ochranu živo tního prost ed í
❖ odpov dnost vlastník
Politické instituce
❖ politická stabilita
❖ stupe korupce
❖ vn it ní po litická stab ilita
❖ vládní politika
❖ vládní zásahy
❖ vn jší po litická stab ilita
❖ jistota budoucí politické situace
❖ stupe úplatká ství
Sociální/kulturní instituce
❖ územní plánování
❖ kulturní rozdílnost
❖ dostupnost informací
❖ transparentnost trhu
❖ jazykové bariéry
❖ zvyk losti a oby eje
❖ zp soby podnikání (obchodování)

❖ osobní kontakty
❖ vnímání stupně korupce
❖ profesionalita na realitním trhu

Závěr

Většina studií nedokáže vysvětlit proč se trh s nemovitostmi chová tak jak se chová a tak se předpovědi vypracovávají na základě jeho budoucího pohybu. Vlivy institucionálního prostředí jsou špatně vysvětleny a zůstávají nejasné i v praktických hodnoceních.

Předchozí výzkumy v této oblasti obvykle zapadají do dvou skupin. Jedna pracuje s ekonomickým modelem (kvantitativní) a druhá se soustřeďuje na institucionální dopad (kvalitativní). Na které se stávaly zřejmě až během hodnocení.

Ekonomický průzkum se zaměřuje výhradně na modelování a nebere v úvahu zralostní úroveň nebo další faktory místního trhu s nemovitostmi. Pokud je dostupnost informací o trhu dobrá, měl by trh být schopen modelovaný. Ale studie neuvažovaly o úrovni trhu s nemovitostmi před použitím modelovací analýzy.

Analýzy vycházely z výběru a volby dat pro nalezení nejlepší vhodnosti pro model.

Dívější studie v nově upozornily na vliv "institucí", ve většině případů to znamenalo úlohu organizací a hráčů na trzích s nemovitostmi, spíše než vliv hlavního institucionálního prostředí, jako jsou politické, sociální, ekonomické, finanční a právní instituce.

Bylo by žné, že se institucionální prostředí hodnotilo použitím druhotných dat a dívější literatury. Nakonec tyto studie v mnoha případech zanechaly na které oblasti nevysvětlené a modely nebyly vhodné pro skutečnost.

Kombinovaným přístupem kvantitativních a kvalitativních faktorů by se mohlo zvýšit celkové porozumění realitního trhu. A tam kde bylo modelování nedostatečné by mohli situaci vysvětlit institucionální faktory.

Použitá literatúra

- [1] Fraser, W. D. *The Risk of Property to the Institutional Investor*, Journal of Valuation, 4, 1985. s. 45 – 59.
- [2] Hendershott, P. H., MacGregor B. D. and Tse R. Y.C. *Estimation of the Rental Adjustment Process*, Real Estate Economics, 2002. s. 165 – 183.
- [3] D'Arcy, E. and Keogh, G. *Territorial Competition and Property Market Process: An Exploratory Analysis*. Urban Studies, 1998. s. 1215-1230.
- [4] Keogh, G. and D'Arcy, E., *Towards a Property Market Paradigm of Urban Change*. Discussion Papers in Urban and Regional Economics, University of Reading, UK. 1995
- [5] Ivanička, K. a Valovič R. *Vývoj realitného trhu na Slovensku*, s.12.
- [6] Armitage, L. and Keogh G. *The Bangkok Property market: An Application of the mature Market Paradigm to an Emergent Market in the ASEAN Region*, Aberdeen Papers in Land Economy, University of Aberdeen. 1996.
- [7] Keogh, G. and D'Arcy E. *Property Market Efficiency: An Institutional Economics Perspective*, Urban Studies, 1999. s. 2401-2414.