

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ
ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ:
ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΜΠΕΙΡΙΑ**

της
ΔΡΟΓΓΟΥ ΗΛΕΚΤΡΑΣ

ΑΘΗΝΑ 2016

ΕΝΤΥΠΟ ΕΓΚΡΙΣΗΣ

Μεταπτυχιακή διατριβή

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ:
ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΜΠΕΙΡΙΑ**

Παρουσιάστηκε από

ΔΡΟΓΓΟΥ ΗΛΕΚΤΡΑ

Επιβλέπων καθηγητής

ΡΟΒΟΛΗΣ ΑΝΤΩΝΙΟΣ

Μέλος επιτροπής

ΚΑΡΑΓΑΝΗΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ

Μέλος επιτροπής

ΛΙΑΠΗΣ ΚΩΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

Ευχαριστίες

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος σπουδών «οικονομικής και περιφερειακής ανάπτυξης» ΤΟ.ΠΑ του πανεπιστημίου της Παντείου, υπό την επίβλεψη του καθηγητή Κ. ΡΟΒΟΛΗ ΑΝΤΩΝΙΟΥ. Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Κ Ροβολή για την σημαντική βοήθεια του κατά τη διάρκεια της εκπόνησης. Επίσης ευχαριστώ τα υπόλοιπα μέλη της τριμελούς επιτροπής, τους κυρίους ΚΑΡΑΓΑΝΗ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟ και ΛΙΑΠΗ ΚΩΣΤΑΝΤΙΝΟ, για την συμβολή τους στην ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας καθώς και όλους τους καθηγητές του τμήματος για τις γνώσεις και την εμπειρία που μου μετέφεραν κατά την διάρκεια των σπουδών μου.

Την αφιερώνω στους γονείς μου

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
SUMMARY	4
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	6
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	7
ΣΥΜΕΡΑΣΜΑΤΑ	55
ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	56
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	57-59

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Μέσω αυτής της εργασίας θα γίνει προσπάθεια να δοθεί μια εξήγηση για το πώς οι οικονομικοί κύκλοι συνδέονται με τους κύκλους ακινήτων και ποιοι είναι οι προσδιοριστικοί παράγοντες της οικονομίας που επιδρούν στην αγορά ακίνητης περιουσίας. Αναφέρεται επίσης πως συνδέονται μεταξύ τους οι τιμές των ακινήτων και οι τραπεζικές κρίσεις και γιατί συμβαίνουν. Προκειμένου να επιτευχτεί καλύτερη ανάλυση για την σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και της χρηματοπιστωτικής αστάθειας κρίθηκε σκόπιμος ο επιμερισμός της παρούσας εργασίας σε τρία κεφάλαια.

Πρώτα εξετάζονται οι θεωρίες των οικονομικών κύκλων. Ακολούθως ερευνάται η σημασία της αγοράς ακινήτων σε μακροοικονομικό επίπεδο και η επίδραση του πληθωρισμού στην ανταποδοτικότητα των ακινήτων. Στη συνέχεια διερευνάται η εξέλιξη των αγοραπωλησιών ακινήτων και πώς εξελίσσεται ο δανεισμός των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών μέσα από το ιδιωτικό τους χρέος. Παρουσιάζεται η κατάσταση της παγκόσμιας κτηματαγοράς και γίνεται παραλληλισμός με την ελληνική κτηματαγορά. Η παράθεση μερικών πρόσφατων παραδειγμάτων αυξήσεων και πτώσεων στις τιμές των ακινήτων που συνδέθηκαν με την τρέχουσα κρίση που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ και επηρέασε ολόκληρο τον κόσμο, θεωρήθηκε απαραίτητο να αναλυθούν για να γίνει σύνδεση θεωρίας και πράξης. Στην συνέχεια εξετάζουμε κατά πόσο στην ελληνική πραγματικότητα υπήρξαν κατά τα τελευταία έτη φαινόμενα «φούσκας» στις τιμές των ακινήτων τα οποία επηρέασαν το χρηματοπιστωτικό σύστημα κατά την διαδικασία των τεστ Αντοχής 2010 (stress tests) στα οποία υποβλήθηκαν οι ευρωπαϊκές τράπεζες. Αυτή η εργασία ολοκληρώνεται δίνοντας έμφαση σε μέτρα περιορισμού των οικονομικών κύκλων στην αγορά ακινήτων και στους τρόπους απομόνωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος από αυτές τις διακυμάνσεις

SUMMARY

The subject of this thesis is the connection between the economic fluctuations and property markets in theory and through international experience. I will attempt to provide an explanation of how the economic cycles have been associated with real estate cycles and as well as find economic determinants which affect the real estate market.

I will also be investigating how these two systems associate with to each other, house prices and banking crises, and why these association occurs. In order to achieve better analysis I have divided this work into four chapters.

The first chapter considers the existing theories about economic cycles. Secondly on the next chapter the importance of the real estate market at the macroeconomic level is investigated alongside the effect of inflation on reciprocity property. This thesis will also study the evolution of real estate transactions and how evolves the private debt of business lending and households. This thesis illustrates the state of the international real estate market and i will draw compare with the state of the Greek real estate market. In order to trace the connections between theory and real life, I have listed some examples of increases and decreases of property values associated with the current crisis, which originated from the USA and affected the entire world.

In addition this thesis examines whether, in recent Greek reality " bubbler" phenomena where observed in real estate process, which affected the financial system during the process of stress tests of 2010, which were submitted in European banks.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο τομέας της αγοράς ακινήτων αποτελεί το κύριο αντικείμενο μελέτης της εργασίας αυτής. Πρόκειται αναμφίβολα για ένα κλάδο που αποτελούσε και εξακολουθεί να αποτελεί βασικό κομμάτι της οικονομίας, που επιδρά άμεσα ή έμμεσα και σε άλλους τομείς.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία των αγοραπωλησιών είναι ένα θέμα που έχει μελετηθεί διεξοδικά τα τελευταία χρόνια σε διεθνές επίπεδο. Ο ρόλος των τραπεζών, τα διεθνή οικονομικά και πολιτικά δεδομένα που αλλάζουν διαρκώς, η υφισταμένη φορολογία είναι ορισμένοι μόνο συντελεστές που συμβάλλουν καθοριστικά στη διεθνή αγορά.

Τα ακίνητα αποτελούν το κυριότερο περιουσιακό στοιχείο των νοικοκυριών παγκοσμίως. Οι έρευνες για την προσπάθεια διεξαγωγής συμπερασμάτων για το βιοτικό και γενικότερα το οικονομικό επίπεδο μιας χώρας, μελετούν εκτενώς το πλήθος, την αξία και τα χαρακτηριστικά των ακινήτων των νοικοκυριών. Ο παράγοντας αυτός ορίζει ένα βασικό συντελεστή συμπερασμάτων.

Ιδιαίτερα για την Ελλάδα, η αγορά ακινήτων αποτελούσε και εξακολουθεί να αποτελεί μια ασφαλή επένδυση. Η βαθειά οικονομική κρίση όμως που πλήττει τη χώρα τα τελευταία χρόνια, έχει επιφέρει πλήθος μεταβολών και αλλαγή δεδομένων.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΜΕΡΟΣ Ι : ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

1. ΘΕΩΡΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ

1.1 Εισαγωγή στους οικονομικούς κύκλους	8
1.2 Ορισμοί οικονομικών κύκλων	8-9
1.3 Χρονική διάρκεια και κατηγορίες οικονομικών κύκλων	10-14
1.4 Αιτίες οικονομικών κύκλων	14-15

2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

2.1 Πως οι οικονομικοί κύκλοι συνδέονται με τα ακίνητα	15-18
2.1.1 Η αγορά ακινήτων	19-21
2.2 Πληθωρισμός και ανταποδοτικότητα ακινήτων	21-22
2.2.1 Η επίδραση της οικονομίας και προσδιοριστικοί παράγοντες	22-25
2.3 Η αγορά ακίνητης περιουσίας	25-26
2.3.1 Οικονομικό περιβάλλον και δομή της αγοράς ακίνητη περιουσίας	26-29
2.4 Οι λειτουργίες των αποτελεσματικών αγορών ακίνητης περιουσίας	29-30

ΜΕΡΟΣ ΙΙ : Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΑΓΟΡΑΠΩΛΗΣΙΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΣ

3.1 Τα κυριότερα χαρακτηριστικά της αγοράς κατοικίας στην Ευρώπη σε σύγκριση με αυτά της ελληνικής αγοράς ακινήτων.	31-32
3.2 Η επίδραση των τραπεζικών κρίσεων στην αγορά ακινήτων	32-33
3.3 Διεθνή δεδομένα	33-36
3.4 Ιδιωτικό χρέος επιχειρήσεων και νοικοκυριών και η εξέλιξη του δανεισμού των νοικοκυριών	36-46
3.5 Διεθνής εμπειρία σχετικά με την κρίση ακινήτων	45-48
3.6 Η θέση κτηματαγορών πολλών χωρών παγκοσμίως	48-50
3.6.1 Η Ελληνική κτηματαγορά	50-52
3.7 Η σημασία της αγοράς ακινήτων στην Ελληνική οικονομία.	52-54

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

A.K Αστικός Κώδικας

ΑΕΠ Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

Γ.Ο.Κ Γενικός Οικοδομικός Κανονισμός

ΔΝΤ Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

ΚΠΑ Καθαρή Παρούσα Αξία

ΕΛΣΤΑΤ Ελληνική Στατιστική Αρχή

ΕΣΥΕ Εθνική Στατιστική Υπηρεσία Ελλάδος

ΤτΕ Τράπεζα της Ελλάδος

ΕΕ Ευρωπαϊκή Ένωση

ΕΚΤ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ΟΟΣΑ Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης

ΟΝΕ Οικονομική και Νομισματική Ένωση

NPL Non Performing Loans

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΘΕΩΡΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ

1.1 Εισαγωγή στους Οικονομικούς Κύκλους¹

Όλα τα σημαντικά μεγέθη της οικονομίας, όπως το επίπεδο του εισοδήματος, των τιμών, της απασχόλησης, των εξαγωγών, κ.τ.λ. μεταβάλλονται στη διάρκεια του χρόνου και δεν είναι ποτέ στάσιμα. Η οικονομική δραστηριότητα μιας οικονομίας για μεγάλες χρονικές περιόδους, φαίνεται ότι μεταβάλλεται, άλλοτε γρήγορα και άλλοτε αργά. Οι μεταβολές αυτές ονομάζονται οικονομικές διακυμάνσεις ή οικονομικοί κύκλοι και παρότι δεν είναι ίδιες ως προς την ένταση ή τη διάρκειά τους παρουσιάζουν μια συστηματική κυκλικότητα. Τα στάδια από τα οποία περνάει η οικονομία κατά τη διάρκεια του κύκλου έχουν κοινά χαρακτηριστικά και ονομάζονται φάσεις του οικονομικού κύκλου. Ένας ορισμός² του οικονομικού κύκλου γενικά αποδεκτός στην οικονομική βιβλιογραφία είναι «περίοδοι διακυμάνσεων που κυμαίνονται από 1,5 έως 8 χρόνια, και αφορούν διάφορους τομείς και πτυχές της οικονομικής δραστηριότητας». Οι περίοδοι διακυμάνσεων μεγαλύτεροι των οκτώ ετών πρέπει να αποδίδονται σε διαρθρωτικούς λόγους και όχι σε συγκυριακούς (M.Pelagatti, 2004). Η ανάλυση του οικονομικού κύκλου μπορεί να αποτελέσει χρήσιμο εργαλείο για την κατανόηση κάθε είδους οικονομικών διαταραχών τόσο σε επίπεδο ΑΕΠ όσο και σε επίπεδο κλάδου. Κάθε κλάδος είναι μέρος μιας συνολικής οικονομίας και υπό αυτήν την έννοια επηρεάζεται από το οικονομικό κλίμα. Για να μπορέσουμε να αναλύσουμε τις κατηγορίες των Οικονομικών Κύκλων είναι απαραίτητη η αναφορά των θεωρητικών προσεγγίσεων τους.

¹ Pelagatti Matteo M., (2004), “Business cycle and sector cycles”, Department of Statistics. Università degli Studi di Milano-Bicocca. November

² Τριανταφύλλης Χρήστος, (1999), “Λεξικό Οικονομικών Εμπορικών Τραπεζικών και Χρηματοπιστηριακών Όρων”, Αθήνα

1.2 Ορισμοί οικονομικών κύκλων³

Οι σύγχρονες οικονομίες χαρακτηρίζονται από έλλειψη «ομαλότητας» κατά την εξέλιξή τους, παρατηρούνται «κυματισμοί», που μεταβάλλονται σε χρόνο και σε μέγεθος. Οι οικονομικοί ή επιχειρηματικοί κύκλοι μελετούν αυτή την μεταβλητότητα.

Ως οικονομικός κύκλος (σύμφωνα με τον Εθνικό Φορέα Οικονομικών Ερευνών - National Bureau of economic research), ορίζεται «ο τύπος των διακυμάνσεων που εντοπίζεται στη συνολική οικονομική δραστηριότητα των εθνών και εκφράζεται μέσα από την επιχειρηματική δράση: ο κύκλος αποτελείται από διαστολές οι οποίες συμβαίνουν περίπου την ίδια χρονική στιγμή σε πολλές οικονομικές δραστηριότητες και οι οποίες ακολουθούνται από παρόμοιες γενικές συστολές, υφέσεις καθώς και αναζωπυρώσεις, οι οποίες συγχωνεύονται σταδιακά στη φάση της ανόδου του επόμενου οικονομικού κύκλου»⁴.

Ο επιχειρηματικός κύκλος υπολογίζεται με βάση τη «συνολική δραστηριότητα», την οποία συνήθως μετράμε με το ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ). Επίσης, το ότι οι πραγματοποιούμενες συστολές συμβαίνουν «σχεδόν ταυτόχρονα σε πολλές οικονομικές δραστηριότητες», σηματοδοτεί μια γενικότερη διάχυση της οικονομικής δράσης στους σημαντικότερους τομείς της οικονομίας το γεγονός αυτό με τη σειρά του είναι ενδεικτικό του ότι ο οικονομικός κύκλος δεν περιέχει πληροφορίες για την ακριβή αριθμητική σχέση που συνδέει μεταξύ τους τις οικονομικές μεταβλητές.

Η αναφορά σε «φάσεις επαναλαμβανόμενες αλλά όχι περιοδικές» είναι ενδεικτική του ότι οι οικονομικοί κύκλοι έχουν ορισμένη μορφή χωρίς αυτή να είναι ακριβής διαχρονικά, γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι διακυμάνσεις που λαμβάνουν χώρα κατά τη διάρκεια του εκάστοτε κύκλου, είναι αποτέλεσμα συμπεριφοράς τυχαίων επιδράσεων (Rau, 1974).

Ο Prescott και Kydland (1946) ακολουθώντας την οπτική του Lucas έτσι όπως την εξέφρασε μέσα από το έργο του «Understanding Business Cycles», προσεγγίζουν τους επιχειρηματικούς κύκλους ως αποκλίσεις του συνολικού πραγματικού προϊόντος από τη γενική του τάση, με τη χρήση χρονολογικών σειρών. Εμπλουτίζοντας την εν λόγω άποψη, δίνουν συγκεκριμένο ορισμό της γενικής τάσης, επεξεργαζόμενοι μια

³ Pelagatti Matteo M., (2004), “Business cycle and sector cycles”, Department of Statistics. Università degli Studi di Milano-Bicocca. November

⁴ <http://www.kepe.gr/>

διαδικασία υπολογισμού της και εφαρμόζοντας τη σε χρονολογικά στοιχεία της αμερικανικής οικονομίας για την μετά τον πόλεμο Κορέας περίοδο (1954-1989)

Ο Dorbush και Fischer (1993) συνδυάζοντας τις επιμέρους απόψεις, ορίζουν ως οικονομικό κύκλο την «περισσότερο ή λιγότερο ομαλή εξέλιξη των επεκτάσεων (ανακάμψεων) και των συστολών (υφέσεων) της οικονομικής δραστηριότητας γύρω από τη μακροχρόνια τάση μεγέθυνσης της οικονομίας».

1.3 Χρονική Διάκριση και κατηγορίες των Οικονομικών Κύκλων⁵

Μια διάκριση των οικονομικών κύκλων μπορεί να γίνει βάσει της περιοδικότητά τους και την έντασή τους :

α) Κύκλοι Kondradiev ή Μακροχρόνιοι κύκλοι. Η συνολική τους διάρκεια είναι 50 έτη από τα οποία τα 20 έτη ανταποκρίνονται στην περίοδο οικονομικής ανάπτυξης, στη συνέχεια ακολουθεί μια περίοδος σταθερότητας 10 ετών (σε υψηλά επίπεδα) και το τελευταίο στάδιο αποτελείται από 20 χρόνια ύφεσης.

β) Κύκλοι Juglar ή Μεσοπρόθεσμοι κύκλοι. Ο κύκλος αυτός διαρκεί περίπου 7 έως 10 χρόνια και συνήθως αναφέρεται ως «οικονομικός κύκλος». Οι κύκλοι αυτοί διαπιστώθηκαν από τον Clement Juglar το 1951, ενώ μέχρι τότε εθεωρούντο ως μεμονωμένο και απρόοπτο οικονομικό φαινόμενο (Τριανταφύλλης, 1999).

γ) Κύκλοι Kitchin ή Βραχυπρόθεσμοι κύκλοι. Είναι γνωστοί ως «εμπορικοί κύκλοι» και έχουν μικρή διάρκεια, περίπου 3-4 χρόνια. Αναπτύσσονται παράλληλα με μεγαλύτερης διάρκειας κύκλους και δεν είναι τόσο βέβαιοι όσο οι μακράς διάρκειας (Τριανταφύλλης, 1999).

Μια άλλη διάκριση των οικονομικών κύκλων μπορεί να γίνει βάσει της χρονικής τους διάρκειας και επιμερίζονται σε τέσσερις κατηγορίες:

α) Οι κύκλοι Kitchin ή κύκλοι αποθεμάτων με διάρκεια 3-5 έτη.

β) Οι κύκλοι Juglar ή κύκλοι επενδύσεων με διάρκεια 7-11 έτη.

γ) Οι κύκλοι Kuznets ή κύκλοι οικοδόμησης με διάρκεια 15-25 έτη.

⁵ Τριανταφύλλης Χρήστος, (1999), «Λεξικό Οικονομικών Εμπορικών Τραπεζικών και Χρηματιστηριακών Όρων», Αθήνα

δ) Τα μακροχρόνια κύματα ή κύκλοι Kondratieff με διάρκεια 48-55 έτη.

Οι κύκλοι Kitchin.

Ονομάστηκαν έτσι από τον Joseph Kitchin⁶. Σύμφωνα με τον συγγραφέα οι κινήσεις των οικονομικών συντελεστών συντίθενται από:

α) Ελάχιστονες κύκλους διάρκειας 3 1/2 ετών κατά μέσο όρο.

β) Μείζονες κύκλους ή όπως ονομάζονται εμπορικοί κύκλοι (trade cycles) που περιλαμβάνουν κυρίως δύο και πιο σπάνια τρεις ελάχιστονες κύκλους.

γ) Βασικές κινήσεις ή τάσεις που είναι κυρίως κινήσεις κατά μήκος μιας ευθείας. Αυτές οι γενικές παρατηρήσεις υποστηρίχθηκαν από μηνιαία στατιστικά στοιχεία για τους τραπεζικούς συμψηφισμούς, τις τιμές αγαθών και τα επιτόκια στην Μεγάλη Βρετανία και τις ΗΠΑ. Η ονομασία τους ως κύκλοι αποθεμάτων οφείλεται στο γεγονός ότι προκαλούνται από τις διακυμάνσεις των αποθεμάτων. Η κατάσταση των αποθεμάτων οφείλεται στην ασυμφωνία μεταξύ παραγωγής και ζήτησης. Όταν η ζήτηση παραμένει στάσιμη τα αποθέματα αυξάνονται και αντίστροφα.

Οι κύκλοι Juglar⁷.

Οι κύκλοι αυτοί παρατηρήθηκαν από τον Juglar έχουν περίοδο 7-11 έτη. Η έρευνα του που στηρίχτηκε σε επιτόκια, τιμές και άλλα τραπεζικά στοιχεία, από τις ΗΠΑ⁸, Γαλλία και Μ. Βρετανία. Οι κύκλοι αυτού του μεγέθους μοιάζουν να ανταποκρίνονται στο κύκλο ζωής των επενδυτικών αγαθών όπως οι μηχανές και ο βιομηχανικός εξοπλισμός.

Οι κύκλοι Kuznets.

Οι κύκλοι Kuznets συνδέονται με την κατασκευαστική δραστηριότητα, που περιλαμβάνει επενδύσεις σε υποδομές κατοικίας ή μη. Οι κύκλοι αυτοί ονομάζονται οικοδομικοί κύκλοι (building cycles) και θεωρούνται "Αμερικάνικοι κύκλοι" γιατί μπορούν να παρατηρηθούν καθαρότερα στην χώρα αυτή. Η ερμηνεία του βασίζεται σημαντικά στην αλληλεπίδραση οικονομικών και δημογραφικών μεταβλητών. Η

⁶ Joseph Kitchin "Cycles and trends in economic factors", Review of Economics and Statistics, Vol V, No 1, Jan 1923, pp 10-16 αναδημοσιευμένο στο John J. Clark - Morris Cohen (eds), "Business fluctuations, growth and economic stabilization. A reader", New York, Random House, 1963.

⁷ Ciement Juglar, "Des aises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats Unis", Librairie Guillaumin et Cie, 1862

⁸ JJ Van Dufjn, " The long wave in economic life", London.George Allen & Unwin,1983, ρ

ισχύς τους πριν από τον Β' παγκόσμιο πόλεμο αποδίδεται στο μεταναστευτικό ρεύμα από την Ευρώπη στο Νέο Κόσμο. Οι φάσεις ανόδου 1861-1871, 1878-1892 και 1898-1912 συμπίπτουν όλες με την σημαντική μετανάστευση από την Ευρώπη στις ΗΠΑ.

Οι κύκλοι Kondratieff⁹.

Οι κύκλοι Κοντράντιεφ, από το όνομα του Ρώσου οικονομολόγου Νικολάϊ Κοντράντιεφ (1892-1938) είναι οικονομικοί κύκλοι μακράς διάρκειας (48-55 χρόνια), που περιλαμβάνουν μία μακρά ανοδική φάση (25 έως 30 χρόνων) και μία σχεδόν ισόχρονη καθοδική.

Ο Nikolai D. Kondratieff υποστηρίζει ότι: «υπάρχει πράγματι λόγος να υποθέσουμε την ύπαρξη μακροχρόνιων κυμάτων στην καπιταλιστική οικονομία με μέση διάρκεια περίπου 50 έτη, ένα γεγονός που περιπλέκει περισσότερο της δυναμικής της οικονομίας». Υποστήριξε την θέση του μελετώντας στατιστικά στοιχεία από την Μ. Βρετανία, Γαλλία και ΗΠΑ που περιλάμβαναν τιμές χονδρικής, επιτόκια, μισθούς, στοιχεία εξωτερικού εμπορίου, παραγωγή και κατανάλωση άνθρακα και χάλυβα, παραγωγή μόλυβδου. Καταλήγοντας εκτίμησε τα τρία μακροχρόνια κύματα ως εξής:

Α' κύκλος: 1.Ανοδικό κύμα: από τε τέλη της δεκαετίας του '90 του 18^{ου} αι. έως το 1810-1817. 2. καθοδικό κύμα: από το 1810-1817 έως το 1844-1851.

Β' κύκλος: 1.Ανοδικό κύμα: από το 1844-1851 έως το 1870-1875. 2. καθοδικό κύμα: από το 1870-1875 έως το 1890-1896.

Γ' κύκλος 1.Ανοδικό κύμα: από το 1890-1896 έως το 1814-1920. 2. Πιθανό καθοδικό κύμα : από το 1914-1920.

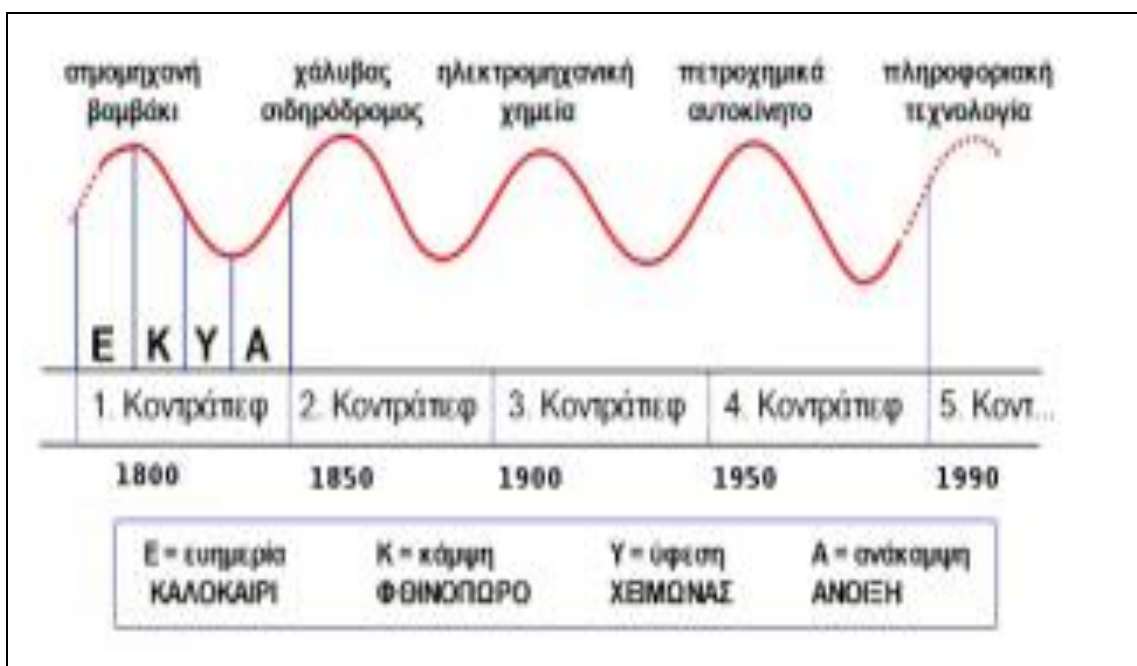
Οι ανοδικοί κύκλοι, συνήθως συνοδεύονται με την άνοδο ή την επιβεβαίωση μιας χώρας ή μιας ομάδας χωρών ως του επικέντρου της καπιταλιστικής συσσώρευσης, καθώς και με την επέκταση νέων τεχνολογικών καινοτομιών, που συνήθως έχουν εφευρεθεί κατά την προηγούμενη καθοδική φάση. Ο Κοντράντιεφ αναγνώρισε τέσσερις διακριτές φάσεις οι οποίες διαδέχονται η μία την άλλη και τις περιέγραψε ως εξής:

⁹ Nikolai D. Kondratieff, "The long wave in economic life", Review of Economics and Statistics, Vol XVII, No 6, Nov 1935, pp 105-115 αναδημοσιευμένο στο John J. Clark Monis Cohen (eds), "Business fluctuations, growth and economic stabilization. A reader", New York, Random House, 1963, ρ 29

- α) περίοδος πληθωριστικής αύξησης
- β) περίοδος στασιμοπληθωρισμού
- γ) περίοδος αντιπληθωριστικής αύξησης
- δ) η μεγάλη ύφεση

Οι τέσσερις προαναφερθείσες περίοδοι παραλληλίζονται εύστοχα από τις τέσσερις εποχές του χρόνου με τα ανάλογα χαρακτηριστικά: Άνοιξη – Καλοκαίρι και Φθινόπωρο – Χειμώνας.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: Κύματα Κοντράτιεφ από το 1800 μέχρι σήμερα. Κατά τη θεωρία βρισκόμαστε σε εποχή Υ (ύφεση, Χειμώνας Κοντράτιεφ). Πάλι κατά τη θεωρία, πρέπει να περιμένουμε μια εποχή Α (ανάκαμψη, Άνοιξη Κοντράτιεφ)



Παρατηρείται ότι το χαρακτηριστικό των δυτικών καπιταλιστικών οικονομιών είναι οι μακροχρόνιοι οικονομικοί κύκλοι. Τις αιτίες του καπιταλισμού ο Κοντράντιεφ τις αποδίδει στο ανθρώπινο στοιχείο και υποστηρίζει ότι οι άνθρωποι επειδή «κυριεύονται» από απληστία οδηγούνται σε υπερβολές. Τα τελευταία χρόνια που στις δυτικές οικονομίες υπήρχε οικονομική ακμή, υπήρχε μία υπέρμετρη αισιοδοξία και αίσθηση οικονομικής ασφάλειας έτσι ώστε οι καταναλωτές να οδηγούνται σε υπερβολές.

Οι παραπάνω μελετητές συνέδεσαν το όνομα τους με τις κατηγορίες των οικονομικών κύκλων. Ένα πλήθος άλλων ερευνητών πρότεινε διαφορετικές και πολλές φορές αντικρουόμενες θεωρίες για την καταγραφή και την ερμηνεία των οικονομικών κύκλων. Οι ορισμοί και οι έννοιες που είναι απαραίτητες για την ανάλυση των οικονομικών κύκλων προτάθηκαν από διάφορους ερευνητές κατά την διάρκεια σχεδόν ενός αιώνα συστηματικής μελέτης. Πολλές έννοιες και θεωρητικές θέσεις που εμφανίστηκαν στα έργα των πρώτων μελετητών ισχύουν ακόμα και σήμερα. Αν και οι διάφορες σχολές οικονομικής σκέψης ακολούθησαν την δική τους πορεία ωστόσο κάποιες από αυτές καθώς και σημαντικοί μελετητές από ορισμένες σχολές άσκησαν ευρύτερη επιρροή στον χώρο. Πριν προχωρήσουμε στο κεφάλαιο που συνδέει τους οικονομικούς κύκλους με την αγορά ακινήτων κρίθηκε σκόπιμη η αναφορά στις αιτίες των οικονομικών κύκλων (ενδογενείς και εξωγενείς)

1.4 Αιτίες των οικονομικών κύκλων¹⁰.

Το επίπεδο της «πλήρης απασχόλησης» είναι ένα ιδανικό επίπεδο κοινώς αποδεκτό για την οικονομία. Γεννιέται όμως το ερώτημα τι ποσοστό ανεργίας περιλαμβάνει η «πλήρης απασχόληση». Υπάρχουν διάφορες απόψεις σχετικά με τα επίπεδα που θα πρέπει να κυμαίνεται το ποσοστό απασχόλησης.

Ο James Tobin αποδέχεται το 0% σαν ποσοστό ανεργίας, ο William Beveridge το 3%, ενώ ο John Maynard Keynes υποστηρίζει ότι το ποσοστό ανεργίας θα πρέπει να κυμαίνεται μεταξύ 3% -10%. Στο επίπεδο «πλήρους απασχόλησης» όλοι οι άνθρωποι που είναι σε θέση και είναι πρόθυμοι να εργαστούν μπορούν να βρουν μια θέση εργασίας στο επικρατούν επίπεδο μισθών. Το επίπεδο του πληθωρισμού είναι σταθερό και όλες οι εισροές που η οικονομία μπορεί να χρησιμοποιήσει, παράγουν προϊόν. Το επίπεδο πλήρους απασχόλησης θα αυξάνεται όσο ο πληθυσμός θα αυξάνεται, καθώς και όταν υπάρχουν νέες τεχνολογικές εξελίξεις. Αν τίποτα δεν διαταράξει την οικονομία, δεν υπάρχει κανένας λόγος να βγει από το επίπεδο πλήρους απασχόλησης.

¹⁰ Paper presented at the 8th Conference of the Pacific Rim Real Estate Society 21-23 January 2002 Christchurch, New Zealand

Ωστόσο, οι οικονομικοί κύκλοι εμφανίζονται επειδή διαταραχές στην οικονομία ωθούν την οικονομία πάνω ή κάτω από το επίπεδο αυτό, της πλήρους απασχόλησης. Τα **αίτια** των οικονομικών κύκλων διακρίνονται σε ενδογενή και εξωγενή. Στις εξωγενείς αιτίες, περιλαμβάνονται μεταβλητές οι οποίες καθορίζονται εκτός του οικονομικού συστήματος, όπως πόλεμοι και επαναστάσεις, εκλογές, μεταβολές στην τιμή του πετρελαίου, επιστημονικές και τεχνολογικές εξελίξεις. Στις ενδογενείς αιτίες περιλαμβάνονται μεταβλητές που προσδιορίζονται μέσα στο οικονομικό σύστημα και προκαλούν οι ίδιες τους οικονομικούς κύκλους. Μερικές από αυτές είναι οι νομισματικές πολιτικές που δημιουργούν διακυμάνσεις μέσω της επέκτασης ή της συρρίκνωσης της προσφοράς χρήματος (Milton Friedman), οι θεωρίες επένδυσης που βασίζονται στην αλληλεπίδραση μεταξύ της αύξησης της παραγωγής και της επένδυσης (Paul Samuelson), οι θεωρίες σχετικά με την αγορά εργασίας, οι οποίες αποδίδουν τις οικονομικές διακυμάνσεις στην ακαμψία των τιμών (ή των μισθών) (Robert Lucas), οι μεταβολές στην καμπύλη της συνολικής ζήτησης και οι μεταβολές στην καμπύλη της συνολικής προσφοράς¹¹.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

2.1 Πως οι οικονομικοί κύκλοι συνδέονται με τα ακίνητα¹²

Στη δεκαετία του 1970, μια άλλη θεωρία έγινε δημοφιλής. Με βάση τις μελέτες της συμπεριφοράς της χρηματιστηριακής αγοράς, η «υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς», υποστήριξε ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων τείνουν να αντικατοπτρίζουν την τρέχουσα βέλτιστη πληροφορία σχετικά με την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου.

Όταν μια νέα πληροφορία σχετικά με μια μεμονωμένη εταιρεία εισέρχεται στην αγορά, η τιμή της μετοχής προσαρμόζεται πολύ γρήγορα, μέσα σε μια ημέρα ή δύο. Οι τιμές δεν κινούνται αργά σε διαστήματα εβδομάδων ή μηνών.

¹¹ Lucas Robert E. Jr , (1980), "Methods and Problems in Business Cycle Theory," Journal of Money, Credit, και Τραπεζική 12 (1980).

¹² Liu,H, Park, Y.W, and Zheng, S.(2002),The interaction between Housing Investment and Economic Growth in China, international Real Estate Review, vol 5.

Οι ακαδημαϊκοί κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η χρηματιστηριακή αγορά είναι ένας πολύ αποτελεσματικός μηχανισμός για την απορρόφηση νέων αντικειμενικών πληροφοριών. Πρόκειται για μια «τέλεια αγορά». Το διάγραμμα τιμών της μετοχής μιας εταιρείας έχει ένα σχέδιο που ονομάστηκε «τυχαίος περίπατος» (τυχαίος, επειδή δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί). Η νευρική κίνηση των τιμών των μετοχών, θυμίζει θυμωμένο κουνούπι, αντανακλώντας τις σημερινές ειδήσεις. Η αγορά απορροφά τις νέες πληροφορίες τόσο καλά που είναι σχεδόν αδύνατο κάποιος να επωφεληθούν των ειδήσεων για να κάνουν κερδοφόρες συναλλαγές για τη μετοχή της εταιρείας – τόσο τέλεια είναι η αγορά.

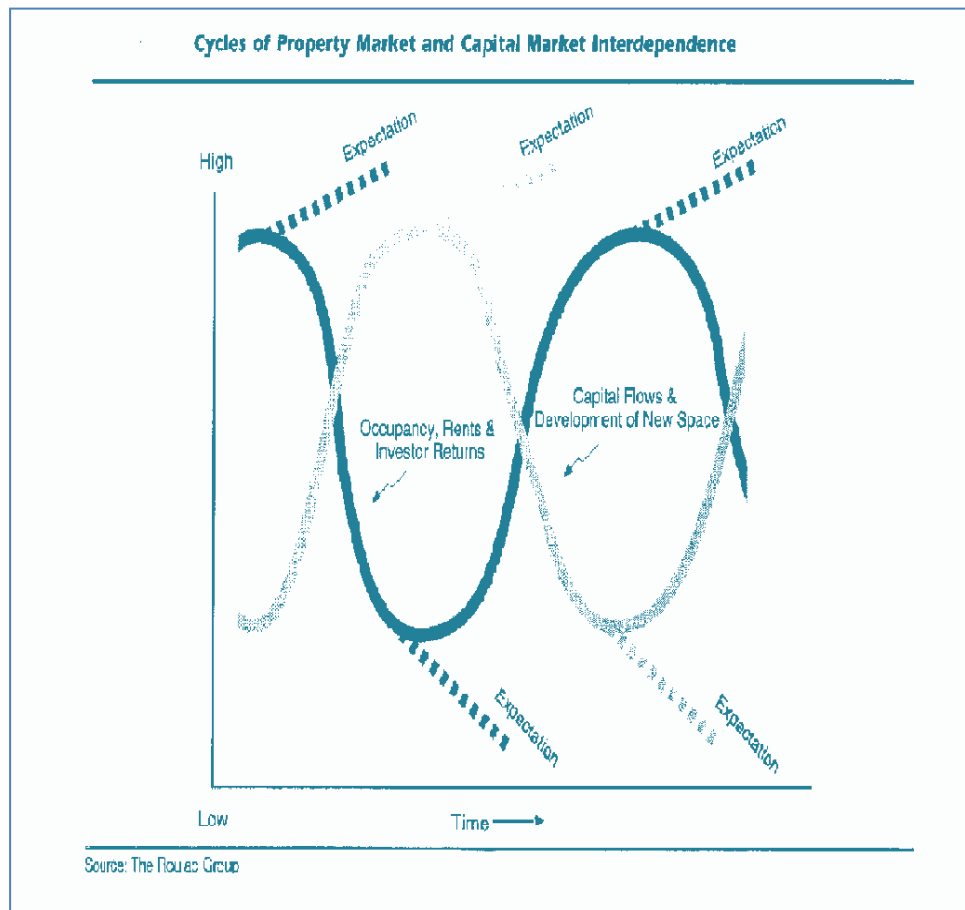
Ως εκ τούτου δεν υπάρχουν προβλέψιμοι μακροπρόθεσμοι κύκλοι της χρηματιστηριακής αγοράς. Γιατί αν ήταν προβλέψιμοι κύκλοι, η πληροφορία (ότι είναι προβλέψιμοι) θα είχε ήδη αποτυπωθεί στις τιμές, εξομαλύνοντας τυχόν κύκλους (επειδή η αγορά είναι τέλεια). Έτσι, πίστευαν ότι η πρόβλεψη οικονομικών κύκλων είναι αδύνατη.

Προκείμενου οι επενδυτές να διασφαλίσουν την κερδοφορία τους επιλέγοντας τα ακίνητα ως επενδυτικά προϊόντα, παρατηρούν και ελέγχουν τις αξίες των ακινήτων, πως αυτές διαμορφώνονται και πως μεταβάλλονται στη διάρκεια του χρόνου.

Ο S.E. Roulac αναφέρθηκε στην ανάλυση της κυκλικότητας των ακινήτων και στην σχέση της με την κεφαλαιαγορά.

Στο επόμενο διάγραμμα απεικονίζεται η αλληλεξάρτηση των δύο αγορών καθώς και ο χρονικός συσχετισμός τους.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2



Έτσι, από την μια πλευρά έχουμε τους κύκλους του δομημένου χώρου, των ενοικίων και των επενδυτικών αποδόσεων και από την άλλη πλευρά τους κύκλους των κεφαλαιακών ροών και της ανάπτυξης του νέου χώρου, μεταξύ των οποίων υπάρχει αλληλεπίδραση. Η διακεκομμένη γραμμή στα ανώτατα σημεία των αντίστοιχων καμπυλών περιγράφει τη θετική επιρροή των προσδοκιών των εμπλεκόμενων φορέων και από τις δύο αγορές. Στα κατώτατα σημεία των καμπυλών παρουσιάζονται οι αρνητικές προσδοκίες των εμπλεκόμενων φορέων.

Παρατηρείται επίσης ότι υψηλότερο επίπεδο δομημένου χώρου, ενοικίων και επενδυτικών αποδόσεων συμπίπτει με το χαμηλότερο επίπεδο κεφαλαιακών ροών και ανάπτυξης νέου χώρου. Καθώς αξιοποιείται ο νέος χώρος, αυξάνονται οι κεφαλαιακές ροές ενώ από την άλλη πλευρά μειώνονται τα ενοίκια, τα επίπεδα χρήσης δομημένου χώρου και οι επενδυτικές αποδόσεις (Roulac, 1996)

Ο Roulac¹³ στο επόμενο διάγραμμα αναλύει πως η κυκλικότητα της αγοράς ακινήτων επηρεάζεται από τη συνολική οικονομία.

Η ζήτηση στην αγορά ακινήτων ευνοεί τις κατασκευές νέων οικοδομημένων χώρων. Στην ανάλυση του συνδέει τις οικονομικές εξελίξεις στην ακίνητη περιουσία και παρουσιάζει το πώς αλληλεπιδρούν οι δύο αγορές βάσει των εξελίξεων τους.

Σε μια πρώτη φάση ανόδου της οικονομίας, η οικονομική δραστηριότητα έχει τάσεις επέκτασης και η ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών είναι αυξημένη, έτσι παρατηρείται μια αύξηση των ενοικίων στην αγορά των ακινήτων και αύξηση στη ζήτηση νέου χώρου η οποία αυξάνει την κατασκευαστική δραστηριότητα και αυτή με τη σειρά της οδηγεί σε οικονομική επέκταση.

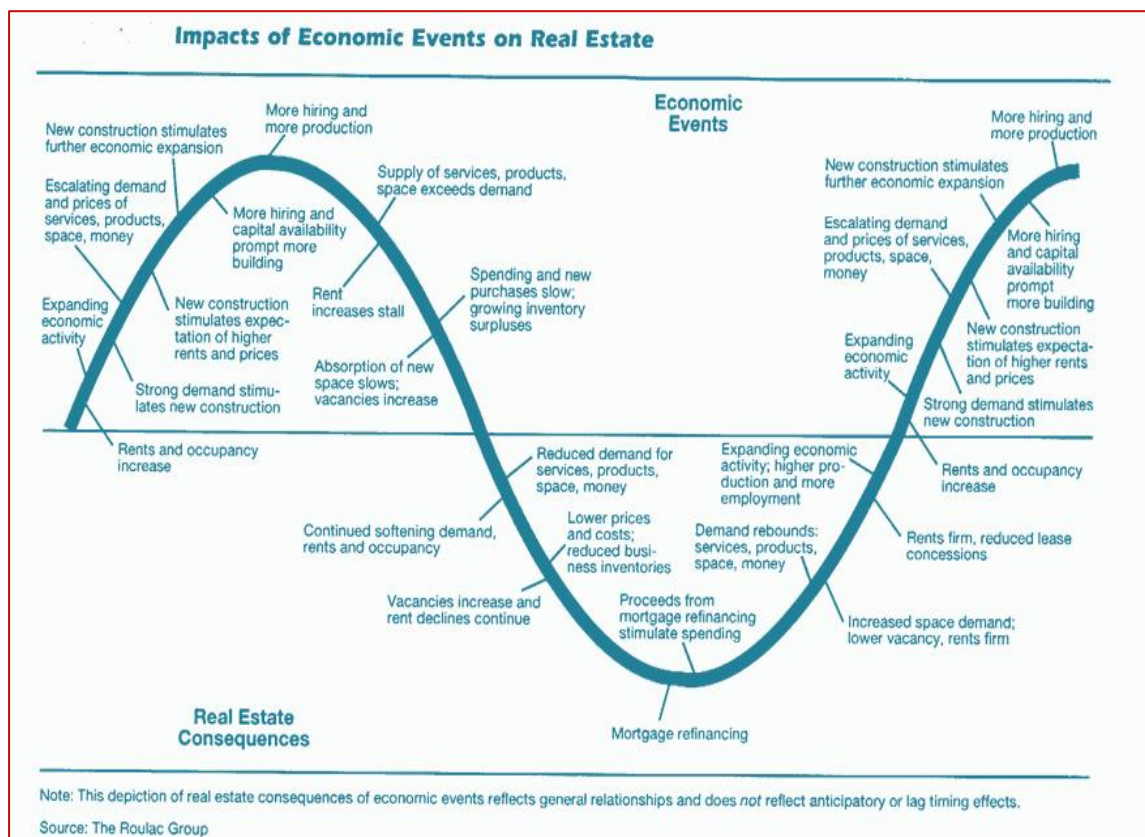
Επισημαίνεται ότι ο Roulac (1996) αναφέρει ότι σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η πεποίθηση σχετικά με την ψυχολογία της αγοράς, ότι δηλαδή την υπερβολική αισιοδοξία ακολουθεί η υπέρμετρη αισιοδοξία και αντιστρόφως, με αποτέλεσμα την λανθάνουσα εκτίμηση της εκάστοτε οικονομική κατάσταση.

Σε συνέχεια της περιγραφής του κύκλου, όλη αυτή η επέκταση της οικονομίας δημιουργεί θετικό κλίμα στην αγορά για τις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές με αποτέλεσμα να δημιουργείται πλεόνασμα οικοδομημένου χώρου. Σε αυτό το σημείο οι νέες κατασκευές ελαττώνονται, τα ενοίκια μειώνονται, η απορρόφηση νέων χώρων επιβραδύνεται και αυξάνονται οι κενοί χώροι, έτσι η ζήτηση της οικονομίας για προϊόντα και υπηρεσίες μειώνεται σταδιακά, η ψυχολογία των φορέων στην αγορά αρχίζει να επιδεινώνεται και η οικονομία εισέρχεται σε φάση κρίσης-ύφεσης. Στο κατώτατο σημείο της οικονομίας οι τράπεζες αναχρηματοδοτούν τα ενυπόθετα δάνεια, έτσι το καθαρό οικονομικό αποτέλεσμα από την αναχρηματοδότηση τονώνει τις δαπάνες. Η ζήτηση ανακάμπτει και αρχίζει να έχει αυξητική τάση άρα και η ζήτηση χώρου αυξάνεται, η παραγωγή αρχίζει να αυξάνει δημιουργούνται νέες

¹³ Roulac ST., (1996), Real Estate Market Cycles, Transformation Forces and Structural Change, *The Journal of Real Estate Portfolio Management*.

θέσεις εργασίας, αυτό με τη σειρά του προκαλεί αύξηση ενοικίων και χρήση δομημένου χώρου με αποτέλεσμα η κατασκευαστική δραστηριότητα να εισέρχεται ξανά δυναμικά στην οικονομική δραστηριότητα. Το σχήμα αυτό είναι μια περιγραφή του πως αλληλεπιδρούν και πως αλληλοεξαρτώνται ο οικονομικός κύκλος με την αγορά ακινήτων εξετάζοντας το θέμα από μακροοικονομική σκοπιά.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3



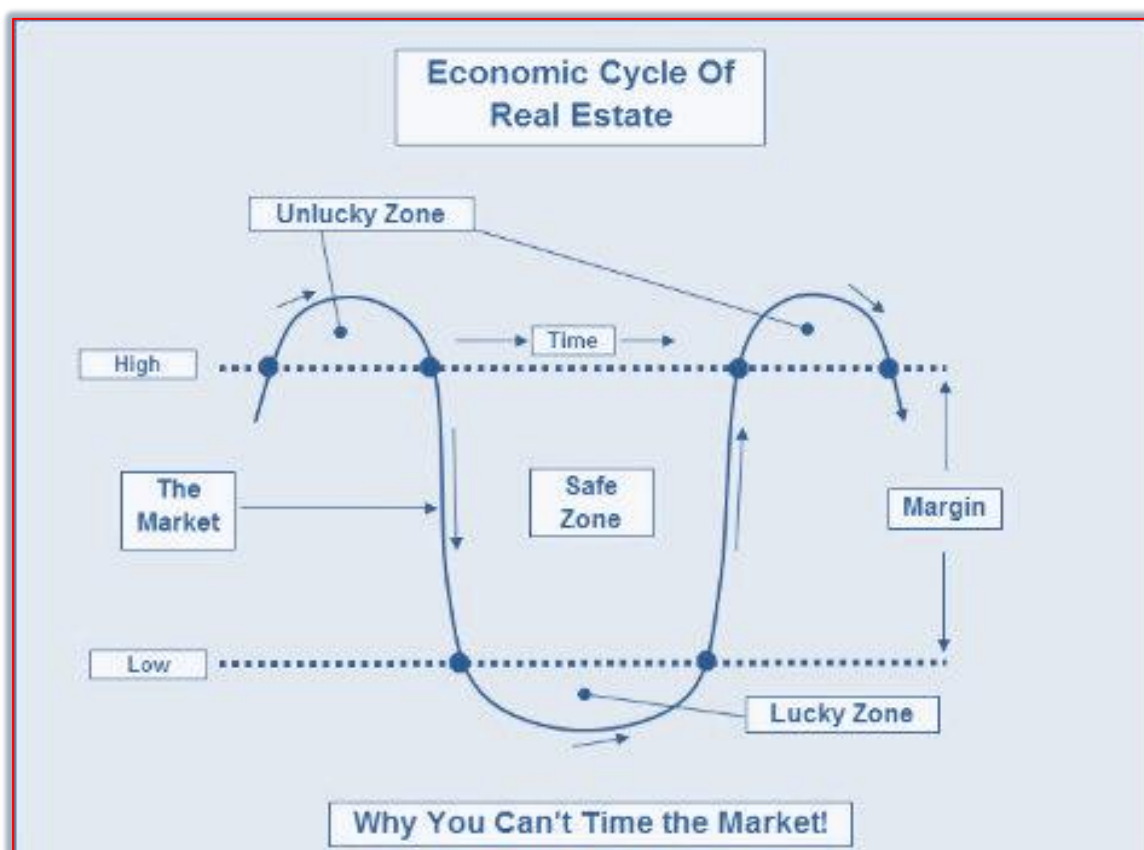
2.1.1. Η αγορά ακινήτων

Η υπόθεση της τέλει αγοράς είχε μια ηγεμονική θέση στην ακαδημαϊκή οικονομική κοινότητα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και του 1980. Ακόμα και οι επαγγελματίες που αμφισβητούσαν τη θεωρία αυτή δεν μπορούσαν να εκφράσουν τις αμφιβολίες τους σε λέξεις.

Ένας από τους κορυφαίους της θεωρίας της οικονομίας της συμπεριφοράς, Robert Shiller, ξεκίνησε την έρευνά του στις αγορές ακινήτων. Στις αγορές ακινήτων η θεωρία της «τέλειας αγοράς», απλά δεν λειτουργεί. Το σύνηθες πρότυπο των πραγματικών μεταβολών των τιμών ακινήτων είναι μια ομαλή καμπύλη, προς τα πάνω ή προς τα κάτω. Οι γραφικές παραστάσεις των τιμών των ακινήτων είναι πολύ διαφορετικές από τις γραφικές παραστάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

Στο παρακάτω διάγραμμα περιγράφονται οι μεταβολές των καμπυλών της αγοράς ακινήτων

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 ΚΑΜΠΥΛΕΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ,



[Πηγή: bv-civics.wikispaces.com](http://bv-civics.wikispaces.com)

Στην προσπάθεια σύνθεσης μιας ολιστικής θεωρίας περί κυκλικότητας στην αγορά ακινήτων, εξετάζονται παράμετροι ευρύτερου ενδιαφέροντος, τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο.

Οι ερευνητές προσπαθούν να δώσουν μια ευρύτερη ερμηνεία στους οικονομικούς κύκλους της αγοράς ακινήτων και τους διαχωρίζουν στις ακόλουθες κατηγορίες:

Μακροοικονομικός διαχωρισμός : αντιπαραβάλλεται η συνολική κατασκευαστική δραστηριότητα με τους δείκτες ανεργίας για να βρεθεί η σχέση μεταξύ κυκλικότητας των ακινήτων και των συνδεδεμένων με αυτή αγορών.

Χρηματοοικονομικός διαχωρισμός : παρατηρούνται χρηματοοικονομικές μεταβλητές όπως επιτόκια και ασφάλιστρα κινδύνου.

Επενδυτικός διαχωρισμός : εξετάζεται πως οι οικονομικοί κύκλοι μπορούν να ενσωματωθούν στην επενδυτική διαδικασία

Στη βιβλιογραφία οι οικονομικοί κύκλοι χωρίζονται σε τέσσερις διαφορετικές χρονικές περιόδους που συνδέονται είτε με τη γενική οικοδομική δραστηριότητα είτε με υπό αγορές ακινήτων :

Κύκλοι 4-5 ετών : επιδρούν στις αξίες των εμπορικών ακινήτων και στην κατασκευαστική δραστηριότητα.

Κύκλοι 9-10 ετών : εμφανίζονται περισσότερο στην αγορά ακινήτων παρά στο σύνολο της οικονομίας.

Κύκλοι 20-30 ετών : πήραν το όνομα του Kuznets ο οποίος έκανε μια έρευνα το 19ο αιώνα για την κατασκευαστική δραστηριότητα στις ΗΠΑ. Οι κύκλοι αυτοί υποστηρίζονται μέχρι τη δεκαετία του 60' λόγω των περιορισμών στη μεταναστευτική πολιτική των ΗΠΑ. Ωστόσο φαίνεται να εμφανίζονται μεταπολεμικά με μικρότερη βέβαια διάρκεια, στις περισσότερες διεθνείς αγορές.

Κύκλοι 50 ετών : μακροχρόνιοι κύκλοι οι οποίοι αφομοιώνουν κύματα τεχνολογίας, εξέλιξης και καινοτομίας

Ο Mueller (1995) και ο Laposa (1995) σε μία μελέτη που έκαναν σε τριανταμία μητροπολιτικές αγορές γραφειακών χώρων, παρατήρησαν ότι η πιο συνήθη διάρκεια βραχυπρόθεσμης κυκλικότητας στην αγορά ακινήτων ήταν 7,25 και 8 έτη.

Όσον αφορά την καταγραφή μακροπρόθεσμων κύκλων από έρευνες που έχουν γίνει από τον Wenzlick (1980) και Downs (1993) έχουν καταγράψει τον 18,3 ετών κύκλο τις δεκαετίες '50' και '60'. Παρόλα αυτά αρκετοί ερευνητές θεωρούν ότι χρειάζονται μακροχρόνιες βάσεις δεδομένων για την διερεύνηση της κυκλικότητας στην αγορά ακινήτων οι οποίες δεν υπάρχουν.

2.2 Πληθωρισμός και ανταποδοτικότητα των ακινήτων ¹⁴

Ο Hoesli (1994), ανέδειξε μεταξύ άλλων, ότι τα ακίνητα προσφέρουν σημαντική προστασία από τον πληθωρισμό και μάλιστα σε μεγαλύτερο βαθμό απ' ότι οι κοινές μετοχές. Ομοίως, οι Glascock και Davidson (1995), κατέληξαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών εταιρειών ακινήτων, υπερκαλύπτουν τον πληθωρισμό, ενώ οι Quan και Titman (1999), ισχυρίστηκαν ότι τα εμπορικά ακίνητα προσφέρουν ικανοποιητική μακροπρόθεσμη προστασία έναντι του πληθωρισμού, γεγονός όμως το οποίο δεν επιβεβαιώνεται σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο.

Οι Liu κ.α. (1997), εξέτασαν δείγματα επτά χωρών, και κατέληξαν ότι σε ορισμένες χώρες οι κοινές μετοχές προσέφεραν καλύτερη προστασία έναντι του πληθωρισμού, ενώ σε άλλες, ακίνητα και μετοχές συμπεριφέρθηκαν ομοίως έναντι του πληθωρισμού. Οι Rubens¹⁵ κ.α., (1998), κατέγραψαν ότι οι κατοικίες και τα εμπορικά ακίνητα προσφέρουν αναμφισβήτητη προστασία έναντι του πληθωρισμού, ενώ προσέθεσαν ότι τα οφέλη γίνονται εμφανή και στην περίπτωση μικτών χαρτοφυλακίων, στα οποία υπάρχουν και ακίνητα.

Όσον αφορά τις εισηγμένες εταιρείες δομής REIT¹⁶, τα αποτελέσματα είναι αντίστροφα, καθώς αυτές οι εταιρείες συμπεριφέρονται περισσότερο σαν μετοχές παρά σαν ακίνητα. Κατά συνέπεια εμφανίζουν είτε μηδενική, είτε αρνητική συσχέτιση με τον πληθωρισμό. Λίγες μόνο μελέτες, όπως για παράδειγμα των Gyourko και Linneman (1988), και των Chen και Tzang (1988), κατέγραψαν μερική προστασία έναντι του πληθωρισμού.

¹⁴ Balomenos, P. (2003) Analysis of the Athens Land Market, Organization of Economic Co-operation and Development (OECD), Review Meeting, Athens

¹⁵ Rubens, J. H, Louson, D. A. and Yobaccio, E. J. (1998) Measuring the Significance of Diversification Gains, Journal of Real Estate Research, 16:1, 73–86.

¹⁶ Ένα REIT (Real Estate Investment Trust) είναι ένα είδος ασφάλειας που επενδύει σε ακίνητα μέσω της ιδιοκτησίας ή υποθήκης και συχνά εμπορεύεται σε μεγάλα χρηματιστήρια, όπως ένα απόθεμα. Το REIT παρέχει στους επενδυτές με εξαιρετικά ρευστό μερίδιο στην αγορά ακινήτων. Λαμβάνει ειδικά φορολογικά ζητήματα και συνήθως προσφέρει υψηλές μερισματικές αποδόσεις.

2.2.1 Η επίδραση της οικονομίας και προσδιοριστικοί παράγοντες στις τιμές των ακινήτων¹⁷

Όπως ισχύει και με τα άλλα περιουσιακά στοιχεία, η οικονομετρική προσέγγιση των μεταβολών των τιμών των κατοικιών, αποδεικνύεται πως είναι μια δύσκολη υπόθεση, δεδομένων των πολύπλοκων αλληλεπιδράσεων της αγοράς με την οικονομία γενικότερα και της σημασίας των προσδοκιών, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής άνθησης ή ύφεσης. Παρόλα αυτά, συνοψίζοντας, υπάρχουν κάποια βασικά χαρακτηριστικά που αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα, οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία των τιμών των κατοικιών είναι οι εξής:

- Το εισόδημα των νοικοκυριών
- Τα επιτόκια (τα πραγματικά αλλά πιθανώς και τα ονομαστικά)
- Η σύνθεση των νοικοκυριών, καθώς και άλλες δημογραφικές μεταβλητές
- Διάφορες μεταβλητές της προσφοράς
- Οι συνθήκες των χρηματοοικονομικών αγορών και η διαθεσιμότητα των πιστώσεων
- Οι φόροι, οι επιδοτήσεις και άλλες πολιτικές δημοσίων οικονομικών που σχετίζονται με την αγορά κατοικίας

Αντικειμενικοί παράγοντες εξηγούν μόνο ένα μέρος από τις αυξήσεις και μειώσεις των τιμών των ακινήτων. Μεγάλο μέρος της υπόλοιπης δραστηριότητας είναι κυκλική, και εξηγείται από την ίδια την ιστορία της αγοράς.

Αυτό προκάλεσε ένα κενό στην θεωρία της τέλει αγοράς. Η αγορά ακινήτων κινείται σε κάτι σαν μια ομαλή καμπύλη - το οποίο είναι αυτό που παίρνετε όταν εφαρμόσετε έναν κανόνα όπως: «αγορά στην περίοδο T, αν η τιμή έχει αυξηθεί σε T-1»

Μακροοικονομικοί παράγοντες

Αλλαγές των μακρο-οικονομικών μεταβλητών έχουν (επίσης) την τάση να επηρεάζουν τις τιμές των κατοικιών

Οι πιο σημαντικοί παράγοντες είναι οι εξής:

¹⁷ Δ. Μαλλιάρη, 'Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα αντανακλούν τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς' Τόμος II, Τεύχος 8, 23 Οκτωβρίου 2007, Eurobank research.

- **Αύξηση του εθνικού εισοδήματος (ΑΕΠ).** Σε μια μελέτη σε χώρες (ΗΠΑ Καναδά Ηνωμένο Βασίλειο), μια αύξηση 1% του ΑΕΠ σχετίστηκε με αύξηση 1-4% στις πραγματικές τιμές των κατοικιών μετά από τρία χρόνια. Η επίδραση ήταν μεγαλύτερη στην Ιρλανδία, λιγότερο ισχυρή στις ΗΠΑ.
- **Μείωση των επιτοκίων.** Μια μείωση κατά 1% των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σχετίζεται με $\frac{1}{2}$ έως $1\frac{1}{2}$ % αύξηση στις τιμές των κατοικιών μέσα σε ένα χρόνο. Η επίδραση ήταν ισχυρότερη στον Καναδά και στις κάτω χώρες, πιο αδύναμη στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο.
- **Αυξήσεις των τιμών των μετοχών.** Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών ευθύνονται για το 35% του συνόλου της αύξησης των τιμών των κατοικιών κατά τη διάρκεια μίας τριετίας, ενώ οι διακυμάνσεις στο ΑΕΠ εξηγούν περίπου το 20%. Στις ΗΠΑ, τον Καναδά, και την Ιρλανδία, 10% αύξηση στις τιμές των μετοχών προκαλεί περίπου αύξηση κατά 1% των τιμών των κατοικιών σε διάστημα τριών ετών.

Ωστόσο, οι αγοραστές δίνουν προσοχή σε ότι άλλοι αγοραστές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν-και όχι σε κάποια εξωγενή «αντικειμενικά» στοιχεία.

Έτσι, δεν υπάρχει τέλεια αγορά που οδηγείται από εξωτερικές «ειδήσεις»- αλλά μάλλον μια προβλέψιμη αγορά, που «τρέφεται» από τον εαυτό της. Οι αγορές ακινήτων έχουν την τάση να κυμαίνονται μεταξύ υποτίμησης και υπερτίμησης της πραγματικής αξίας.

Το τι είναι «υψηλό» για την αγορά, και τι είναι «χαμηλό» είναι σε μεγάλο βαθμό θέμα της ιστορίας, και της σύγκρισης με άλλα περιουσιακά στοιχεία.

Οι υπερτιμημένες αγορές ακινήτων είναι εξαιρετικά ελκυστικές. Υπάρχουν συχνά καλοί λόγοι για να πιστέψουμε ότι μια συγκεκριμένη αγορά αξίζει υψηλότερης αποτίμησης απ' ότι στο παρελθόν, ή απ' ότι άλλες αγορές αξίζουν.

Μικροοικονομικοί παράγοντες

Η σημασία των μικροοικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν την ελαστικότητα της προσφοράς για νέες κατοικίες, στην προσπάθεια εξήγησης των διαφορών στη μεταβλητότητα των τιμών κατοικιών από χώρα σε χώρα, είναι μεγάλη.

- **Η προσφορά νέων κατοικιών** στο Ηνωμένο Βασίλειο αντιδρά λιγότερο στις τιμές των κατοικιών και αυτός είναι ένας από τους λόγους για τον οποίο οι

τιμές στο Ηνωμένο Βασίλειο αυξάνονται περισσότερο στο χρόνο και διακυμαίνονται πιο έντονα απ' ότι στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η ευαισθησία της προσφοράς νέων κατοικιών εξαρτάται έντονα από το χρόνο που απαιτείται για τη σχεδίαση και την κατασκευή μιας κατοικίας. Εξαρτάται επίσης από οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες, όπως την ανταγωνιστικότητα στον κατασκευαστικό τομέα, τη διαθεσιμότητα και το κόστος της εξειδικευμένης εργασίας, τις χωροταξικές και πολεοδομικές ρυθμίσεις, τους φόρους και τις επιδοτήσεις, ειδικά αυτούς που αναφέρονται στις νέες κατοικίες (Ο' Sullivan, 2000).

Ένας άλλος μικροοικονομικός παράγοντας που έχει λάβει προσοχή είναι

- **Η δομή και οι θεσμοί των πιστωτικών αγορών** Η «φιλελευθεροποίηση» των χρηματοοικονομικών και ενυπόθηκων αγορών έχει αυξήσει την ευαισθησία των τιμών των κατοικιών στις μεταβολές των επιτοκίων, καθώς έχουν μειωθεί οι διάφοροι πιστωτικοί περιορισμοί. Είναι ριψοκίνδυνο να εξαχθεί συμπέρασμα για το αν η αυξημένη διαθεσιμότητα πιστωτικών κεφαλαίων έχει μια ξεχωριστή, επιπρόσθετη επίδραση στις τιμές κατοικιών. Επιπροσθέτως, ακόμα κι αν υπάρχει σχέση μεταξύ της αύξησης του ενυπόθηκου χρέους και των τιμών κατοικιών, είναι μάλλον δύσκολο να αποδειχθεί η αιτιώδης κατεύθυνση της σχέσης. Η αύξηση του ενυπόθηκου χρέους μπορεί να οφείλεται στην επίδραση της αυξανόμενης ζήτησης για κατοικίες και/ή τις αυξανόμενες τιμές κατοικιών.

Εναλλακτικά, οποιαδήποτε ταυτόχρονη μετακίνηση στις τιμές κατοικιών και στο χρέος, μπορεί να οφείλεται σε έναν τρίτο παράγοντα,

- όπως την **αύξηση του εισοδήματος**, τα επιτόκια ή κάποιους δημοσιονομικούς παράγοντες.
- **Τέλη,**
- **και φόρους,**
- **επιδοτήσεις** και άλλες δημόσιες παρεμβάσεις έχουν σημαντική επίδραση στις τιμές κατοικιών, ειδικά σε περιόδους μεγάλων αναμορφώσεων.

2.3 Η αγορά ακίνητης περιουσίας¹⁸

Όλες τις συναλλαγές, που περιλαμβάνουν δοσοληψίες δικαιωμάτων έναντι γης συντονίζονται από την αγορά ακίνητης περιουσίας. Ως δοσοληψία ορίζεται η μεταφορά ενός δικαιώματος προσωρινού ή μόνιμου, από έναν συμμετέχοντα σε έναν άλλο, έναντι αμοιβής, που συνήθως είναι χρήματα.

Ο όρος γη στην αγγλική γλώσσα σημαίνει τη «σκέτη» γη ενώ στη νομοθεσία ο όρος περιλαμβάνει και όλα τα στοιχεία που είναι συνδεδεμένα με τη γη, ακόμη και τα κτίρια. Υπάρχουν αρκετοί όροι που μπορούν να θεωρηθούν συνώνυμοι, όπως «ακίνητη περιουσία», ή ακόμα και «περιουσία». Παρότι ο όρος περιουσία έχει μια πολύ ευρύτερη έννοια από την ακίνητη περιουσία, η μελέτη πραγματεύεται μόνο με ακίνητη περιουσία. Συνεπώς οι όροι «αγορά γης», «κτηματαγορά», «αγορά ακίνητης περιουσίας» και «αγορά περιουσίας» είναι εναλλακτικής χρήσης.

Επειδή στο Ηνωμένο Βασίλειο, ο Βασιλιάς ή η Βασίλισσα, είναι οι απόλυτοι ιδιοκτήτες η δημόσια ιδιοκτησία είναι η απόλυτη ιδιοκτησία γης. Κατά συνέπεια, η συναλλαγή ακίνητης περιουσίας αφορά τη μεταφορά δικαιωμάτων επί της γης και όχι της απόλυτης ιδιοκτησίας της γης καθεαυτής, η οποία παραμένει μόνιμα υπό την κατοχή της εθνικής κυριαρχίας του κράτους.

Ο όρος «Freehold» στην αγορά ακινήτων του Ηνωμένου Βασιλείου (και όχι μόνο), έχει συγκεκριμένη έννοια για την «αγγλική» νομοθεσία αλλά είναι και ευρέως κατανοητός για την περιγραφή του δικαιώματος για αποκλειστική και μόνιμη κατοχή γης χωρίς περιοδικές πληρωμές σε κάποιον ιδιοκτήτη υψηλότερου «ιδιοκτησιακού επιπέδου». Ένα «Freehold», δικαίωμα μπορεί να μεταφερθεί μόνιμα με δωρεά, κληρονομιά ή πώληση, ή προσωρινά, με ενοικίαση ή αδειοδότηση. «Leasehold» είναι ο όρος που χρησιμοποιείται στην Αγγλία για την περιγραφή ενός προσωρινού δικαιώματος χρήσης.

2.3.1 Οικονομικό περιβάλλον και δομή της αγοράς ακίνητης περιουσίας¹⁹

Τα χαρακτηριστικά των «αγαθών» που διακινούνται στην αγορά ακινήτων, δημιουργούν σημαντικό πρόβλημα στην οικονομική ανάλυση της ίδιας της αγοράς, μιας και αυτά δεν είναι κτίρια ή γη αλλά τα δικαιώματα τα οποία είναι συνδεδεμένα

¹⁸ Berger-Thomson, L. and Ellis, L. (2004) Housing Construction Cycles and Interest Rates, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 2004-08

¹⁹ Balomenos, P. (2003) Analysis of the Athens Land Market, Organization of Economic Co-operation and Development (OECD), Review Meeting, Athens

με αυτά (Lizieri, 1991). Η πολλαπλότητα δικαιωμάτων επί των ακινήτων, δημιουργεί ανομοιογένεια στα αγαθά που διακινούνται στην αγορά ακίνητης περιουσίας. Αντί λοιπόν να αναλύσουμε μια και μόνο αγορά αναγκαζόμαστε να εξετάσουμε ένα μεγάλο αριθμό υπό αγορών.

Βασικός διαχωρισμός ως προς τη δομή των ακινήτων γίνεται βάσει των εννοιών της αγοράς (market), της τιμής (price), της αξίας (value) και του κόστους (cost). αρχικά η αξία δημιουργείται μέσω της αλληλεπίδρασης τεσσάρων παραγόντων που συνδέονται με κάθε προϊόν, υπηρεσία ή αγαθό. Αυτοί είναι η χρησιμότητα (utility), η σπανιότητα (scarcity), η επιθυμία (desire) και η αγοραστική δύναμη (purchasing power) (Archer and Ling, 1997).

Η αρχή της προσφοράς και ζήτησης αποτυπώνει την αλληλεπίδραση των παραπάνω παραγόντων. Η προσφορά ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας επηρεάζεται από τη χρησιμότητα του και κατά πόσο είναι επιθυμητό. Ταυτόχρονα η διαθεσιμότητά του, επηρεάζεται από τη σπανιότητά του και την αγοραστική δύναμη των πιθανών αγοραστών. Η ζήτηση τέλος πηγάζει από την χρησιμότητα του αγαθού, αλλά και από τους οιοσδήποτε περιορισμούς στην αγοραστική δύναμη.

Στην αγορά ακίνητης περιουσίας, η προσφορά αντιπροσωπεύει τον αριθμό συγκεκριμένων δικαιωμάτων επί ακινήτων που είναι διαθέσιμα σε διάφορες τιμές, σε μια δεδομένη αγορά και χρονική περίοδο, θεωρώντας τα κόστη εργασίας και προϊόντων σταθερά. Ταυτόχρονα η ζήτηση αντικατοπτρίζει τον αριθμό των ενδιαφερομένων σε διάφορες τιμές και χρονικά διαστήματα, θεωρώντας σταθερούς τους υπόλοιπους παράγοντες όπως πληθυσμό, εισόδημα, μελλοντικές αξίες και συνήθειες των καταναλωτών.

Λόγο της πολλαπλότητας των δικαιωμάτων, κάθε ανάλυση στηρίζεται σε λειτουργικά πλαίσια, εισάγοντας δύο μόνο υπό αγορές μελέτης, ανάλογα με το βασικό κίνητρο εξασφάλισης των δικαιωμάτων που προσφέρει ένα ακίνητο.

Για το λόγο αυτό στηρίζουμε την κάθε ανάλυσή σε καθαρά λειτουργικά πλαίσια, εισάγοντας δύο μόνο υπό αγορές μελέτης, ανάλογα με το βασικό κίνητρο εξασφάλισης των δικαιωμάτων που προσφέρει ένα ακίνητο. Οι δυο υπό αγορές μελέτης είναι αυτές της χρήσης (occupation) και της επένδυσης (investment) (Di Pasquale και Wheaton²⁰, 1996).

²⁰ Wheaton, W.C. (1987) The cyclical behavior of the national office market, Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, 15:4, 281-99.

Στην υπό αγορά της χρήσης, ο κάτοχος των δικαιωμάτων του ακινήτου, χρησιμοποιεί το ακίνητο για να εξυπηρετήσει την χρηστικότητα την οποία εξ' ορισμού αυτό προσφέρει. Κάτοχοι των δικαιωμάτων ενός εμπορικού ακινήτου γίνονται οι εταιρείες, ώστε να το χρησιμοποιήσουν στην παραγωγική διαδικασία, για κατασκευή προϊόντων εντός αυτού (βιομηχανίες), για αποθήκευση και διανομή των προϊόντων (εταιρείες logistic), για πώληση των προϊόντων τους εντός αυτού (εμπορικές εταιρείες-καταστήματα). Ακόμα και στην κατηγορία των μη εμπορικών ακινήτων, όπως αυτή των κατοικιών, μια οικογένεια αξιοποιεί τα δικαιώματα ενός σπιτιού για να ικανοποιήσει τις ανάγκες της για στέγαση.

Στην υπό αγορά της επένδυσης, εταιρείες επενδύσεων, θεσμικοί επενδυτές ή ακόμα και νοικοκυριά, αποκτούν δικαιώματα ενός ακινήτου με σκοπό την εξασφάλιση εισοδήματος-απόδοση της επένδυσης.

Οι δύο αυτές υπό αγορές (της χρήσης και της επένδυσης) είναι άμεσα συνδεδεμένες μεταξύ τους. Για να έχει ένα ακίνητο μια κεφαλαιακή αξία, πρέπει να διαθέτει μια αντίστοιχη αξία χρήσης. Για παράδειγμα μια εταιρεία ή ένας ιδιώτης πρέπει να είναι πρόθυμος να πληρώσει το ενοίκιο για να απολαύσει τις **υπηρεσίες που αυτό προσφέρει**. Κατά συνέπεια οι συνθήκες που επικρατούν στη μια αγορά έχουν άμεση επίπτωση στην άλλη (Baum και Crosby, 1990).

Η παραπάνω απλουστευμένη προσέγγιση της αγοράς ακίνητης περιουσίας υπό τους όρους της χρήσης και της επένδυσης, δημιουργεί ένα επιπλέον πρόβλημα αυτό της «ιδιοκτησίας-ιδιοχρησίας» (McKenzie²¹ και Betts, 2006). Στην συγκεκριμένη περίπτωση, δεν μπορεί να γίνει αντιληπτό ποιο είναι το βασικό κίνητρο της απόκτησης των δικαιωμάτων του ακινήτου, ενώ είναι πιθανό ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς το πρωτεύον κίνητρο στην πορεία να αλλάξει.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η παραπάνω δομή ανάλυσης, επικεντρώνεται στο κομμάτι της αγοράς που αναφέρεται στη ζήτηση. Κατά συνέπεια η ανάλυση έχει βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, μιας και δε συμπεριλαμβάνει στους υπολογισμούς της την εισαγωγή νέων ακινήτων στην αγορά (ή καλύτερα δικαιωμάτων επί νέων ακινήτων). Έτσι λοιπόν απαιτείται μια πιο ολιστική προσέγγιση, η οποία θα περιλαμβάνει τη διαδικασία παραγωγής νέων προϊόντων, δηλαδή την ανάπτυξη ακινήτων.

Γεννάτε η ανάγκη μελέτης μιας τρίτης υπό αγοράς, αυτή της ανάπτυξης ακίνητης περιουσίας (property development). Σ' αυτή την αγορά νέα προϊόντα

²¹ McKenzie, D., Betts, R. (2006) Essentials of Real Estate Economics, Fifth Edition, USA: Thomson South-Western.

δημιουργούνται (κατασκευές), ενώ τα παλαιά είτε απαξιώνονται και βαθμιαία αχρηστεύονται (obsolescence), είτε αναβαθμίζονται μέσω της διαδικασίας της πλήρους ανακατασκευής (redevelopment) ή αναπαλαίωσης (refurbishment). Με τη νέα αυτή υπό αγορά μελέτης επιτυγχάνεται μακροπρόθεσμη ανάλυση της αγοράς ακίνητης περιουσίας, ενώ είναι μάλλον προφανής η συσχέτιση και αλληλεξάρτηση της υπό αγοράς ανάπτυξης ακίνητης περιουσίας, με αυτές της χρήσης και της επένδυσης (Geltner και Miller, 2001).

Επιπλέον προβλήματα στην ανάλυση ανακύπτουν όταν ο διαχωρισμός της αγοράς ακίνητης περιουσίας γίνει με διαφορετικά κριτήρια (χωρικά, τομεακά, ανάλογα με το είδος και τη διάρκεια του μισθώματος κ.λπ.).

Η Εθνική Στατιστική Υπηρεσία Ελλάδος (ΕΣΥΕ) κάνει διάκριση μεταξύ κανονικών και μη κανονικών κατοικιών, όπου «κανονικές» κατοικίες είναι οι μόνιμες και αυτοτελείς κατασκευές, που αποτελούνται από τουλάχιστον ένα κανονικό δωμάτιο και προορίζονται για κατοικίες νοικοκυριών, ενώ οι «μη κανονικές» είναι οποιεσδήποτε άλλες κατοικίες, όπως καλύβες, παράγκες, τροχόσπιτα, σκηνές, καταυλισμοί αθίγγανων, κ.α. Ακόμη, ως «συλλογική» κατοικία ορίζεται η στεγαστική μονάδα που προορίζεται να εξυπηρετήσει πολλά άτομα, συνήθως ομοιογενή. Τέτοιες μονάδες είναι ξενοδοχεία, νοσοκομεία, κλινικές, ορφανοτροφεία, γηροκομεία, φυλακές, ως και προσωρινά καταλύματα (καταφύγια, εργοτάξια, αίθουσες αερολιμένων κ.λπ.). Σημειώνεται επίσης ότι και τα οικόπεδα διαχωρίζονται ανάλογα με τη χρήση τους, η οποία μπορεί να είναι οικιστική, βιομηχανική, γεωργική κ.ά.

2.4 Οι λειτουργίες των αποτελεσματικών αγορών ακίνητης περιουσίας

Η πιο σημαντική συμβολή στην οικονομική ευημερία στις αναπτυγμένες οικονομίες, είναι η λειτουργία της αγοράς ακίνητης περιουσίας, στην κατανομή και ανακατανομή των πόρων γης.

Η αγορά είναι το μέσο πρόσβασης στην ακίνητη περιουσία και τείνει να διασφαλίσει ότι υπάρχει ένα εύρος επιλογών σε μισθωτικούς συμβατικούς όρους, τοποθεσίας, τύπους κτιρίων, οικονομικού ανταλλάγματος και γενικά όλων εκείνων των παραμέτρων που διαμορφώνουν μια επιλογή ακινήτου.

Σε μία αγορά που λειτουργεί αποτελεσματικά, η τιμή ενός ακινήτου ορίζεται ως η παρούσα αξία ²²του αναμενόμενου μελλοντικού εισοδήματος (ενοίκιο) πλέον της τελικής αξίας του ακινήτου.

Καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ) είναι το άθροισμα των παρούσων αξιών των εισερχόμενων και εξερχόμενων ταμειακών ροών κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Μετράει το πλεόνασμα ή την έλλειψη ταμειακών ροών, σε όρους παρούσας αξίας, σε σχέση με το κόστος κεφαλαίων (cost of funds) που χρησιμοποιήθηκαν για μια επένδυση.

Η καθαρή παρούσα Αξία (ΚΠΑ) καθορίζει αν μια επένδυση ή ένα έργο κρίνεται συμφέρον για να χρηματοδοτηθεί ή όχι. Η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών υπολογίζεται με την προεξόφληση τους χρησιμοποιώντας το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate).

Ο προσδιορισμός της αξίας ενός σχεδίου είναι δύσκολος επειδή υπάρχουν διάφοροι τρόποι για τη μέτρηση της αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών. Λόγω της χρονικής αξίας του χρήματος, ένα ευρώ στο μέλλον αξίζει λιγότερο από όσο ένα ευρώ σήμερα. Το προεξοφλητικό επιτόκιο στον τύπο ΚΠΑ είναι ένας τρόπος για να μετρηθεί ακριβώς αυτό.

Ο τύπος υπολογισμού της Καθαρής Παρούσας Αξίας μιας σειράς ταμειακών ροών, δέχεται ως μεταβλητές τις ταμειακές ροές και ένα προεξοφλητικό επιτόκιο και έχει ως αποτέλεσμα μια τιμή.

Η αντίστροφη διαδικασία που δέχεται ως μεταβλητές μια σειρά ταμειακών ροών και την ΚΠΑ και βγάζει ως αποτέλεσμα το προεξοφλητικό επιτόκιο, ονομάζεται απόδοση και χρησιμοποιείται ευρέως στις συναλλαγές ομολόγων.

$$\text{ΚΠΑ} = \sum_{t=1}^N \frac{\text{Ταμειακές Εισροές}}{(1+r)^t} - \text{Αρχική Επένδυση}$$

t = Χρονική περίοδος

N = Χρονική διάρκεια της επένδυσης

r = Προεξοφλητικό επιτόκιο

²² *The Losses of Nations*, Fred Harrison, Ed., Othila Press, London, 1998

Στην περίπτωση της αγοράς των κατοικιών, το ύψος των ενοικίων σε κάθε χρονική περίοδο προσδιορίζεται από την ζήτηση και την προσφορά κατοικιών για ενοικίαση και για ιδιοκατοίκηση. Βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της ζήτησης κατοικιών είναι οι μεταβολές του προσωπικού εισοδήματος, του πραγματικού επιτοκίου, της φορολογίας και άλλων διαρθρωτικών παραγόντων (π.χ. μεταβολή των δημογραφικών στοιχείων-γήρανση πληθυσμού, εσωτερική και εξωτερική μετανάστευση, μεταβολές των χρηματοοικονομικών αγορών κ.α.). Από την άλλη μεριά, ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς κατοικιών προσδιορίζεται σε σημαντικό βαθμό από τη συνήθως περιορισμένη προσφορά νέων οικοδομήσιμων οικοπέδων (η οποία αυξάνεται με σχετικά αργούς ρυθμούς) και από τους σχετικά χαμηλούς ρυθμούς οικοδόμησης νέων ακινήτων. Αυτό σημαίνει ότι η τυχόν εμφάνιση υψηλών ρυθμών μεταβολών στη ζήτηση κατοικιών προσδιορίζει σε σημαντικό βαθμό και τις μεταβολές των τιμών των ακινήτων (Miller και Sklarz, 1986).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΑΓΟΡΑΠΩΛΗΣΙΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

3.1 Τα κυριότερα χαρακτηριστικά της αγοράς κατοικίας στην Ευρώπη σε σύγκριση με αυτά της ελληνικής αγοράς ακινήτων²³.

Ένα από τα σημαντικότερα συστατικά της οικονομικής δραστηριότητας των χωρών της ευρωπαϊκής ένωσης είναι η κατοικία. Οι επενδύσεις σε κατοικίες ήταν το 2008 κατά μέσο όρο 6,1%, όπως στην Ιρλανδία με 8,6% ή η Ισπανία με 8,0%. Στις ίδιες χώρες το 2007 τα ποσοστά ήταν πολύ υψηλότερα 12,6% και 9,3% αντίστοιχα.

Βάσει ερευνών προκύπτουν κάποιες διαφορές μεταξύ Βορρά (Γερμανία και Αυστρία) και Νότου (Ιταλία, Ισπανία, Ελλάδα). Με τις τελευταίες να προκύπτουν με μεγαλύτερο καθαρό πλούτο.

Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα νοικοκυριά στη νότια Ευρώπη δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στην απόκτηση ακίνητης περιουσίας είτε για να την κληροδοτήσουν στους απογόνους τους, είτε για την περίοδο των γηρατειών τους.

²³ Σαμπανιώτης Χαρδούβελης (2012). « Η ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης».

Αντίθετα τα νοικοκυριά στη βόρεια Ευρώπη επενδύουν τα περιουσιακά τους στοιχεία είτε σε καταθέσεις είτε σε μετοχές σε σχέση με τους κατοίκους του νότου.

Υπάρχει επίσης μια διαφορά ως προς την ιδιοκατοίκηση²⁴. Στις βόρειες χώρες τα ποσοστά τείνουν να είναι μικρότερα από των χωρών της μεσογείου. Το 2004 το ποσοστό ανερχόταν στο 86,9% για την Ισπανία, στο 75,1% στην Ιταλία και το 51,2% στη Γερμανία. Στην Ελλάδα το ποσοστό ιδιοκατοίκησης έναντι των υπόλοιπων χωρών της ευρωπαϊκής Ένωσης είναι πολύ υψηλό και ανέρχεται σήμερα σε ποσοστό 84,3 % και μάλιστα το ποσοστό αυτό αγγίζει το 97% στις αγροτικές περιοχές. Εξ' αυτών το 77,4% κατοικεί σε ιδιωτικό ακίνητο το οποίο είναι ελεύθερο βαρών και το υπόλοιπο κατοικεί σε ιδιωτικό ακίνητο το οποίο βαρύνεται από δάνειο. Επίσης οι Ισπανοί, οι Ιταλοί και οι Έλληνες τείνουν να έχουν επιπρόσθετη ακίνητη περιουσία πέραν της πρώτης κατοικίας σε σύγκριση με τους Γερμανούς, γεγονός που αμβλύνει περαιτέρω τις διαφορές τους. Έχει παρατηρηθεί επίσης ότι οι χώρες του Βορρά όπως η Γερμανία, η Σουηδία, η Ολλανδία, η Δανία και η Ελβετία, ενώ έχουν κατοίκους με υψηλά εισοδήματα, εμφανίζουν μεγάλα ποσά σε ανεξόφλητα δάνεια πρώτης κατοικίας σε αντίστοιχες ηλικίες με κατοίκους των χωρών του «φτωχού» Νότου. Το φαινόμενο αυτό μπορεί βέβαια να οφείλεται και σε διαφορετική πολιτική στεγαστικών δανείων που ακολουθείται σε κάθε χώρα.

Οι παραπάνω διαφορές στον καθαρό πλούτο, στην μεγαλύτερη τάση ιδιόκτητης πρώτης κατοικίας καθώς επίσης και στο γεγονός να μην έχουν ενυπόθηκα δάνεια οι νότιο ευρωπαίοι σε σύγκριση με τους κατοίκους του «πλούσιου» Βορρά, καταρρίπτει την άποψη ότι οι κάτοικοι των χωρών του Νότου είναι υπερχρεωμένοι και ότι κάνουν κακή διαχείριση στα οικονομικά τους.

3.2 Η επίδραση των τραπεζικών κρίσεων στην αγορά ακινήτων.

Τα νοικοκυριά όταν δεν υπάρχει χρηματοπιστωτική σταθερότητα περιορίζουν την κατανάλωση, το εμπόριο και τις επενδύσεις. Η πτώση των τιμών των ακινήτων οδηγεί σε μείωση η ακόμη και σε διακοπή της παροχής δανείων από τις τράπεζες και κατ' επέκταση σε κρίση. Διαχρονικά συνέβησαν πολλές κρίσεις στις οποίες αρχικά υπήρξε μια μεγάλη αύξηση των τιμών των ακινήτων και στη συνέχεια μια πτώση που ξεπερνούσε τα 3 έτη.

²⁴ Τράπεζα της Ελλάδος (2012). «Η αγορά ακινήτων στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση»

Η κρίση των τελευταίων ετών επηρέασε και την ρευστότητα και την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών.

Στον ακόλουθο πίνακα 4.1 παρουσιάζονται (για ορισμένες χώρες) τα ανώτατα και κατώτατα σημεία που περιγράφουν τα τρίμηνα στα οποία παρατηρήθηκε η ανώτατη και κατώτατη τιμή πριν από την ακόλουθη πτώση ή άνοδο. Η διάρκεια περιλαμβάνει τον αριθμό των τριμήνων μεταξύ ανώτατου και κατώτατου σημείου.

Πίνακας 4.1 Κρίσεις στην αγορά ακινήτων (1970-2007)

Χώρες	Ανώτατο σημείο	Κατώτατο σημείο	Διάρκεια (τρίμηνα)
Ιαπωνία	Α' τρίμηνο 1991	Δ' τρίμηνο 2007	67
Γερμανία	Δ' τρίμηνο 1994	Δ' τρίμηνο 2007	52
Γαλλία	Α' τρίμηνο 1981	Γ' τρίμηνο 1984	14
Ιταλία	Γ' τρίμηνο 1992	Β' τρίμηνο 1998	23
Ισπανία	Β' τρίμηνο 1978	Γ' τρίμηνο 1982	16
Καναδάς	Δ' τρίμηνο 1989	Γ' τρίμηνο 1998	35

Πηγή: ΤτΕ,2012.

Η πρόσφατη και μεγαλύτερη τραπεζική κρίση άρχισε να υποχωρεί σταδιακά από το 2009. Αυτό οφείλεται στις ακόλουθες δυο παρεμβάσεις:

- χρηματοδότηση του ΔΝΤ από τους G-20 με 1 τρισεκατομμύρια. δολάρια ΗΠΑ
- ανακοίνωση των αποτελεσμάτων των stress tests²⁵, δηλαδή των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων σε 19 τράπεζες των ΗΠΑ.

Στην Ευρώπη τα προαναφερόμενα stress tests καθυστέρησαν να γίνουν. Στην Ελλάδα πραγματοποιήθηκαν τον Ιούνιο του 2009 και ήταν θετικά για τις περισσότερες τράπεζες.

²⁵ Τραπεζικά τεστ αντοχής (stress tests) είναι ουσιαστικά προσομοιώσεις μελλοντικών οικονομικών γεγονότων, που μοντελοποιούν αντίξοα οικονομικά σενάρια (work-case scenarios), σχεδιασμένα για να αξιολογήσουν αν μια τράπεζα ή ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έχει επαρκή κεφάλαια για να αντέξει τις επιπτώσεις δυνητικών αρνητικών εξελίξεων στην οικονομία.

3.3 Διεθνή δεδομένα.

Το κυριότερο περιουσιακό στοιχείο της πλειοψηφίας των νοικοκυριών σε όλες τις χώρες είναι τα ακίνητα. Στον πίνακα 4.2 παρουσιάζονται τα δεδομένα του καθαρού πλούτου των νοικοκυριών κάποιων χωρών για το έτος 2006-2007.

Η στήλη με το χαρακτηρισμό «25» δηλώνει τα δεδομένα του νοικοκυριού που βρίσκεται στο 25% της κατανομής, δηλαδή με καθαρό πλούτο υψηλότερο από εκείνο του 25% του πληθυσμού των ώριμων νοικοκυριών (ηλικίας 50+) και χαμηλότερο από τον πλούτο του 75% αυτού του πληθυσμού στη συγκεκριμένη χώρα και χρονική στιγμή. Τα αριθμητικά δεδομένα αντιστοιχούν σε χιλιάδες ευρώ του 2015(ΤτΕ, 2012)

Πίνακας 4.2 Καθαρός πλούτος των νοικοκυριών (2006-2007)

χώρες	Καθαρός Πλούτος			Καθαρή αξία κατοικίας		
	25	50	75	25	50	75%
Γερμανία	21	136,20	287,50	0	95,3	219,3
Ισπανία	124,40	228,60	419,80	114,20	207,3	286,6
Γαλλία	91	234,30	433,40	32,70	200,3	310,7
Ιταλία	69,8	190,30	347,80	57,7	157,6	295,20
Ελλάδα	65,3	132	245,30	53,50	114	189,50
Βέλγιο	122,6	244,50	413,30	83,2	229,8	304,6
Ελβετία	53,40	206,9	454,40	10,10	117,40	208,30
Αυστρία	30,5	130,50	252,20	2	79,20	205,6

Πηγή: ΤτΕ,2012.

Παρατηρείται ότι οι Νότιες χώρες θεωρούν πολύ σημαντική την απόκτηση ακίνητης περιουσίας. Χαρακτηριστικά, το ελληνικό νοικοκυριό στο 25% της κατανομής έχει καθαρή αξία πρώτης κατοικίας 53.500 ευρώ, όταν το σύνολο καθαρού πλούτου είναι 65.300 ευρώ. Σε αντίθεση το γερμανικό νοικοκυριό φαίνεται να μην διαθέτει κύρια κατοικία (ΤτΕ, 2012).

Στην στήλη «50» και το ελληνικό και το γερμανικό νοικοκυριό διαθέτουν πρώτη κατοικία, με μια διαφορά ως προς το ποσοστό επένδυσης (το ελληνικό

νοικοκυριό έχει επενδύσει σε αυτήν 114.000 ευρώ). Στο ανώτερο σημείο της κατανομής, το γερμανικό νοικοκυριό έχει υψηλότερη επένδυση σε κατοικία (219,300 ευρώ). Τα ίδια συμπεράσματα ισχύουν και για τα ιταλικά και ισπανικά νοικοκυριά, δίνοντας μια ενιαία εικόνα του ευρωπαϊκού Νότου που παρουσιάζει αξιόλογες διαφορές από εκείνες του Βορρά (ΤτΕ, 2012).

Μια σημαντική διαφορά διαμορφώνεται μεταξύ των χωρών του Βορρά και του Νότου αναφορικά με την αγορά ακινήτου η οποία σχετίζεται με τα στεγαστικά δάνεια που χρηματοδοτούν την πρώτη κατοικία καθώς και το οφειλόμενο ποσό. Από τα στοιχεία του πίνακα 4.3 προκύπτει ότι οι χώρες του Βορρά με υψηλά εισοδήματα, έχουν μεγάλα ανεξόφλητα ποσά (υπόλοιπα) στα στεγαστικά δάνεια πρώτης κατοικίας. Τα αριθμητικά δεδομένα αντιστοιχούν σε χιλιάδες ευρώ του 2005 (ΤτΕ, 2012).

Πίνακας 4.3 Αξία πρώτης κατοικίας και στεγαστικών δανείων (έτος 2006-2007)

χώρες	Καθαρός Πλούτος			Καθαρή αξία κατοικίας		
	25	50	75	25	50	75
Γερμανία	0	11,8	11,8	0	95,3	219,3
Ισπανία	106	0	0	114,2	207,3	305,6
Γαλλία	0	9,7	9,7	32,7	211,8	357,50
Ιταλία	0	0	0	57,7	171,10	295,20
Ελλάδα	3,5	0	0	59,4	124,6	209,7
Βέλγιο	12,4	2,9	2,9	93,2	229,8	304,6
Ελβετία	37,3	120,40	120,40	19,4	117,40	396,20
Αυστρία	0	0	0	2	79,6	205,6

Πηγή: ΤτΕ,2012.

Η διαφορετική δανειακή συμπεριφορά των χωρών του Βορρά και του Νότου οφείλεται τόσο στη συνήθεια των χωρών του Νότου να κληροδοτούν ακίνητα στα παιδιά τους, όσο και στην υψηλότερη κινητικότητα των βόρειο ευρωπαίων. Είναι επίσης ένα δείγμα του ότι ο Βορράς έχει πιο ανεπτυγμένη αγορά δανείων από ότι ο Νότος (ΤτΕ, 2012).

Σύμφωνα με στοιχεία της (ΤτΕ, 2012) από σχετικές μελέτες των SHARE, ELSA και HRS, τα ποσοστά ιδιοκατοίκησης διαφέρουν πολύ μεταξύ των χωρών του Βορρά και του Νότου, της Ευρώπης συνολικά και των ΗΠΑ. Πιο συγκεκριμένα τα

ποσοστά ήταν : 77,3% για τις ΗΠΑ, 86,90% για την Ισπανία, 84,3% για την Ελλάδα και 51,2 5 για την Γερμανία. Τα δεδομένα της SHARE δείχνουν πως υψηλότερα ποσοστά ιδιοκατοίκησης ακόμη και από τις ΗΠΑ κατέχουν η Ισπανία , η Ελλάδα και το Βέλγιο. Τα χαμηλότερα ποσοστά ιδιοκατοίκησης κατέχουν η Ελβετία, η Αυστρία και η Ολλανδία (ΤτΕ, 2012).

Σημαντικές διαφορές παρουσιάζονται και ως προς τις τιμές των κατοικιών μεταξύ των χωρών σε διεθνές επίπεδο. Στη Γερμανία για πολλά χρόνια οι τιμές των ακινήτων ήταν σταθερές. Η αξία πρώτης κατοικίας στην Ελλάδα, την Ισπανία και την Ιταλία ήταν μικρότερη από την αντίστοιχη των Γερμανών. Οι Γερμανοί με ιδιόκτητη πρώτη κατοικία κάνουν περισσότερες επενδύσεις σε αυτήν συγκριτικά με τις άλλες χώρες του Νότου, ενώ σημαντικό ποσοστό και των Ιταλών μεγαλοϊδιοκτητών προχωρά σε αντίστοιχες επενδύσεις. Αξίες πρώτης κατοικίας υψηλότερης από της Γερμανίας στο 25%, 50% και 75% της κατανομής των αξιών παρουσιάζουν η Ελβετία, η Ολλανδία και η Βρετανία (ΤτΕ, 2012).

3.4 Ιδιωτικό χρέος επιχειρήσεων και νοικοκυριών και η εξέλιξη του δανεισμού των νοικοκυριών.

Προκειμένου να αναλύσουμε την **εξέλιξη του δανεισμού των νοικοκυριών**, και την εξέλιξη των ληξιπροθέσμων οφειλών εξ αυτών (είτε συνολικά, είτε χωριστά για τα στεγαστικά και τα καταναλωτικά δάνεια), πρέπει πρώτα να δώσουμε έναν ορισμό για το πότε ένα δάνειο κρίνεται ως επισφαλές²⁶. Έτσι λοιπόν:

Σύμφωνα με το άρθρο 341 του Α.Κ «αν για την εκπλήρωση της παρούσης συμφωνηθεί ορισμένη ημέρα, ο οφειλέτης γίνεται υπερήμερος με μόνη την παρέλευση της ημέρας αυτής». Αν ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι στα δάνεια και γενικά στις συμβάσεις πιστώσεων, ο χρόνος εξυπηρέτησης ορίζεται με ακρίβεια, αυτό σημαίνει ότι ως καθυστέρηση νοείται η υπερημερία του πιστούχου, ακόμη και για μια ημέρα. Στην τραπεζική πρακτική ωστόσο, επικράτησε να ορίζονται ως καθυστερημένα δάνεια μόνο οι ληξιπρόθεσμες οφειλές που υπερβαίνουν τις 90 ημέρες. Έτσι καθυστερημένα υπόλοιπα δανείων μικρότερα των 90 ημερών θεωρούνται ως απλές καθυστερήσεις, δάνεια τα οποία εντάσσονται στην κατηγορία των μη εξυπηρετούμενων δανείων (**Non Performing Loans**).

²⁶ Κόντος Γεώργιος (2010). « Λογιστική Τραπεζών και εταιρειών Leasing & Factoring» Β' έκδοση.

Μέχρι που ξέσπασε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση το 2007-2008, παρατηρείται μια δραστική αύξηση του λόγου των μη εξυπηρετούμενων δανείων (**NPL**) ως ποσοστό των συνολικών δανείων αλλά ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Σύμφωνα με πρόσφατη εμπειρική μελέτη σε δείγμα 75 χωρών ο κύριος παράγοντας αύξησης των (**NPL**) ως ποσοστό των συνολικών δανείων, είναι η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας δηλαδή μείωση του ΑΕΠ. Εκτός από το ΑΕΠ υπάρχουν και άλλοι παράγοντες οι οποίοι επιδρούν αρνητικά στην παρατηρούμενη αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων (**NPL**) ως ποσοστό των συνολικών δανείων. Μέσω της μελέτης προσδιορίζονται οι ακόλουθοι επιπλέον παράγοντες :

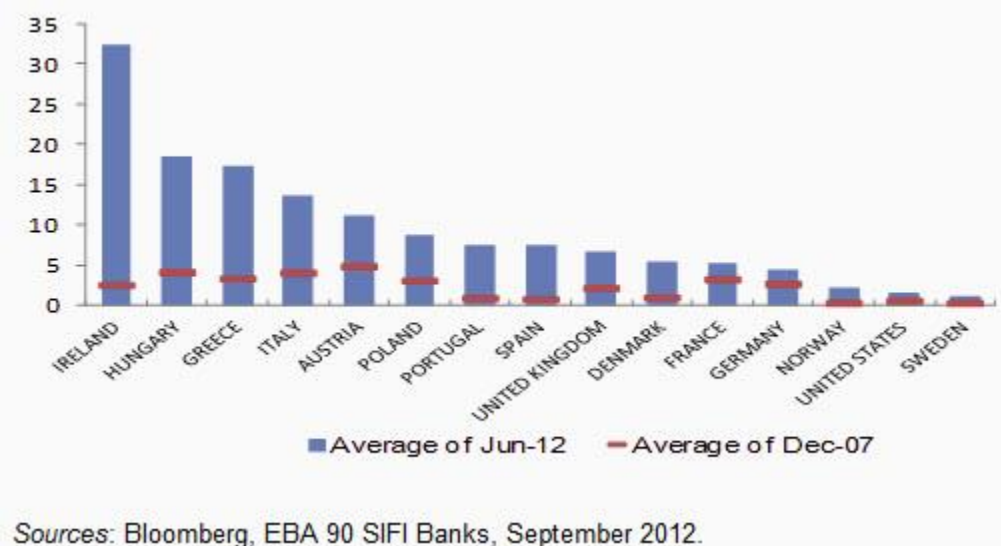
- Η υποτίμηση της αξίας του νομίσματος σε χώρες όπου μεγάλο μέρος του δανειακού χαρτοφυλακίου έχει χρηματοδοτηθεί σε ξένο νόμισμα.
- Η πτώση των αξιών των μετοχών στο χρηματιστήριο αξιών, ειδικά σε χώρες όπου η κεφαλαιοποίηση του χρηματιστηρίου είναι μεγάλη σε σχέση με το ΑΕΠ.
- Η αύξηση του επιτοκίου χορηγήσεων
- Η αύξηση της ανεργίας

Παράλληλα υποστηρίζεται ότι εκτός από τους μακροοικονομικούς παράγοντες υπάρχουν και παράγοντες οι οποίοι συσχετίζονται θετικά με τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (**NPL**) ως ποσοστό των συνολικών δανείων που αναφέρονται στην ίδια τη λειτουργία των τραπεζικών ιδρυμάτων όπως ο λόγος ιδίων κεφαλαίων/Σύνολο ενεργητικού, κέρδη/ ίδια κεφάλαια.

Πάντως οι παράγοντες αυτοί έχουν μικρότερη επίδραση στη δημιουργία μη εξυπηρετούμενων δανείων από τους μακροοικονομικούς παράγοντες.

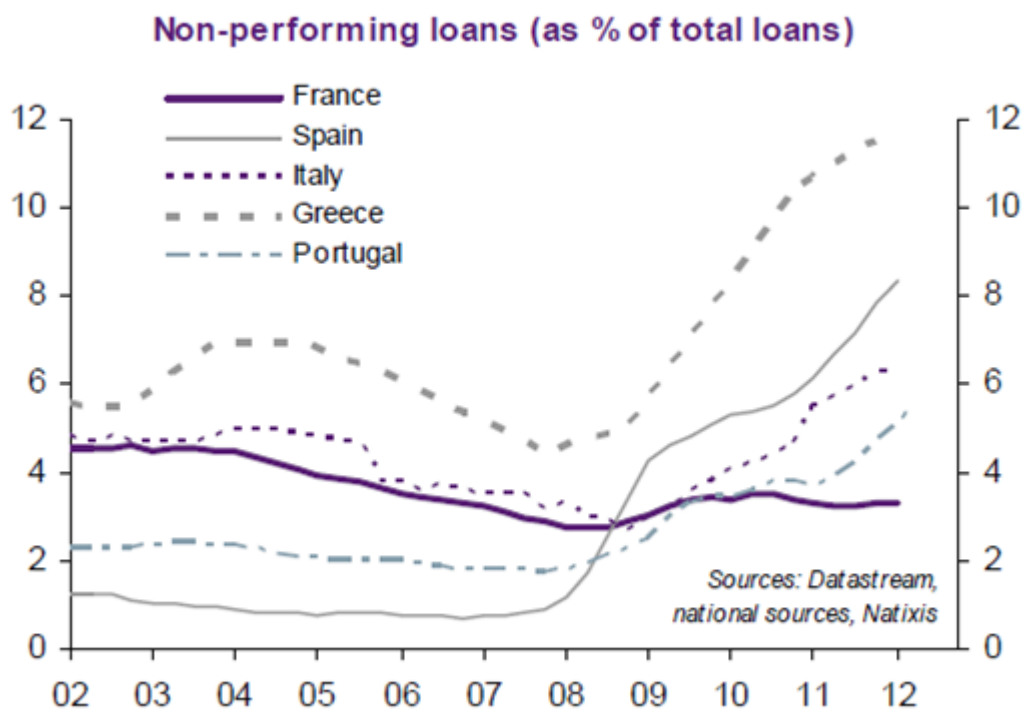
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5

Figure 1. NPLs to total loans in the EU

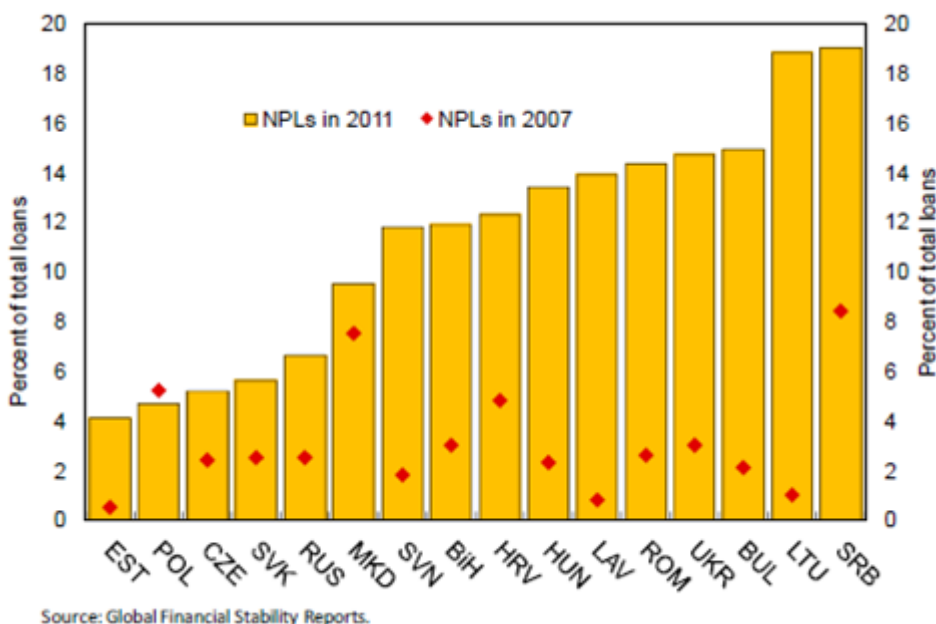


Οι επιδράσεις της συγκεκριμένης αύξησης είναι αρνητικές για το ίδιο το τραπεζικό σύστημα αλλά και για την μεγέθυνση της πραγματικής οικονομίας

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7



Η δυσκολία της αποπληρωμής των δανείων οδήγησε στην επιβολή μνημονιακών πολιτικών, οι οποίες είχαν σαν αποτέλεσμα να δυσχεράνουν περισσότερο την οικονομική κατάσταση των δανειοληπτών αφού οδήγησαν σε οικονομική ύφεση.

Από το 2000 οι τράπεζες υιοθετούσαν μια πολιτική κερδοφορίας που στηριζόταν στα στεγαστικά δάνεια. Παρατηρήθηκε ένας έντονος ρυθμός ανόδου των δανείων τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό.

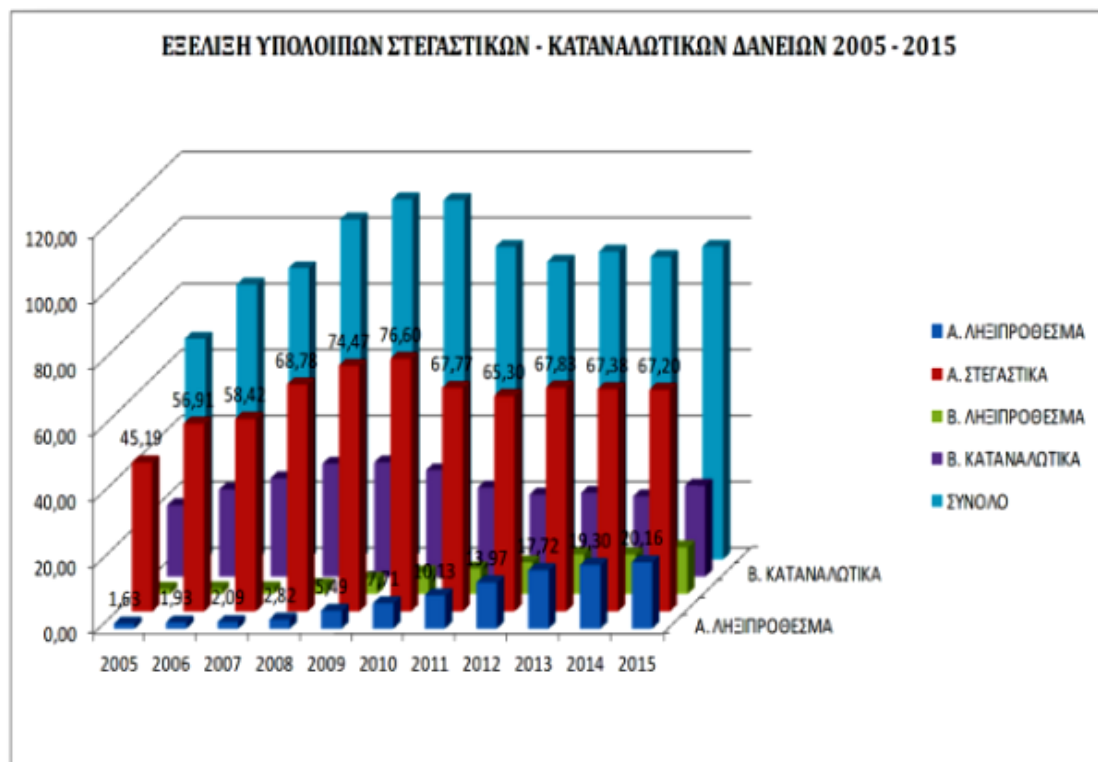
Σύμφωνα με επίσημα στοιχεία της Τ.Ε, από το 2000 έως το 2008 παρατηρείται αύξηση των στεγαστικών δανείων. Το 2008 το ποσοστό φθάνει το 32% του ΑΕΠ έναντι 28,5% του αντίστοιχου μεγέθους της ευρωζώνης. Το 2008 ήταν η χρονιά όπου άρχισε να μειώνεται ο ιδιωτικός δανεισμός (νοικοκυριών και επιχειρήσεων).

Στα παρακάτω διαγράμματα εμφανίζεται η εξέλιξη του δανεισμού των νοικοκυριών και η εξέλιξη των ληξιπροθέσμων οφειλών εξ αυτών (είτε συνολικά, είτε χωριστά για τα στεγαστικά και τα καταναλωτικά δάνεια).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8

Εξέλιξη δανεισμού νοικοκυριών και ληξιπροθέσμων οφειλών (στεγαστικά – καταναλωτικά δάνεια) περιόδου 2005 – 2015

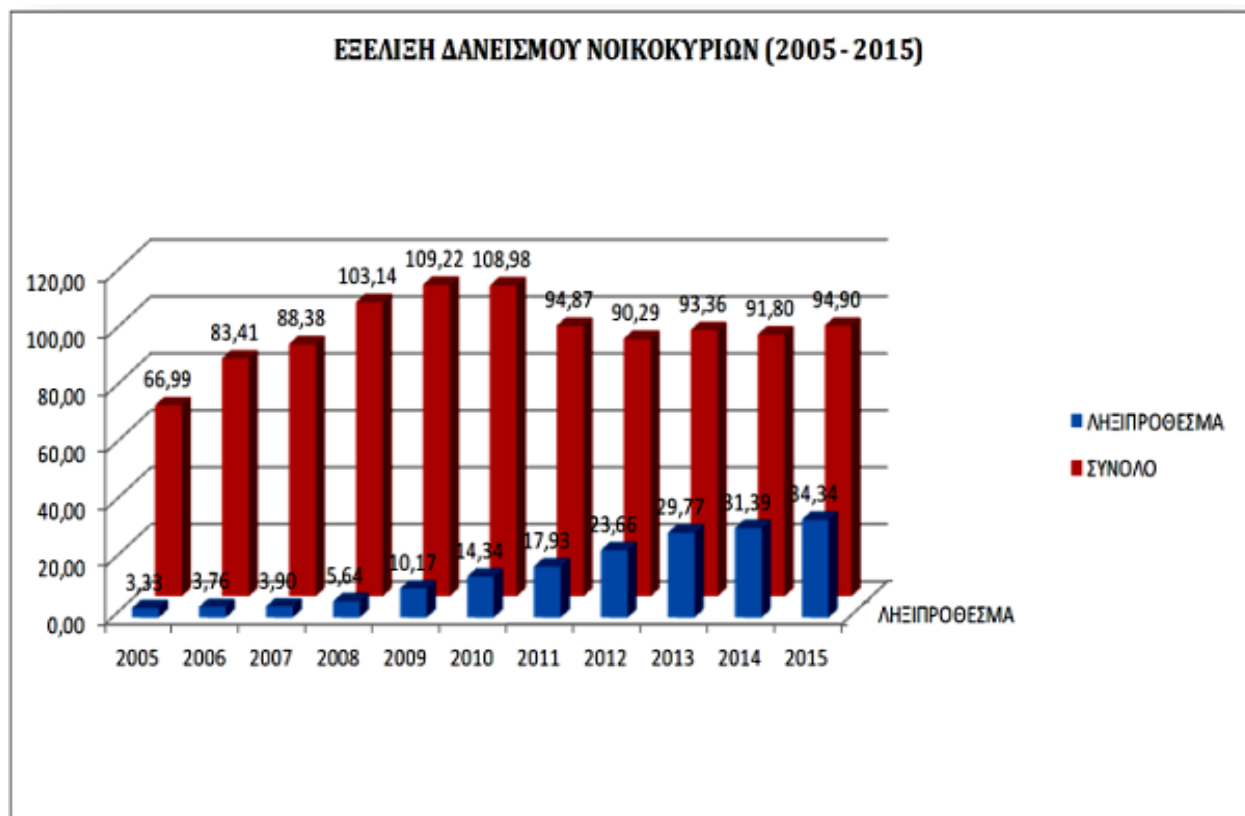
Πηγή:www.antifonies.gr



Πηγή:www.antifonies.gr

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9

Εξέλιξη συνολικού δανεισμού νοικοκυριών και ληξιπροθέσμων οφειλών περιόδου 2005-2015.

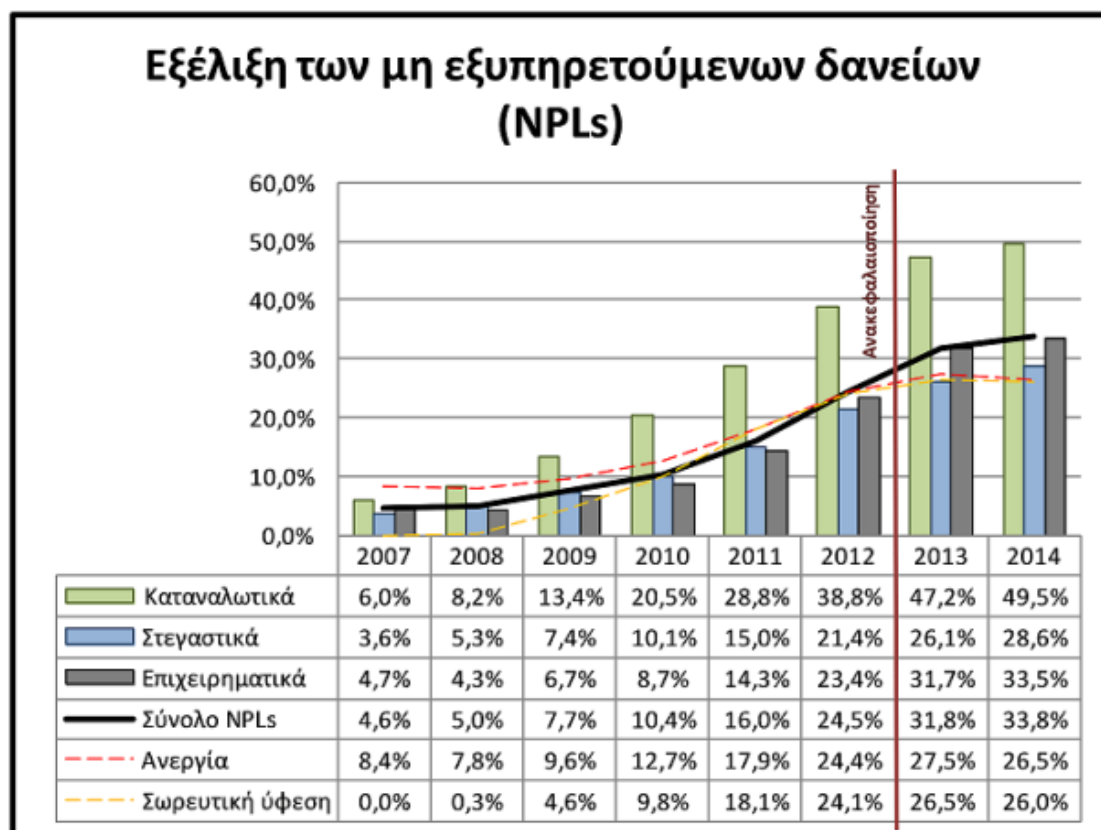


Στο παραπάνω διάγραμμα παρατηρείται κορύφωση του δανεισμού μέχρι το 2009 σε ποσοστό 109,22 τοις εκατό και από το 2010 αρχίζει να μειώνεται σταδιακά ώσπου να διαμορφωθεί στα 94,90 τοις δισεκατομμύρια ευρώ το 2015.

Τα ληξιπρόθεσμα δάνεια έχουν αντίστροφη πορεία. Το 2008 πριν από την «κρίση» τα ληξιπρόθεσμα δάνεια έχουν ποσοστό 5,64 δισεκατομμύρια ευρώ και μετά το μνημόνιο παρατηρείται ραγδαία αύξηση έως 94 δισεκατομμύρια περίπου.

Στο επόμενο διάγραμμα φαίνεται η πορεία των μη εξυπηρετούμενων δανείων σε συσχετισμό με τις επιπτώσεις της ύφεσης και της ανεργίας.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10

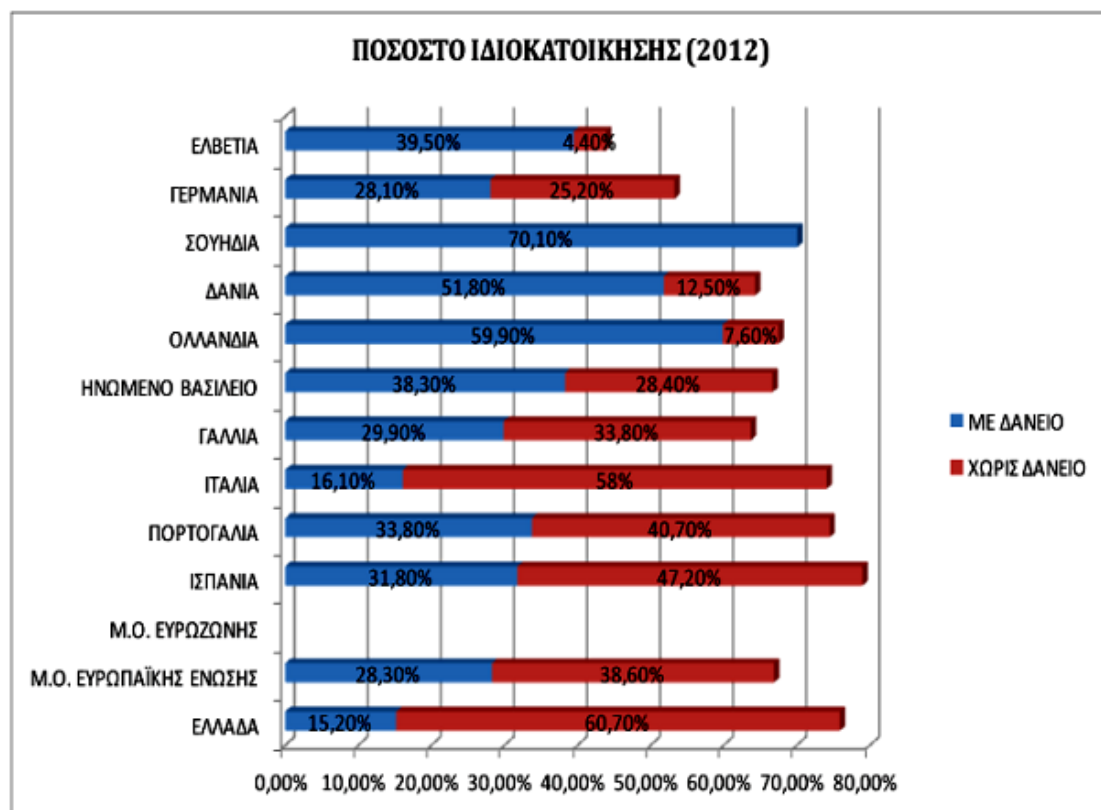


Πηγή: www.antifonies.gr

Στη συνέχεια απεικονίζονται τα ποσοστά ιδιοκατοίκησης με δανεισμό και χωρίς δανεισμό σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες. Αξιοσημείωτα είναι τα ποσοστά ιδιοκατοίκησης στην Ελλάδα, όπου είναι από τα υψηλότερα του μέσου όρου των άλλων χωρών αλλά είναι χωρίς δανεισμό. Αυτό το στοιχείο επιβεβαιώνει τη σημασία της αγοράς ακινήτων στην ελληνική οικονομία, όπου μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο η μόνη επένδυση που διασφάλιζε τις επενδύσεις έναντι του πληθωρισμού ήταν σε ακίνητα (οικόπεδα και σπίτια).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11

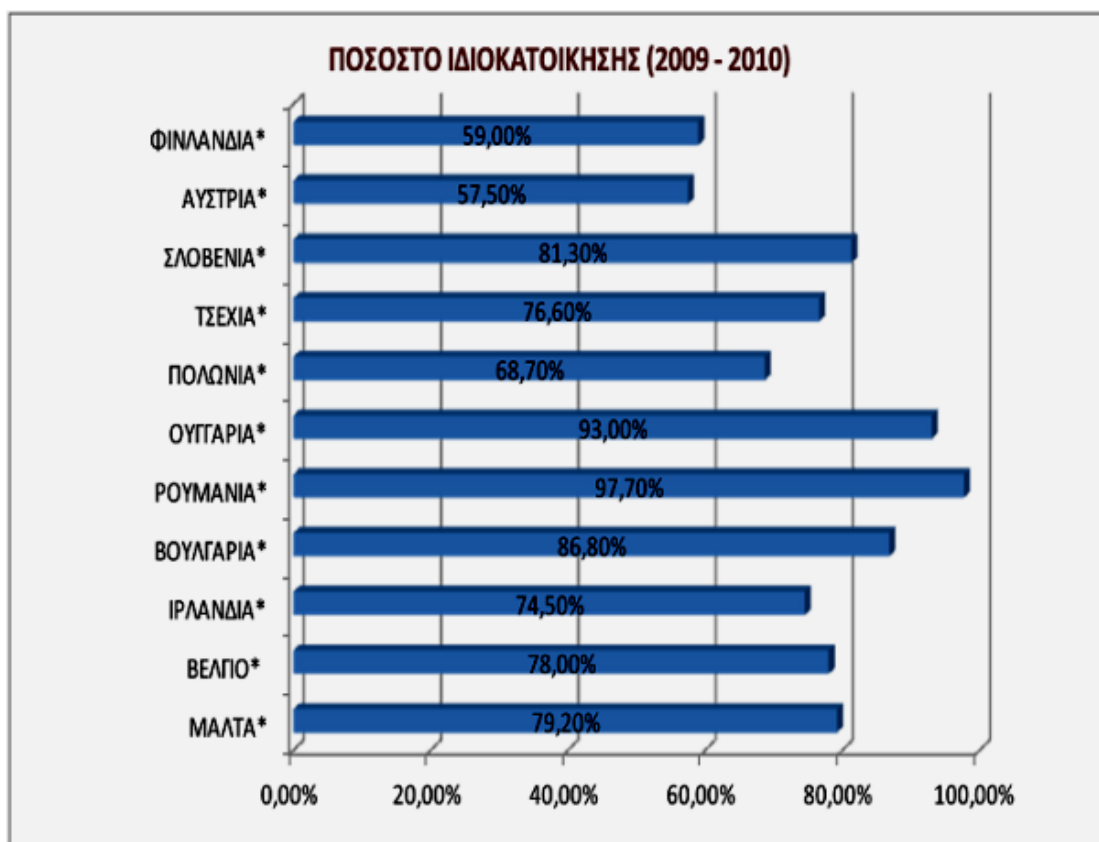
Ποσοστό ιδιοκατοίκησης με δανεισμό και χωρίς δανεισμό σε διάφορες χώρες της Ευρώπης.



Πηγή: www.antifonies.gr

Ακολουθεί μία αναφορά στα ποσοστά ιδιοκατοίκησης κατά την περίοδο 2009-2010. Εδώ παρατηρείται ότι η χώρα με το υψηλότερο ποσοστό ιδιοκατοίκησης είναι η Ρουμανία σε 97,7 τοις εκατό και η χώρα με χαμηλότερο ποσοστό ιδιοκατοίκησης είναι η Αυστρία.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12 Ποσοστό ιδιοκατοίκησης σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες και την περίοδο 2009-2010

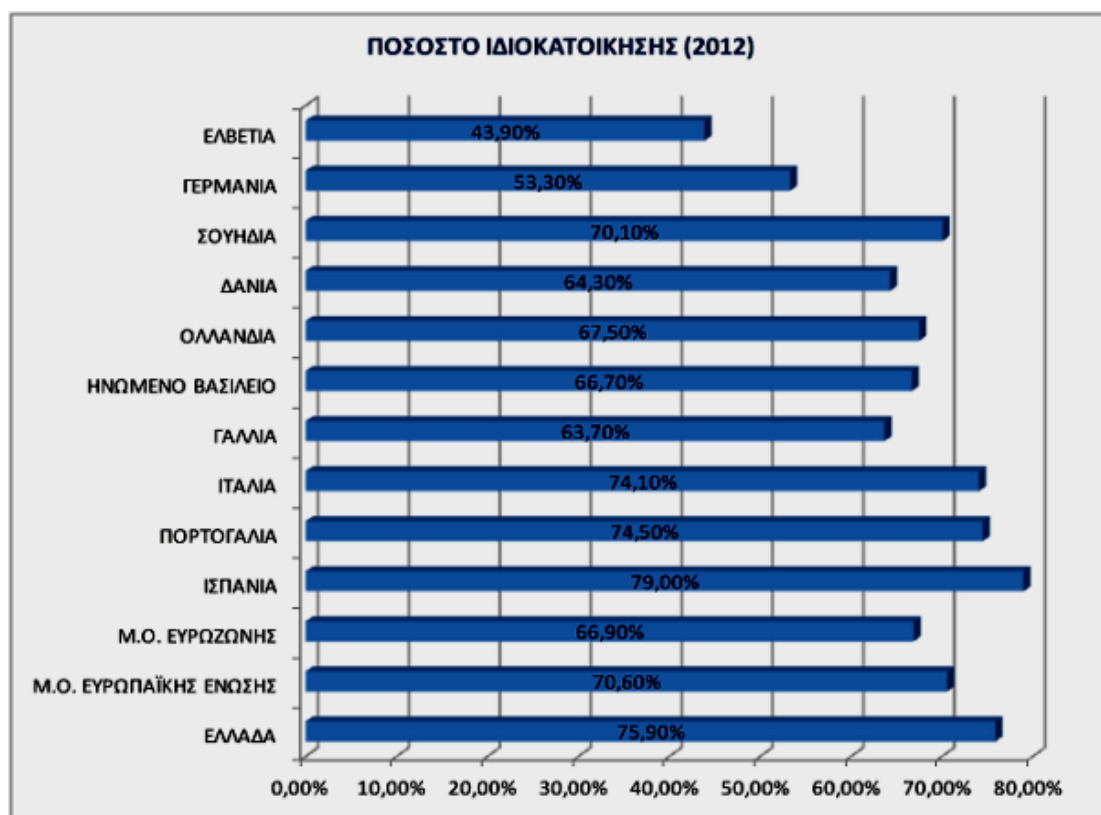


Πηγή: www.antifonies.gr

Στο επόμενο διάγραμμα παρουσιάζονται τα ποσοστά ιδιοκατοίκησης σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες κατά το έτος 2012 και γίνεται σύγκριση με το μέσο όρο της ευρωπαϊκής ένωσης και της ευρωζώνης.

Γενικότερα δεν παρατηρείται ιδιαίτερη απόκλιση των ποσοστών της χώρας μας σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες. Η Ελλάδα έχει ένα ποσοστό ιδιοκατοίκησης στο 75,9 τοις εκατό ενώ ο μέσος όρος της ευρωζώνης είναι στο 66,9 τοις εκατό. Η χώρα με το υψηλότερο ποσοστό ιδιοκατοίκησης είναι η Ισπανία με 79 τοις εκατό και η χώρα με το χαμηλότερο ποσοστό ιδιοκατοίκησης είναι η Ελβετία με ποσοστό 43,9 τοις εκατό.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13 Ποσοστό ιδιοκατοίκησης σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες το 2012



Πηγή: www.antifonies.gr

3.5 Διεθνής εμπειρία σχετικά με την κρίση ακινήτων²⁷.

Κάθε φορά η οικονομία αντιμετωπίζει διαφορετικές καταστάσεις, προκλήσεις και προβλήματα με αποτέλεσμα ο ρόλος της αγοράς ακινήτων να διαφέρει από χώρα σε χώρα. Στα αίτια της παγκόσμιας κρίσης, η αγορά ακινήτων έπαιξε έναν ιδιαίτερο ρόλο αφού σε αυτήν την αγορά ξεκίνησε η κρίση στις ΗΠΑ που μετατράπηκε σε παγκόσμια το διάστημα 2007-2009 επηρεάζοντας αναπόφευκτα και τις ανεπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης. Αφετηρία αποτέλεσε η ιδιαίτερη αγορά των στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages²⁸) στις ΗΠΑ. Η «φούσκα» και η συνακόλουθη πτώση των τιμών των ακινήτων σε πολλές αμερικανικές πολιτείες, σε

²⁷ Τσατσαρώνης Κώστας zhu haibin (2007), οι τιμές κατοικιών Διεθνώς και η χρηματοδότηση στεγαστικών δανείων, κεφάλαιο 2 στο Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης.

²⁸ «subprime» υποθήκη είναι ένας τύπος δανείου που χορηγείται σε άτομα με κακή πιστωτική ιστορία, με ανεπαρκή αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητάς τους, οι οποίοι δεν θα είναι σε θέση να πληρούν τις προϋποθέσεις για τα συμβατικά υποθήκες. Επειδή παρουσιάζουν υψηλότερο κίνδυνο για τους δανειστές, κινδύνου τους χρεώνουν επιτόκιο πάνω από το βασικό επιτόκιο δανεισμού στα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου»

συνδυασμό με τα πολλαπλά παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα που είχαν δομηθεί σε μορφή αντεστραμμένης πυραμίδας με βάση τις τιμές αυτές, και μάλιστα επί δανείων χαμηλής εξασφάλισης, οδήγησαν σε ένα ντόμινο πανικού και έλλειψης ρευστότητας στην τραπεζική αγορά, που σε συνδυασμό με την υψηλή μόχλευση (financial leverage) ²⁹ προξένησε την παραλίγο κατάρρευση του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη μετέπειτα ύφεση.

Το σκάσιμο της «φούσκας» στην αγορά ακινήτων στην **Ιρλανδία**, οδήγησε στη χρεοκοπία μεγαλύτερων τραπεζών της χώρας, οι οποίες ήταν ιδιαίτερα εκτεθειμένες στη στεγαστική πίστη όπου για την διάσωση των ιρλανδικών τραπεζών απαιτήθηκαν κρατικά κεφάλαια ύψους 62,8 δισεκατομμύρια Ευρώ ή 40,2% του ΑΕΠ μέχρι τα μέσα του 2011. Αποτέλεσμα αυτού ήταν να εκτοξευθεί το δημόσιο χρέος της χώρας σε μη βιώσιμα επίπεδα. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 2007 το χρέος της γενικής κυβέρνησης ήταν μόλις 24,8 % του ΑΕΠ ενώ εκείνη τη χρονιά η χώρα είχε δημοσιονομικό πλεόνασμα 90% του ΑΕΠ. Σε αντιδιαστολή, τρία χρόνια μετά την κρίση, το 2010, τα μεγέθη εκτινάχθηκαν στο 92,5% και το 31,2% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Η προσφυγή στη βοήθεια από το ΔΝΤ και την ΕΕ ήταν αναπόφευκτη.

Στην περίπτωση της **Ισπανίας**, η κρίση άργησε να κάνει ορατές τις επιπτώσεις της λόγω του ότι από τις αρχές της δεκαετίας του 2000 οι μεγάλες ισπανικές τράπεζες είχαν εξαναγκαστεί από την κεντρική τράπεζα που τους επόπτευε σε σημαντική αύξηση των προβλέψεων τους σε σχέση με την υπερβολική τους έκθεση στη στεγαστική πίστη. Ωστόσο παρά το γεγονός ότι τα πρώτα χρόνια της κρίσης δεν επηρεάστηκαν οι εν λόγω τράπεζες από την πτώση της αγοράς ακινήτων τα προβλήματα της συγκεκριμένης αγοράς έθεσαν τη χώρα σε τροχιά ύφεσης. Έτσι η «φούσκα» ακινήτων δεν επηρέασε άμεσα τις μεγάλες παρά μόνο τις μικρές τράπεζες το 2012, καθώς το προβληματικό πλέον δανειακό χαρτοφυλάκιο τους αυξανόταν στην επιχειρηματική στεγαστική πίστη, η παρούσα αξία του ενεργητικού τους συνέχισε να μειώνεται και η χρηματοδότηση του ενεργητικού αυτού να δυσχεραίνεται με αποτέλεσμα, τόσο η συρρίκνωση της ρευστότητας των τραπεζών όσο και η σταδιακή μείωση των ιδίων κεφαλαίων τους, σε σημείο που να μην καλύπτονται πλέον οι ελάχιστοι δείκτες εποπτικών κεφαλαίων για πολλές τράπεζες.

²⁹ Η **χρηματοοικονομική μόχλευση** (financial leverage) είναι η διαδικασία ανάληψης χρέους με σκοπό την έναρξη, συνέχιση ή επέκταση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Μια επιχείρηση ή οργανισμός θεωρούμε ότι κάνει ιδιαίτερη χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης αν επιδιώκει χρηματοδότηση μέσω ξένων κεφαλαίων έναντι ιδίων κεφαλαίων (έκδοση ομολόγων ή άλλου χρέους έναντι έκδοσης μετοχών-equity).

Στην **Ισπανία** κύριο πρόβλημα ήταν και είναι η χαμηλή ανταγωνιστικότητα, η οποία κατέστησε την οικονομία ευάλωτη σε εξωτερικές αρνητικές διαταράξεις, όπως αρχικά αυτή της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης και ακολούθως της κρίσης χρέους της ευρωζώνης. Άλλωστε το δημόσιο χρέος της χώρας πριν από την κορύφωση της κρίσης βρισκόταν σε χαμηλά επίπεδα 36,2 του ΑΕΠ το 2007 (68,5% το 2011) ενώ το δημοσιονομικό ισοζύγιο του 2007 ήταν πλεονασματικό 1,9% του ΑΕΠ (-8,5% έλλειμμα το 2011). Η χαμηλή ανταγωνιστικότητα σε συνδυασμό με την διεθνή χρηματοοικονομική κρίση και την εγχώρια κρίση στην αγορά ακινήτων, δημιούργησε μεγάλα προβλήματα στην ισπανική οικονομία με αποτέλεσμα η ανεργία να εκτοξευθεί από το 8,3% το 2007 στο 23,1% στο τέλος του 2011.

Σε αντίθεση με την Ιρλανδία και την Ισπανία, η αγορά ακινήτων δεν αποτέλεσε την κύρια αιτία των οικονομικών προβλημάτων που αντιμετώπισαν οι υπόλοιπες οικονομίες της ευρωζώνης που βρίσκονται στο επίκεντρο της εξελισσόμενης κρίσης. Συγκεκριμένα οι οικονομίες της Ελλάδος, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας αντιμετώπισαν κυρίως προβλήματα χαμηλής ανταγωνιστικότητας.

Στην **Πορτογαλία**, η διεθνής κρίση βρήκε την οικονομία ήδη σε στασιμότητα. Η Πορτογαλική οικονομία από τις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας και την είσοδο της στο ευρώ κινούταν με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Το ΑΕΠ αυξανόταν σε μέσο όρο κατά 1,5% την περίοδο 2000-2007. Το δημόσιο χρέος αν και δεν ήταν από τα υψηλότερα της ευρωζώνης, αυξανόταν συνεχώς, από το 48,4% το 2000 σε 68,3% το 2007 (107,8% το 2011). Η χαμηλή ανταγωνιστικότητα ήταν το κυριότερο πρόβλημα, το έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έφθασε το 12,6% το ΑΕΠ το 2008 (6,4% το 2011). Η αδυναμία αντιμετώπισης της κρίσης και αυτοχρηματοδότησης του χρέους οδήγησε και την Πορτογαλία όπως και την Ελλάδα και την Ιρλανδία στην προσφυγή για βοήθεια από το ΔΝΤ και την ΕΕ.

Η **Ιταλία** η οποία αποτελεί την τρίτη μεγαλύτερη οικονομία της ευρωζώνης, τα προβλήματα ανταγωνιστικότητας, αν και μικρότερα σε σχέση με αυτά των υπολοίπων χωρών του Νότου, συνδυάζονται με ένα τεράστιο δημόσιο χρέος, 103,1% του ΑΕΠ το 2007 (120,1% το 2011) που είναι το δεύτερο μεγαλύτερο στην ευρωζώνη μετά από την Ελλάδα. Το μέγεθος του ιταλικού χρέους 1,96 τρισεκατομμύρια ευρώ το 2011, η έλλειψη (επαρκούς) ευελιξίας στην εγχώρια αγορά εργασίας, σε συνδυασμό με τους φόβους για ύφεση ή για χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης στην ευρωζώνη τα επόμενα χρόνια που θα πλήξουν την χαμηλής ανταγωνιστικότητας

ιταλική οικονομία, είναι οι αιτίες των προβλημάτων που αντιμετωπίζει η Ιταλία στις διεθνείς αγορές.

Στην **Ελλάδα**, οι αδυναμίες της οικονομίας της αντανakλούνται στα σημαντικά ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στις δημοσιονομικές ανισορροπίες, δηλαδή υψηλά δημόσια ελλείμματα και χρέος. Οι κυριότερες αδυναμίες όπως και την περίπτωση της Ιταλίας και της Πορτογαλίας είναι η χαμηλή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας αλλά και η οργανωτική ανεπάρκεια του ελληνικού κράτους. Η αγορά ακινήτων δεν έχει προκαλέσει την κρίση αλλά πλήττεται από αυτή σε όλα τα επίπεδα και για όλους τους εμπλεκόμενους. Η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σήμερα ένα αδιέξοδο που οφείλεται στις χρόνιες μακροοικονομικές ανισορροπίες και στην ανεπάρκεια της ασκούμενης πολιτικής επί δεκαετίες. Τα «δίδυμα»³⁰ ελλείμματα της ελληνικής οικονομίας ήταν από τα μεγαλύτερα στην ευρωζώνη. Αντίστοιχα υψηλά είναι και το δημόσιο και το εξωτερικό χρέος καθώς αποτελούν διαχρονική συσσώρευση των αντίστοιχων ετησίων ελλειμμάτων. Βεβαίως αυτές δεν είναι οι μόνες διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας.

Για παράδειγμα η ανεργία στην Ελλάδα παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα, ιδίως ανάμεσα στους νέους και τις γυναίκες, πολύ πριν από την κρίση και παρά τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η υψηλή ανεργία και η χαμηλή απασχόληση συμβαδίζουν και με μεγάλη ανισότητα ως προς την κατανομή του πλούτου. Η ανάγκη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στο δημόσιο τομέα γίνεται εμφανής και από το ότι οι κοινωνικές παροχές επιδρούν στα ποσοστά κινδύνου φτώχειας.

3.6. Η θέση κτηματαγορών πολλών χωρών παγκοσμίως.

Χρησιμοποιώντας τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία του ΟΟΣΑ το 2013, η έκθεση Global Opportunities εκτιμά πως οι επιδόσεις στις τιμές των κατοικιών σε σύγκριση με τα ενοίκια και τα εισοδήματα, μας επιτρέπει να μετρήσουμε ποιες αγορές κατοικιών είναι υπερτιμημένες ή υποτιμημένες. Παρακάτω υπογραμμίζονται τα βασικά αποτελέσματα.

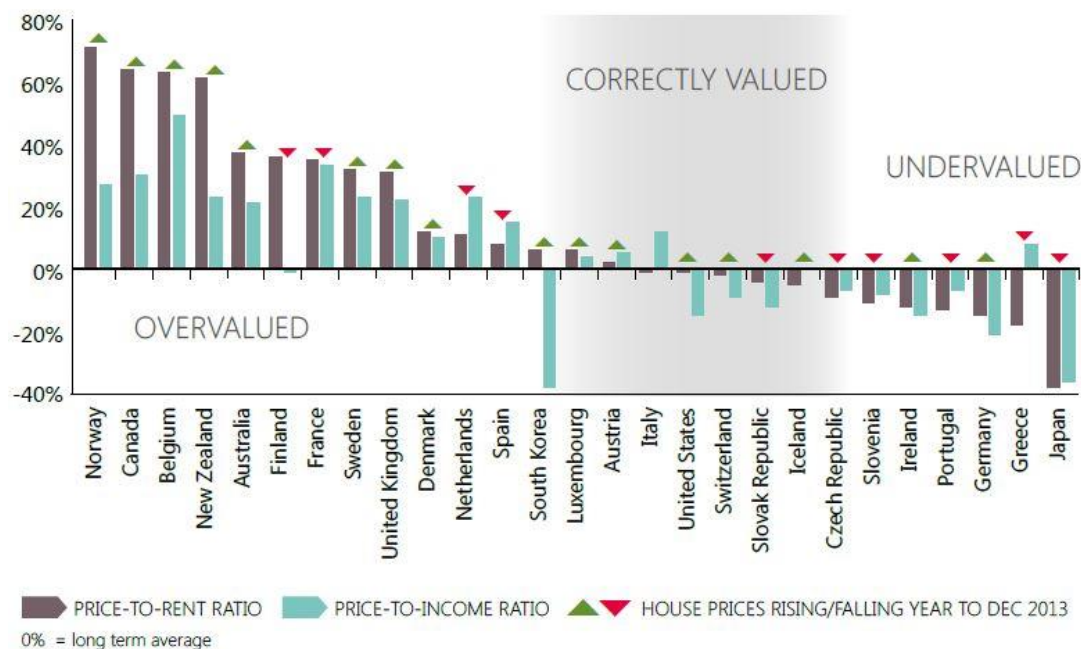
³⁰ « Το δημοσιονομικό έλλειμμα και το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών»

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14 Η θέση κτηματαγορών πολλών χωρών παγκοσμίως.

FIGURE 1

Mainstream markets: Overvalued or undervalued?

Percent over- or undervalued relative to long-term average of mainstream housing market



Source: Macrobond, OECD

Ο οριζόντιος άξονας σε 0% αντιπροσωπεύει μια θέση όπου η αγορά αποτιμάται σύμφωνα με το **μακροχρόνιο** μέσο όρο του. Οι στήλες **πάνω** από την οριζόντια γραμμή δείχνουν ότι υπάρχει μια ανισορροπία με τις τιμές των κατοικιών οι οποίες αυξάνονται περισσότερο από ενοίκια ή εισοδήματα. Οι στήλες **κοντά** στη γραμμή υποδεικνύουν ότι η αγορά είναι ισορροπημένη, και εμφανίζει ένα βιώσιμο επίπεδο ανάπτυξης. Οι στήλες **κάτω** από τη γραμμή σηματοδοτούν ότι η αγορά είναι υπερτιμημένη με την αύξηση των ενοικίων και του εισοδήματος να ξεπερνάει τις τιμές των κατοικιών.

Η Νορβηγία, ο Καναδάς και το Βέλγιο, όπου οι τιμές εξακολουθούν να αυξάνονται (βλ κατεύθυνση του βέλους), αντιπροσωπεύουν εκείνες τις χώρες που κινδυνεύουν περισσότερο από μια διόρθωση των τιμών, ιδίως εάν τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων αυξάνονται ή τα εισοδήματα αρχίζουν να μειώνονται. Η τιμή μειώνεται εμφανώς σε μεγάλο μέρος της Ευρώπης, το Ηνωμένο Βασίλειο και οι ΗΠΑ.

Χώρες όπως η Ελλάδα, η Ισπανία, και η Πορτογαλία, όπου οι τιμές εξακολουθούν να πέφτουν είναι πιθανό να καταλήξουν στα δεξιά του γραφήματος.

Η Γερμανία και η Ιαπωνία, έχοντας χάσει την αύξηση των τιμών κατά δυο μονάδες, σε αντίθεση με ότι έχει παρατηρηθεί σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες στις αρχές της δεκαετίας του 2000, παραμένουν σταθερά στο «υποτιμημένο» στρατόπεδο.

Οι τιμές Main stream στη Γαλλία και την Ολλανδία φαίνεται να έχουν ένα αργό ποσοστό μείωσης για αυτό βρίσκονται πιο δεξιά στον κύκλο ιδιοκτησίας.

Οι συγκρίσεις αυτές, όπως αναφέρονται στον πίνακα έχουν γίνει με βάση το μέσο εθνικό επίπεδο εισοδήματος και τις εθνικές τιμές των κατοικιών που συγκαλύπτουν διαφορετική δυναμική σε επίπεδο πόλης.

Σε πόλεις ή τοπικές αγορές με ένα μεγάλο ποσό παγκόσμιων αγοραστών, η αναλογία των αποτελεσμάτων θα είναι διαφορετική λόγω των υψηλότερων εισοδημάτων και των ενοικίων.

3.6.1 Η Ελληνική κτηματαγορά.

Μετά από τη μελέτη του δείκτη τιμών των κατοικιών προς ένα αντίστοιχο δείκτη τιμών των ενοικίων μπορεί να μελετηθεί η εξέλιξη της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα (Μαλλιαρόπουλος 2007). Η βάση των δεικτών είναι το 100 για το τέλος του έτους 1995. Η τιμή αυτού του δείκτη ήταν 168 στο τέλος του 2008, ενώ γενικά το διάστημα 1995-2008 οι τιμές σημείωσαν αύξηση 68% παραπάνω από τα ενοίκια. Ακόμη και όταν στο εξωτερικό έγινε αντιληπτή η λεγόμενη «φούσκα» στα ακίνητα, ο προαναφερόμενος λόγος κυμαινόταν στα ίδια επίπεδα (Χαρδούβελης, 2009).

Μελέτες για τις τιμές κατοικιών το διάστημα 1994-2007 στην Ελλάδα, έδειξαν ότι μακροχρόνια δεν επηρεάζονται από το ύψος των στεγαστικών δανείων (Brissimis and Vlassopoulos 2009). Η έλλειψη αυτής της επίδρασης σημαίνει πως η αύξηση των τιμών μετά το 1995 δεν στηρίζεται στην απελευθέρωση της στεγαστικής πίστης, αλλά ακολουθεί τις θεμελιώδεις μεταβλητές της ελληνικής οικονομίας. Αντίθετα, βραχυχρόνια φαίνεται πως διαμορφώνεται μια αμφίδρομη σχέση μεταξύ των τιμών των κατοικιών και του ύψους των στεγαστικών δανείων.

Το 2008 αποτέλεσε αναμφίβολα ορόσημο στην εξέλιξη της αγοράς κατοικιών στην Ελλάδα. Η αγορά κατοικίας χαρακτηρίστηκε από συρρίκνωση. Αυτό φαίνεται από τη μείωση του μεριδίου των κατοικιών και κατασκευών στο ΑΕΠ. Μια μέτρηση ως προς τη συμπεριφορά των τιμών, έδειξε ότι υπήρξε μια αύξηση των ονομαστικών

τιμών κατά 2,6% και των ενοικίων κατά 8,6%, κάνοντας τον λόγο τιμών προς ενοικίων να μειωθεί κατά 5,5% (Χαρδούβελης, 2009)³¹.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας της ΤτΕ, οι πόλεις στις οποίες καταγράφηκαν οι μεγαλύτερες πτώσεις τιμών είναι η Αθήνα με υποχώρηση που έφτασε έως και το 32,2%, η Θεσσαλονίκη με 38,8% η Χαλκίδα με 35,4%, η Κατερίνη με 36,5%, την Ξάνθη το 15,1% και την Αλεξανδρούπολη με 16,8%.τα αντίστοιχα αποτελέσματα έρευνας των κτηματομεσιτικών γραφείων έδειξαν μια δυσμενέστερη κατάσταση. Ως προς τα ενοίκια η πτώση των τιμών φτάνει τα 11%-18% το εξεταζόμενο διάστημα. Γενικά βάσει της ΤτΕ, η αγορά ακινήτων το 2008 ήταν στο 10%-20% των συναλλαγών προ κρίσης.

Σε σχετική με τη μελέτη του ΔΝΤ το Μάιο του 2014, διαγράφεται ότι οι τιμές των κατοικιών στην Ελλάδα η οποία βρίσκεται στη δεύτερη θέση υποχωρούν με ταχύ ρυθμό.

Στο 4 τρίμηνο του 2013, η πτώση διαμορφώθηκε στο 7,25 %, σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2012. Βάσει του ΔΝΤ, η μοναδική χώρα που έχει την υψηλότερη μείωση τιμών είναι η Ινδία (ποσοστό μείωσης 9,1%).

Η εκτίμηση του ΔΝΤ ήταν ότι η ελληνική αγορά παρουσιάζει ακόμη το εξεταζόμενο διάστημα υπερτίμηση των αξιών λόγω του ότι παρά το γεγονός πως οι τιμές έχουν πέσει, η μείωση των εισοδημάτων των νοικοκυριών δεν έκανε τις κατοικίες πιο προσιτές. Απόδειξη αυτού είναι πως η αναλογία των τιμών των κατοικιών προς το διαθέσιμο εισόδημα των ελληνικών νοικοκυριών είναι ελάχιστα υψηλότερη ως προς το μέσο όρο διαχρονικά (Ρουσάνογλου,2014).

Αντίθετα σύμφωνα με στοιχεία της Global Property Guide, η Ελλάδα το τελευταίο τρίμηνο του 2013 σημείωσε την τρίτη μεγαλύτερη μείωση τιμών με 7,25% μετά την Ινδία και τη Ρουμανία. Το ποσοστό αυτό αφορά τις τιμές των κατοικιών με την ενσωμάτωση του πληθωρισμού. Βέβαια η αποπληθωρισμένη μεταβολή των τιμών δείχνει πως η Ελλάδα έχει την ταχύτερη πτώση. Σε ονομαστικές τιμές η μείωση των κατοικιών διαμορφώνεται σε 9,28% το 4 τρίμηνο του 2013, ενώ η αντίστοιχη για το 2012 είναι 12,8% (Ρουσάνογλου,2014).

Τον Ιούνιο του 2014 ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης Fitch, υποστήριξε πως οι τιμές στην Ελλάδα θα μειθούν περεταίρω μεταξύ 11%-16%. Με την επιβεβαίωση αυτού, η πτώση συνολικά των τιμών των κατοικιών από το ανώτερο

³¹Χαρδούβελης,Γ.Α.(2009) « η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία»
<http://.bankofgreece.gr>

σημείο που βρέθηκαν το 2008, έως την ολοκλήρωση της πτωτικής πορείας αναμένεται να φτάσει στο 45%. Στην ανάλυση του ο προαναφερόμενος οίκος δικαιολογεί την εκτίμηση ως αποτέλεσμα της συνεχιζόμενης βαθιάς ύφεσης της ελληνικής οικονομίας και της ανασφάλειας που υπάρχει για το φορολογικό πλαίσιο του κλάδου. Για αυτό και οι αγοραπωλησίες κατοικιών που έγιναν στις αρχές του 2014 ήταν ελάχιστες εξαιτίας του φόρου υπεραξίας με τον οποίο επιβαρύνεται ο ιδιοκτήτης.

Η Alpha Bank σε μια σχετική ανάλυση του 2014 είχε προβλέψει ότι η μείωση των τιμών των κατοικιών τελικά δεν θα ήταν μεγαλύτερη από το 5,3% (χαμηλότερο ποσοστό από το 2013). Και όμως η μείωση βάσει στοιχείων της ΤτΕ έφτασε το 10,3% έναντι του 2012.

Γενικά παρά την υψηλή πτώση των τιμών των ακινήτων και παράλληλα την αύξηση των κατοικιών προς πώληση, οι συναλλαγές βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα. Οι πωλητές θεωρούν πως δεν θα μειωθεί περισσότερο η αξία της ακίνητης περιουσίας τους και έτσι άρχισαν σταδιακά να διστάζουν να ξεκινήσουν διαδικασίες πώλησης ακινήτων. Οι αγοραστές ελπίζουν σε περαιτέρω πτώση των τιμών. Αξίζει να σημειωθεί πως ο μέσος χρόνος αναμονής έως την πώληση των προσφερόμενων κατοικιών φτάνει τους 12 μήνες (Ρουσάνογλου,2014).

3.7 Η Σημασία της αγοράς ακινήτων στην ελληνική οικονομία.

Για τους Έλληνες οι οποίοι μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο είχαν περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες, τα ακίνητα (οικόπεδα και σπίτια) αποτελούσαν το πιο σημαντικό περιουσιακό στοιχείο καθώς ήταν η μόνη επένδυση που τους διασφάλιζε έναντι του πληθωρισμού. Απόδειξη του παραπάνω φαινομένου αποτελεί το γεγονός ότι το 81,8% των περιουσιακών στοιχείων των ελλήνων είναι σε ακίνητα, το 17% σε καταθέσεις και το 1,2% σε μετοχές. Στη χώρα μας το 2008 οι επενδύσεις σε κατοικίες αποτελούσαν το 5,4 % του ΑΕΠ (ενώ οι κατασκευές συνολικά σε 10,7%).

Οι αποδόσεις των ακινήτων είχαν τριπλασιαστεί από την 31/12/1995 έως την 31/12/2008, τάση που δεν ακολούθησαν και οι υπόλοιπες μορφές περιουσιακών στοιχείων.

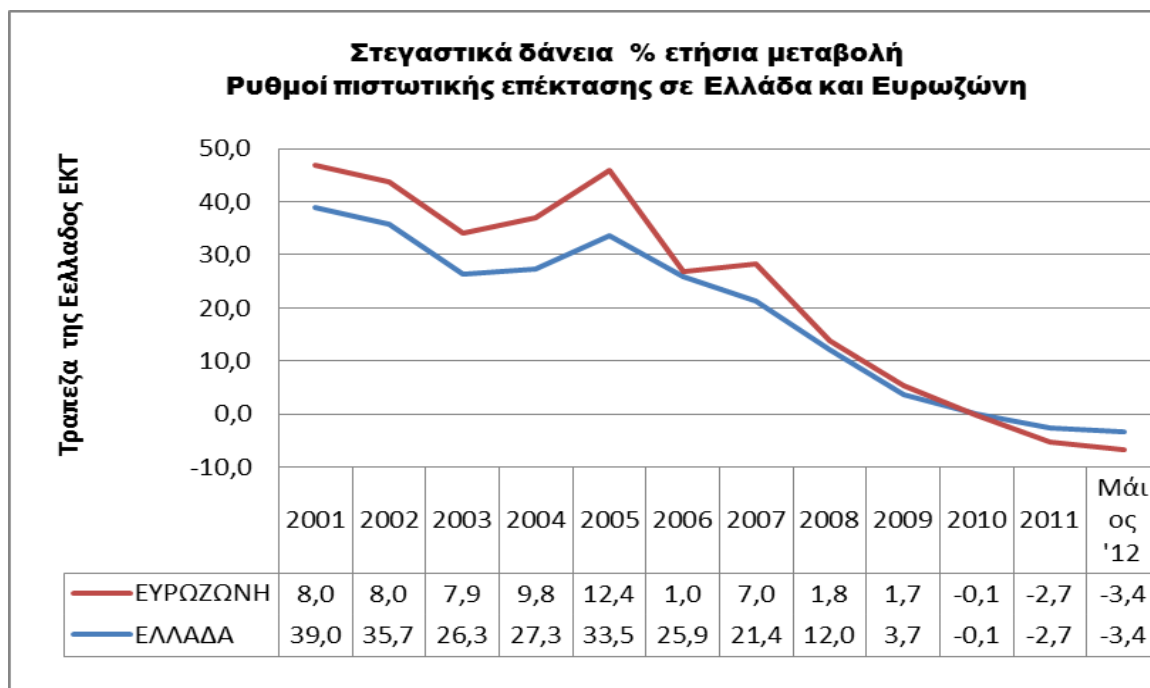
Το διάστημα από το 2003 έως το 2007, οι επενδύσεις σε κατοικίες στη χώρα μας ανήλθαν σε 7,7 % του ΑΕΠ και το αντίστοιχο των κατασκευών 13,3% σε σύγκριση

με τις άλλες χώρες της ευρωπαϊκής ένωσης. Στη χώρα μας μεγάλο μέρος του εργατικού δυναμικού ασχολείται στον κλάδο της αγοράς κατοικίας. Το 2007 η δηλωμένη εργασία στον κλάδο των κατασκευών ανήλθε στο 8,7% της συνολικής απασχόλησης. Βασική αιτία της πιστωτικής επέκτασης αποτέλεσε η πτώση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων όπου τον Ιανουάριο του 2010 έπεσαν στο ιστορικό χαμηλό επίπεδο του 3,05%. Αυτή η μείωση των επιτοκίων οφείλεται στον ανταγωνισμό που αναπτύχθηκε ανάμεσα στις τράπεζες, στην απελευθέρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, στη μείωση του κόστους χρήματος εξαιτίας της εισόδου της χώρας μας στην ΟΝΕ και στη διεθνή συγκυρία: ανάπτυξη, υψηλή ρευστότητα και μείωση επιτοκίων.

Η επικράτηση χαμηλών επιτοκίων σε συνδυασμό με την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος οδήγησε σε αύξηση της ζήτησης για στεγαστικά δάνεια, καθώς ολοένα και περισσότερα νοικοκυριά επέλεξαν να επενδύσουν τις αποταμιεύσεις τους σε ακίνητα καθώς πρόκειται για μία ασφαλή επένδυση αλλά και εξαιτίας της προτίμησης της για ιδιοκατοίκηση.

Ύστερα όμως από το ξέσπασμα της δημοσιονομικής κρίσης στην Ελλάδα, η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια μειώθηκε από το 2010. Η μείωση ήταν της τάξης του (-0,09%) ετησίως και άγγιξε το (-2,7%) το 2011 και αυξήθηκε στο (-3,4%) τον Μάιο του 2012.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 15



Πηγή: Ίδια επεξεργασία .

Αυτό οφείλεται κυρίως στον περιορισμό από πλευράς τραπεζών της προσφοράς τραπεζικών δανείων, εξαιτίας της έλλειψης ρευστότητας που αντιμετωπίζουν αλλά και της αύξησης του ελέγχου και την θέσπιση πιο αυστηρών κριτηρίων για τις χρηματοδοτήσεις. Επίσης, τα νοικοκυριά-καταναλωτές είναι απρόθυμα να προχωρήσουν στη σύναψη μιας νέας δανειακής σύμβασης εξαιτίας της μεγάλης αβεβαιότητας που επικρατεί στην αγορά (Σαμπανιώτης & Χαρδούβελης 2012 «Η ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης»³²).

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΤτΕ τα υπόλοιπα των στεγαστικών δανείων τον Δεκέμβριο του 2012 είχαν μειωθεί κατά 4,8% σε ετήσια βάση, έναντι του αντίστοιχου ποσοστού 2,7% το Δεκέμβριο του 2011. Τα υπόλοιπα ανέρχονταν τον Δεκέμβριο του 2012 στα € 74,3 δις.

³² Σαμπανιώτης,Θ.(2013) «Greek Real Estate Market.: prices and activity decline escalates, uncertainly increases» Greece Macro Monitor,Eurobank

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην ανάλυση που έγινε για τη διεθνή εμπειρία σχετικά με την κρίση ακινήτων, σε κάποιες περιπτώσεις παρατηρούνται οικονομικές διακυμάνσεις, οι οποίες ταυτίζονται και με τους οικονομικούς κύκλους. Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση επεσήμανε σημαντικές επιπτώσεις στις αγορές ακινήτων και στην οικονομία γενικότερα.

Ο κλάδος των ακινήτων σχετίζεται άμεσα με τον κλάδο της οικονομίας, διαμορφώνοντας μία αμφίδρομη σχέση μέσω της κατανάλωσης, των επενδύσεων και του δανεισμού. Για πολλές δεκαετίες η αγορά ακινήτων αποτελούσε για πολλούς αναγκαιότητα, για άλλους επενδυτικό στόχο και για άλλους απλά μια «επενδυτική παράδοση». Αξίζει να επισημανθεί πως σε πολλές χώρες (όπως στην Ελλάδα), η απόκτηση ακινήτου αποτελούσε και εξακολουθεί να αποτελεί εθνική συνήθεια και παράδοση που έχει κληρονομηθεί από γενιά σε γενιά. Αντίθετα σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες η κατοχή ακινήτου απαιτεί υψηλό εισόδημα και είναι δείγμα ιδιαίτερων κοινωνικών και οικονομικών χαρακτηριστικών.

Αναμφίβολα η υφιστάμενη οικονομική κρίση που έγινε ιδιαίτερα αισθητή παγκοσμίως τα τελευταία χρόνια, επηρέασε καταλυτικά την εξέλιξη της κτηματαγοράς. Αποτέλεσμα ήταν η αύξηση των ακινήτων προς πώληση και η μείωση ζήτησης. Η υψηλή φορολογία, η μείωση των μισθών και των εισοδημάτων, η διακοπή της χορήγησης δανείων και τα υψηλά επιτόκια, είναι ορισμένοι μόνο παράγοντες που επέδρασαν αρνητικά στον κλάδο των αγοραπωλησιών ακινήτων.

Βέβαια για πολλούς αυτό αποτέλεσε μια επενδυτική ευκαιρία. Σε χώρες όπως η Ελλάδα αυξήθηκε κατά πολύ ο αριθμός των ακινήτων που τέθηκαν προς πώληση και αντίστοιχα μειώθηκε σημαντικά η αξία τους, διαμορφώνοντας έτσι επενδυτικές ευκαιρίες για όσους ενδιαφέρονταν για αγορά.

Πλήθος φορέων συσχετιζόμενων με την κτηματαγορά, συνδέει το επίπεδο ζωής των πολιτών με τον τρόπο διαχείρισης των ακινήτων. Για παράδειγμα αυξημένες τάσεις πώλησης των ακινήτων (όπως καταγράφηκαν τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα) διαμηνύουν οικονομικά προβλήματα των πολιτών και αλλαγή «σκεπτικού» ως προς τη διαχείριση τους.

Κοινή παραδοχή είναι, ασχέτως με την προσέγγιση του Κοντράτιεφ σχετικά με τις οικονομικές διακυμάνσεις, ότι *οι ανθρώπινες ιδιότητες της πλεονεξίας, της ασυδοσίας και της απληστίας είναι αυτές που ευθύνονται και για τη σύγχρονη*

(χρηματοπιστωτική) κρίση του συστήματος. Πέραν της επενδυτικής φούσκας και της τεράστιας μόχλευσης, αυτές οι ιδιότητες είναι που δημιούργησαν τον υπέρμετρο καταναλωτισμό, της τελευταίας 20 ετίας, ο οποίος υποστηρίχτηκε και επιδοτήθηκε από το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα.

Η εφαρμογή κοινωνικών κριτηρίων μέσω μιας μακροπρόθεσμης ρύθμισης των δανείων, θα μπορούσε να αντιμετωπίσει την υπερχρέωση των αδύνατων κοινωνικών στρωμάτων.

Στοιχεία μιας τέτοιας ρύθμισης θα μπορούσε να είναι μιας μορφής σεισάχθεια που θα στηρίζεται σε κοινωνικά κριτήρια που μπορούν να αποτελέσουν: α) η διαγραφή των τόκων, τους οποίους δημιουργούν τα υψηλά επιτόκια στις πιστωτικές κάρτες και τα καταναλωτικά δάνεια β) το πάγωμα των οφειλών στα ενυπόθηκα δάνεια για αγορά ακινήτων και ο επαναπροσδιορισμός τους σύμφωνα με την τρέχουσα αξία του ακινήτου.

Πέραν των παραπάνω ρυθμίσεων, απαιτείται, ένα νέο νομοθετικό πλαίσιο ώστε να εξετάζεται με αντικειμενικά κριτήρια (εισόδημα και περιουσιακή κατάσταση, ποσοστό αποπληρωμής οφειλών, εξασφάλιση αξιοπρεπούς επιπέδου διαβίωσης κτλ) ξεχωριστά η κάθε περίπτωση υπερχρέωσης. Αυτό το πλαίσιο μπορεί να περιλαμβάνει μια γενικευμένη ρύθμιση των δανείων για τη διασφάλιση της ακίνητης περιουσίας των υπερχρεωμένων δανειοληπτών και την ενίσχυση μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων καθώς και των αγροτών, με περιορισμό της εξοντωτικής φορολογίας.

Αυτό που απαιτείται είναι ένας στρατηγικός σχεδιασμός η εφαρμογή του οποίου θα οδηγήσει την οικονομία στα πρότερα επίπεδα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αθανασόπουλος Τ. (2001) Εμπράγατο Δίκαιο, Ερμηνεία κατ' άρθρο, Νομολογία, Βιβλιογραφία, Τόμοι Α'-Β', Αθήνα: Σάκκουλας
1. Δ. Μαλλιαρόπουλος, 'Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα αντανakλούν τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς" Τόμος ΙΙ, Τεύχος 8, 23 Οκτωβρίου 2007 , Eurobank research.
2. Εισήγηση στην κεντρική εκδήλωση της ΛΑΪΚΗΣ ΕΝΟΤΗΤΑΣ με θέμα την «Ανακεφαλαιοποίηση» των τραπεζών και τα «κόκκινα δάνεια» που πραγματοποιήθηκε την Παρασκευή 11 Δεκεμβρίου 2015 στην Α.Σ.Ο.Ε.Ε
3. Εφημερίδα της Κυβέρνησης του Ν.3130/2003 (ΦΕΚ 76/Α'/28.3.2003) Εφαρμογή νέων διατάξεων μίσθωσης ακινήτων για τη στέγαση Δημοσίων Υπηρεσιών
4. Εφημερης της κυβερνήσεως της ελληνικής Δημοκρατίας Αρ. Φύλλου 1822, 24 Αυγούστου 2015
5. Κόντος Γεώργιος (2010). « Λογιστική Τραπεζών και εταιρειών Leasing & Factoring» Β' έκδοση.
6. Κόνσολας, Ν. (1997) Σύγχρονη Περιφερειακή Οικονομική Πολιτική, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
7. Λαμπρινίδης Μ.(1984) Η θεωρία του Εκλογικού-Οικονομικού Κύκλου Παρουσίαση και Κριτική, Σπουδαί, Τόμος 34, Ν 1
8. Ορφανός Β.Α (2003). «Λεξικό της σύγχρονης οικονομίας, θεωρητικής και εφαρμοσμένης» Εκδόσεις Σταφυλίδη
9. Παπαδασκαλόπουλος, Α. (1995) Πρότυπα και Πολιτικές Περιφερειακής Ανάπτυξης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
10. Σαμπανιώτης,Θ.(2013) «Greek Real Estate Market,: prices and activity decline escalates, uncertainly increases» Greece Macro Monitor,Eurobank
11. Σαμπανιώτης Χαρδούβελης (2012). « Η ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης». Τράπεζα της Ελλάδος (2009). « Αγορές ακινήτων : εξελίξεις και προοπτικές», Χαρδούβελης, «Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία»
12. Τράπεζα της Ελλάδος (2012). «Η αγορά ακινήτων στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση»

13. Τριανταφύλλης Χρήστος, (1999), “Λεξικό Οικονομικών Εμπορικών Τραπεζικών και Χρηματιστηριακών Όρων”, Αθήνα
14. Τσατσαρώνης Κώστας zhu haibin (2007), οι τιμές κατοικιών Διεθνώς και η χρηματοδότηση στεγαστικών δανείων, κεφάλαιο 2 στο Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α.Χαρδούβελης
15. Φίλιος, Π. (2006) Μίσθωση Ακινήτου για Επαγγελματική Στέγη, Αθήνα: Σάκκουλας
16. Χαρδούβελης,Γ.Α.(2009) « η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία»

Β.ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

17. Alireza Dehesh and Cedric Pugh, " *Property Cycles in a Global Economy* " *Urban Studies*, Vol. 37, No. 13, 2581– 2602, 2000
18. Balomenos, P. (2003) Analysis of the Athens Land Market, Organization of Economic Co-operation and Development (OECD), Review Meeting, Athens
19. Ciement Junglar, "Des aises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats Unis", Librairie Guillaumin et Cie, 1862
20. Balomenos, P. (2003) Analysis of the Athens Land Market, Organization of Economic Co-operation and Development (OECD), Review Meeting, Athens
21. Berger-Thomson, L. and Ellis, L. (2004) Housing Construction Cycles and Interest Rates, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 2004– 08
22. JJ Van Dufjn, " The long wave in economic life', London.George Allen & Unwin,1983, ρ Nikolai D. Kondratieff, 'The long wave in economic life', Review of Economics and Statistics, Vol XVII, No 6, Nov 1935, pp 105-115 αναδημοσιευμένο στο John J. Clark Monis Cohen (eds), "Business fluctuations, growth and economic stabilization. A reader", New York, Random House, 1963, ρ 29
23. Joseph Kitchin "Cycles and trends in economic factors", Review of Economics and Statistics, Vol V, No 1, Jan 1923, pp 10-16 αναδημοσιευμένο στο John J. Clark - Morris Cohen (eds), "Business fluctuations, growth and economic stabilization. A reader", New York, Random House, 1963,)
24. Liu,H, Park, Y.W, and Zheng, S.(2002),The interaction between Housing Investment and Economic Growth in China, international Real Estate Review, vol 5.

25. Lucas Robert E. Jr , (1980), "Methods and Problems in Business Cycle Theory," *Journal of Money, Credit, και Τραπεζική* 12 (1980).
26. Mankiew G.(1985), Small Menu Costs and Large BusinessCycles: a Macroeconomic model of monopoly, *Quarterly Journal of Economics*.
27. McKenzie, D., Betts, R. (2006) *Essentials of Real Estate Economics*, Fifth Edition, USA: Thomson South-Western.
28. Paper presented at the 8th Conference of the Pacific Rim Real Estate Society 21-23 January 2002 Christchurch, New Zealand
29. Pelagatti Matteo M., (2004), “Business cycle and sector cycles”, Department of Statistics. Università degli Studi di Milano-Bicocca. November
30. Rubens, J. H, Louson, D. A. and Yobaccio, E. J. (1998) Measuring the Significance of Diversification Gains, *Journal of Real Estate Research*, 16:1,
31. Schulte, K-W. and W. Schafers, *Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin*, In K-W. Schulte (Hrsg.), *Immobilienökonomie, Band I, 2. Aufl., Betriebswirtschaftliche Grundlagen*, Munchen, 2000, S.. (Real Estate Economics as an Academic Discipline, In K-W. Schulte (Ed.), *Real Estate Economics*, Volume I, Second edition, Munchen, 2000,).
32. *The Losses of Nations*, Fred Harrison, Ed., Othila Press, London, 1998
33. Wheaton, W.C. (1987) The cyclical behavior of the national office market, *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*,
34. <http://.bankofgreece.gr>
35. <http:// www.ecb.europa.eu>
36. <http://www.eurobank.gr/research>
37. <http://www.statistics.gr>