

**ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ**



Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
«ΕΦΗΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ»

Κατεύθυνση: «Αστικής & Περιφερειακής Ανάπτυξης»

Ειδίκευση: «Οικονομικών της Αγοράς Ακίνητων»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ:
ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΜΠΕΙΡΙΑΣ**

Δήμητρα Σεγγούνη

(Α.Μ.: 0815Μ052)

Επιβλέπων Καθηγητής: Αντώνης Ροβολής

Αθήνα, 2017

*“If something cannot go on forever,
it will stop.”*

*«Εάν κάτι δεν μπορεί να συνεχισθεί για πάντα,
θα σταματήσει.»*

- Herbert Stein (Economist) -

Copyright © Δήμητρα, Σεγγούνη, 2017.

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα. Ερωτήματα που αφορούν τη χρήση της εργασίας για κερδοσκοπικό σκοπό πρέπει να απευθύνονται προς το συγγραφέα.

Οι απόψεις και τα συμπεράσματα που περιέχονται σε αυτό το έγγραφο εκφράζουν το συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Παντείου Πανεπιστημίου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η μελέτη των Οικονομικών Διακυμάνσεων στις Αγορές Ακινήτων και η εξέταση τυχόν συσχέτισης της κυκλικότητας των ακινήτων με τον οικονομικό κύκλο. Οι κύκλοι της αγοράς ακινήτων ποικίλουν σε ό, τι αφορά το εύρος τους, την περιοδικότητα και την επίδραση που ασκούν στην ευρύτερη οικονομία. Οι διακυμάνσεις στην αγορά ακινήτων είναι πολύ πιο πιθανές όταν οι χρονικές υστερήσεις της κατασκευαστικής δραστηριότητας είναι μεγάλης διάρκειας κι όταν η διάρκεια ζωής των ακινήτων είναι μικρή. Κατά το διάστημα 2007-2009, η κρίση που σχετιζόταν με τους τίτλους που ήταν εξασφαλισμένοι με στεγαστικά ενυπόθηκα δάνεια εξελίχθηκε σε μια ευρείας κλίμακας χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Η μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε εκτός από την αγορά κατοικίας των Ηνωμένων Πολιτειών και τις ευρωπαϊκές αγορές κυρίως αυτές της Νότιας Ευρώπης. Οι υφέσεις που έχουν σημειωθεί σε πολλές ανεπτυγμένες κι αναδυόμενες αγορές συνοδεύονταν από διάφορους τύπους οικονομικών διαταραχών, όπως συρρίκνωση της προσφοράς πιστώσεων κι απότομη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Η έννοια του οικονομικού κύκλου μπορεί να γίνει κατανοητή μέσω των διακυμάνσεων επιλεγμένων οικονομικών μεταβλητών όπως οι τιμές κατοικίας. Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στις δημογραφικές αλλαγές που αποτελούν καθοριστικό παράγοντα της οικονομικής ανάπτυξης και της ζήτησης στην αγορά ακινήτων. Η σχέση μεταξύ τιμών κατοικίας και δημογραφικών στοιχείων, σε ό, τι αφορά τη δομή της ηλικίας και την αλλαγή του πληθυσμού, παρουσιάζει επομένως ιδιαίτερο ενδιαφέρον (baby-boomers, γήρανση πληθυσμού, μετανάστευση). Πέραν της θεωρητικής προσέγγισης του αντικειμένου, στο τελευταίο μέρος της εργασίας, παρουσιάζονται τα δεδομένα σε εθνικό επίπεδο που χρησιμοποιήθηκαν για τη συγκριτική ανάλυση της Ευρωπαϊκής Εμπειρίας, τα οποία λήφθηκαν από τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης – ΟΟΣΑ. Συγκεκριμένα, μελετώνται και περιγράφονται ο δείκτης πραγματικών τιμών κατοικίας, ο δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο και ο δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα. Ακολούθως, τίθενται προς σύγκριση διαγράμματα που περιγράφουν τη διαχρονική εξέλιξη των εξεταζόμενων δεικτών για έξι χώρες του ΟΟΣΑ που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ, για τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία, την Ολλανδία, την Ισπανία και την Ελλάδα. Τέλος, τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης αποκαλύπτουν κυκλικές φάσεις ανόδου και καθόδου για τις αγορές κατοικίας των χωρών της Ευρωζώνης και δημιουργούν ορισμένα ερωτήματα για περαιτέρω διερεύνηση.

Λέξεις Κλειδιά: Οικονομικές Διακυμάνσεις, Αγορές Ακινήτων, Ευρώπη, Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις, Κερδοσκοπικές Φούσκες, Υφέσεις, Μακροχρόνια Οικονομική Στασιμότητα, Δημογραφικά Στοιχεία, Πραγματικές Τιμές Κατοικίας, Δείκτης λόγου Τιμής Κατοικίας προς Εισόδημα, Δείκτης λόγου Τιμής Κατοικίας προς Ενοίκιο

ABSTRACT

The objective of this thesis is to study the Economic Fluctuations in Real Estate Markets by linking real estate cycles to economic cycle. Property cycles are varied in terms of their amplitude, their periodicity and the impact they exert on the wider economy. Real estate fluctuations are much more likely to occur when development lags are long and asset durability is low. Over the period 2007-2009, the crisis associated with mortgage-backed securities has evolved into a large-scale financial and economic crisis in the USA. The Great Financial Crisis (GFC) affected not only the USA housing market but also the countries of Europe, especially those in Southern Europe. The recessions experienced by many advanced and emerging markets have been accompanied by various types of financial disruptions, such as contractions in the supply of credit and sharp declines in asset prices. The concept of financial cycle can be understood through fluctuations of selected financial variables such as house prices. Demographic changes constitute key factors of economic growth and real estate market demand. Therefore, the relationship between demographics and house prices presents a particular interest in terms of age structure and population change (baby-boomers, ageing population, migration). Taking into consideration European experience, this thesis then proceeds to analyse and compare the national-level data obtained from OECD Analytical House Price database source published on the internet. In particular, the real house prices index, the price to rent ratio and the price to income ratio are described. The comparative analysis is presented as well as diagrams illustrating the evolution of the indexes for selected Euro Area countries: Germany, France, Italy, Netherlands, Spain and Greece. Finally, the results of this empirical analysis reveal episodes of upswings and downswings for the eurozone's housing market over the period 1970-2015 and raise some questions for further research.

Key Words: Economic Fluctuations, Real Estate Markets, Europe, Financial Crises, Speculative Bubbles, Recessions, Secular Stagnation, Demographics, Real House Prices, Price to Income Ratio, Price to Rent Ratio

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους εκείνους που με υποστηρίζουν και βρίσκονται δίπλα μου σε κάθε μου βήμα. Ιδιαίτερες ευχαριστίες οφείλω στον Επιβλέποντα Καθηγητή μου, κ. Αντώνη Ροβολή, Αναπληρωτή Καθηγητή στο Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης του Παντείου Πανεπιστημίου, ο οποίος κατά τη διάρκεια των προπτυχιακών μου σπουδών με εισήγαγε στη μελέτη των Οικονομικών της Αγοράς Ακινήτων, δίνοντάς μου το έναυσμα να συνεχίσω τη μελέτη αυτή σε μεταπτυχιακό επίπεδο. Το αμέριστο ενδιαφέρον και η υπομονή που επέδειξε, αλλά και οι συμβουλές και η πολύπλευρη υποστήριξή του καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας Διπλωματικής Εργασίας, συνετέλεσαν καθοριστικά στην ολοκλήρωσή της.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	xv
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΣΧΗΜΑΤΩΝ	xvi
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ	xvi
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	xvii
1. ΘΕΩΡΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ	1
1.1. Ορισμοί Οικονομικών Κύκλων	1
1.2. Χαρακτηριστικά των Οικονομικών Κύκλων.....	3
1.2.1. Φάσεις του Οικονομικού Κύκλου	5
1.2.2. Η Κυκλικότητα των Κυριότερων Οικονομικών Μεταβλητών	7
1.3. Θεωρίες των Οικονομικών Κύκλων.....	8
1.3.1. Απόψεις Κλασικών και Κεϋνσιανών Οικονομολόγων	11
1.4. Εμπειρικές Παρατηρήσεις Οικονομικού Κύκλου	12
1.4.1. Κύκλος Αποθεμάτων του Kitchin	14
1.4.2. Κύκλος Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου του Juglar	14
1.4.3. Κύκλος Επενδύσεων Υποδομών Kuznets.....	15
1.4.4. Κυματισμοί Kondratieff ή Μακρά Τεχνολογικά Κύματα.....	16
2. ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	19
2.1. Εισαγωγή στην Αγορά Ακινήτων.....	19
2.2. Ανάλυση της Αγοράς Ακινήτων.....	19
2.2.1. Υπόδειγμα Τεσσάρων Τεταρτημορίων και Διακυμάνσεις.....	23
2.2.2. Οικονομική Ανάπτυξη κι Αγορά Ακινήτων.....	24
3. ΚΡΙΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	27
3.1. Η έννοια της Χρηματοπιστωτικής Κρίσης.....	27
3.2. Η Περίοδος 2000-2010.....	29
3.3. Φούσκες.....	42
3.3.1. Προσδοκίες και Φούσκες	45
3.3.2. Σχηματισμός Φούσκας	48
3.4. Αιτίες Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων.....	49
3.5. Αίτια Κρίσης των Αγορών Ακινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες	55
3.6. Συμπεράσματα Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων	62
3.7. Μακροχρόνια Οικονομική Στασιμότητα.....	65
4. ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	71
5. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ.....	85
5.1. Εισαγωγή στους Κύκλους της Αγοράς Ακινήτων.....	85
5.1.1. Κύκλοι στην Αγορά Χρήσης.....	85
5.1.2. Κύκλοι στην Επενδυτική Αγορά.....	87

5.1.3.	Κύκλοι στην Αγορά Κατασκευαστικού Τομέα	89
5.2.	Εμπειρικές Μελέτες	91
5.3.	Θεωρητικές Προοπτικές.....	96
5.4.	Σύνδεση της Κυκλικότητας Ακινήτων με τον Οικονομικό Κύκλο	110
6.	ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	117
6.1.	Εισαγωγή.....	117
6.1.1.	Δείκτης Πραγματικών Τιμών Κατοικίας	118
6.1.2.	Δείκτης του λόγου Τιμής Κατοικίας προς Εισόδημα	119
6.1.3.	Δείκτης του λόγου Τιμής Κατοικίας προς Ενοίκιο.....	121
6.2.	Γερμανία	124
6.3.	Γαλλία	125
6.4.	Ιταλία	127
6.5.	Ολλανδία.....	128
6.6.	Ισπανία	129
6.7.	Ελλάδα	131
6.8.	Συμπεράσματα Εμπειρικής Ανάλυσης.....	132
	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	133
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	143

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 2.1: Οι επιπτώσεις της οικονομικής μεγέθυνσης	24
Διάγραμμα 2.2: Η διαδικασία προσαρμογής μετά την αύξηση της ζήτησης.....	25
Διάγραμμα 3.1: Πραγματικά επιτόκια χωρών ΟΟΣΑ.....	31
Διάγραμμα 3.2: Καθαρή πιστωτική θέση τραπεζών Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας με τράπεζες στον υπόλοιπο κόσμο.....	34
Διάγραμμα 3.3: Ετήσια μεταβολή του τιτλοποιημένου χρέους ακίνητης περιουσίας (CMBS)	35
Διάγραμμα 3.4: Μακροχρόνια εξέλιξη των τιμών κατοικίας στις Η.Π.Α.	36
Διάγραμμα 3.5: Μακροχρόνια εξέλιξη των τιμών κατοικίας σε χώρες του ΟΟΣΑ	37
Διάγραμμα 3.6: Αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ	40
Διάγραμμα 3.7: Πληθωρισμός των χωρών του ΟΟΣΑ.....	41
Διάγραμμα 3.8: Υπόλοιπο ενυπόθηκων χρεών	50
Διάγραμμα 3.9: Τα ενυπόθηκα στεγαστικά περιουσιακά στοιχεία των Η.Π.Α.: ροή κεφαλαίων και προφίλ επενδύτων.....	52
Διάγραμμα 3.10: Πληθυσμός άνω των 65 ετών / Πληθυσμός 20-64 ετών.....	67
Διάγραμμα 4.1: Δομημένες επιφάνειες και πληθυσμιακές τάσεις (1975, 1990, 2000, 2015)	72
Διάγραμμα 4.2: Δομημένες επιφάνειες και πληθυσμιακές τάσεις ανά ήπειρο (1975, 1990, 2000, 2015)	72
Διάγραμμα 4.3: Παγκόσμιος πληθυσμός κατά ευρεία ηλικιακή ομάδα, 2000, 2015, 2030 και 2050.....	75
Διάγραμμα 4.4: Δημογραφικές επιπτώσεις στην κατοικία - Ηπειρωτική Ευρώπη (ποσοστό)	76
Διάγραμμα 4.5: Μεταβολή πραγματικών τιμών κατοικίας και οι δημογραφικές επιπτώσεις 1970-2009 (ποσοστό)	76
Διάγραμμα 4.6: Παγκόσμιος πλούτος – σταθερές τιμές 2000	79
Διάγραμμα 4.7: Περιφερειακή μεταβολή του ποσοστού αστικοποίησης μεταξύ 1990 και 2015.....	80
Διάγραμμα 4.8: Μόνιμες μεταναστευτικές ροές σε χώρες του ΟΟΣΑ ανά κατηγορία εισόδου, 2007-14.....	82
Διάγραμμα 5.1 Σταθμισμένη απόδοση αγοράς γραφειακών χώρων στη Δυτική Ευρώπη.....	89
Διάγραμμα 5.2: Αποπερατώσεις κι απορρόφηση γραφειακών χώρων στο Δουβλίνο .	90
Διάγραμμα 6.1: Σύγκριση δεικτών πραγματικών τιμών κατοικίας	118
Διάγραμμα 6.2: Δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα	120
Διάγραμμα 6.3: Δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο	123
Διάγραμμα 6.4: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Γερμανία	124
Διάγραμμα 6.5: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Γαλλία.....	125
Διάγραμμα 6.6: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Ιταλία	127
Διάγραμμα 6.7: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Ολλανδία	128
Διάγραμμα 6.8: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Ισπανία.....	129
Διάγραμμα 6.9: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Ελλάδα.....	131

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Σχήμα 1.1: Φάσεις οικονομικού κύκλου	5
Σχήμα 1.2: Ταξινόμηση βασικών οικονομικών κύκλων	13
Σχήμα 2.1: Η αγορά δομημένου χώρου	22
Σχήμα 3.1: Μια χρηματοπιστωτική κρίση	27
Σχήμα 3.2: Αλληλοεξάρτηση κύκλων ιδιοκτησίας και κεφαλαιαγορών	47
Σχήμα 5.1: Κύκλος ενοικίασης αγοράς γραφείων	86
Σχήμα 5.2: Κύκλος ενοικίασης ακινήτων λιανικής πώλησης στην Ευρώπη	87
Σχήμα 5.3: Ρολόι ενοικίασης γραφειακών χώρων (Office rental clock)	88
Σχήμα 5.4: Ρολόι κεφαλαιακής αξίας γραφειακών χώρων (Office capital value clock)	88
Σχήμα 5.5: Κύκλος ανέγερσης οικοδομών	112
Σχήμα 5.6: Επιπτώσεις οικονομικών γεγονότων στα ακίνητα	115

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1.1: Κυκλική συμπεριφορά βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών	8
Πίνακας 1.2: Επιχειρηματικός κύκλος	17
Πίνακας 4.1: Κάτοικοι πόλεων	80
Πίνακας 6.1: Δείκτες λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα και λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο	122

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης του Παντείου Πανεπιστημίου, τα τελευταία χρόνια έχουν δημιουργηθεί μαθήματα με αντικείμενο τη μελέτη της Αγοράς Ακινήτων, τόσο σε προπτυχιακό όσο και σε μεταπτυχιακό επίπεδο. Μέσα σε αυτά τα πλαίσια κινείται και η παρούσα Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία με τίτλο: «*Οικονομικές Διακυμάνσεις και Αγορές Ακινήτων: Συγκριτική Ανάλυση της Ευρωπαϊκής Εμπειρίας*», η οποία διαρθρώνεται σε έξι επιμέρους κεφάλαια.

Αρχικά, στο πρώτο κεφάλαιο, περιγράφονται κάποια θεωρητικά στοιχεία, απαραίτητα για την καλύτερη κατανόηση του ορισμού των οικονομικών κύκλων, με αναφορά στα χαρακτηριστικά και τις φάσεις τους. Παρουσιάζονται οι απόψεις των κλασικών και των κεϋνσιανών οικονομολόγων για τις οικονομικές διακυμάνσεις καθώς και τέσσερις βασικοί τύποι κύκλων: ο κύκλος αποθεμάτων του Kitchin, ο κύκλος επενδύσεων παγίου κεφαλαίου του Juglar, ο κύκλος επενδύσεων υποδομών Kuznets κι οι κυματισμοί Kondratieff (ή μακρά τεχνολογικά κύματα).

Εν συνεχεία, στο δεύτερο κεφάλαιο, μετά από μια σύντομη εισαγωγή στην έννοια της αγοράς ακινήτων, επιχειρείται η διάκριση μεταξύ της αγοράς ιδιοκτησίας (property market) και της αγοράς περιουσιακών στοιχείων (asset or capital market), παρέχοντας μια σαφέστερη κατανόηση του τρόπου λειτουργίας αυτών των δυνάμεων στον τομέα της αγοράς ακινήτων συνολικά. Επιπλέον, αναλύεται το υπόδειγμα τεσσάρων τεταρτημορίων (DiPasquale & Wheaton) ώστε να γίνουν κατανοητές οι διακυμάνσεις και η μακροχρόνια ισορροπία στις αγορές ακινήτων.

Στο τρίτο κεφάλαιο, περιγράφονται λεπτομερώς οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις, με έμφαση στα αίτια της κρίσης των αγορών ακινήτων των Ηνωμένων Πολιτειών. Πολλές εμπειρικές μελέτες έχουν επικεντρωθεί στην κατανόηση του τρόπου με τον οποίο δημιουργούνται οι φούσκες στην αγορά ακινήτων και του τρόπου με τον οποίο επηρεάζουν τις κρίσεις. Για το λόγο αυτό, στη συνέχεια παρουσιάζονται διάφορες θεωρίες σχετικά με τις φούσκες που δημιουργούνται στην αγορά ακινήτων. Στον απόηχο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, υπάρχουν ανησυχίες σχετικά με την οικονομική ανάπτυξη στις ανεπτυγμένες χώρες, η οποία είναι πολύ πιθανό να παραμείνει αδύναμη για παρατεταμένο χρονικό διάστημα. Οι ανησυχίες αυτές συνοψίζονται με τον όρο μακροχρόνια οικονομική στασιμότητα – secular stagnation, ο οποίος αναλύεται στο κεφάλαιο αυτό.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, επιχειρείται σύνδεση των δημογραφικών στοιχείων (baby-boomers, γήρανση πληθυσμού, μετανάστευση) με την αγορά ακινήτων. Οι δημογραφικές τάσεις διαμορφώνουν και μεταβάλλουν τις τιμές κατοικίας, οδηγώντας σε κύκλους.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, παρουσιάζονται οι κύκλοι στην αγορά ακινήτων. Συγκεκριμένα, αναλύεται ο κύκλος ενοικίασης ακινήτων (real estate rental cycle), ο κύκλος επενδύσεων (investment cycle) και ο κύκλος κατασκευαστικού τομέα (development cycle). Το κεφάλαιο περιλαμβάνει μια εκτεταμένη παρουσίαση των κυριότερων θεωριών που έχουν διατυπωθεί κατά καιρούς για τους κύκλους στον κατασκευαστικό τομέα. Ο κύκλος των ακινήτων συνδέεται με τον κύκλο της οικονομικής και πιστωτικής αγοράς. Για την καλύτερη κατανόηση της σύνδεσης αυτής παρουσιάζεται το μοντέλο του κλασικού οικοδομικού κύκλου, ο οποίος περιλαμβάνει τους δεσμούς μεταξύ της πραγματικής οικονομίας, της αγοράς ακινήτων και της οικονομίας χρήματος.

Τέλος, το έκτο κεφάλαιο περιλαμβάνει την εμπειρική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε με χρήση δεδομένων από τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης – ΟΟΣΑ. Συγκεκριμένα, μελετάται και περιγράφεται η διαχρονική εξέλιξη του δείκτη πραγματικών τιμών κατοικίας, του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο και του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα. Η εργασία κλείνει με τα αντίστοιχα αποτελέσματα και συμπεράσματα.

1. ΘΕΩΡΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΥΚΛΩΝ

1.1. Ορισμοί Οικονομικών Κύκλων

Η ανάλυση των οικονομικών κύκλων παρουσιάζει μεγάλο μακροοικονομικό ενδιαφέρον διότι τόσο η αύξηση όσο και η μείωση της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας, δηλαδή οι διακυμάνσεις, επηρεάζουν ολόκληρη την οικονομία (Abel, Bernanke & Croushore, 2010). Γενικά, οι οικονομολόγοι αναλύουν τις μακροοικονομικές επιδόσεις εξετάζοντας μεταβλητές όπως το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ), το ποσοστό ανεργίας και τον πληθωρισμό¹. Το ΑΕΠ είναι το μέτρο της αγοραίας αξίας όλων των τελικών αγαθών και υπηρεσιών².

Οι κινήσεις του πραγματικού ΑΕΠ είναι το ευρύτερα χρησιμοποιούμενο μέτρο του επιπέδου και της μεγέθυνσης του προϊόντος. Οι προηγμένες οικονομίες γενικά επιδεικνύουν μια σταθερή μακροχρόνια μεγέθυνση του πραγματικού ΑΕΠ και βελτίωση του βιοτικού επιπέδου, παρά το γεγονός ότι παρατηρούνται βραχυχρόνιες διακυμάνσεις του ΑΕΠ. Το μέγιστο προϊόν που μπορεί να παράγει η οικονομία αντιπροσωπεύεται μέσω του δυνητικού ΑΕΠ, το οποίο τείνει να αυξάνει αργά και σταθερά επειδή εισροές όπως εργασία, κεφάλαιο κι επίπεδο τεχνολογίας μεταβάλλονται διαχρονικά πολύ αργά. Αντίθετα, το πραγματικό ΑΕΠ υπόκειται σε μεγάλες διακυμάνσεις λόγω οικονομικών κύκλων, αν τα πρότυπα της δαπάνης μεταβάλλονται απότομα. Επιπλέον, το πραγματικό ΑΕΠ μπορεί να επηρεασθεί γρήγορα σε περίπτωση οικονομικών πολιτικών (όπως η νομισματική και η δημοσιονομική), ενώ το δυνητικό προϊόν επηρεάζεται πιο αργά επί πολλά χρόνια. Οι κυκλικές οικονομικές διακυμάνσεις συμβαίνουν όταν το πραγματικό ΑΕΠ απομακρύνεται από το δυνητικό (Samuelson & Nordhaus, 2000).

Ο πληθωρισμός, η απασχόληση, η παραγωγή, το εισόδημα και η ανεργία αποτελούν μεγέθη της οικονομίας με διαχρονική μεταβλητότητα. Το 1920, το Εθνικό Ίδρυμα Οικονομικών Ερευνών των Ηνωμένων Πολιτειών (National Bureau of Economic Research - NBER) ξεκίνησε την πρώτη προσπάθεια μελέτης και κατανόησης των μεταβολών αυτών. Συγκεκριμένα, σκοπός του ήταν η μελέτη των οικονομικών διακυμάνσεων για την αποφυγή μελλοντικών κρίσεων, μέσω της αναπαράστασης των οικονομικών μεταβλητών με χρήση χρονολογικών σειρών τόσο στην Αμερική όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο.

¹ Πληθωρισμός (inflation ή rate of inflation) είναι ο ρυθμός ή το ποσοστό της ετήσιας ανόδου του γενικού επιπέδου τιμών.

² Υπάρχουν δύο τρόποι για τη μέτρηση του ΑΕΠ. Το ονομαστικό ΑΕΠ μετριέται σε πραγματικές αγοραίες τιμές, ενώ το πραγματικό ΑΕΠ υπολογίζεται σε σταθερές ή αμετάβλητες τιμές.

Όλες οι καπιταλιστικές οικονομίες υποφέρουν από οικονομικούς κύκλους. Ένας οικονομικός κύκλος θα μπορούσε να ορισθεί ως μια επέκταση (expansion) της οικονομικής δραστηριότητας (μετρούμενη από δείκτες όπως: παραγωγή, εργασία και κέρδη) ακολουθούμενη από μια συστολή (contraction) της οικονομικής δραστηριότητας (συμπεριλαμβανομένης της μειούμενης παραγωγής, της μαζικής ανεργίας και των επιχειρησιακών ζημιών και πτωχεύσεων), (Sherman, 1991).

Ένας παλαιότερος ορισμός του κύκλου ως οικονομικό φαινόμενο ήταν ο εξής (Burns & Mitchell, 1946):

«Οι οικονομικοί κύκλοι είναι ένα είδος διακύμανσης που συναντάται στη συνολική οικονομική δραστηριότητα όσων χωρών στηρίζονται κυρίως στην επιχειρηματική πρωτοβουλία. Ο κύκλος αποτελείται από επεκτάσεις, που παρατηρούνται στο ίδιο περίπου χρονικό διάστημα σε πολλές οικονομικές δραστηριότητες, ακολουθούμενες από επίσης γενικευμένες κάμψεις, υφέσεις και ανακάμψεις που οδηγούν στην επεκτατική φάση του επόμενου κύκλου. Αυτή η ακολουθία των μεταβολών επαναλαμβάνεται, αλλά δεν είναι περιοδική. Η χρονική διάρκεια των οικονομικών κύκλων κυμαίνεται από ένα έτος και πάνω μέχρι δέκα ή δώδεκα έτη».

Η ιδέα του διαχωρισμού της τάσης από τις χρονολογικές σειρές των μεταβλητών της οικονομίας, με σκοπό την καλύτερη μελέτη τους, προέκυψε από τα συμπεράσματα του ορισμού των Burns και Mitchell σχετικά με τη μη περιοδική αλλά επαναλαμβανόμενη εμφάνιση των διαδοχικών φάσεων των οικονομικών κύκλων (Mintz, 1969). Ο Lucas (1977), βασιζόμενος σε αυτή τη λογική, κατέληξε στον ακόλουθο ορισμό, δίνοντας μια πιο θεωρητική βάση στην έννοια των κύκλων:

«Οι οικονομικοί κύκλοι αποτελούν τις αποκλίσεις της συνολικής μακροοικονομικής μεταβλητής (συνήθως το ΑΕΠ) από την ομαλοποιημένη της τάση».

Η άποψη αυτή του Lucas (1977), ενισχύθηκε από τους Kydland & Prescott (1990), οι οποίοι προσέγγισαν τους επιχειρηματικούς κύκλους ως αποκλίσεις του συνολικού πραγματικού προϊόντος από τη γενική του τάση, με τη χρήση χρονολογικών σειρών. Πιο συγκεκριμένα, όρισαν τη γενική τάση, επεξεργαζόμενοι μια διαδικασία υπολογισμού της κι εφαρμόζοντάς τη σε χρονολογικά στοιχεία της αμερικανικής οικονομίας για την περίοδο (1954-1989), δηλαδή μετά τον πόλεμο της Κορέας.

Πολλοί οικονομικοί κύκλοι δημιουργούνται όταν μεταβάλλεται η συνολική ζήτηση με συνεπακόλουθες μεταβολές στο προϊόν, στην απασχόληση και στις τιμές. Η συνολική ζήτηση αλλάζει όταν μεταβολές στη συνολική δαπάνη από τους καταναλωτές, τις επιχειρήσεις ή τις κυβερνήσεις μεταβάλλουν τη συνολική δαπάνη σε σχέση με την παραγωγική ικανότητα της οικονομίας. Μια πτώση της συνολικής ζήτησης οδηγεί σε υφέσεις και κρίσεις. Μια αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας μπορεί να οδηγήσει σε πληθωρισμό (Samuelson & Nordhaus, 2000).

Δεδομένου ότι σήμερα ορισμένοι πιστεύουν ότι ο καπιταλισμός είναι εγγενώς «σταθερότερος» σε σχέση με το παρελθόν κι επειδή η κατανόηση της μακροοικονομικής είναι σαφώς καλύτερη απ' ό,τι παλαιότερα, οι κυβερνήσεις μπορούν να παίρνουν νομισματικά και δημοσιονομικά μέτρα ώστε να μην επιτρέπουν στα σοκ να μετατρέπονται σε υφέσεις και στις υφέσεις σε κρίσεις. Ο Arthur Okun (1970), ο οποίος είναι ένας από τους πλέον έγκυρους αναλυτές των οικονομικών διακυμάνσεων έχει εκφράσει μια ισορροπημένη άποψη σχετικά με το εάν οι κυκλικές διακυμάνσεις αποτελούν παρελθόν: «Οι υφέσεις γενικά θεωρούνται, κατά βάση, αναχαιτίσιμες, όπως η συντριβή αεροσκαφών αλλά όχι οι τυφώνες. Από τη στιγμή που οι συγκρούσεις στο έδαφος δεν έχουν εξαφανισθεί, είναι ασαφές το εάν είναι δυνατόν να εξαλειφθούν οι υφέσεις. Οι δυνάμεις που προκαλούν τις τρέχουσες υφέσεις υπάρχουν ακόμα και βρίσκονται απλά σε αναμονή» (Samuelson & Nordhaus, 2000).

1.2. Χαρακτηριστικά των Οικονομικών Κύκλων

Ο Lucas (1977), όντας ένας από τους σημαντικότερους θεωρητικούς του οικονομικού κύκλου πίστευε ότι οι οικονομικοί κύκλοι έχουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά. Η άποψή του αυτή βασιζόταν στην εξέταση των συγχρονισμένων κινήσεων των οικονομικών μεταβλητών στον οικονομικό κύκλο (Abel et al., 2010).

Σύμφωνα με τον ορισμό των Burns & Mitchell (1946), ο οικονομικός κύκλος δεν έχει κανονική περιοδικότητα αλλά η ίδια ακολουθία οικονομικών γεγονότων πραγματοποιείται επαναλαμβανόμενα. Κάθε κύκλος είναι διαφορετικός αλλά υπάρχουν πολλές κανονικότητες ή παρόμοιες αλληλουχίες σε κάθε οικονομικό κύκλο (Sherman, 1991).

Παρακάτω παρατίθενται πέντε σημαντικά στοιχεία σχετικά με τους κύκλους:

1. Οι οικονομικοί κύκλοι αποτελούν διακυμάνσεις της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας και όχι μιας συγκεκριμένης μεταβλητής.

2. Παρουσιάζονται επεκτάσεις και κάμψεις της οικονομικής δραστηριότητας.
3. Οι οικονομικές μεταβλητές κινούνται συγχρονισμένα παρουσιάζοντας ομαλά και προβλέψιμα πρότυπα συμπεριφοράς κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου.
4. Οι οικονομικοί κύκλοι είναι επαναλαμβανόμενοι³ αλλά όχι περιοδικοί⁴.
5. Οι οικονομικοί κύκλοι διακρίνονται από επιμονή. Οι μειώσεις ακολουθούνται από περαιτέρω μειώσεις και η μεγέθυνση από μεγαλύτερη μεγέθυνση. Εξαιτίας της επιμονής, η δυνατότητα πρόβλεψης των σημείων καμψής είναι πολύ σημαντική (Abel et al., 2010).

Οι οικονομικοί κύκλοι συχνά έχουν ομοιότητες παρά το γεγονός ότι δεν είναι ταυτόσημοι. Προκειμένου να αναλυθούν τα χαρακτηριστικά των οικονομικών κύκλων παρακάτω ακολουθούν μερικά από τα πιο συνηθισμένα χαρακτηριστικά μιας ύφεσης⁵ (Samuelson & Nordhaus, 2000):

- Συχνό φαινόμενο αποτελεί η μείωση των καταναλωτικών ειδών, καθώς αυξάνονται απροσδόκητα τα αποθέματα των επιχειρήσεων και των άλλων διαρκών αγαθών. Η αντίδραση των επιχειρήσεων μέσω της μείωσης της παραγωγής οδηγεί αρχικά σε μείωση του πραγματικού ΑΕΠ και στη συνέχεια σε απότομη μείωση των επενδύσεων των επιχειρήσεων σε εγκαταστάσεις κι εξοπλισμό.
- Μειώνεται η ζήτηση της εργασίας. Πρώτα μειώνεται η μέση εργασία και μετά ακολουθούν οι απολύσεις κι η αύξηση της ανεργίας.
- Με την μείωση του προϊόντος, ο πληθωρισμός επιβραδύνεται. Καθώς μειώνεται η ζήτηση πρώτων υλών, οι τιμές καταρρέουν. Τα ημερομίσθια και οι τιμές υπηρεσιών είναι απίθανο να μειώνονται, αλλά τείνουν να αυξάνονται λιγότερο γρήγορα στις οικονομικές κάμψεις.
- Τα επιχειρηματικά κέρδη μειώνονται απότομα κατά τη διάρκεια των υφέσεων. Καθώς οι επενδυτές προβλέπουν την οικονομική κάμψη, οι τιμές των μετοχών συνήθως μειώνονται. Όμως, γενικά στις υφέσεις, η μείωση των επιτοκίων πραγματοποιείται επειδή μειώνεται η ζήτηση πίστης.

³ Επαναλαμβανόμενος σημαίνει ότι το πρότυπο κάμψη-πυθμένας-επέκταση-κορυφή πραγματοποιείται συνεχώς.

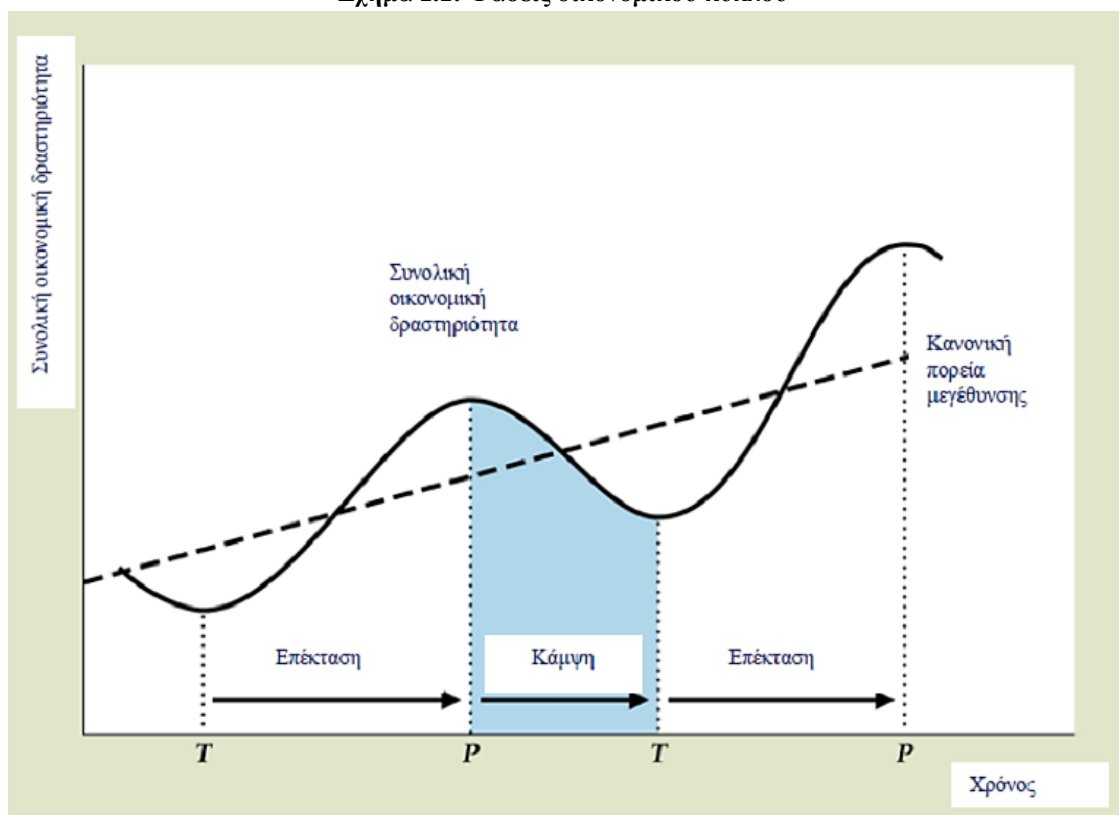
⁴ Μη περιοδικός σημαίνει ότι δεν παρατηρείται σε τακτά χρονικά διαστήματα.

⁵ Στην περίπτωση των επεκτάσεων, οι οποίες είναι τα είδωλα των υφέσεων, καθένας από τους παρακάτω παράγοντες λειτουργεί στην αντίθετη κατεύθυνση.

1.2.1. Φάσεις του Οικονομικού Κύκλου

Σύμφωνα με τους Samuelson & Nordhaus (2000), μια κυκλική οικονομική διακύμανση είναι μια διακύμανση του συνολικού εθνικού προϊόντος, του εισοδήματος και της απασχόλησης που συνήθως διαρκεί για μια περίοδο 2 έως 10 ετών και η οποία χαρακτηρίζεται από ευρεία επέκταση ή περιστολή στους περισσότερους τομείς της οικονομίας. Οι διακυμάνσεις αυτές, παρατηρούνται σε όλες τις ανεπτυγμένες οικονομίες της αγοράς. Τυπικά οι οικονομολόγοι διαιρούν τις κυκλικές διακυμάνσεις σε δύο κύριες φάσεις, την ύφεση και την επέκταση. Τα σημεία καμψής των κύκλων χαρακτηρίζονται από κορυφές και πυθμένες.

Σχήμα 1.1: Φάσεις οικονομικού κύκλου



Πηγή: Abel, Bernanke & Croushore, 2008.

Το σχήμα 1.1 δείχνει τις διαδοχικές φάσεις του οικονομικού κύκλου. Πιο αναλυτικά, η συνολική οικονομική δραστηριότητα μειώνεται με μια κάμψη μέχρι να φθάσει στον πυθμένα (T). Στη συνέχεια, αφού φθάσει στον πυθμένα, η οικονομική δραστηριότητα αυξάνεται με μια επέκταση ή άνθηση μέχρι να φθάσει στην κορυφή (P). Οι κορυφές και οι πυθμένες αποτελούν τα σημεία καμψής και μια ιδιαίτερα σοβαρή κάμψη ονομάζεται ύφεση. Η ακολουθία από κορυφή σε κορυφή, ή από πυθμένα σε πυθμένα, καλείται οικονομικός κύκλος και τα σημεία καμψής

προσδιορίζονται επίσημα από την Επιτροπή Χρονολόγησης των Οικονομικών Κύκλων του NBER (Abel et al., 2010).

Η άνθηση, η κάμψη, η ύφεση κι η ανάκαμψη, αποτελούν στάδια της διαδικασίας εξέλιξης του καπιταλιστικού συστήματος. Ο εμπνευστής και οδηγός αυτού του κύκλου είναι ο επιχειρηματίας. Το προϊόν της οικονομίας δεν αυξάνεται ομοιόμορφα κι αρμονικά, αλλά μέσα από συνεχείς ανισορροπίες κι άλματα. Η ανάπτυξη δεν είναι μια συνεχής, ομαλή εξέλιξη, αλλά μια ασυνεχής, διακοπτόμενη και μη αρμονική διαδικασία «δημιουργικής καταστροφής» (Schumpeter, 1939).

Σε ένα σταθερό οικονομικό περιβάλλον, όπου πάντα υπάρχουν δυνατότητες για την εφαρμογή καινοτομιών, η ύπαρξη επιχειρηματιών για τη διενέργεια επενδύσεων κρίνεται απαραίτητη. Η αύξηση των δαπανών προκαλεί αύξηση των εισοδημάτων, δημιουργώντας παράλληλα ευνοϊκές προβλέψεις για το μέλλον. Δημιουργούνται νέες ευκαιρίες για κέρδη κι αύξηση του ανταγωνισμού, δεδομένου ότι η μεγέθυνση τόσο των παραγωγικών δυνατοτήτων, όσο και των νέων προϊόντων που προσφέρονται, διευρύνει την αγορά και τα γενικότερα οικονομικά πλαίσια. Η ανάπτυξη νέων επιχειρήσεων σε συνδυασμό με την προσπάθεια προσαρμογής των παλαιών στα νέα καινοτόμα δεδομένα, οδηγεί σε προσαρμογή των τιμών και των ποσοτήτων και κατ' επέκταση σε μια νέα ισορροπία στην αγορά. Λόγω της υπάρχουσας αυτής διαταραχής, άλλες επιχειρήσεις επηρεάζονται θετικά κι άλλες αδυνατώντας να προσαρμοσθούν κλείνουν. Η αύξηση των εισπράξεων των καινοτομικών επιχειρήσεων οδηγεί σε εξόφληση των τραπεζικών δανείων και σε κέρδη.

Στην πρώτη φάση αυτή, δηλαδή της άνθησης, επηρεάζεται σταθεροποιητικά ή μειωτικά το επίπεδο των τιμών και των κερδών. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την εξάντληση των ευκαιριών για αύξηση της παραγωγής νέων προϊόντων. Η υπάρχουσα διαταραχή στην αγορά μειώνει τις δυνατότητες προγραμματισμού νέων επενδυτικών προσπαθειών καθώς και τις δαπάνες των καινοτομικών επιχειρήσεων. Σε συνδυασμό με την απόσυρση χρηματικών ποσών από την αγορά για την εξόφληση των δανείων εμφανίζονται αντιπληθωριστικές επιπτώσεις στις τιμές και στα εισοδήματα.

Η φάση της άνθησης τελειώνει και ξεκινά η περίοδος κάμψης, όπου η οικονομία οδηγείται σε ένα νέο σημείο ισορροπίας, υψηλότερο από εκείνο που είχε ξεκινήσει. Κατά τη φάση της άνθησης, εκτός από τις καινοτόμες επενδύσεις (πρώτο κύμα επενδύσεων) που προκαλούν ευφορία μέσω της αύξησης των τιμών, του

ανοίγματος της αγοράς και των ευοίωνων προβλέψεων για το μέλλον, δημιουργούνται κι επενδύσεις κερδοσκοπικού χαρακτήρα (δεύτερο κύμα).

Πολλοί επιχειρηματίες και καταναλωτές, προσπαθώντας να εκμεταλλευθούν τις νέες ευκαιρίες, κάνουν θετικές προβλέψεις για το μέλλον καταφεύγοντας στο δανεισμό, και σε συνδυασμό με την αγορά γης που πραγματοποιείται, δεν υπάρχει αυξημένη παραγωγικότητα, αλλά αυξημένες πιστώσεις. Όταν σταματήσουν οι καινοτόμες επενδύσεις και μειωθούν οι δαπάνες αυξανόμενης παραγωγικής δυνατότητας, οι τιμές θα αρχίσουν να μειώνονται. Καταστρέφεται αναπόφευκτα το δεύτερο κύμα επενδύσεων και μάλιστα πιο έντονα από ότι διαλύονται οι επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος. Τώρα ξεκινά η τρίτη φάση του κύκλου, η ύφεση.

Η φάση της ύφεσης θα τελειώσει όταν πάψουν να λειτουργούν όλες οι μη παραγωγικές, αδύναμες και κερδοσκοπικού χαρακτήρα επιχειρηματικές δραστηριότητες. Οι υγιείς επιχειρήσεις προσπαθούν να ανακτήσουν τον κενό χώρο που άφησαν οι επιχειρήσεις που έκλεισαν κι έτσι δημιουργείται ένα νέο επίπεδο ισορροπίας. Ξεκινά η φάση της ανάκαμψης που είναι και η τελευταία φάση του κύκλου (Ρέππας, 1991).

1.2.2. Η Κυκλικότητα των Κυριότερων Οικονομικών Μεταβλητών

Όλοι οι οικονομικοί κύκλοι έχουν κοινά χαρακτηριστικά. Τόσο η κατεύθυνση όσο και ο χρονισμός αποτελούν χαρακτηριστικά της κυκλικής συμπεριφοράς των μακροοικονομικών μεταβλητών που έχουν σημασία στην προσπάθεια ανάλυσης των χαρακτηριστικών του οικονομικού κύκλου.

Η κατεύθυνση μιας μεταβλητής σε σχέση με τη συνολική οικονομική δραστηριότητα κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου μπορεί να είναι:

- Προκυκλική: προς την ίδια κατεύθυνση με τη συνολική οικονομική δραστηριότητα, αυξανόμενη στις ανθήσεις και μειούμενη στις κάμψεις.
- Αντικυκλική: προς την αντίθετη κατεύθυνση με τη συνολική οικονομική δραστηριότητα, μειούμενη στις ανθήσεις κι αυξανόμενη στις κάμψεις.
- Ακυκλική: χωρίς συγκεκριμένο κυκλικό πρότυπο συμπεριφοράς.

Ο χρονισμός μιας μεταβλητής σε σχέση με τη συνολική οικονομική δραστηριότητα ως προς τον οικονομικό κύκλο μπορεί να είναι:

- Προπορευόμενη: οι κορυφές και οι πυθμένες μιας προπορευόμενης μεταβλητής προηγούνται των κορυφών και των πυθμένων της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας.
- Συμπορευόμενη: οι κορυφές και οι πυθμένες μιας συμπορευόμενης μεταβλητής σημειώνονται τον ίδιο περίπου χρόνο με τις κορυφές και τους πυθμένες της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας.
- Υστερόχρονη: οι κορυφές και οι πυθμένες μιας υστερόχρονης μεταβλητής έπονται των κορυφών και των πυθμένων της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας.

Η κυκλική κατεύθυνση και ο χρονισμός των βασικότερων μακροοικονομικών μεταβλητών, που αποτελούν χαρακτηριστικά του οικονομικού κύκλου, περιγράφονται παρακάτω.

Πίνακας 1.1: Κυκλική συμπεριφορά βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών

Μεταβλητή	Κατεύθυνση	Χρονισμός
Παραγωγή		
Βιομηχανική παραγωγή		
<i>Οι κλάδοι παραγωγής διαρκών αγαθών παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα από τους κλάδους παραγωγής μη διαρκών αγαθών και υπηρεσιών</i>		
Δαπάνη		
Κατανάλωση	Προκυκλική	Συμπορευόμενη
Επιχειρηματική επένδυση σε πάγια	Προκυκλική	Συμπορευόμενη
Επένδυση σε κατοικίες	Προκυκλική	Προπορευόμενη
Επένδυση σε αποθέματα	Προκυκλική	Προπορευόμενη
Δημόσιες δαπάνες	Προκυκλική	_(α)
Μεταβλητές αγοράς εργασίας		
Απασχόληση	Προκυκλική	Συμπορευόμενη
Ανεργία	Αντικυκλική	Αταξινόμητη ^(β)
Μέση παραγωγικότητα εργασίας	Προκυκλική	Προπορευόμενη ^(α)
Πραγματικός μισθός	Προκυκλική	_(α)
Προσφορά χρήματος και πληθωρισμός		
Προσφορά χρήματος	Προκυκλική	Προπορευόμενη
Πληθωρισμός	Προκυκλική	Υστερόχρονη
Χρηματοοικονομικές μεταβλητές		
Τιμές μετοχών	Προκυκλική	Προπορευόμενη
Ονομαστικά επιτόκια	Προκυκλική	Υστερόχρονη
Πραγματικά επιτόκια	Ακυκλική	_(α)

(α) Ο χρονισμός δεν σημειώνεται από το Conference Board.

(β) Χαρακτηρίζεται «αταξινόμητη» από το Conference Board.

Πηγή: Abel, Bernanke & Croushore, 2008.

1.3. Θεωρίες των Οικονομικών Κύκλων

Η θεωρία των κύκλων είναι μία από τις βασικές ανθρώπινες παρατηρήσεις του φυσικού κόσμου. Τόσο διάφορα γεγονότα όσο και οικονομοπολιτικά συστήματα κινούνται μέσω κύκλων παρόμοια με το φυσικό κύκλο ζωής των εμβίων όντων (Bothamley, 2002).

Σύμφωνα με τους Samuelson & Nordhaus (2000), το πρότυπο των κύκλων είναι ακανόνιστο και ποτέ δύο οικονομικοί κύκλοι δεν είναι απολύτως ίδιοι. Συγκεκριμένα, δεν είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθεί ακριβής τύπος, όπως θα εφαρμοζόταν στην περίπτωση των επαναστάσεων των πλανητών ή ενός εκκρεμούς, για να προβλέψουμε τη διάρκεια και τη χρονολόγηση των κυκλικών οικονομικών διακυμάνσεων. Στη μη κανονικότητά τους οι οικονομικοί κύκλοι μοιάζουν μάλλον περισσότερο με τις διακυμάνσεις του καιρού.

Πρώτος ο Άγγλος αστρονόμος William Herschel (1738-1822), με το άρθρο του που δημοσιεύθηκε στο Λονδίνο το 1801, εισήγαγε την ιδέα ότι η φωτεινότητα του ήλιου μπορεί να ποικίλλει και να επηρεάσει το κλίμα της Γης. Επεσήμανε επίσης ότι η δραστηριότητα του ήλιου, που μετράται σε όρους ηλιακών κηλίδων, επηρεάζει το κλίμα της γης. Ίσως η πρώτη προσπάθεια να εξηγηθεί η περιοδικότητα σε οικονομικά δεδομένα να ήταν αυτή του Herschel οποίος προσπαθούσε τότε να βρει μια σχέση μεταξύ των ηλιακών κηλίδων και της τιμής των σιτηρών (Herschel, 1801). Υπήρξε κατά κάποιο τρόπο σύνδεση των ηλιακών κηλίδων με τον καιρό, την αγροτική παραγωγή και κατ' επέκταση την «οικονομία».

Ο Javons (1878) θεωρούσε ότι οι οικονομικοί κύκλοι ήταν αποτέλεσμα εξωγενών παραγόντων κι ήταν από τους πρωτοπόρους μελετητές των οικονομικών κύκλων και των διακυμάνσεων. Συγκεκριμένα, είχε προσπαθήσει να ερμηνεύσει τη συμπεριφορά των οικονομικών κύκλων ως αποτέλεσμα φυσικών και καιρικών φαινομένων, δίνοντας μεγαλύτερη βάση στην ηλιακή επίδραση. Ανέφερε ότι οι ηλιακές ακτίνες επηρεάζουν μεγάλο μέρος του πρωτογενούς τομέα της παραγωγής κι ιδιαίτερα τη γεωργική παραγωγή. Το κυκλικό μοτίβο επανάληψης των καιρικών και φυσικών φαινομένων ήταν λογικό, σύμφωνα με τον Jevons, να υπάρχει και στην οικονομική δραστηριότητα.

Οι θεωρίες των οικονομικών κύκλων, διαφέρουν ως προς την έμφαση σχετικά με τους εξωτερικούς και τους εσωτερικούς παράγοντες. Οι περισσότερες θεωρίες τονίζουν πως για να προκύψει κυκλική συμπεριφορά, εξωγενείς παράγοντες όπως τεχνολογία, εκλογές, πόλεμοι, κινήσεις των τιμών συναλλάγματος ή σοκ από τις τιμές του πετρελαίου αλληλεπιδρούν με εσωτερικούς μηχανισμούς όπως είναι ο πολλαπλασιαστής και οι μετατοπίσεις της ζήτησης επενδύσεων (Samuelson & Nordhaus, 2000).

Παρακάτω αναλύονται ορισμένες από τις θεωρίες των κυκλικών οικονομικών διακυμάνσεων με τους υποστηρικτές τους⁶.

1. Νομισματικές θεωρίες: Αποδίδουν τις κυκλικές διακυμάνσεις στην επέκταση και την περιστολή χρήματος και πίστης (M. Friedman) και πρωταρχική πηγή των διακυμάνσεων της συνολικής ζήτησης θεωρείται ότι είναι οι νομισματικοί παράγοντες.
2. Υπόδειγμα πολλαπλασιαστή – επιταχυντή: Τα εξωτερικά σοκ διαχέονται μέσω του μηχανισμού του πολλαπλασιαστή μαζί με την αρχή του επιταχυντή. Η αλληλεπίδραση πολλαπλασιαστή κι επιταχυντή μπορεί να οδηγήσει σε κανονικούς κύκλους στη συνολική ζήτηση. Είναι από τα λίγα υποδείγματα που παράγει εσωτερικούς κύκλους.
3. Πολιτικές θεωρίες: Οι θεωρίες αυτές των οικονομικών κύκλων αποδίδουν τις διακυμάνσεις σε πολιτικούς οι οποίοι χειρίζονται τη δημοσιονομική ή τη νομισματική πολιτική κι επανεκλέγονται (W. Nordhaus, E. Tufte).
4. Θεωρίες βάσει της ισορροπίας: Οι εσφαλμένες αντιλήψεις σχετικά με τις κινήσεις των τιμών και των μισθών οδηγούν τους ανθρώπους να προσφέρουν πάρα πολύ ή πολλή λίγη εργασία οδηγώντας σε κυκλικές διακυμάνσεις προϊόντος κι απασχόλησης (R. Lucas, R. Barro, T. Sargent). Η αύξηση της ανεργίας στις υφέσεις επειδή οι εργαζόμενοι επιζητούν πολύ υψηλούς μισθούς αποτελεί μια εκδοχή των θεωριών αυτών.
5. Οι υποστηρικτές των πραγματικών κυκλικών διακυμάνσεων: Θεωρούν ότι οι καινοτομίες ή τα σοκ παραγωγικότητας σε έναν τομέα μπορούν να διαχυθούν στην υπόλοιπη οικονομία και να προκαλέσουν διακυμάνσεις⁷. Οι κυκλικές διακυμάνσεις δηλαδή, προκαλούνται πρωταρχικά από σοκ στη συνολική προσφορά, ενώ η συνολική ζήτηση δεν είναι σημαντική.
6. Σοκ προσφοράς συμβαίνουν όταν οι κυκλικές διακυμάνσεις προκαλούνται από μετατοπίσεις στη συνολική προσφορά (R. J. Gordon). Τα κλασικά παραδείγματα ήλθαν στη διάρκεια των κρίσεων πετρελαίου της δεκαετίας του 1970. Τότε απότομες αυξήσεις στις τιμές πετρελαίου μείωσαν τη συνολική προσφορά, αύξησαν τον πληθωρισμό και μείωσαν το προϊόν και

⁶ Σύμφωνα με τους Samuelson & Nordhaus (2000) πρέπει να σημειωθεί ότι κάθε μία από τις θεωρίες αυτές περιέχει στοιχεία αλήθειας, αλλά καμία δεν έχει καθολική ισχύ ανεξάρτητα από χώρο και χρόνο.

⁷ Ο J. Schumpeter στις αρχές του αιώνα και οι E. Prescott, P. Long, C. Plosser στα πρόσφατα χρόνια.

την απασχόληση. Σύμφωνα με κάποιους οικονομολόγους, τα ευνοϊκά σοκ προσφοράς μπορούν να εξηγήσουν το χαμηλό πληθωρισμό και τη γρήγορη ανάπτυξη της αμερικανικής οικονομίας στην περίοδο 1994-1997.

1.3.1. Απόψεις Κλασικών και Κεϋνσιανών Οικονομολόγων⁸

Σύμφωνα με την άποψη των κλασικών οικονομολόγων, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η οικονομία φθάνει γρήγορα στη μακροχρόνια ισορροπία λόγω της άμεσης προσαρμογής των τιμών, οι διαταραχές της συνολικής ζήτησης έχουν μόνο πολύ βραχυχρόνιες επιδράσεις στις πραγματικές μεταβλητές όπως το προϊόν. Επισημαίνουν τις διαταραχές της συνολικής προσφοράς ως πηγή των οικονομικών κύκλων και πιστεύουν πως το κράτος έχει περιορισμένο ρόλο για την αντιμετώπιση του οικονομικού κύκλου.

Γι' αυτό το λόγο, πιστεύουν πως δεν θα πρέπει να χρησιμοποιείται η δημοσιονομική πολιτική για την εξομάλυνση του οικονομικού κύκλου, παρά το γεγονός ότι μπορεί να επηρεάσει την απασχόληση και το προϊόν. Αντίθετα, οι αποφάσεις σχετικά με τις δημόσιες δαπάνες θα πρέπει να βασίζονται στη σύγκριση του κόστους με τα οφέλη.

Οι κεϋνσιανοί οικονομολόγοι, υποστηρίζουν ότι η οικονομία χρειάζεται πολύ χρόνο για να φθάσει στη μακροχρόνια ισορροπία, συμπεραίνοντας πως οι διαταραχές της συνολικής ζήτησης μπορούν να επηρεάσουν το προϊόν για σημαντικά διαστήματα. Πιστεύουν ταυτόχρονα πως η επίσπευση της επιστροφής της οικονομίας στην πλήρη απασχόληση μπορεί να επιτευχθεί μέσω της οικονομικής πολιτικής.

Η κεϋνσιανή θεωρία του οικονομικού κύκλου, δίνοντας έμφαση στη σημασία των διαταραχών της συνολικής ζήτησης δύναται να ερμηνεύσει την προκυκλική συμπεριφορά της απασχόλησης, του χρήματος, του πληθωρισμού και της επένδυσης. Μπορεί επομένως να ερμηνεύσει αρκετά από τα χαρακτηριστικά του οικονομικού κύκλου:

1. Εξαιτίας των περιστασιακών διαταραχών της συνολικής ζήτησης, προβλέπει επαναλαμβανόμενες διακυμάνσεις του προϊόντος.
2. Συνεπάγεται ότι η απασχόληση θα διακυμαίνεται στην ίδια κατεύθυνση με το προϊόν.

⁸ Abel, Bernanke, & Croushore (2010).

3. Είναι συνεπής με το χαρακτηριστικό του οικονομικού κύκλου ότι το χρήμα είναι προκυκλικό και προπορευόμενο, δεδομένου ότι προβλέπει πώς οι διαταραχές της προσφοράς χρήματος δεν θα είναι ουδέτερες.

Σύμφωνα με τους κεϋνσιανούς οικονομολόγους η μέση οικονομική ευημερία θα αυξηθεί, στην περίπτωση όπου η πολιτεία προσπαθήσει να μετριάσει τις κυκλικές διακυμάνσεις κι ιδιαίτερα τις κάμψεις. Πιο συγκεκριμένα, για την εξομάλυνση του οικονομικού κύκλου, θα πρέπει να χρησιμοποιούνται τόσο η νομισματική όσο και η δημοσιονομική πολιτική.

1.4. Εμπειρικές Παρατηρήσεις Οικονομικού Κύκλου⁹

Υπάρχουν ενδείξεις για την ύπαρξη μέχρι και τεσσάρων οικονομικών κύκλων διαφορετικής περιοδικότητας (μικρός κύκλος, μεγάλος κύκλος, μακρά διακύμανση και μεγάλα κύματα). Έχουν προσδιορισθεί ως επενδυτικοί κύκλοι που περιλαμβάνουν κεφαλαιουχικά αγαθά με διαφορετικές χρονικές καθυστερήσεις ωρίμανσης (gestation lags) και διαφορετική διάρκεια (durability) ή εναλλακτικά ως κύκλοι τεχνολογίας που αντανakλούν κύματα καινοτομίας που λειτουργούν σε διαφορετικά χρονικά διαστήματα (Barras, 2009).

Σύμφωνα με τους Reiter & Woitek (1999), κλασικοί οικονομολόγοι όπως ο Moore (1914) και ο Kitchin (1923) αντιλαμβάνονται τις οικονομικές διακυμάνσεις ως πραγματικούς κύκλους, δηλαδή επαναλαμβανόμενα φαινόμενα με τυπικά χαρακτηριστικά. Αντίθετα, σύγχρονοι μακροοικονομολόγοι συμπεριλαμβανομένων των Zarnowitz (1992), Solomou (1998) και Dudukovic (2007) προσδιορίζουν τους επιχειρηματικούς κύκλους ως μια ακολουθία ακανόνιστων διακυμάνσεων χωρίς καμία κυκλικότητα.

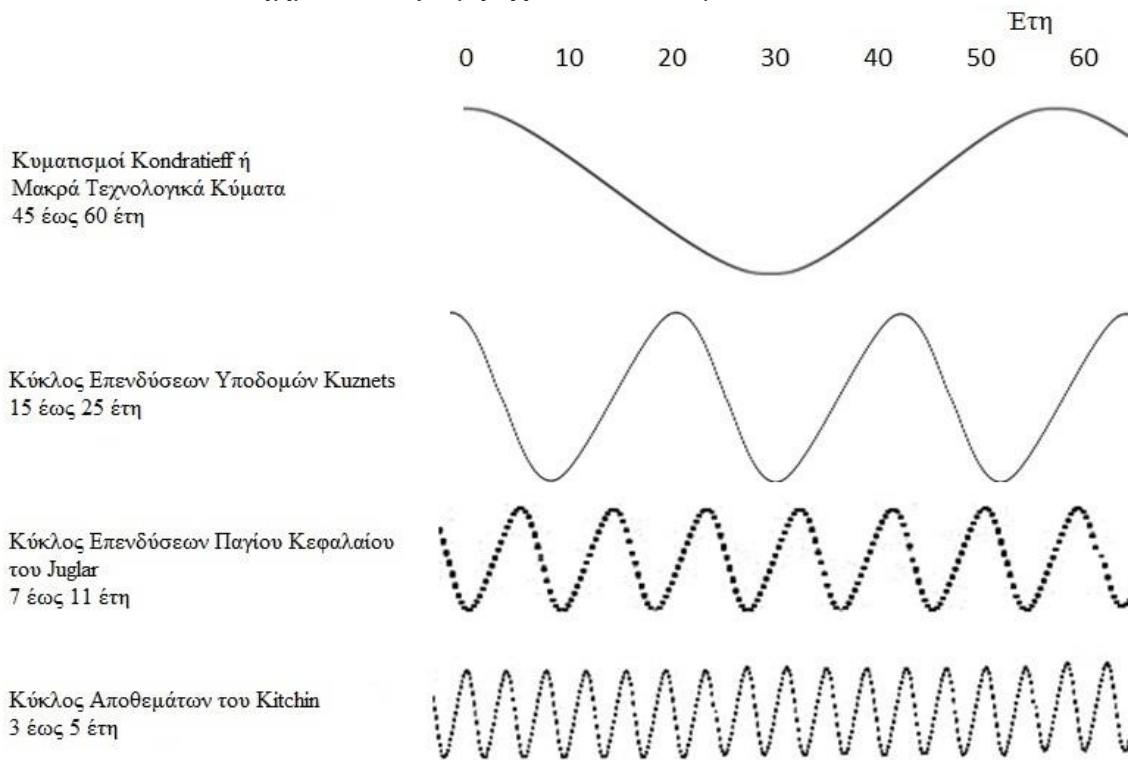
Η έννοια της κυκλικότητας είναι μάλλον παραπλανητική κατά τον Dudukovic (2007), καθώς οι οικονομικές διακυμάνσεις δεν έχουν την τάση να επαναλαμβάνονται σε τακτά χρονικά διαστήματα. Το μήκος των επιχειρηματικών κύκλων, που μετράται είτε από κορυφή σε κορυφή, είτε από πυθμένα σε πυθμένα στον επιχειρηματικό κύκλο, δεν είναι πάντοτε το ίδιο, πράγμα που σημαίνει ότι οι κύκλοι δεν έχουν κανονικότητα. Σύμφωνα με τους Maddison (1991) και Solomou (1998, 1988), η μέση διάρκεια καθώς και άλλα καθοριστικά χαρακτηριστικά των επιχειρηματικών κύκλων έχουν αλλάξει με την πάροδο του χρόνου.

⁹ Jadevicius, A. & Huston, S. (2013). A “family of cycles” – major and auxiliary business cycles. *Journal of Property Investment & Finance*, 32(3), 306–323.

Υπάρχουν τέσσερις βασικοί τύποι κύκλων (Su, 1996; Solomou, 1998; Reiter & Woitek, 1999; DeGroot, 2006; Dudukovic, 2007; Barras, 2009; Grover & Grover, 2013):

1. Κύκλος αποθεμάτων του Kitchin. Πρόκειται για κύκλους με διάρκεια 3 έως 5 έτη, οι οποίοι σχετίζονται με τις αλλαγές στην επένδυση των αποθεμάτων (Kitchin cycle).
2. Κύκλος επενδύσεων παγίου κεφαλαίου του Juglar. Πρόκειται για κύκλους με διάρκεια 7 έως 11 έτη, οι οποίοι σχετίζονται με τις μεταβολές των επενδύσεων σε εξοπλισμό (Juglar cycle).
3. Κύκλος επενδύσεων υποδομών Kuznets. Πρόκειται για κύκλους με διάρκεια 15 έως 25 έτη, οι οποίοι συνήθως παρατηρούνται σε επενδύσεις στις κατασκευές και τις μεταφορές (Kuznets cycle).
4. Κυματισμοί Kondratieff ή Μακρά τεχνολογικά κύματα με διάρκεια 45 έως 60 έτη, που σχετίζονται με σημαντικές τεχνολογικές αλλαγές (Kondratieff “wave”).

Σχήμα 1.2: Ταξινόμηση βασικών οικονομικών κύκλων



Πηγή: *Liberated Stock Trader*, 2010.

1.4.1. Κύκλος Αποθεμάτων του Kitchin

Ο Joseph Kitchin (1861-1932) ερευνώντας τους κύκλους και τις τάσεις των σημαντικότερων οικονομικών μεταβλητών στις Ηνωμένες Πολιτείες και τη Μεγάλη Βρετανία διαπίστωσε ότι ο οικονομικοί κύκλοι υπολογίζονται κατά μέσον όρο στα 3,3 έτη. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποίησε οπτική εξέταση των χρονοσειρών, συμπεριλαμβανομένων των τιμών των βασικών προϊόντων, του επιπέδου του εμπορίου, του εισοδήματος, των μισθών και των επιτοκίων, καθώς επίσης και των τιμών των τίτλων χρηματιστηρίου, με τους περισσότερους από τους οικονομικούς δείκτες να είναι μελετημένοι σε μηνιαία στοιχεία. Η μελέτη του αυτή, έδειξε ότι οι οικονομικές διακυμάνσεις προκαλούνται από τις προσαρμογές των αποθεμάτων (Kitchin, 1923).

Η σημαντικότητα των κύκλων των αποθεμάτων ερευνήθηκε περαιτέρω από τον Αμερικανό οικονομολόγο Lloyd A. Metzler, ο οποίος παρουσίασε μια καλύτερη εξήγηση αυτών των κύκλων. Στην ανάλυσή του για τη φύση και τη σταθερότητα των κύκλων αποθεμάτων, παρατήρησε ότι κάθε φορά που η ισορροπία της οικονομίας έχει διαταραχθεί λόγω των αλλαγών στη ζήτηση, είτε με την αύξηση είτε με τη μείωσή της, οι επιχειρηματίες προσπαθούν αμέσως να προσαρμόσουν την παραγωγή προϊόντος προκειμένου να ανακτήσουν τις απώλειες των αποθεμάτων τους. Ωστόσο, δεδομένου ότι υπάρχει πάντα μια χρονική υστέρηση στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας προσαρμογής, οι επιχειρηματίες αδυνατούν να προσαρμοσθούν αμέσως σε ασταθείς συνθήκες της αγοράς. Έτσι, υπερβαίνουν ή υπολείπονται του επιπέδου παραγωγής, το οποίο παράγει τον κύκλο. Η συγκεκριμένη διαδικασία προσαρμογής αποτελεί τον «καθαρό κύκλο των αποθεμάτων» (Metzler, 1941).

Οι τέσσερις κυριότεροι παράγοντες που σύμφωνα με μια μεταγενέστερη μελέτη του Metzler διέπουν τη διάρκεια των κύκλων των αποθεμάτων, είναι η διάρκεια της περιόδου παραγωγής, η ροπή προς κατανάλωση, η σχέση μεταξύ παραγωγών κι εμπορών όπως επίσης κι οι μελλοντικές προσδοκίες (Metzler, 1947). Σε αυτή την εμπειρική μελέτη της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών ο Metzler εκτίμησε ότι η διάρκεια των παρατηρούμενων κύκλων είναι μεταξύ 36 και 42 μηνών, δηλαδή 3 ή 3,5 έτη, το οποίο επιβεβαίωσε τα ευρήματά του (Kitchin, 1923).

1.4.2. Κύκλος Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου του Juglar

Ο Γάλλος οικονομολόγος Clément Juglar (1819-1905) το 1862 υπήρξε ο πρώτος που ανέλυσε θεωρητικά τις οικονομικές διακυμάνσεις και την περιοδική ανά οκταετία, κατά μέσον όρο, εμφάνιση των κρίσεων στη Γαλλία, στην Αγγλία και στις Ηνωμένες

Πολιτείες. Ο Juglar ανέλυσε μια μακρά σειρά τραπεζικών στατιστικών (την κυκλοφορία των τραπεζογραμματιών, τις καταθέσεις, το επίπεδο εκπτώσεων), καθώς και σημαντικούς οικονομικούς δείκτες (αύξηση του πληθυσμού, εισαγωγή, εξαγωγή, ενοίκια) για τη Γαλλία, την Αγγλία και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι Legrand & Hagemann (2007), παρατήρησαν πως η έρευνα του Juglar εκείνη τη χρονική στιγμή περιείχε μια πολύ πρωτότυπη και καινοτόμο προσέγγιση. Ήταν ένα μείγμα οικονομικής ανάλυσης, στατιστικών στοιχείων, ιστορίας και οικονομικής θεωρίας. Κατά συνέπεια, ο Juglar απέδειξε την ύπαρξη της κυκλικής συσχέτισης μεταξύ των μεγάλων δεικτών.

Ο Schumpeter που έγραψε μεταξύ άλλων κι ένα σημαντικό βιβλίο για τους οικονομικούς κύκλους, ονόμασε τις διακυμάνσεις αυτές «κύκλους Juglar». Συγκεκριμένα, ο Schumpeter (1939) και πρόσφατα ο Fukuda (2009), παρατήρησαν πως οι επενδύσεις των επιχειρήσεων σε εξοπλισμό κι υλικά ήταν οι βασικές κινητήριες δυνάμεις για την πραγματοποίηση του κύκλου Juglar. Σύμφωνα με τους δύο σχολιαστές, ο Juglar υπολόγισε προσεγγιστικά τη διάρκεια του κύκλου, η οποία είναι μεταξύ επτά και δέκα ετών.

1.4.3. Κύκλος Επενδύσεων Υποδομών Kuznets

Οι κύκλοι Kuznets είναι μεγαλύτεροι από τους κοινούς οικονομικούς κύκλους, αλλά μικρότεροι από τα μακρά τεχνολογικά κύματα του Kondratieff. Έχουν διάρκεια περίπου 20 έτη και συνδέονται τόσο με την κατασκευαστική δραστηριότητα όσο και με τις επενδύσεις στις μεταφορές (Abramovitz, 1968). Ο Kuznets (1930a) στην πρωτοπόρα εργασία του μελέτησε τις «κυκλικές κινήσεις στην παραγωγή και στις τιμές» προσδιορίζοντας την περίοδο ενός πλήρους κύκλου στα 22 έτη περίπου για την παραγωγή και για τις τιμές περίπου στα 23 έτη.

Η κυκλικότητα αυτή εξηγήθηκε ως μια αλληλεπίδραση μεταξύ των επιχειρηματικών συνθηκών και της μετανάστευσης. Μια αύξηση στο πραγματικό ΑΕΠ οδηγεί σε αύξηση της ζήτησης της εργασίας, η οποία με τη σειρά της προκαλεί μεγαλύτερη μετανάστευση. Οι μετανάστες τείνουν να συγκεντρώνονται σε ορισμένους τομείς με μεγαλύτερες δυνατότητες κέρδους. Αυτό επηρεάζει τη δημιουργία οικογένειας, η οποία, κατά συνέπεια, προωθεί τις επενδύσεις στον κατασκευαστικό τομέα.

Ο Abramovitz (1968), έκανε την πιο φιλόδοξη προσπάθεια να αρνηθεί την ύπαρξη του κύκλου Kuznets, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι: «ο κύκλος Kuznets στην Αμερική έζησε, άκμασε, είχε τη μέρα του, αλλά η μέρα αυτή είναι παρελθόν».

Μετά την ανάλυσή του σχετικά με τους κύκλους στις Ηνωμένες Πολιτείες την περίοδο 1840-1914, ο Abramovitz εξέφρασε τον προβληματισμό του σχετικά με το εάν οι κύκλοι είναι αποτέλεσμα κάποιου έμφυτου σταθερού μηχανισμού στη διάρθρωση της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών ή εάν έχουν τεθεί σε κίνηση εξαιτίας της επεισοδιακής εμφάνισης των πολέμων, των οικονομικών διαταραχών ή άλλων μη συστηματικών διαταραχών (Solomou & Shimazaki, 2007).

1.4.4. Κυματισμοί Kondratieff ή Μακρά Τεχνολογικά Κύματα

Εκτός από τους «κύκλους Juglar», ήδη από τα τέλη του 19ου αιώνα παρατηρήθηκε η ύπαρξη μακροχρονίων κυκλικών διακυμάνσεων, που η περίοδος άνθησης κρατούσε γύρω στο ένα τέταρτο αιώνα, και η περίοδος της ύφεσης ανάλογο χρόνο. Εκείνος που μελέτησε συστηματικά τους μακροχρόνιους οικονομικούς κύκλους, ήταν ο Ρώσος οικονομολόγος Nikolai D. Kondratieff (1892-1938), που παρουσίασε το έργο του το 1922. Ο Schumpeter ήταν αυτός που ονόμασε τους κύκλους αυτούς «κύκλους Kondratieff».

Ο Kondratieff υποστήριξε ότι οι καπιταλιστικές οικονομίες «βιώνουν τα μακρά κύματα με μέση διάρκεια 50 έτη περίπου» (Kondratieff & Stolper, 1935) και ήταν ένας από τους πρώτους ερευνητές που πραγματοποίησαν μια ολοκληρωμένη στατιστική ανάλυση των μεγάλων οικονομικών χρονοσειρών (Solomou, 1998). Για την ανάλυσή του ο Kondratieff διέκρινε τρεις τύπους κύκλων:

1. μακρά κύματα με διάρκεια 50 έτη
2. ενδιάμεσοι κύκλοι με διάρκεια επτά έως δέκα έτη
3. σύντομοι κύκλοι με διάρκεια 3,5 έτη

Χρησιμοποίησε στατιστική ανάλυση βασικών οικονομικών δεικτών όπως το επίπεδο τιμών χονδρικής πώλησης, τα επιτόκια, τους μισθούς, το εξωτερικό εμπόριο, καθώς και την παραγωγή και κατανάλωση άνθρακα και χυτοσιδήρου για τις Ηνωμένες Πολιτείες, την Αγγλία και τη Γαλλία για την περίοδο μεταξύ 1780 και 1920. Στη συνέχεια, εφήρμοσε τη μέθοδο της διπλής διάσπασης για τη μέτρηση των μακρών κυμάτων. Αρχικά, αφαιρέθηκαν οι κυκλικές τάσεις απ' τις χρονοσειρές και στη συνέχεια τα δεδομένα εξομαλύνθηκαν ύστερα από εννέα χρόνια κινητού μέσου όρου. Αυτό οδήγησε στο συμπέρασμα ότι «με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία, είναι πολύ πιθανή η ύπαρξη μακρών κυμάτων κυκλικού χαρακτήρα» (Kondratieff & Stolper, 1935).

Ο Garvy (1943), επέκρινε τα επιχειρήματα του Kondratieff, τις στατιστικές τεχνικές του και τις υποκείμενες υποθέσεις του. Ο Maddison (1991), σχολίασε την αποτυχία του Kondratieff να τεκμηριώσει την ύπαρξη μεγάλων κυμάτων σε άλλες οικονομικές δραστηριότητες εκτός από τις τιμές χονδρικής πώλησης. Συγκεκριμένα, ο Kondratieff αγνόησε την επίδραση του Πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου στην οικονομία. Στο τέλος, ο Kondratieff δεν έδωσε καμία πειστική εξήγηση ως προς το γιατί η καπιταλιστική οικονομία θα πρέπει να εξετάσει την ύπαρξη και τη σημασία των μακρών κυμάτων.

Πίνακας 1.2: Επιχειρηματικός κύκλος

Κύκλος	Δημιουργός	Διάρκεια (έτη)	Επνευτικός Οδηγός
Μεγάλος	Kitchin	3-5	Αποθέματα
Μικρός	Juglar	7-11	Εγκαταστάσεις και μηχανήματα
Μακρά διακύμανση	Kuznets	15-25	Κατασκευαστική δραστηριότητα
Μακρά κύματα	Kondratieff	45-60	Υποδομές

Πηγή: Van Duijn (1983: 6–7), Ιδία επεξεργασία.

2. ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

2.1. Εισαγωγή στην Αγορά Ακινήτων

Στην οικονομική θεωρία, η γη κατέχει έναν πολύ σημαντικό ρόλο μιας και αποτελεί έναν από τους κύριους παράγοντες της παραγωγής. Ωστόσο, η ακίνητη περιουσία και η λειτουργία των αγορών ακινήτων δεν έχουν μελετηθεί επαρκώς στη γενική οικονομία, παρόλο που η λειτουργία τους έχει σημαντικές συνέπειες, όχι μόνο για την αποτελεσματικότητα των μεμονωμένων επιχειρήσεων, αλλά και για την οικονομία στο σύνολό της (Lambiri & Rovolis, 2014).

Η αγορά ακινήτων (Real Estate) ορίζεται ως το εθνικό απόθεμα των κτηρίων, των οικοπέδων στα οποία τα κτήρια αυτά έχουν κτισθεί καθώς και όλης της άκτιστης γης (η οποία μπορεί να δομηθεί). Τα κτήρια αυτά, όπως και η γη, είναι δυνατόν να ανήκουν και να χρησιμοποιούνται για κατοικία από τα νοικοκυριά και στην παραγωγική διαδικασία από ιδιωτικές εταιρείες, δημόσιους οργανισμούς, τοπικό και κεντρικό κράτος. Η ακίνητη περιουσία αποτελεί επομένως μια πολύ σημαντική συνιστώσα του πλούτου μιας χώρας.

Η ετήσια αξία των καινούργιων κτηρίων που κατασκευάζονται αντιπροσωπεύει μια ετήσια επένδυση στο απόθεμα κεφαλαίου μιας χώρας. Η χρηματική αξία αυτών των καινούργιων κτηρίων αποτελεί με τη σειρά της, μια από τις μεγαλύτερες, εάν όχι τη μεγαλύτερη, κατηγορία της επενδυτικής δραστηριότητας σε μια χώρα. Στις Η.Π.Α, για παράδειγμα, η συνολική αξία των ακινήτων υπολογίσθηκε σε 8,5 δισεκατομμύρια δολάρια το 1990, αντιπροσωπεύοντας το 56% της εθνικής καθαρής αξίας (nation's net worth). Οι προσθήκες στο απόθεμα αντιπροσωπεύουν περίπου το 5 έως 7 τοις εκατό του ετήσιου ΑΕΠ (DiPasquale & Wheaton, 1996).

2.2. Ανάλυση της Αγοράς Ακινήτων

Η ανάλυση της αγοράς ακινήτων συνήθως εστιάζει σε ένα συγκεκριμένο είδος ιδιοκτησίας όπως κατοικία ή επαγγελματικά ακίνητα. Στην πραγματικότητα, μια τέτοιου είδους εμπειρική ανάλυση έχει μια χωρική διάσταση, δηλαδή, οι αγορές κατοικίας σε μια συγκεκριμένη πόλη ή περιοχή. Οι τύποι ιδιοκτησίας συνήθως ταξινομούνται, για αναλυτικούς και πρακτικούς λόγους σε οικιστικά κι επαγγελματικά ακίνητα. Η τελευταία κατηγορία με τη σειρά της αναλύεται σε ακίνητα λιανικού εμπορίου, ξενοδοχεία, γραφειακούς χώρους και βιομηχανικά ακίνητα. Μερικές φορές τα logistics προστίθενται ως ξεχωριστή υποκατηγορία των επαγγελματικών ακινήτων. Επιπλέον, η κενή γη είναι επίσης μέρος της αγοράς ακινήτων (Lambiri & Rovolis, 2014).

Η αγορά ακινήτων, τουλάχιστον στις οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, μπορεί να εξετασθεί σαν την αγορά ιδιοκτησίας (για χρήση), όπου κτήρια ενοικιάζονται ή πωλούνται για να χρησιμοποιηθούν ως δομημένος χώρος (ακριβέστερα θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί και ο όρος αξιοποιημένος χώρος, δεδομένου ότι γήπεδα γκολφ, κήποι, άχτιστα οικόπεδα κ.λπ. δεν είναι χτισμένα αλλά θα ενταχθούν σε αυτόν τον ορισμό). Ταυτόχρονα όμως, η αγορά ακινήτων μπορεί να εξετασθεί και σαν την αγορά περιουσιακών στοιχείων, όπου κτήρια αγοράζονται ή πωλούνται ως χρηματοεπενδυτική δραστηριότητα, δηλαδή ο αγοραστής ή ο πωλητής ενδιαφέρεται μόνο ή κυρίως για το κέρδος της επένδυσης. Η διαφοροποίηση αυτών των δύο μορφών της αγοράς ακινήτων φαίνεται καλύτερα στην περίπτωση όπου ο ιδιοκτήτης του ακινήτου είναι διαφορετικός από τον ενοικιαστή / χρήστη.

Η εξέταση της αγοράς ακινήτων ως πραγματικά δύο αγορές βοηθά να διευκρινισθεί ο τρόπος με τον οποίο διαφορετικές δυνάμεις επηρεάζουν αυτόν τον τομέα. Εάν, για παράδειγμα, υπάρχει ξαφνική ζήτηση από ξένους επενδυτές για αγορά γραφειακών χώρων στις Ηνωμένες Πολιτείες, ο αντίκτυπος στα ενοίκια είναι πολύ διαφορετικός από ότι εάν οι επιχειρήσεις ξαφνικά αποφασίσουν ότι επιθυμούν να νοικιάσουν περισσότερους χώρους γραφείων. Η μείωση των μακροχρόνιων επιτοκίων στεγαστικών δανείων έχει ακριβώς την αντίθετη επίδραση στις τιμές των κατοικιών από εκείνη που προκαλείται από τη μείωση των βραχυχρόνιων επιτοκίων για τη χρηματοδότηση των κατασκευών. Η διάκριση μεταξύ της αγοράς ιδιοκτησίας (property market) και της αγοράς περιουσιακών στοιχείων (the asset or capital market) παρέχει μια σαφέστερη κατανόηση του τρόπου λειτουργίας αυτών των δυνάμεων στον τομέα της αγοράς ακινήτων συνολικά (DiPasquale & Wheaton, 1996).

Στην αγορά ιδιοκτησίας ακινήτων (για χρήση), η ζήτηση προέρχεται από τους χρήστες του δομημένου χώρου (occupiers), ανεξάρτητα από το εάν είναι ενοικιαστές ή ιδιοκτήτες, επιχειρήσεις ή νοικοκυριά. Για τις επιχειρήσεις, ο δομημένος χώρος είναι ένας από τους πολλούς παραγωγικούς συντελεστές και, όπως κάθε άλλος συντελεστής, η χρήση του θα εξαρτηθεί από τα σταθερά επίπεδα παραγωγής και το σχετικό κόστος του χώρου. Επίσης, τα νοικοκυριά διαιρούν το εισόδημά τους στην κατανάλωση πολλών αγαθών, ένα από τα οποία είναι ο δομημένος χώρος (με τη μορφή κατοικίας). Η ζήτηση των νοικοκυριών για δομημένο χώρο εξαρτάται από το

εισοδήμα και το κόστος χρήσης αυτού του χώρου σε σχέση με το κόστος άλλων αγαθών, όπως τα τρόφιμα, τα ρούχα ή η ψυχαγωγία. Τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τις κατοικίες, το κόστος της χρήσης του χώρου είναι η γαιοπρόσοδος (ενοίκιο). Για τους ενοικιαστές, η γαιοπρόσοδος ορίζεται απλώς σε μια σύμβαση μίσθωσης. Για τους ιδιοκτήτες, η γαιοπρόσοδος ορίζεται ως το ετήσιο κόστος που συνδέεται με την κυριότητα του ακινήτου (ownership of the property) (DiPasquale & Wheaton, 1996).

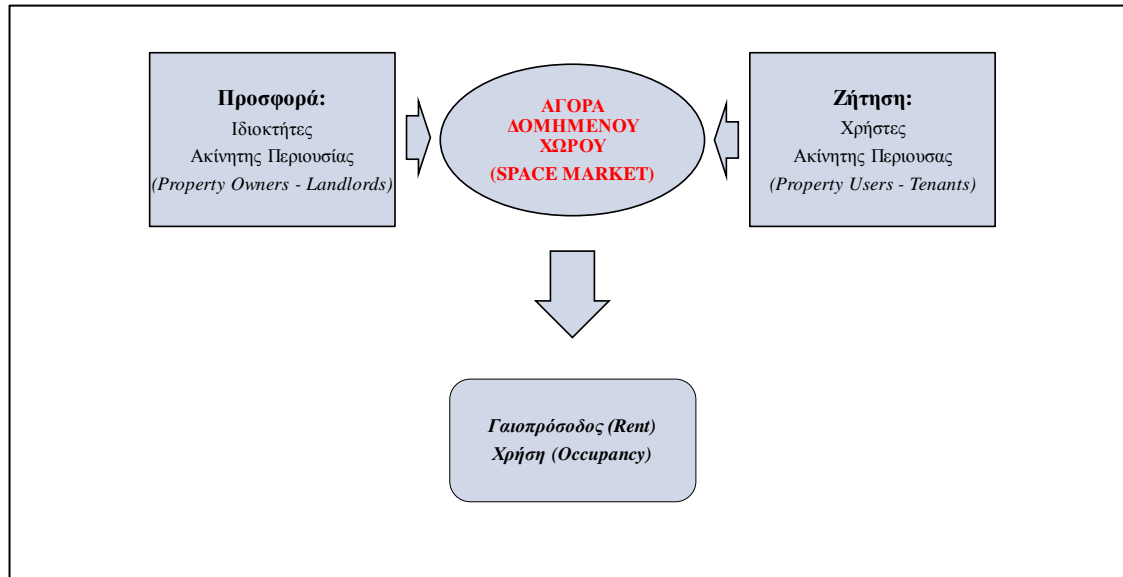
Η αγορά δομημένου χώρου αναφέρεται στη χρήση ή στο δικαίωμα χρήσης ακίνητης περιουσίας (γη ή χώρο δόμησης). Η ζήτηση σε αυτή την αγορά προσδιορίζεται από ιδιώτες κι εταιρείες που ζητούν χώρο είτε για κατανάλωση είτε για παραγωγικούς σκοπούς (π.χ. για κατοικία, για επαγγελματική χρήση). Στην πλευρά της προσφοράς τοποθετούνται οι ιδιοκτήτες ακίνητης περιουσίας που προσφέρουν το χώρο τους προς ενοικίαση (Geltner, Miller, Clayton, & Eichholtz, 2007).

Πρέπει να σημειωθεί ότι η γαιοπρόσοδος (ενοίκιο) καθορίζεται στην αγορά ιδιοκτησίας (για χρήση) και όχι στην αγορά ακινήτων ως περιουσιακά στοιχεία. Στην αγορά ιδιοκτησίας ακινήτων, η προσφορά χώρου δίνεται από την αγορά περιουσιακών στοιχείων. Η ζήτηση για χώρο εξαρτάται από τη γαιοπρόσοδο και από άλλους εξωγενείς οικονομικούς παράγοντες, όπως το επίπεδο παραγωγής, τα επίπεδα εισοδήματος ή τον αριθμό των νοικοκυριών. Το καθήκον της αγοράς ιδιοκτησίας ακινήτων είναι να καθορίσει ένα επίπεδο ενοικίου στο οποίο η ζήτηση για χρήση χώρου ισούται με την προσφορά χώρου. Με όλους τους άλλους παράγοντες αμετάβλητους, όταν ο αριθμός των νοικοκυριών αυξάνεται ή όταν οι επιχειρήσεις διευρύνουν την παραγωγή, η ζήτηση για χρήση του χώρου αυξάνεται. Με την προσφορά να είναι σταθερή, τα ενοίκια αυξάνονται κι αυτά (DiPasquale & Wheaton, 1996).

Η τιμή του δικαιώματος για χρήση του χώρου σε μία συγκεκριμένη περιοχή ονομάζεται γαιοπρόσοδος (ενοίκιο). Η τιμή της γαιοπροσόδου (που προσδιορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση) σηματοδοτεί την τρέχουσα αξία δόμησης και την εξίσωση προσφοράς και ζήτησης. Μια αύξηση της ζήτησης για χρήση με σταθερή την προσφορά προκαλεί αύξηση των ενοικίων και το αντίστροφο. Οι ανάγκες των ενοικιαστών (tenants) και ο τύπος και η ποιότητα των διαθέσιμων κτηρίων καθορίζουν τη γαιοπρόσοδο (ενοίκιο) του δομημένου χώρου στην αγορά ιδιοκτησίας

για χρήση. Ταυτόχρονα, τα ακίνητα μπορούν να αγοραστούν, να πωληθούν ή να ανταλλαχθούν μεταξύ επενδυτών. Οι συναλλαγές αυτές πραγματοποιούνται στην αγορά κεφαλαίων και καθορίζουν την τιμή του δομημένου χώρου ως περιουσιακό στοιχείο (Geltner et al., 2007).

Σχήμα 2.1: Η αγορά δομημένου χώρου



Πηγή: Geltner et al., 2007.

Η αγορά δομημένου χώρου είναι πιο ουσιαστική από την αγορά περιουσιακών στοιχείων διότι προσδιορίζει τις χρηματικές ροές που δημιουργεί η ακίνητη περιουσία που με τη σειρά τους αποτελούν τη βάση της αξίας του ακινήτου. Η αγορά περιουσιακών στοιχείων όμως είναι το ίδιο σημαντική μιας και προσδιορίζει την αξία των ακινήτων, η οποία προκαλεί τη ροή κεφαλαίων στην αγορά ακινήτων. Η αγορά ακινήτων είναι μια αγορά ιδιοκτησίας ακινήτων αξιών. Οι ακίνητες αξίες αποτελούνται από γη και από τα κτήρια που βρίσκονται σε αυτήν. Επομένως, συχνά αυτή η αγορά είναι γνωστή σαν αγορά ακίνητης περιουσίας (Geltner et al., 2007).

Από οικονομική άποψη, τα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία αποτελούνται από απαιτήσεις σε μελλοντικές χρηματοροές (π.χ. η απόδοση των κτηρίων σε ενοίκιο για τους ιδιοκτήτες). Τα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία επομένως, μπορούν να συγκριθούν και να ανταγωνισθούν στις κεφαλαιαγορές με άλλες μορφές περιουσιακών στοιχείων όπως οι μετοχές και τα ομόλογα. Έτσι, η αγορά ακινήτων περιουσιακών στοιχείων πρέπει να ενταχθεί σαν τμήμα της μεγάλης αγοράς κεφαλαίων, της αγοράς κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων όλων των τύπων (Geltner et al., 2007).

Οι αγορές κεφαλαίων, προσδιορίζουν τον τρόπο με τον οποίο διανέμεται ο πλούτος και ο κεφαλαιουχικός εξοπλισμός στην κοινωνία. Το γεγονός αυτό, προσδιορίζει τη μελλοντική ανάπτυξη και τις παραγωγικές επιλογές της οικονομίας. Η αγορά ακινήτων αποτελεί ένα μεγάλο και σημαντικό τμήμα της αγοράς κεφαλαίων και συνεπώς συνεισφέρει ουσιαστικά στη διαδικασία κατανομής των παραγωγικών πόρων στην οικονομία.

2.2.1. Υπόδειγμα Τεσσάρων Τεταρτημορίων και Διακυμάνσεις

Η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από κύκλους. Ιστορικά οι αγορές ακινήτων έχουν συχνά καταγράψει έντονα ανοδικές κι έντονα καθοδικές περιόδους. Σε πολλές αγορές εμπορικής ιδιοκτησίας, η συνολική περίοδος κυκλικότητας στην αγορά ακινήτων (από άνοδο σε άνοδο) διαρκεί 10 έως 20 χρόνια, που είναι περισσότερο από τον παραδοσιακό μακροοικονομικό κύκλο στα χρόνια που ακολούθησαν τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο. Επιπλέον, οι τιμές των ακινήτων, όπως και η ρευστότητα και ο όγκος των πωλήσεων σε αυτήν την αγορά, συχνά φαίνεται να ακολουθούν μακρές περιόδους ανόδου και καθόδου, που συνδέονται με την αγορά δομημένου χώρου (Geltner et al. 2007).

Το υπόδειγμα τεσσάρων τεταρτημορίων μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να δείξει τις διακυμάνσεις και τη μακροχρόνια ισορροπία στις αγορές ακινήτων αποσαφηνίζοντας την παραδοσιακή έννοια της κυκλικής δραστηριότητας στην αγορά ακινήτων. Ένας τρόπος αντίληψης κι επεξήγησης του φαινομένου είναι ο εξής: ένας κύκλος μπορεί να προκληθεί από τις διαφορές μεταξύ των βραχυχρόνιων και των μακροχρόνιων διακυμάνσεων του σημείου ισορροπίας, ελλείψει της τέλει μελλοντικής πρόβλεψης από τους συμμετέχοντες στην αγορά. Η κατανόηση του κύκλου των συνήθων εμπορικών και οικιστικών ακινήτων μπορεί να επιτευχθεί επομένως με την ενδελεχή μελέτη του μοντέλου των DiPasquale και Wheaton (εκτενής παρουσίαση του υποδείγματος υπάρχει στο (DiPasquale & Wheaton, 1996) και στο (Lambiri & Rovolis, 2014)).

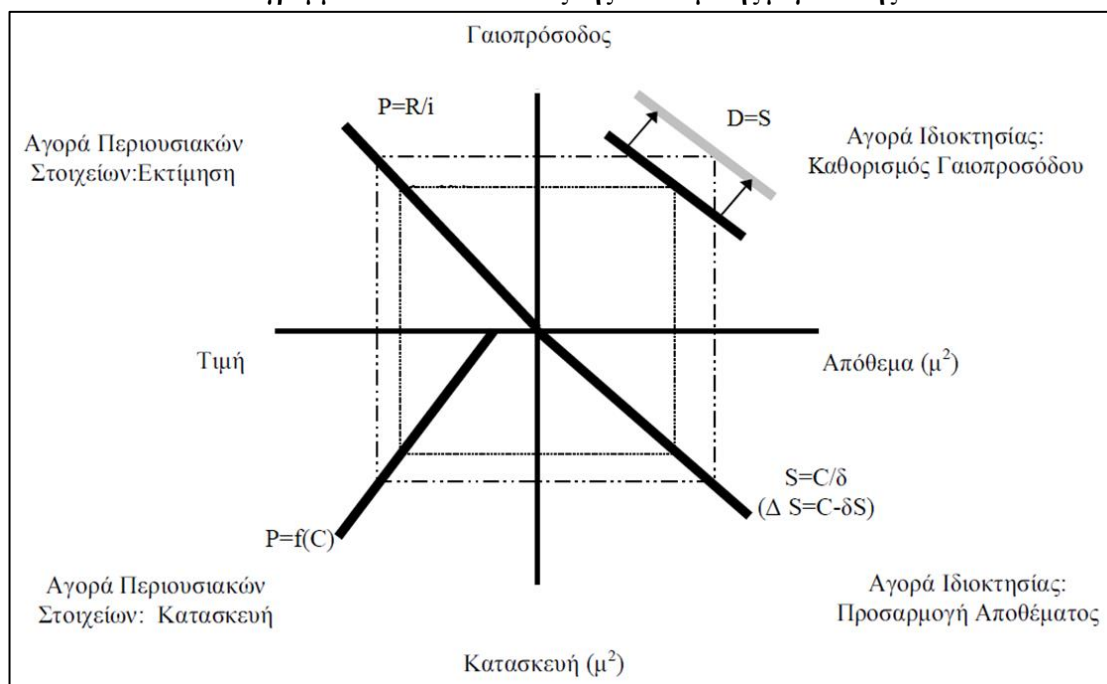
Μπορούμε να εντοπίσουμε τις διάφορες επιδράσεις της ευρύτερης οικονομίας στην αγορά ακινήτων. Η οικονομία μπορεί να αναπτυχθεί ή να συρρικνωθεί. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια ή άλλοι παράγοντες μπορούν να μεταβάλουν τη ζήτηση για ακίνητα περιουσιακά στοιχεία. Οι μεταβολές στη βραχυχρόνια διαθεσιμότητα πίστωσης ή στους τοπικούς κανονισμούς (local regulations) μπορούν να μεταβάλουν το κόστος παροχής νέου δομημένου χώρου. Κάθε μία έχει διαφορετικές επιπτώσεις, κι αυτές προσδιορίζονται εύκολα εξετάζοντας εναλλακτικές λύσεις μέσα στο

διάγραμμα. Σε κάθε περίπτωση, μπορούμε να εντοπίσουμε ποιο τεταρτημόριο επηρεάζεται αρχικά, να μεταφέρουμε τις επιπτώσεις στα άλλα τεταρτημόρια και να φθάσουμε σε μια νέα μακροχρόνια ισορροπία. Αυτή η σύγκριση διαφορετικών μακροχρόνιων λύσεων (ισορροπία αγοράς) σε ένα μοντέλο ονομάζεται "συγκριτική στατική" ανάλυση (DiPasquale & Wheaton, 1996).

2.2.2. Οικονομική Ανάπτυξη κι Αγορά Ακινήτων

Σε περίπτωση που η οικονομία βρίσκεται σε ανάπτυξη αυτό θα παρασταθεί με μία μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης προς τα δεξιά (διάγραμμα 2.1). Η ανάπτυξη της οικονομίας ωθεί νοικοκυριά κι επιχειρήσεις να επεκτείνουν την κατανάλωση και τις δραστηριότητές τους. Αυτό έχει ως άμεση συνέπεια την αύξηση της ζήτησης για χρήση χώρου. Το εσωτερικό κουτί απεικονίζει την αρχική κατάσταση της ισορροπίας και το εξωτερικό κουτί τη νέα ισορροπία η οποία επιτυγχάνεται μετά από ένα εξωγενές σοκ που είναι η αύξηση της ζήτησης για τη χρήση δομημένου χώρου. Η «διαδρομή» της διαδικασίας προσαρμογής μεταξύ της αρχικής και της νέας ισορροπίας παρουσιάζεται στο επόμενο διάγραμμα (2.2). Το διάγραμμα αυτό αρχικά παρουσιάστηκε από τον Colwell (2002).

Διάγραμμα 2.1: Οι επιπτώσεις της οικονομικής μεγέθυνσης



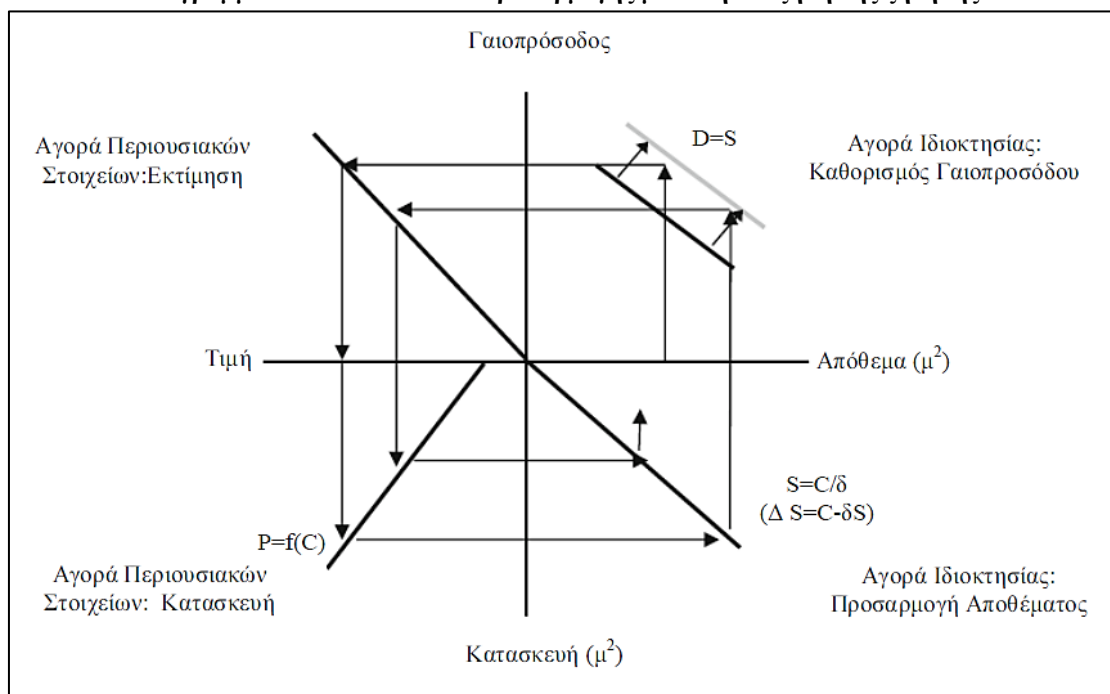
Πηγή: Lambiri & Rovolis, 2014.

Η ζήτηση για χρήση δομημένου χώρου μετατοπίζεται προς τα δεξιά, και στη νέα προσωρινή ισορροπία, η προσφορά εξακολουθεί να είναι η ίδια (δεδομένου ότι δεν υπάρχει αρκετός χρόνος προκειμένου να προσαρμοσθεί η προσφορά), και η

γαιοπρόσοδος είναι υψηλότερη. Αυτό οδηγεί σε αύξηση των τιμών των ακινήτων (ως περιουσιακά στοιχεία) στην αγορά περιουσιακών στοιχείων (βορειοδυτικό τεταρτημόριο). Η επίδραση αυτής της αλλαγής θα επενεργήσει θετικά στον κατασκευαστικό τομέα (αγορά περιουσιακών στοιχείων, νοτιοδυτικό τεταρτημόριο) οδηγώντας σε ένα υψηλότερο επίπεδο κατασκευαστικής δραστηριότητας στο νοτιοδυτικό τεταρτημόριο. Αυτό μεταφράζεται ως αύξηση του διαθέσιμου αποθέματος δομημένου χώρου, μέσω του νοτιοανατολικού τεταρτημορίου. Ως αποτέλεσμα, στο βορειοανατολικό τεταρτημόριο, θα υπάρξει μια μετατόπιση της καμπύλης προσφοράς προς τα δεξιά, η οποία τελικά θα οδηγήσει σε μια μειωμένη γαιοπρόσοδο στην αγορά ιδιοκτησίας. Αυτή η διαδικασία θα συνεχισθεί έως ότου υπάρξει ισορροπία σε όλες αυτές τις τέσσερις αγορές.

Το σχήμα του εξωτερικού κουτιού επομένως, εξαρτάται από τις κλίσεις των διαφόρων καμπυλών. Για παράδειγμα, εάν οι κατασκευές ήταν πολύ ελαστικές σε σχέση με τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (σχεδόν κάθετη καμπύλη στο νοτιοδυτικό τεταρτημόριο), τα νέα επίπεδα τιμών και ενοικίων θα ήταν μόνο ελαφρώς μεγαλύτερα από πριν, ενώ οι κατασκευές και τα αποθέματα θα επεκτεινότουσαν σημαντικά.

Διάγραμμα 2.2: Η διαδικασία προσαρμογής μετά την αύξηση της ζήτησης



Πηγή: Lambiri & Rovolis, 2014.

Μια ύφεση της οικονομίας σε μια χώρα θα οδηγήσει στα αντίθετα αποτελέσματα απ' αυτά που περιγράφηκαν. Συγκεκριμένα, το τελικό αποτέλεσμα, δηλαδή η αύξηση της γαιοπροσόδου και η αύξηση του αποθέματος του χώρου, εξαρτάται από μια σειρά παραγόντων, πχ. την ελαστικότητα της κατασκευαστικής δραστηριότητας σε σχέση με την τιμή των ακινήτων, που στο συγκεκριμένο διάγραμμα εκφράζονται από την κλίση των διαφόρων καμπυλών.

Η οικονομική ανάπτυξη, λοιπόν, αυξάνει όλες τις μεταβλητές ισορροπίας στις αγορές ακινήτων, ενώ η οικονομική συρρίκνωση οδηγεί σε μειώσεις σε όλες τις μεταβλητές (για μία παρουσίαση των αντίστοιχων διαδικασιών οι οποίες ξεκινούν από τα άλλα τεταρτημόρια του υποδείγματος βλέπε (DiPasquale & Wheaton, 1996) ή (Lambiri & Rovolis, 2014)).

3. ΚΡΙΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

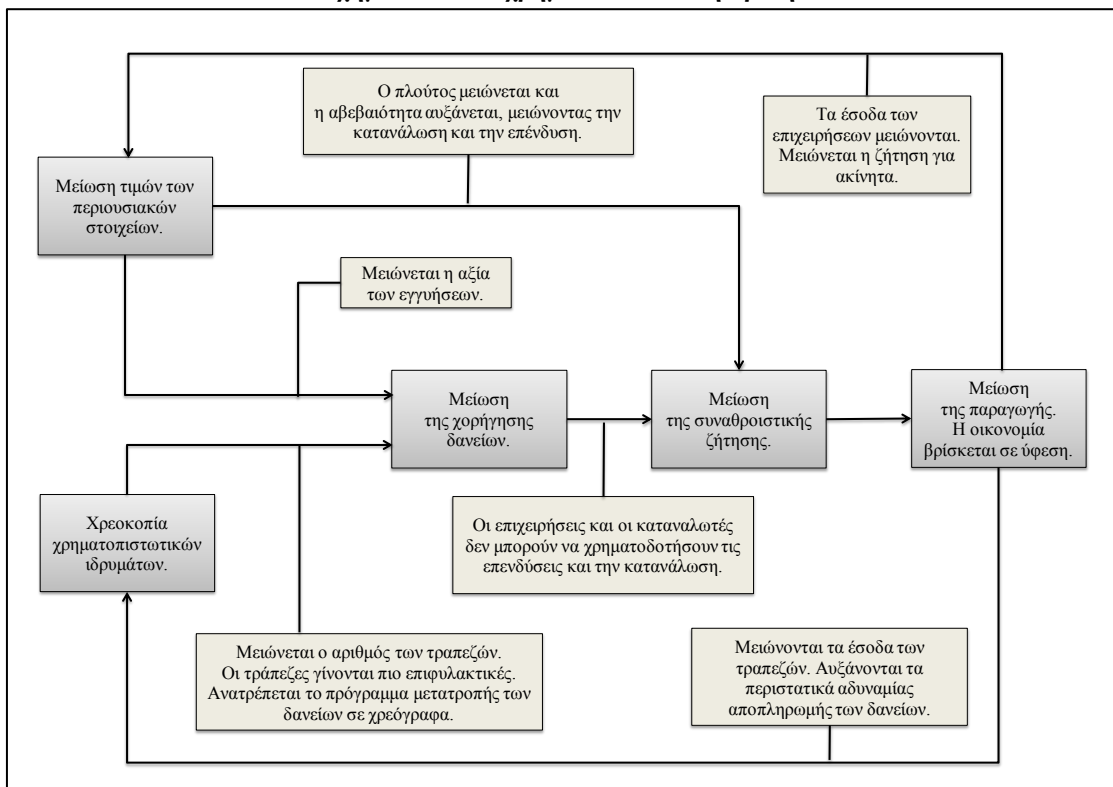
3.1. Η έννοια της Χρηματοπιστωτικής Κρίσης

Πολλών ειδών οικονομικές διακυμάνσεις μπορούν βραχυχρόνια να μειώσουν το προϊόν μιας οικονομίας όπως για παράδειγμα οι φόροι, οι μειώσεις της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου. Η χρηματοπιστωτική κρίση αποτελεί ένα είδος διαταραχής ιδιαίτερα καταστροφικό για μια οικονομία.

Μια χρηματοπιστωτική κρίση συνήθως αρχίζει με μειώσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, με χρεοκοπίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ή και τα δύο. Οι χρεοκοπίες μπορούν να προκύψουν από κρίσεις αφερεγγυότητας ή ρευστότητας. Μια χρηματοπιστωτική κρίση μπορεί να δημιουργήσει πιστωτική κατάρρευση και να μειώσει τη συναθροιστική ζήτηση, προκαλώντας ύφεση. Η ύφεση ενισχύει τις αιτίες της κρίσης.

Μια κρίση επομένως μπορεί προκαλέσει μια σειρά γεγονότων τα οποία ωθούν στην ύφεση ολόκληρη την οικονομία. Στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζονται τα κυριότερα μέρη αυτής της διαδικασίας:

Σχήμα 3.1: Μια χρηματοπιστωτική κρίση



Πηγή: Mankiw & Ball, 2013.

Μια κρίση μπορεί να πυροδοτηθεί από μεγάλες μειώσεις των τιμών των μετοχών, των ακινήτων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων. Πολλοί οικονομολόγοι ερμηνεύουν τις μειώσεις αυτές ως το τέλος της «φούσκας» των τιμών των

περιουσιακών στοιχείων. «Φούσκες» δημιουργούνται όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αυξάνονται πολύ πάνω από την παρούσα αξία του προσδοκώμενου εισοδήματος από τα περιουσιακά στοιχεία.

Στη συνέχεια, σε κάποια χρονική στιγμή, αλλάζουν οι απόψεις. Το κοινό αρχίζει να ανησυχεί ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων είναι πολύ υψηλές και τότε αρχίζει να πουλάει τα περιουσιακά του στοιχεία, ωθώντας τις τιμές προς τα κάτω. Η μείωση των τιμών κλονίζει ακόμη περισσότερο την εμπιστοσύνη, γεγονός που οδηγεί σε περισσότερες πωλήσεις και ούτω καθεξής. Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μειωθούν σε διάστημα μερικών μηνών ή και χρόνων ή μέσα σε μία μόνο μέρα να σημειωθεί ένα κραχ (Mankiw & Ball, 2013).

Οι αρμόδιοι για τη χάραξη πολιτικής μπορεί να επιδιώξουν να ανακόψουν την κρίση με διάσωση των προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι διασώσεις ξεκινούν από τα δάνεια χωρίς κίνδυνο προς ιδρύματα που αντιμετωπίζουν κρίσεις ρευστότητας και φθάνουν μέχρι τη χορήγηση κρατικών χρημάτων. Οι προσπάθειες διάσωσης, μεταξύ των οποίων είναι τα επικίνδυνα δάνεια και οι ενέσεις περιουσίας, είναι ένας ενδιάμεσος τύπος πολιτικής που μπορεί να κοστίζει ή και να μην κοστίζει χρήματα στο κράτος.

Οι χρηματοπιστωτικές διασώσεις είναι αμφιλεγόμενες λόγω του πιθανού κόστους τους για τους φορολογουμένους κι επειδή αυξάνουν τον ηθικό κίνδυνο. Οι επιχειρήσεις μπορεί να αναλαμβάνουν περισσότερο κίνδυνο επειδή νομίζουν ότι το κράτος θα τους σώσει εάν εμπλακούν σε περιπέτειες (Mankiw & Ball, 2013).

Κατά το διάστημα 2007-2009, η κρίση που σχετιζόταν με τους τίτλους εξασφαλισμένους με στεγαστικά ενυπόθηκα δάνεια (mortgage-backed securities) εξελίχθηκε σε ευρείας κλίμακας χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η πτώση του χρηματιστηρίου ήταν δραστική, μερικά από τα πλέον αξιόλογα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της χώρας χρεοκόπησαν ή έφθασαν στα πρόθυρα της χρεοκοπίας, το σύστημα χορήγησης δανείων αναστατώθηκε σε ολόκληρη την οικονομία και το ποσοστό ανεργίας έφθασε το 10%.

Η κρίση της περιόδου 2007-2009 προκάλεσε μια έντονη συζήτηση σχετικά με τις κρατικές ρυθμίσεις και τους ελέγχους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Πολλές προτάσεις για χρηματοπιστωτική μεταρρύθμιση εμπίπτουν σε τέσσερις ευρείες κατηγορίες:

1. Αυξημένες ρυθμίσεις / κανόνες για τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.
2. Πολιτικές για να μη γίνουν κάποια ιδρύματα πολύ μεγάλα και νομισθεί ότι δεν μπορούν να χρεοκοπήσουν.
3. Κανονισμοί που αποθαρρύνουν την ανάληψη υπερβολικού κινδύνου.
4. Νέες δομές για τους ρυθμιστικούς φορείς.

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις σε αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς συνήθως περιλαμβάνουν φυγή κεφαλαίων και απότομη μείωση της τιμής συναλλάγματος. Αιτίες της φυγής κεφαλαίων είναι μεταξύ άλλων το υψηλό δημόσιο χρέος, η πολιτική αστάθεια και τα προβλήματα του τραπεζικού κλάδου. Η φυγή κεφαλαίων προσθέτει νέα κανάλια στο φαύλο κύκλο μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο χορηγεί δάνεια έκτακτης ανάγκης σε χώρες που πλήττονται από φυγή κεφαλαίων.

Συμπερασματικά, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις έχουν προκαλέσει πολλές από τις χειρότερες υφέσεις και τα υψηλότερα επίπεδα ανεργίας όχι μόνο στις Ηνωμένες Πολιτείες, αλλά και στον υπόλοιπο κόσμο. Συχνά η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική είναι εργαλεία για τον τερματισμό αυτών των υφέσεων. Για να αντιμετωπίσουν μια κρίση η κυβέρνηση και η κεντρική τράπεζα παίρνουν δραστικά μέτρα που ξεκινούν από την κήρυξη μιας αργίας για τις τράπεζες και φθάνουν μέχρι τη χορήγηση δανείων κι ενέσεων περιουσίας για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Όταν μια αναδυόμενη οικονομία αντιμετωπίζει μια χρηματοπιστωτική κρίση, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο χορηγεί δάνειο στη χώρα.

3.2. Η Περίοδος 2000-2010

Μετά το τέλος του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου, η δεκαετία από το 2000 έως το 2010, ήταν μια περίοδος μεγάλου ενδιαφέροντος για την αγορά ακινήτων που τελικά κατέστη καταστροφική. Κατά τη διάρκεια αυτών των 10 ετών παρουσιάστηκε η πρώτη παγκόσμια συντονισμένη ανοδική (boom) αλλά και καθοδική (slump) πορεία στην αγορά ακινήτων. Οι κύκλοι στην αγορά ακινήτων αποτελούν ένα κοινό χαρακτηριστικό της οικονομικής ανάπτυξης της ελεύθερης αγοράς και σταδιακά αποσταθεροποιούν σε μεγάλο βαθμό τις μεμονωμένες οικονομίες. Πριν από το 2007, οι τιμές των ακινήτων οδηγήθηκαν σε κορυφαία επίπεδα στο μεγαλύτερο μέρος του ανεπτυγμένου κόσμου. Το 2008, οι τιμές κατέρρευσαν με ποσοστό έως και 60% σε ορισμένες χώρες. Αυτό είχε ως συνέπεια το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα

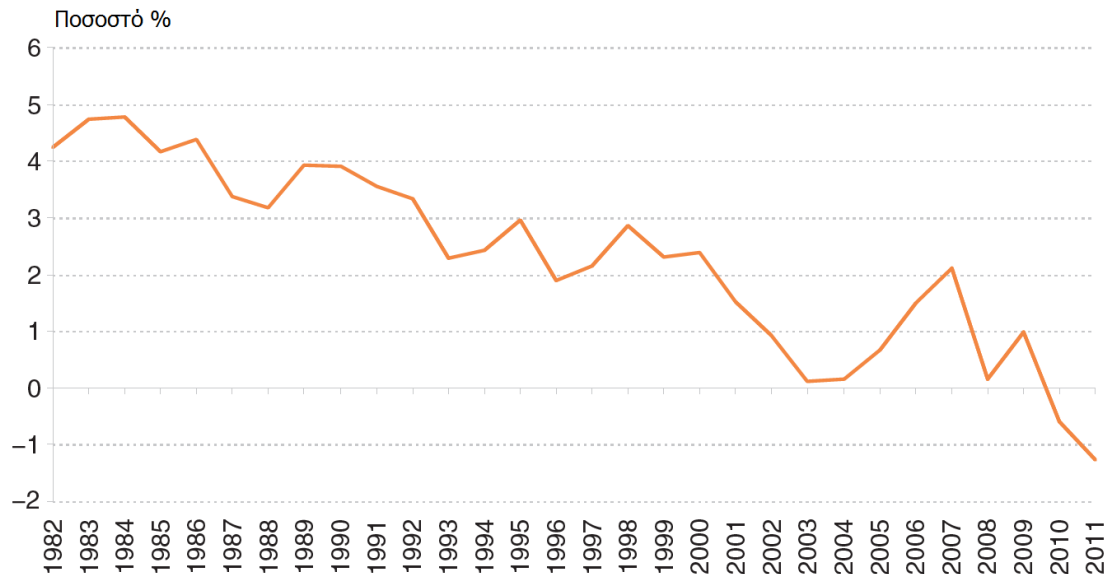
να καταστραφεί σχεδόν ολοκληρωτικά προκαλώντας μια νέα Μεγάλη Ύφεση (Great Depression). Μετά τη Μεγάλη Χρηματοπιστωτική Κρίση (Great Financial Crisis-GFC), τα σοκ παραμένουν τόσο στην κρίση του δημοσίου χρέους της Νότιας Ευρώπης όσο και στην αγορά κατοικιών των Ηνωμένων Πολιτειών. Επιπροσθέτως, η ανεργία (το κοινωνικό κόστος της κρίσης) στον ανεπτυγμένο κόσμο, παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα (Barkham, 2012).

Για την αγορά ακινήτων, η δεκαετία του 2000 άρχισε μάλλον απροσδόκητα εν μέσω της παγκόσμιας ύφεσης που δημιούργησε η χρηματιστηριακή κρίση του διαδικτύου (dot-com bubble). Την περίοδο μεταξύ 1996 και 1999, το εύκολο χρήμα, η έντονη παγκόσμια ανάπτυξη και η μεγάλη αισιοδοξία σχετικά με τις δυνατότητες του διαδικτύου, οδήγησαν σε αύξηση των παγκόσμιων χρηματιστηριακών αγορών (stock markets) κατά 24%. Μεταξύ του 2000 και του 2003, όλα αυτά τα κέρδη αντιστράφηκαν, καθώς οι παγκόσμιες αγορές μειώθηκαν κατά 30%. Οι διακυμάνσεις αξιών ήταν πολύ μεγαλύτερες στις χρηματιστηριακές αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών και του Ηνωμένου Βασιλείου. Οι επενδύσεις μειώθηκαν και η ανεργία αυξήθηκε. Η συρρίκνωση των επιχειρήσεων οδήγησε σε μείωση της ζήτησης για επιχειρηματικούς κι εμπορικούς χώρους και σε απότομη πτώση των ενοικίων. Η ύφεση των ακινήτων στις αρχές της δεκαετίας του 2000 ήταν ιδιαίτερα έντονη στον τομέα των γραφείων, καθώς η ζήτηση γραφείων εξαρτάται άμεσα από την κατάσταση των χρηματοπιστωτικών αγορών (Barkham, 2012).

Η πτώση του dot-com, σηματοδότησε την έναρξη της ιστορίας των ακινήτων της δεκαετίας του 2000. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, οι κεντρικές τράπεζες των χωρών του ΟΟΣΑ ήταν «στοιχειωμένες» από το φάντασμα της Ιαπωνίας. Μεταξύ του 1950 και του 1989, η Ιαπωνία υπήρξε μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες και πιο δυναμικές οικονομίες του κόσμου. Προς το τέλος της μεγάλης της ανάπτυξης, παρουσιάστηκε ραγδαία έκρηξη (ανάπτυξη) και πτώση της χρηματιστηριακής αγοράς και της αγοράς γης. Έκτοτε, η Ιαπωνία δεν μπόρεσε να ξεπεράσει την αργή ανάπτυξη, τον αντιπληθωρισμό (deflation) και τη χρόνια αδυναμία δημιουργίας θέσεων εργασίας. Οι λόγοι του εικοσαετούς αντιπληθωρισμού της Ιαπωνίας είναι περίπλοκοι, αλλά οι περισσότεροι συμφωνούν ότι η νομισματική πολιτική ήταν υπερβολικά περιορισμένη κατά τη διάρκεια της περιόδου μετά τη φούσκα. Αυτό είναι ένα λάθος που οι κεντρικές τράπεζες των χωρών του ΟΟΣΑ δεν επιθυμούν να επαναλάβουν. Έτσι, μετά τη συντριβή του χρηματιστηρίου το 2000, τα

επιτόκια μειώθηκαν σε μεγάλο βαθμό για να υποστηρίξουν τις αξίες των περιουσιακών στοιχείων, να ενισχύσουν την εμπιστοσύνη και να αναζωογονήσουν τις επιχειρηματικές και καταναλωτικές δαπάνες. Το διάγραμμα 3.1 δείχνει τα πραγματικά επιτόκια των χωρών του ΟΟΣΑ που αποτελούν το κλειδί για την κατανόηση των γεγονότων της δεκαετίας του 2000 και της Μεγάλης Χρηματοπιστωτικής Κρίσης (GFC).

Διάγραμμα 3.1: Πραγματικά επιτόκια χωρών ΟΟΣΑ



Πηγή: HIS Global Insight, Barkham, 2012.

Συχνά λέγεται ότι η χρήση επιτοκίων για την τόνωση μιας οικονομίας δεν αποτελεί αποτελεσματικό μέτρο μιας και μετά από λίγο οι αρνητικές επιπτώσεις της χρήσης τους γίνονται εμφανείς. Αυτό συνέβη και στον τομέα των ακινήτων. Από το 2001 έως το 2003 παρατηρήθηκε οικονομική κρίση (depression) στις περισσότερες αγορές περιουσιακών στοιχείων. Ξαφνικά, το 2003 ένα μεγάλο χρηματικό ποσό έτοιμο για επένδυση επηρέασε τον τομέα της αγοράς ακινήτων. Οι επενδυτές, νευρικοί για τη χρηματιστηριακή αγορά, δεν ήταν διατεθειμένοι να ανεχθούν τις χαμηλές αποδόσεις μετρητών κι ομολόγων που προήλθαν από την υπερβολικά χαλαρή νομισματική πολιτική. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα η αναζήτηση αποδοτικών επενδύσεων να βρεθεί σε έξαρση και η αγορά ακινήτων να αποτελέσει ξαφνικά την πλέον ευνοημένη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων. Η μεγάλη διάρκειας, παγκόσμια, συντονισμένη κι εκρηκτική άνοδος των τιμών των ακινήτων είχε αρχίσει. Από το 2003 έως το 2008 παρατηρήθηκε ταχεία και συνεχής άνοδος των τιμών που οφειλόταν εξ ολοκλήρου στην επενδυτική ζήτηση (Barkham, 2012).

Το πρώτο κύμα επενδύσεων προήλθε κυρίως από επενδυτές μετοχών (equity investors). Μεταξύ αυτών συγκαταλέγονται τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι ιδιώτες με υψηλή καθαρή θέση, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και τα νεοσυσταθέντα κρατικά επενδυτικά ταμεία. Ακόμη και για τους μικρούς επενδυτές, η ζήτηση για ακίνητα ήταν έντονη, μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ανοικτού τύπου. Τα REITs (Real Estate Investment Trusts) ήταν σημαντικοί επενδυτές. Τα δέκα χρόνια έως το 2007 τα REITs εγκρίθηκαν σε περισσότερες από οκτώ χώρες. Η περίοδος αυτή παρουσίασε επίσης την ταχεία αύξηση των μη εισηγμένων επιχειρήσεων επενδύσεων σε ακίνητα (unlisted real estate funds). Αυτά τα φορολογικά διαφανή οχήματα παρείχαν ένα βολικό μέσο για επαγγελματίες επενδυτές να αναπτύξουν κεφάλαια σε διαφοροποιημένους τομείς ακινήτων περιουσιακών στοιχείων, τα οποία διαχειρίζονται επαγγελματίες διαχειριστές ακινήτων (Barkham, 2012).

Τα χαμηλά επιτόκια ήταν αυτά που στην ουσία τροφοδότησαν την εκρηκτική αύξηση. Τα χαμηλά επιτόκια (ή η επεκτατική νομισματική πολιτική) έχουν διπλό αντίκτυπο στην ελκυστικότητα των ακινήτων ως επένδυση:

1. Μειώνουν το κόστος διατήρησης του περιουσιακού στοιχείου.
2. Με την ενίσχυση των ταμειακών ροών των χρηστών (occupiers), βελτιώνουν την ασφάλεια των εσόδων εκμετάλλευσης ακινήτων.

Εκείνη την εποχή, η σχέση μεταξύ των αυξημένων αξιών ακινήτων και της εξαιρετικά χαλαρής νομισματικής πολιτικής δεν εκτιμήθηκε ευρέως. Η αγορά ακινήτων, με τη μακρά διάρκεια και τις σταθερές ταμειακές της ροές, καθώς επίσης και με την όλο και καλύτερη παροχή δεδομένων, ήταν το προτιμητέο θεσμικό περιουσιακό στοιχείο.

Μέχρι το 2005, η αρχική ώθηση στις αξίες των ακινήτων από τους επενδυτές μετοχών αντικαταστάθηκε από αγοραστές με βάση το χρέος. Δηλαδή αγοραστές με πολύ υψηλά επίπεδα μόχλευσης¹⁰ (leverage). Οι εν λόγω παίκτες αποτελούν χαρακτηριστικό γνώρισμα κάθε αγοράς ακινήτων που βρίσκεται σε φάση ανόδου, που συχνά προέρχονται από αγορές με χαμηλά ή αρνητικά πραγματικά επιτόκια (όπου τα επιτόκια είναι χαμηλότερα από τον εγχώριο πληθωρισμό). Στα μέσα της δεκαετίας του 2000, οι επενδυτές από την Ιρλανδία, την Ισλανδία, την Ισπανία, τις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ισραήλ εισέρρευσαν στις αγορές ακινήτων.

¹⁰ Μόχλευση (leverage): Δανεισμός χρημάτων για την αγορά περιουσιακών στοιχείων.

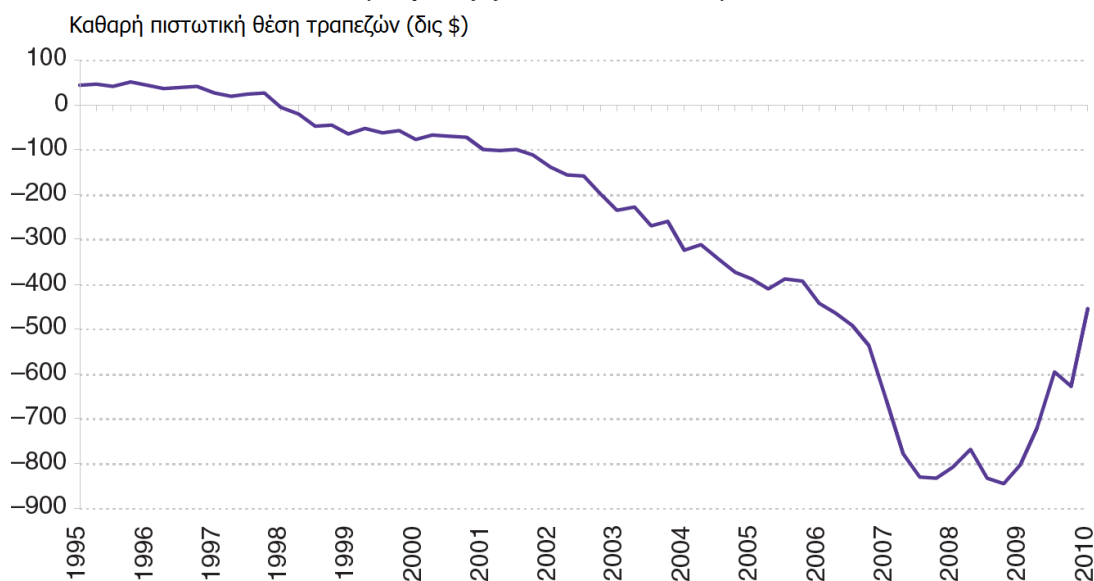
Οι τράπεζες γενικά θεωρούν την ακίνητη περιουσία ως ένα ελκυστικό περιουσιακό στοιχείο, αλλά ιδιαίτερα όταν τα επιτόκια είναι χαμηλά και η οικονομική ανάπτυξη είναι ισχυρή. Σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις, τα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία είναι σχετικά εύκολο να εκτιμηθούν και να αξιολογηθούν για την πιστοληπτική τους ικανότητα. Επιπλέον, η αγορά είναι μεγάλη και σε περιόδους αυξανόμενων αξιών μπορεί να δημιουργήσει πολύ γρήγορα ευκαιρίες δανεισμού. Κανένας άλλος τομέας δεν δίνει στις τράπεζες τη δυνατότητα να αυξήσουν τα δάνειά τους τόσο γρήγορα όσο η αγορά ακινήτων. Ενισχυόμενες από αυτό οι τράπεζες των χωρών του ΟΟΣΑ μπορούν να λειτουργήσουν με την υπόθεση ότι δεν θα πρέπει να αναλάβουν τις πλήρεις συνέπειες των αποφάσεων για επικίνδυνες πιστώσεις. Στα μέσα της δεκαετίας του 2000, κατέστη σαφές ότι οι κυριότερες τράπεζες δανεισμού αντικατέστησαν με προσοχή τον εν λόγω δανεισμό με μερίδιο αγοράς. Η ακίνητη περιουσία ήταν ο προτιμητέος τομέας.

Δύο επιπλέον παράγοντες διευκόλυναν τη ροή του χρέους στον τομέα των ακινήτων στα μέσα της δεκαετίας του 2000. Ένας παράγοντας που σχετίζεται με την παγκοσμιοποίηση ήταν η μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της χρήσης των χρηματαγορών από τις τράπεζες για χρηματοδότηση. Από τη δεκαετία του 1960, οι καταθέσεις πελατών μειώθηκαν ως ποσοστό των υποχρεώσεων των τραπεζών κι αυξήθηκαν τα πιστοποιητικά καταθέσεων, οι συμφωνίες επαναγοράς καθώς και τα εμπορικά χρεόγραφα. Όσο οι αγορές χρήματος ήταν ανοιχτές, οι τράπεζες θα μπορούσαν να επεκτείνουν το δανεισμό πέραν του επιπέδου που θα υποστήριζε η δική τους εγχώρια κατάθεση (Barkham, 2012).

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 2000, τουλάχιστον μέχρι το 2007, ήταν πολύ εύκολο για τις τράπεζες σε χώρες όπως η Ισπανία, η Πορτογαλία και το Ηνωμένο Βασίλειο να αξιοποιήσουν τις χρηματαγορές για να επεκτείνουν τις δανειοδοτήσεις σε ακίνητα. Επιπλέον, από την πλευρά της προσφοράς, οι «υπερβολικές αποταμιεύσεις» σε άλλα μέρη της Ευρώπης και της Ασίας είδαν τις αγορές χρήματος να χάνουν ρευστότητα. Αυτή η διαδικασία, η οποία μπορεί να ονομασθεί παγκοσμιοποίηση των τραπεζών, είναι ένας από τους βασικούς μηχανισμούς με τους οποίους οι αγορές ακινήτων που έχουν τοπικό χαρακτήρα μπορούν να κατακλυσθούν από τις διεθνείς ροές χρημάτων. Μέχρι το 2007, οι τράπεζες σε περιοχές με υψηλές αποταμιεύσεις επένδυσαν σε τράπεζες σε περιοχές

χαμηλής αποταμίευσης, επιτρέποντάς τους να επεκτείνουν έντονα το δανεισμό (διάγραμμα 3.2).

Διάγραμμα 3.2: Καθαρή πιστωτική θέση τραπεζών Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας με τράπεζες στον υπόλοιπο κόσμο



Πηγή: BIS, Barkham, 2012.

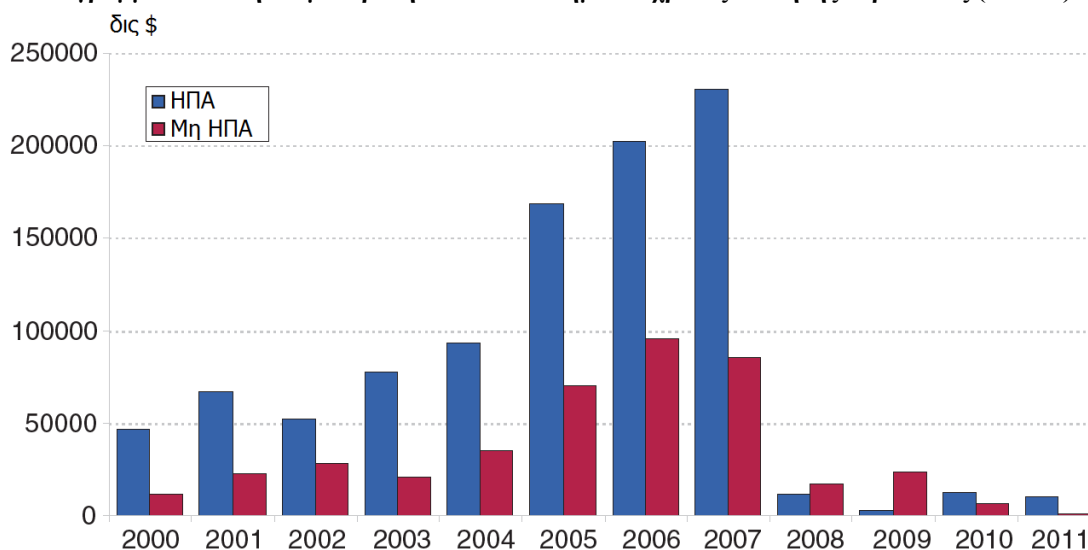
Παράλληλα με την παγκοσμιοποίηση των τραπεζών υπήρξε και η ανάπτυξη της τιτλοποίησης / χρεογραφοποίησης δανείων (loan securitisation). Η τιτλοποίηση είναι η διαδικασία με την οποία ομάδες δανείων, για παράδειγμα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (real estate mortgages), μαζί με τα δικαιώματα για τη λήψη των ταμειακών ροών από αυτά τα δάνεια, πωλούνται στους επενδυτές. Η τράπεζα που πωλεί αυτή τη συλλογή δανείων λαμβάνει ταμειακά περιουσιακά στοιχεία (cash asset), τα οποία εν ευθέτω χρόνω μπορεί να τα ανακυκλώσει σε πρόσθετο δανεισμό κι επιπλέον διαγράφει τα δάνεια (περιουσιακά στοιχεία) από τον ισολογισμό της. Αυτό αποτελεί χαρακτηριστικό της βιομηχανίας υποθηκών των Ηνωμένων Πολιτειών εδώ και πολλά χρόνια. Οι μη τραπεζικοί επενδυτές αποκτούν πρόσβαση σε σταθερές επενδύσεις με καλή χρηματική απόδοση και οι τράπεζες παίρνουν μετρητά για να τους βοηθήσουν να αναλάβουν το πρωταρχικό τους καθήκον που είναι να παρέχουν δάνεια σε εκείνους που τα χρειάζονται. Ωστόσο, υπάρχουν δυο πιθανά προβλήματα στην τιτλοποίηση:

1. Πρώτον, υπό τις συνθήκες χαλαρής εποπτείας και ακραίας νομισματικής διέγερσης (stimulation) που χαρακτήριζε τις αρχές και τα μέσα της δεκαετίας του 2000, δημιούργησε ένα κίνητρο για τις τράπεζες να αντλούν

δάνεια για τη δημιουργία επενδυτικών προϊόντων αντί να υποστηρίζουν εμπορικά εύλογες επιχειρηματικές συναλλαγές.

2. Δεύτερον, διευκόλυνε την «αόρατη» συσσώρευση της μόχλευσης (leverage) στην αγορά ακινήτων, επειδή τα δάνεια ήταν «εκτός ισολογισμού». Η τιτλοποίηση των δανείων αποτελούσε σημαντικό μέρος του σκιώδους τραπεζικού τομέα τα πέντε έτη πριν από τη μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση. Το διάγραμμα 3.3 δείχνει την ανάπτυξη της τιτλοποιημένης αγοράς ακινήτων.

Διάγραμμα 3.3: Ετήσια μεταβολή του τιτλοποιημένου χρέους ακίνητης περιουσίας (CMBS)

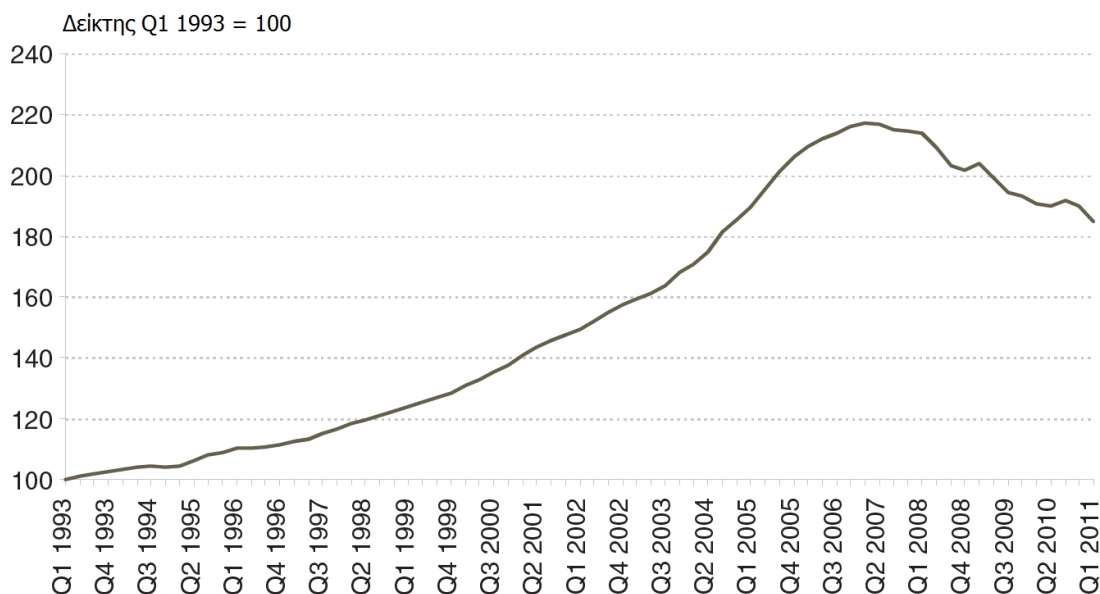


Πηγή: CRE Financial Council, Barkham, 2012.

Οι χειρότερες υπερβολές στην τιτλοποίηση των ακίνητων περιουσιακών στοιχείων πραγματοποιήθηκαν στην αμερικανική αγορά ακινήτων κατά τη διάρκεια έξι ετών έως το 2007. Η χορήγηση ενυπόθηκων δανείων στο ευρύ κοινό έγινε επιθετική μέχρι το σημείο να είναι δόλια. Για να δημιουργήσουν δάνεια τα οποία θα μπορούσαν να τιτλοποιηθούν και να πωληθούν στους επενδυτές το συντομότερο δυνατόν, οι συντάκτες (originators) σχεδίασαν προϊόντα ενυπόθηκων δανείων που εξάλειψαν την ανάγκη για τους δανειστές και τους δανειολήπτες να εξετάσουν ή να διαμορφώσουν την ικανότητα των δανειοληπτών να εξοφλήσουν τα χρέη τους. Δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι οι τιμές των κατοικιών στις Ηνωμένες Πολιτείες αυξήθηκαν έντονα από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 (λόγω ισχυρής αύξησης της απασχόλησης). Ταυτόχρονα, οι αγορές κεφαλαίων, οι οποίες ενδιαφέρονταν να εξασφαλίσουν «αποδοτικές επενδύσεις», έλαβαν μια ενισχυμένη ροή τίτλων εξασφαλισμένων με ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (mortgage-backed securities). Το

παρακάτω διάγραμμα 3.4 δείχνει την άνοδο και την πτώση των τιμών κατοικίας στις Ηνωμένες Πολιτείες (Barkham, 2012):

Διάγραμμα 3.4: Μακροχρόνια εξέλιξη των τιμών κατοικίας στις Η.Π.Α.



Πηγή: *Global Property Guide*, Barkham, 2012.

Οι οικονομικοί παράγοντες που διαμορφώνουν τις τιμές κατοικίας είναι:

1. Το κόστος των υποθηκών (επιτόκια).
2. Το ποσοστό δημιουργίας θέσεων απασχόλησης (εισοδήματα των καταναλωτών).
3. Οι προσδοκίες για μελλοντικές αυξήσεις των τιμών (επενδυτικό κίνητρο).
4. Το ποσοστό νέων κατασκευών (προσφορά).

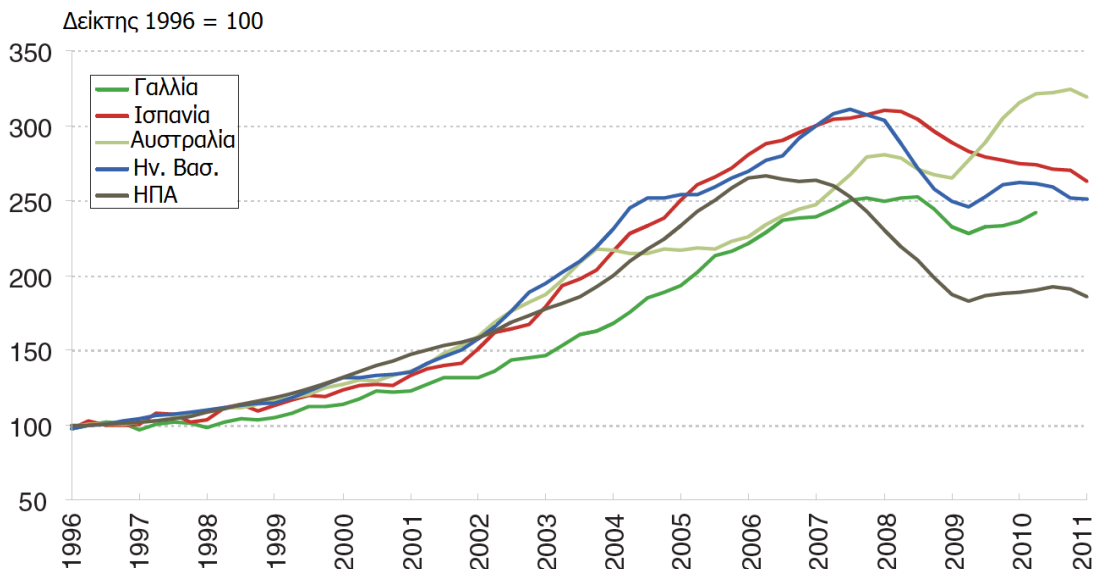
Στα τέλη του 2006, η άνοδος των επιτοκίων, η μείωση των θέσεων εργασίας και η αύξηση των νέων κατασκευών έπληξαν την αμερικανική αγορά κατοικίας και μείωσαν τις τιμές για πρώτη φορά κατά τη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου.

Ο αντίκτυπος της πτώσης στις τιμές κατοικίας των Ηνωμένων Πολιτειών στις παγκόσμιες αγορές κεφαλαίων χρειάστηκε κάποιο χρονικό διάστημα για να αναδυθεί, αλλά ήταν βαθύς όταν εμφανίστηκε. Όπως αποδείχθηκε, πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, συμπεριλαμβανομένων μερικών από τις παγκοσμίως γνωστές τράπεζες, είχαν επενδύσει σε τίτλους εξασφαλισμένους με ενυποθηκα δάνεια (mortgage-backed securities) εν γένει και πιο συγκεκριμένα σε τίτλους εξασφαλισμένους με ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (residential mortgage-backed securities) στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η κλίμακα αυτής της επένδυσης και το γεγονός ότι οι ίδιες οι τράπεζες είχαν ιστορικά υψηλά επίπεδα μόχλευσης σήμαινε ότι το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα

απειλείται σοβαρά. Επιπλέον, ορισμένες βασικές ασφαλιστικές εταιρείες ήταν σε κίνδυνο, επειδή είχαν ασφαλισμένα προϊόντα που εξασφαλίστηκαν με ενυπόθηκα δάνεια. Το κεφάλαιο είχε χυθεί στον αμερικανικό τομέα στέγασης και τον οδηγούσε στο σημείο της έκρηξης. Η παγκοσμιοποίηση εξασφάλισε την ταχεία και ευρεία μετάδοση της κρίσης.

Η μακρά και σχετικά σταθερή εξέλιξη της αύξησης του ΑΕΠ (και της δημιουργίας θέσεων απασχόλησης) που πραγματοποιήθηκε σε μεγάλο μέρος των χωρών του ΟΟΣΑ την περίοδο μετά το 1992 δημιούργησε σημαντικές εξελίξεις στις αγορές κατοικίας του ανεπτυγμένου κόσμου. Η μείωση του πληθωρισμού και η συνεπακόλουθη πτώση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων κατά την περίοδο, κατέστησαν τις υποθήκες πιο προσιτές σε πολλές χώρες. Σε ορισμένες χώρες, όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες, η αύξηση του ποσοστού της ιδιοκατοίκησης ήταν ένας βασικός κυβερνητικός στόχος, ο οποίος εκδηλώθηκε με τη δυνατότητα φορολογικής απαλλαγής των τόκων από ενυπόθηκα δάνεια. Για όλους αυτούς τους λόγους, οι αγορές κατοικιών στο μεγαλύτερο μέρος των χωρών του ΟΟΣΑ αυξήθηκαν τη δεκαετία του 1990 (διάγραμμα 3.5). Στην πραγματικότητα, μέχρι το τέλος αυτής της δεκαετίας τα ποσοστά τιμή κατοικίας προς εισόδημα (house-price-to-income) είχαν φθάσει σε τιμές ρεκόρ (Barkham, 2012).

Διάγραμμα 3.5: Μακροχρόνια εξέλιξη των τιμών κατοικίας σε χώρες του ΟΟΣΑ



Πηγή: BIS, ABS, National sources, Global Property Guide, Barkham, 2012.

Η σχετικά ήπια ύφεση που ακολούθησε την τεχνολογική συντριβή του 2001 είχε δύο επιπτώσεις στις παγκόσμιες αγορές κατοικίας. Αρχικά, λόγω της αύξησης της ανεργίας και της μείωσης της εμπιστοσύνης, υπήρξε μια περίοδος στασιμότητας.

Ωστόσο, μέχρι το 2003, οι περικοπές των επιτοκίων άρχισαν να αναζωπυρώνουν την αγορά και, λίγο αργότερα, η ανάπτυξη συνεχίστηκε. Η Βρετανία, η Ισπανία, η Ιρλανδία και η Αυστραλία παρουσίασαν μια ιδιαίτερα ισχυρή περίοδο ανατίμησης των τιμών κατοικίας, γεγονός που οδήγησε σε πτώση των προτύπων αναδοχής και γενικευμένη μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου. Το 2008, καθώς τα επιτόκια έφθασαν στην κορυφή, αυτές κι άλλες στεγαστικές αγορές των χωρών του ΟΟΣΑ υποχώρησαν.

Το Σεπτέμβριο του 2008, η Lehman Brothers, μια σημαντική αμερικανική επενδυτική τράπεζα, κήρυξε πτώχευση για προστασία. Το γεγονός αυτό δεν ξεκίνησε ούτε τη μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση ούτε σηματοδότησε την πτώση της αγοράς. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της κατάρρευσης της Lehman Brothers, εξαιτίας της μεγάλης ταχύτητας και της υπερβολικής έκθεσης στην αγορά κατοικίας των Ηνωμένων Πολιτειών, η μεγάλη κρίση του τραπεζικού τομέα και της αγοράς ακινήτων άρχισε να γίνεται εμφανής στον κόσμο.

Στον τομέα της μεταποίησης, οι εταιρείες φοβούμενες την κατάρρευση της ζήτησης, μείωσαν άμεσα τα αποθέματα και τις επενδύσεις παγίου κεφαλαίου και αυτό οδήγησε σε απότομη πτώση της παγκόσμιας παραγωγής. Οι εταιρείες και οι καταναλωτές, φοβούμενοι μια γενικευμένη κατάρρευση στον τραπεζικό τομέα, απέσυραν τις αποταμιεύσεις τους, πλήττοντας περαιτέρω το τραπεζικό σύστημα. Η οικονομική εμπιστοσύνη κατέρρευσε, όπως και οι αξίες των μετοχών και των ακίνητων περιουσιακών στοιχείων. Μέχρι το τέλος του 2008 ο ανεπτυγμένος κόσμος έμοιαζε να είναι στα πρόθυρα της Μεγάλης Ύφεσης της δεκαετίας του 1930.

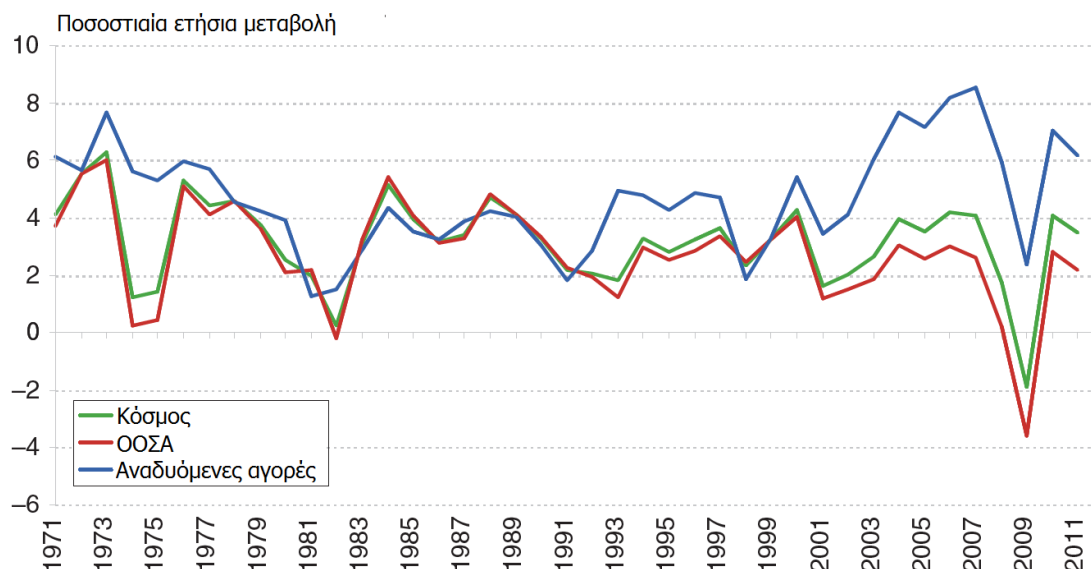
Αξιοσημείωτη ήταν η κλίμακα και η ταχύτητα της επανάκαμψης. Μέχρι το τέλος του Μαρτίου 2009, έγινε σαφές ότι μια καταστροφή είχε αποφευχθεί και ότι κάποιο είδος ανάκαμψης ήταν σε εξέλιξη. Η κατάσταση σταθεροποιήθηκε από τα πακέτα διάσωσης των τραπεζών που τέθηκαν σε εφαρμογή το 2008. Η αμερικανική κυβέρνηση αρχικά φλέρταρε με την ιδέα ότι οι επιχειρήσεις - ακόμη και οι τράπεζες - θα πρέπει να αναλάβουν τις οικονομικές συνέπειες των δικών τους πράξεων, αλλά τελικά μια πλήρους κλίμακας διάσωση (bail-out) προσφέρθηκε στον τομέα, όπως συνέβη στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ευρωζώνης. Για να αναζωογονήσουν την ανάπτυξη, οι κυβερνήσεις των χωρών του ΟΟΣΑ συγκέντρωσαν συλλογικά το μεγαλύτερο δημοσιονομικό κίνητρο (fiscal stimulus) στην ιστορία (Barkham, 2012).

Προκειμένου να αναζωπυρωθούν οι αγορές περιουσιακών στοιχείων και να αποφευχθεί ο αποπληθωρισμός, οι κεντρικές τράπεζες μείωσαν τα επιτόκια στο μηδέν και ξεκίνησαν την πολιτική, η οποία αναπτύχθηκε από την Ιαπωνία στη μακρά μάχη της με τον αποπληθωρισμό, της ποσοτικής χαλάρωσης. Η πολιτική λειτουργούσε: το πρώτο τρίμηνο του 2009, οι αγορές περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένης της ακίνητης περιουσίας, πραγματοποίησαν μια εκπληκτική ανάκαμψη. Λίγο αργότερα, η οικονομική ανάπτυξη επανεμφανίσθηκε και στα τέλη του 2010 η πληθωριστική τάση έφθασε στο στόχο της στις χώρες του ΟΟΣΑ.

Οι αγορές ακινήτων καθοδηγούνται πάντα από την οικονομική ανάπτυξη. Εάν η περίοδος 2000 έως 2010 ήταν αξιοσημείωτη, αυτό συνέβη και λόγω της υποκείμενης παγκόσμιας οικονομικής κατάστασης. Η μεγάλη συντονισμένη έκρηξη των τιμών των ακινήτων, η οποία κορυφώθηκε το 2007, αντανάκλασε μια παγκόσμια οικονομία, η οποία αναπτυσσόταν πιο έντονα από ποτέ, αλλά ήταν όλο και περισσότερο επιρρεπής στην αστάθεια των τιμών των περιουσιακών στοιχείων.

Η μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία οφειλόταν στον υπερβολικό δανεισμό για την απόκτηση ακίνητης περιουσίας, προέκυψε εξαιτίας της ανόδου και της καθόδου του dot-com καθώς και της ασιατικής νομισματικής κρίσης που προηγήθηκε το 1998. Ένα από τα κυρίαρχα θέματα της δεκαετίας του 2000 ήταν η ισχυρή και διαρκώς αυξανόμενη αυτόνομη ανάπτυξη της Βραζιλίας, της Ρωσίας, της Ινδίας και της Κίνας (BRIC). Όταν η ζήτηση στις χώρες του ΟΟΣΑ μειώθηκε ύστερα από το τη μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση, οι BRICs προσάρμοσαν γρήγορα τις ρυθμίσεις της οικονομικής πολιτικής τους και συνέχισαν να αναπτύσσονται. Χωρίς τη συμβολή των BRICs στην παγκόσμια ζήτηση, η ύφεση του 2008 θα ήταν πολύ χειρότερη από ό, τι αποδείχθηκε ότι ήταν. Το διάγραμμα 3.6 δείχνει την αυξανόμενη συμβολή των BRICs στην παγκόσμια ζήτηση.

Διάγραμμα 3.6: Αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ



Πηγή: IHS Global Insight, Barkham, 2012.

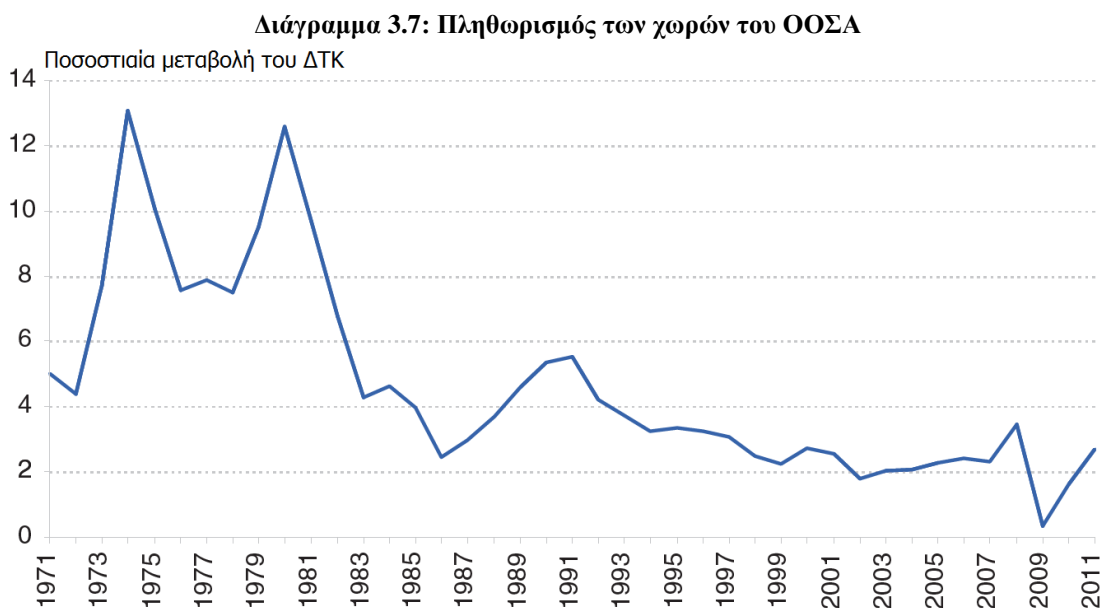
Εξετάζοντας την Κίνα μπορεί να γίνει κατανοητή η αστάθεια των αγορών περιουσιακών στοιχείων των χωρών του ΟΟΣΑ. Οι μεταρρυθμίσεις της ελεύθερης αγοράς της Κίνας χρονολογούνται από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, αλλά το 2001 εισήχθη στον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου δίνοντάς της μεγαλύτερη πρόσβαση στις παγκόσμιες αγορές. Η φθηνή και άφθονη εργασία έχει προσελκύσει επενδύσεις από πολυεθνικές εταιρείες παραγωγής από χώρες του ΟΟΣΑ, ιδιαίτερα την Αμερική και την Ιαπωνία. Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της Κίνας στις παγκόσμιες αγορές ενισχύεται από ένα βαθμό χειραγώγησης των συναλλαγματικών ισοτιμιών εκ μέρους της κινεζικής κυβέρνησης.

Προκειμένου να διατηρηθεί η αξία του νομίσματος προς τα κάτω, η Κίνα παρέχει απεριόριστη ποσότητα RMB (Renminbi, το νόμισμα της Λαϊκής Δημοκρατίας της Κίνας) στις παγκόσμιες αγορές και ως εκ τούτου συσσωρεύει συναλλαγματικά αποθέματα. Τα δολάρια που συσσωρεύει η Κίνα σε τεράστιες ποσότητες χρησιμοποιούνται για την αγορά μετοχών του αμερικανικού Δημοσίου. Σε κάποιο βαθμό, αυτές οι διεθνείς ροές κεφαλαίων δεν είναι προβληματικές. Ωστόσο, η κλίμακα των κινεζικών επενδύσεων σε αμερικανικά ομόλογα τα προηγούμενα χρόνια ήταν αρκετή για να μειώσει σημαντικά το κόστος κεφαλαίου για τους Αμερικανούς καταναλωτές και τις αμερικανικές επιχειρήσεις. Η άνοδος της Κίνας συνδέεται άμεσα με τη συσσώρευση χρέους στην αμερικανική οικονομία και την εμφάνιση ενός μεγάλου, επίμονου εμπορικού ελλείμματος. Η Κίνα, αντίθετα, διαθέτει μεγάλο πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών.

Η άνοδος της Κίνας είχε αποσταθεροποιητική επίδραση στις οικονομίες της Δύσης, οι οποίες είναι ακόμη πιο περίπλοκες. Τα έτη μεταξύ του 1992 και του 2007 ήταν αυτά της απaráμιλλης οικονομικής επιτυχίας. Η επιτυχία αυτή υποτίθεται ότι οφείλεται στο συνδυασμό μακροοικονομικής πολιτικής που προέκυψε από τις μεταρρυθμίσεις της Thatcher / Reagan της δεκαετίας του 1980. Τα κυριότερα στοιχεία ήταν:

1. Ο επιτυχής έλεγχος του πληθωρισμού με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια.
2. Η κρατική διάταξη που περιορίζεται γενικά στα δημόσια αγαθά.
3. Οι ευέλικτες αγορές εργασίας εξαιτίας της μειωμένης δύναμης των συνδικάτων.
4. Μια ρεαλιστική προσέγγιση των δημοσίων εσόδων μέσα στους περιορισμούς του μέγιστου λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ.

Η περίοδος έγινε γνωστή ως «μεγάλη συγκράτηση», λόγω της μείωσης του πληθωρισμού στις χώρες του ΟΟΣΑ, σε συνδυασμό με τη σταθερή αύξηση του ΑΕΠ και τη δημιουργία απασχόλησης.



Πηγή: IHS Global Insight, Barkham, 2012.

Το διάγραμμα 3.7 δείχνει τον πληθωρισμό των χωρών του ΟΟΣΑ. Η πτώση του πληθωρισμού τη συγκεκριμένη περίοδο όχι μόνο οδήγησε σε μια μακρά περίοδο μείωσης των επιτοκίων, που οδήγησε σε μια μακρά έκρηξη των κρατικών ομολόγων, αλλά έδωσε στους διαμορφωτές της πολιτικής την αίσθηση ότι είχαν τον πλήρη έλεγχο των οικονομικών γεγονότων. Η ακίνητη περιουσία, όντας ως επί το πλείστον μια ομολογιακού τύπου επένδυση, βίωσε επίσης μια μακρά περίοδο σταθερά υψηλών

αποδόσεων. Το πρόβλημα ήταν ότι η μείωση του πληθωρισμού δεν οφειλόταν μόνο στην επιτυχία της μακροοικονομικής πολιτικής αλλά και στη ροή φθηνών μεταποιημένων προϊόντων από την Κίνα.

3.3. Φούσκες

Μια οικονομική φούσκα (μερικές φορές αναφέρεται ως κερδοσκοπική φούσκα, ως φούσκα στην αγορά, ως φούσκα τιμών ή ως χρηματοοικονομική φούσκα) είναι «οι συναλλαγές σε μεγάλους όγκους σε τιμές που είναι σε μεγάλο βαθμό αντίθετες με τις εγγενείς αξίες» (Lahart, 2008). Μια φούσκα θα μπορούσε επίσης να περιγραφεί ως συναλλαγή περιουσιακών στοιχείων με αυξημένες αξίες. Οι οικονομολόγοι έχουν αποδώσει την αβεβαιότητα (Smith, Suchanek, & Williams, 1988), τις εικασίες (Lei, Noussair, & Plott, 2001) ή την περιορισμένη ορθολογικότητα (Levine & Zajac, 2009) ως αιτίες για τις φούσκες. Ωστόσο, πρόσφατα στοιχεία υποδηλώνουν ότι οι φούσκες συμβαίνουν ακόμη και ελλείψει αυτών. Δεδομένου ότι συχνά είναι δύσκολο να παρατηρηθούν εγγενείς αξίες στις αγορές της πραγματικής ζωής, οι φούσκες συχνά αναγνωρίζονται μόνο εκ των υστέρων, όταν εμφανίζεται ξαφνική πτώση των τιμών. Οι τιμές σε μια οικονομική φούσκα μπορεί να κυμανθούν ασταμάτητα και να γίνουν αδύνατο να προβλεφθούν μόνο από την προσφορά και τη ζήτηση (Tiwari & White, 2014).

Οι «φούσκες» προκύπτουν λόγω της σημαντικής απόκλισης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων από την εγγενή αξία τους. Μια σειρά από εξηγήσεις έχουν προσφερθεί σχετικά με το λόγο για τον οποίο δημιουργούνται. Οι οικονομολόγοι έχουν υποστηρίξει ότι οι λόγοι για το σχηματισμό μιας «φούσκας» είναι: η αβεβαιότητα (uncertainty), η κερδοσκοπία (speculation), η περιορισμένη ορθολογικότητα (bounded rationality) ή οι προσδοκίες (expectations). Οι προσδοκίες ή η πεποίθηση ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων θα συνεχίσουν να αυξάνονται σαν να έχει συμβεί κάτι νέο στην οικονομία, οδηγούν σε εκτεταμένες επενδύσεις σε ιδιαίτερα φουσκωμένα περιουσιακά στοιχεία.

Ο Kindleberger (1987) ορίζει μια φούσκα ως μια απότομη και συνεχή άνοδο των περιουσιακών στοιχείων, με την αρχική άνοδο να δημιουργεί προσδοκίες για περαιτέρω άνοδο και να προσελκύει νέους αγοραστές - συνήθως κερδοσκόποι που ενδιαφέρονται για κέρδη από τη διαπραγμάτευση περιουσιακού στοιχείου αντί της χρήσης του ή της ικανότητας κερδοφορίας. Οι Hendershott et al. (2003) θεωρούν ότι η άνοδος ακολουθείται συνήθως από μια ανατροπή των προσδοκιών κι από μια απότομη πτώση των τιμών που συχνά οδηγεί σε χρηματοπιστωτική κρίση. Ενώ αυτό

μπορεί να είναι ταυτολογικά σωστό, υποδηλώνει ότι οι φούσκες μπορούν να αναγνωρισθούν μόνο αφού έχουν συμβεί. Επιπρόσθετα, ορίζουν μια φούσκα ως μια απότομη, προσωρινή αύξηση των τιμών που δεν μπορεί να εξηγηθεί σωστά από αλλαγές στους οδηγούς θεμελιωδών αξιών.

Οι Smith & Smith (2006) ορίζουν μια φούσκα ως μια κατάσταση στην οποία οι τιμές αγοράς ορισμένων περιουσιακών στοιχείων (όπως οι μετοχές ή τα ακίνητα) αυξάνονται πολύ πάνω από την παρούσα αξία της αναμενόμενης ταμειακής ροής από το περιουσιακό στοιχείο. Η ραγδαία αύξηση των τιμών συνεπάγεται κερδοσκοπική δραστηριότητα σχετικά με τις προσδοκίες των μελλοντικών αυξήσεων των τιμών παρά εστίαση στις ταμειακές ροές του περιουσιακού στοιχείου ή σε θεμελιώδεις παράγοντες που οδηγούν τη αγορά. Αυτό που πραγματικά ορίζει μια φούσκα είναι ότι οι τιμές της αγοράς δεν δικαιολογούνται από την προβλεπόμενη ταμειακή ροή του περιουσιακού στοιχείου.

Στην πράξη, μπορεί να αποδειχθεί δύσκολο να εντοπισθούν φούσκες. Στην κορυφή της αγοράς, τα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία είναι υπερτιμημένα. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές γενικά δεν αναγνωρίζουν τη μέση τάση αναστροφής των αγορών μιας και οι τιμές που παρατηρούνται στην κορυφή αποκλίνουν από τις μακροχρόνιες τιμές ισορροπίας τους. Οι επενδυτές κάνουν το λάθος να ερμηνεύουν τις παρατηρούμενες «βραχυχρόνιες» τιμές ως τιμές ισορροπίας ή / και ότι η μακροχρόνια τάση έχει αλλάξει. Ο επενδυτής δεν είναι σε θέση να αξιολογήσει τη θεμελιώδη ισορροπημένη αξία του περιουσιακού στοιχείου. Αυτό επιδεινώνεται σε αγορές όπου υπάρχουν περιορισμένες και ασύμμετρες πληροφορίες. Σε αυτή την περίπτωση, είναι ευκολότερο να γίνουν λάθη σε ό, τι αφορά τις τιμές και τις προσδοκίες σχετικά με τις μελλοντικές μεταβολές των τιμών (Wheaton et al., 2001).

Οι Himmelberg et al. (2005) εξετάζουν τη δυνατότητα εμφάνισης φούσκας στις αγορές κατοικίας. Υιοθετούν μια προσέγγιση «κόστους χρηστών» (user cost) για να υπολογίσουν την οικονομική απόδοση που συνδέεται με ένα ιδιοχρησιμοποιούμενο ακίνητο (owner-occupied property), σε σχέση με την αξία διαμονής σε αυτό το ακίνητο για ένα έτος (τεκμαρτό ενοίκιο ή τι θα κόστιζε η μίσθωση ενός ισοδύναμου ακινήτου) με το χαμένο εισόδημα που θα λάμβανε κάποιος εάν ο ιδιοκτήτης είχε επενδύσει το κεφάλαιο σε εναλλακτική επένδυση (κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου).

Αυτή η προσέγγιση χρησιμοποιείται στη συνέχεια για να αποδείξει εάν η ιδιοκτησία είναι υπερ- ή υποτιμημένη.

Αυτή η προσέγγιση μπορεί να εφαρμοσθεί στα επαγγελματικά ακίνητα (commercial properties). Ουσιαστικά, το κόστος χρήστη είναι συνάρτηση του ποσοστού άνευ κινδύνου, της αναμενόμενης μεταβολής της αξίας του κεφαλαίου (και της αύξησης του εισοδήματος για την εμπορική ιδιοκτησία) συν ένα ασφάλιστρο κινδύνου. Ο φόρος ιδιοκτησίας και τα στοιχεία της φορολογικής έκπτωσης για τη συντήρηση θα είναι επίσης σχετικά.

Σε μακροχρόνια ισορροπία, ο λόγος κεφαλαιακής αξίας προς έσοδα πρέπει να ισούται με το αντίστροφο του κόστους του χρήστη. Έτσι, το κόστος χρήστη πρέπει να είναι ίσο με την αρχική απόδοση.

Η ανίχνευση φούσκας είναι ζωτικής σημασίας για να ανακαλυφθεί εάν οι αυξανόμενες αξίες υποδηλώνουν ότι τα βασικά στοιχεία έχουν αλλάξει και, συνεπώς, έχουν αναπτυχθεί στη βιβλιογραφία μοντέλα παραγόντων που καθοδηγούν θεμελιώδεις αξίες. Η έρευνα στον τομέα των ακινήτων τείνει να επικεντρώνεται στις αγορές κατοικιών.

Οι πρώτες μελέτες σχετικά με τις φούσκες στις αγορές ακινήτων δεν συνάδουν με αυτές που χρησιμοποιούνται στην οικονομική ανάλυση ή τα χρηματοοικονομικά. Επιπλέον, επειδή είναι απαραίτητη η ταυτοποίηση των θεμελιωδών αξιών για να αποδειχθεί εάν έχει σημειωθεί απόκλιση από αυτές τις αξίες, η επόμενη ερώτηση είναι εάν τα μοντέλα βασικών στοιχείων προσδιορίζουν με ακρίβεια τέτοιες αξίες.

Οι επενδυτές αντιμετωπίζουν προβλήματα σχετικά με το εάν οι προσδοκίες υψηλών τιμών επηρεάζουν τις τιμές, αλλά ο αντίκτυπος αυτών των προσδοκιών στις τιμές δεν έχει αξιολογηθεί σωστά. Οι επενδυτές μπορεί να βγάζουν το συμπέρασμα ότι οι θεμελιώδεις και οι παρατηρούμενες τιμές είναι οι ίδιες. Όπως σημειώνεται από τη βιβλιογραφία, ο έλεγχος για ύπαρξη φούσκας στην αγορά ακινήτων δεν έχει ακολουθήσει τις περισσότερες τυποποιημένες τεχνικές άλλων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων κι επομένως παραμένει το πρόβλημα της αναγνώρισης της αξίας. Ωστόσο, εξαιτίας της μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας που παρουσιάζουν τα δεδομένα, θα πρέπει θεωρητικά να γίνει ευκολότερο να εκτιμηθούν οι φούσκες. Αυτό όμως θα δείξει μόνο τι συνέβη ιστορικά από προηγούμενα δεδομένα.

Το βασικό ερώτημα είναι εάν οι παράγοντες που δημιουργούν φούσκες μπορούν να εντοπισθούν από το παρελθόν, έτσι ώστε οι επενδυτές να μπορούν να

χρησιμοποιήσουν αυτούς τους παράγοντες και τις αλλαγές τους για να προβλέπουν τις φούσκες. Ωστόσο, ακόμη και αυτό μπορεί να αποδειχθεί ανεπαρκές για να αποφευχθεί η εμφάνιση φούσκας. Οι επενδυτές που έχουν περισσότερες γνώσεις της αγοράς από άλλους παίκτες (λόγω της ασυμμετρίας της πληροφόρησης) ενδέχεται να πρωταγωνιστήσουν στην αγορά για να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις από την ίδια την περίοδο φούσκας. Ακόμη κι εάν οι επενδύσεις τους χρηματοδοτούνται μέσω δανείων, τότε η είσοδος και η έξοδος από το χρονοδιάγραμμα μπορούν να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις. Ένα χρέος είναι μόνο ένα κακό χρέος εάν δεν μπορεί να επιστραφεί, και αυτό θα συνέβαινε μόνο εάν ο επενδυτής είχε πάρει το λάθος χρονοδιάγραμμα (Tiwari & White, 2014).

3.3.1. Προσδοκίες και Φούσκες

Οι περισσότεροι οικονομολόγοι έχουν την άποψη ότι οι μελλοντικές τιμές των περιουσιακών στοιχείων δεν μπορούν να προβλεφθούν με βάση τις προηγούμενες πληροφορίες για τις τιμές και συνεπώς οι ιστορικές τιμές δεν έχουν αξία στην πρόβλεψη μελλοντικών τιμών. Αυτό οδηγεί στη σχετική έννοια “random walk”, όπου οι μεταβολές των τιμών των περιουσιακών στοιχείων ακολουθούν έναν «τυχαίο περίπατο». Εάν ο σχηματισμός των τιμών των περιουσιακών στοιχείων έχει αυτή την πορεία “random walk”, δεν είναι δυνατόν να παρουσιάσει υψηλά κέρδη κι έτσι δεν υπάρχει κίνητρο για κερδοσκοπία (Tiwari & White, 2014).

Οι επενδυτές διαμορφώνουν τις προσδοκίες τους λαμβάνοντας υπόψη τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και τις αποδόσεις. Σύμφωνα με τους (Malpezzi & Wachter, 2005), υπάρχουν τέσσερα μοντέλα για τον τρόπο με τον οποίο διαμορφώνονται οι προσδοκίες:

1. Μυωπικές προσδοκίες (myopic expectations): υποθέτουν ότι οι επενδυτές «πετούν τυφλά» προχωρώντας μπροστά.
2. Τέλεια προοπτική (perfect foresight): υποθέτει ότι οι άνθρωποι γνωρίζουν το μέλλον.
3. Ορθολογικές προσδοκίες (rational expectation): δηλώνουν ότι οι άνθρωποι χρησιμοποιούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες για να κάνουν τις βέλτιστες προβλέψεις για το μέλλον.
4. Προσαρμοσμένες προσδοκίες (adaptive expectation): οι άνθρωποι κοιτούν προς τα πίσω, πράγμα που σημαίνει ότι υποθέτουμε ότι το μέλλον θα είναι σαν το (πρόσφατο) παρελθόν.

Η προσέγγιση των ορθολογικών προσδοκιών θεωρεί ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων θα ακολουθήσουν τυχαία βήματα (“random walk”), καθώς όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες ήδη υπολογίζονται ως προς την τιμή και η μεταβολή της τιμής με την πάροδο του χρόνου είναι απρόβλεπτη. Οι προσαρμοσμένες προσδοκίες υποδηλώνουν ότι το αναμενόμενο επίπεδο τιμών βασίζεται σε προηγούμενες τιμές των πραγματικών επιπέδων τιμών (Malpezzi & Wachter, 2005).

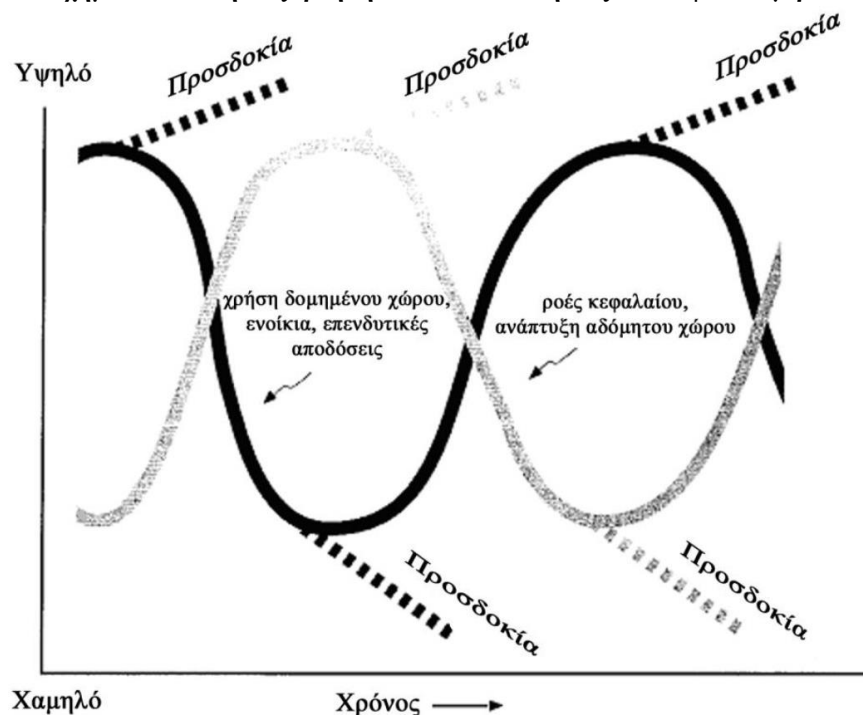
Η βιβλιογραφία αποδεικνύει ότι οι μεταβλητές των ταμειακών ροών της αγοράς ακινήτων (ενοικιάσεις, κενοί χώροι, αποδόσεις) είναι κυκλικές και η απόδοση των ακινήτων (ποσοστά απόδοσης) είναι επίσης κυκλική. Το πρόβλημα προκύπτει όταν οι περισσότεροι επενδυτές, εκτιμητές και κατασκευαστές (developers) θεωρούν εσφαλμένα τέτοια φαινόμενα ως «τάσεις» και όχι ως κύκλους, λαμβάνοντας αποφάσεις βάσει αυτών των προηγούμενων τάσεων.

Οι Herring & Wachter (2002) υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές παρουσιάζουν μια ιδιαίτερη μορφή προσαρμοστικών προσδοκιών και μυωπικής συμπεριφοράς ως προς την τιμή, λόγω της μικρής συχνότητας και της μη παρατήρησης των αρνητικών γεγονότων. Η δυνατότητα εκτίμησης ενός συμβάντος μικρής συχνότητας - όπως μια κατάρρευση των τιμών των ακινήτων - εξαρτάται από τη συχνότητα με την οποία συμβαίνει το σοκ. Οι εκτιμητές εκτιμούν υψηλές τιμές στις περιόδους έντονης οικονομικής ανάπτυξης (και εκτιμούν χαμηλές τιμές σε περιόδους ύφεσης). Οι περισσότεροι επενδυτές κεφαλαιοποιούν την παρούσα οικονομική κατάσταση κατά την πρόβλεψη του μέλλοντος, ενεργώντας σαν να διατηρούνται για πάντα οι τρέχουσες τάσεις (όποιες κι εάν είναι) (Roulac, 1996). Ως αποτέλεσμα, οι περισσότεροι επενδυτές κάνουν το λάθος πράγμα σε λάθος στιγμή κατά τη διάρκεια του κύκλου, αγοράζουν υψηλά (κατά τη διάρκεια της εκρηκτικής ανόδου) και πωλούν χαμηλά (κατά τη διάρκεια της καθόδου), ακολουθώντας το «ένστικτο των αγελών» και κάνοντας αυτό που κάνει το πλήθος (Roulac, 1996).

Παρά τις συνθήκες ύφεσης, οι κατασκευαστές προσπαθούν να στηρίξουν τις αποφάσεις τους με βάση τις τρέχουσες αξίες ή τις αναμενόμενες αξίες που προέρχονται από την προέκταση των προηγούμενων τάσεων στις τιμές. Οι συνέπειες της συμπεριφοράς των επενδυτών και των κατασκευαστών ακινήτων μοιάζουν με ένα «Σχήμα Πόντσι» (Pontzi Scheme), στο οποίο οι νέοι επενδυτές / κατασκευαστές προσελκύονται από τα πραγματοποιηθέντα κέρδη των αρχικών επενδυτών. Η ιστορία είναι γεμάτη από παραδείγματα όπου οι υποθέσεις των επενδυτών και η ακίνητη

περιουσία έχουν αποκλίνει κατά τη διάρκεια του κύκλου. Ένα παράδειγμα για την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών κατά τη δεκαετία του '80 και του '90 συζητείται στο άρθρο του Roulac (1996). Στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζεται η αλληλοεξάρτηση των κύκλων που αφορούν την ιδιοκτησία και την αγορά κεφαλαίων. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζεται ο χρονικός συσχετισμός των δύο αγορών μέσω των κυματισμών της χρήσης του δομημένου χώρου (occupancy), των ενοικίων και των επενδυτικών αποδόσεων οι οποίοι αλληλεπιδρούν με τις διακυμάνσεις που αφορούν τις κεφαλαιακές ροές και την ανάπτυξη του αδόμητου χώρου.

Σχήμα 3.2: Αλληλοεξάρτηση κύκλων ιδιοκτησίας και κεφαλαιαγορών



Πηγή: The Roulac Group, Roulac 1996.

Η διακεκομμένη γραμμή στα υψηλότερα τμήματα των καμπυλών αντικατοπτρίζει τη θετική επιρροή των προσδοκιών των εμπλεκόμενων φορέων από πλευράς κεφαλαιαγορών κι ιδιοκτησίας. Η διακεκομμένη γραμμή στα αντίστοιχα κατώτατα σημεία των σχετικών καμπυλών απεικονίζει τις αρνητικές προσδοκίες. Η ύπαρξη συγχρονισμού μεταξύ των ανώτερων σημείων της μιας καμπύλης με τα κατώτερα σημεία της άλλης είναι εμφανής.

Το υψηλό επίπεδο ενοικίων, χρήσης δομημένου χώρου και αποδόσεων επενδύσεων συμπίπτει με χαμηλό επίπεδο κεφαλαιακών ροών και ανάπτυξης νέου χώρου. Καθώς κατασκευάζεται περισσότερος νέος χώρος και περισσότερο κεφάλαιο εισρέει στην αγορά ακινήτων, τα ενοίκια, το επίπεδο χρήσης δομημένου χώρου και των επενδυτικών αποδόσεων μειώνονται μέχρι να φθάσουν στο κατώτατο σημείο

τους. Τα χαμηλά επίπεδα αποδόσεων αποθαρρύνουν το μέγεθος των επενδύσεων και της ανάπτυξης. Η υφιστάμενη κατάσταση δύναται να αντιστραφεί με βελτίωση των οικονομικών συνθηκών (Roulac, 1996).

Η εμπειρική βιβλιογραφία βρίσκει αξιόλογες αποδείξεις για τις προσδοκίες που «κοιτούν προς τα πίσω» (“backward looking”) όσον αφορά την τιμολόγηση στην αγορά ακινήτων. Οι αγορές ακινήτων συχνά παραβιάζουν τις υποθέσεις του “random walk” και τις υποθέσεις των ορθολογικών προσδοκιών (Ott, Riddiough, Yi, & Yoshida, 2008). Οι συνθήκες που επικρατούν στις αγορές ακινήτων - οι σπάνιες συναλλαγές, η έλλειψη πληροφοριών σχετικά με τα αρνητικά γεγονότα και η χαμηλή συχνότητα των σοκ – κάνουν μια επικείμενη καταστροφή μη ορατή (disaster myopia). Η υποτίμηση των αρνητικών γεγονότων δημιουργεί από μόνη της φούσκα (Malpezzi & Wachter, 2005).

Οι προσαρμοστικές προσδοκίες που βασίζονται στις προηγούμενες τιμές οδηγούν σε επενδυτικές αποφάσεις. Με την πάροδο του χρόνου, η προσφορά αυξάνεται και οι τιμές δεν παραμένουν πλέον βιώσιμες κάνοντας τη φούσκα να σκάσει. Το φαινόμενο επιδεινώνεται περαιτέρω καθώς οι αισιόδοξοι επενδυτές καταστρέφονται και δεν έχουν πλέον το κεφάλαιο να συνεχίσουν στις αγορές ακινήτων. Οι δανειστές υποφέρουν επίσης από ζημίες καθώς τα χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας τους αξίζουν λιγότερο από τα δάνειά τους. Αποχωρούν από το δανεισμό για ακίνητα. Αυτές οι συνθήκες μεγεθύνουν επιπλέον την καταστροφή (Tiwari & White, 2014).

3.3.2. Σχηματισμός Φούσκας

Πολλές εμπειρικές μελέτες έχουν επικεντρωθεί στην κατανόηση του τρόπου με τον οποίο δημιουργούνται οι φούσκες στην αγορά ακινήτων. Μια από τις υποθέσεις που έχει εξετασθεί είναι η ύπαρξη σειριακής συσχέτισης (serial correlation) στις τιμές, η οποία αναμένεται να οδηγήσει σε φούσκες. Για τις αγορές ακινήτων της Βόρειας Αμερικής, οι Case & Shiller (1989), Hamilton & Schwab (1985), και Malpezzi (1999) βρίσκουν ενδείξεις σειριακής συσχέτισης των τιμών.

Οι αιτίες δημιουργίας μιας φούσκας αποτέλεσαν επίσης το επίκεντρο της έρευνας για πολλές μελέτες. Διάφοροι ερευνητές έχουν αναλύσει τις αιτίες αυτές τόσο από την πλευρά της ζήτησης (Ortalo-Magné & Rady, 2006) όσο και από την πλευρά της προσφοράς (Malpezzi, 1999). Στην πραγματικότητα, οι Malpezzi & Wachter (2005) υποστηρίζουν ότι εάν τα γεγονότα από την πλευρά της ζήτησης οδηγούν σε φούσκες, θα εξαρτηθεί από την επικράτηση των συνθηκών της

προσφοράς, όπως οι υπερβολικοί και ακατάλληλοι κανονισμοί καθώς και οι φυσικοί τοπογραφικοί περιορισμοί. Οι περιορισμοί από την πλευρά της προσφοράς καθιστούν την προσφορά ανελαστική. Η μελέτη διαπιστώνει επίσης ότι οι υπερβολικοί κανονισμοί αυξάνουν τη μεταβλητότητα των τιμών.

Υπάρχουν πολλές περιπτώσεις επεισοδίων ανόδου και καθόδου στις αγορές ακινήτων. Η οικονομετρική ανίχνευση της ύπαρξης φούσκας δεν μπορεί να επιτευχθεί με ικανοποιητικό βαθμό ακρίβειας. Ο έλεγχος για φούσκες σε τέτοια επεισόδια ανόδου και καθόδου προϋποθέτει τον έλεγχο σχετικά με το εάν τα τυποποιημένα μοντέλα εκτίμησης περιουσιακών στοιχείων αποτυγχάνουν με τέτοιο τρόπο ώστε η αποτυχία να αποδοθεί στην ύπαρξη φούσκας. Με άλλα λόγια, αναζητά την απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης ότι δεν υπάρχουν φούσκες στις τιμές (Shiller, 1980, Blanchard & Watson, 1982, Diba & Grossman, 1983, Sarno & Taylor, 2003).

Η απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης για μη ύπαρξη φούσκας δεν μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά σε φούσκες, καθώς θα μπορούσε να προκληθεί από μη προσδιορισμό του μοντέλου, εάν τα μοντέλα είναι ψευδή. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η έρευνα θα πρέπει να βρει προφανείς ενδείξεις φούσκας όταν τα μοντέλα δεν δουλεύουν καλά ή όταν αναμένεται ότι το μέλλον θα είναι κάπως διαφορετικό από τα ιστορικά γεγονότα. Εμπειρικοί έλεγχοι για φούσκες δεν αποδεικνύουν με επιτυχία την υπόθεση ότι υπάρχουν φούσκες στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (Flood & Hodrick, 1990). Η βιβλιογραφία που είναι διαθέσιμη είναι εξίσου εκτεταμένη ως προς την οικονομετρική εξέταση τέτοιων επεισοδίων ανόδου και καθόδου για να προσδιορισθεί η ύπαρξη φούσκας και δεν είναι εύκολο να έχουμε μια ολιστική αντίληψη για το πού βαδίζει αυτή η βιβλιογραφία (Gürkaynak, 2008).

3.4. Αιτίες Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων

Η δημιουργία μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης μπορεί να οφείλεται σε:

- Κερδοσκοπική αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων.
- Μη βιώσιμους δείκτες χρέους / εισοδήματος.
- Έλλειψη ρευστότητας (Barras, 2009).

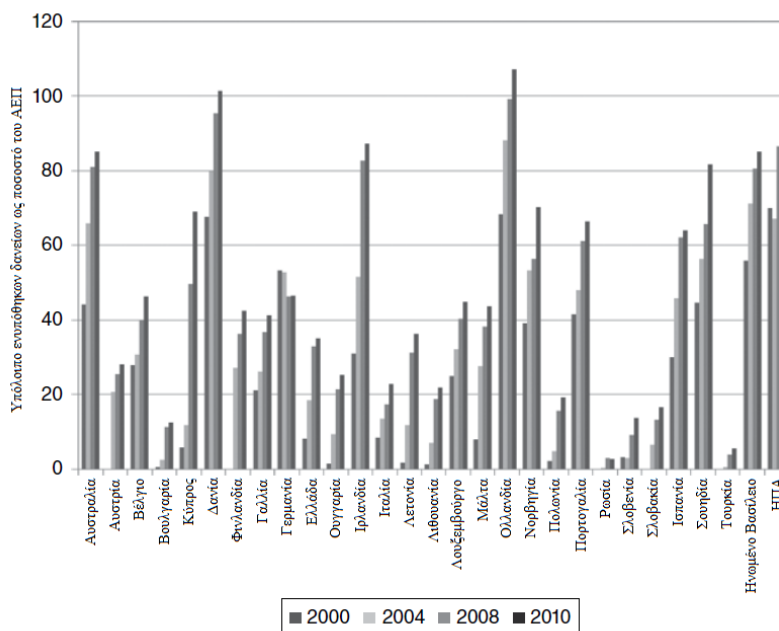
Οι Reinhard & Rogoff (2008), συγκρίνουν την κρίση των αμερικανικών στεγαστικών δανείων, η οποία ξέσπασε το 2007 με 18 μεταπολεμικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις σε βιομηχανικές χώρες. Παρατήρησαν πολλές ομοιότητες μεταξύ των ιστορικών αυτών γεγονότων και της κρίσης του 2007, κυρίως ως προς το βαθμό αύξησης των τιμών των κατοικιών και των μετοχών. Εκτός από την αύξηση

των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που μοιάζει με φούσκα, οι άλλες ομοιότητες που παρατηρούνται είναι η επιτάχυνση της συσσώρευσης χρεών και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Οι τιμές των κατοικιών στις Ηνωμένες Πολιτείες και σε πολλές άλλες προηγμένες χώρες (όπως το Ηνωμένο Βασίλειο) αυξήθηκαν κατά την περίοδο 1996-2006. Κατά την περίοδο αυτή, οι ονομαστικές τιμές των κατοικιών στις Ηνωμένες Πολιτείες διπλασιάστηκαν και στο Ηνωμένο Βασίλειο τριπλασιάστηκαν.

Η άνοδος των τιμών συνδέθηκε επίσης με την αύξηση του χρέους των νοικοκυριών από τα ενυπόθηκα δάνεια (διάγραμμα 3.8). Το χρέος των ενυπόθηκων δανείων (mortgage debt outstanding) ως ποσοστό του ΑΕΠ στις Ηνωμένες Πολιτείες αυξήθηκε από 21% το 1983 σε περίπου 76% το 2010. Αύξηση παρατηρήθηκε και σε χώρες όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Δανία, τις Κάτω Χώρες και την Αυστραλία. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου αύξησης των τιμών, οι τράπεζες ενυπόθηκων δανείων μείωσαν τα πιστωτικά τους όρια και τα κριτήρια δανεισμού τόσο πολύ, ώστε ακόμη και τα νοικοκυριά με ανεπαρκή και κακή πιστωτική ιστορία ενθαρρύνθηκαν να δανεισθούν σε μεγάλο βαθμό με μεταβλητά επιτόκια για να αγοράσουν στην αυξανόμενη αγορά (Barras, 2009).

Διάγραμμα 3.8: Υπόλοιπο ενυπόθηκων χρεών



Πηγή: *Hypostat, 2011 και Keen, 2012, Tiwari & White, 2014.*

Μια άλλη εξήγηση που δόθηκε για την κρίση είναι ο ρόλος που παίζουν οι θεσμικοί επενδυτές και οι τράπεζες (Sornette & Woodard, 2009). Η δημιουργία των

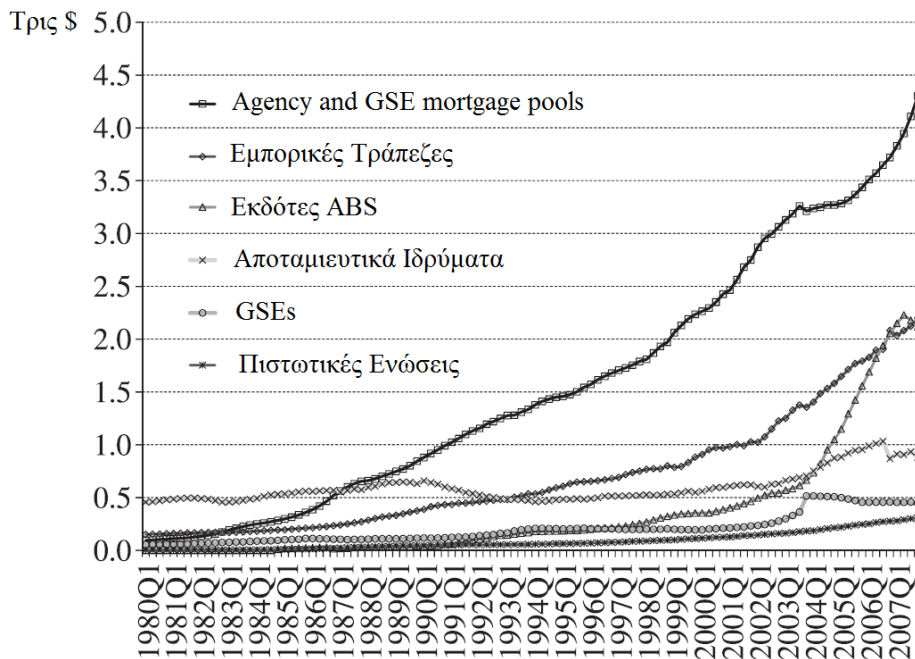
MBS (mortgage backed securities, τίτλοι εξασφαλισμένοι με ενυπόθηκα δάνεια) επέτρεψε στους θεσμικούς επενδυτές να αναλάβουν μεγάλη έκθεση σε ακίνητα. Η ανάπτυξη των MBS και άλλων χρηματοπιστωτικών καινοτομιών κατά τη διάρκεια της αύξησης των τιμών των ακινήτων, έδωσαν στις τράπεζες την ψευδαίσθηση ότι ο κίνδυνος αθέτησης θα μπορούσε να διαφοροποιηθεί. Οι τράπεζες συνέχισαν να δανείζουν και να αναχρηματοδοτούν (το διάγραμμα 3.8 δείχνει την αύξηση του ενυπόθηκου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ) και οι θεσμικοί επενδυτές όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα αμοιβαία κεφάλαια, οι επενδυτικές εταιρείες, οι ιδιωτικές τράπεζες και οι εμπορικές τράπεζες εξακολούθησαν να αγοράζουν αυτούς τους τίτλους. Το μέγεθος των MBS που κατείχαν τα διάφορα ιδρύματα (διάγραμμα 3.9) εξηγεί το εύρος της κρίσης. Μόλις άρχισαν να εμφανίζονται οι αθετήσεις πληρωμών, η φούσκα των MBS κατέρρευσε. Η κρίση διοχετεύθηκε στις χρηματοπιστωτικές αγορές προκαλώντας τεράστια κρίση ρευστότητας. Η διείσδυση των MBS ήταν τόσο βαθιά που οι τράπεζες δεν ήταν σίγουρες πόσα από αυτά τα αποκαλούμενα «τοξικά» περιουσιακά στοιχεία ανήκαν και σε ποιον. Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου έγινε τόσο υψηλός, που οι τράπεζες ήταν απρόθυμες να δανείζουν ακόμη και η μία στην άλλη.

Οι καινοτομίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές μέσω πολύπλοκων τιτλοποιημένων περιουσιακών στοιχείων, όπως οι τίτλοι εξασφαλισμένοι με ενυπόθηκα δάνεια (MBS), οι οποίοι έχουν αναληφθεί από πολύπλοκα παράγωγα όπως οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps, CDS), επέτρεψαν στις τράπεζες να δανείσουν υψηλότερα κεφάλαια, επειδή πίστευαν ότι αυτές οι καινοτομίες τους επέτρεπαν να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο δανεισμού με τη μορφή διαπραγματεύσιμων τίτλων. Θεωρητικά, αυτά τα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι μεγάλες καινοτομίες οι οποίες, σε κανονικές περιόδους, θα μπορούσαν να προσφέρουν σε περισσότερους ανθρώπους πρόσβαση σε δάνεια, τα οποία γίνονται φθηνότερα, επειδή οι τράπεζες μπορούν να πωλούν τους κινδύνους τους σε επενδυτές σε παγκόσμιο επίπεδο, με διαφορετικές προτιμήσεις για διαφορετικές αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο.

Εκτός από την αύξηση που παρατηρήθηκε στις τιμές των κατοικιών στην άμεση αγορά ακίνητης περιουσίας, η έμμεση αγορά ακίνητης περιουσίας εμφάνισε επίσης αύξηση τιμών. Ενώ οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες επέτρεψαν στις τράπεζες να δανείσουν υψηλότερα, αυτές έγιναν οι κύριοι μοχλοί της αύξησης των τιμών στις

έμμεσες αγορές ακινήτων. Συγκεκριμένα, οι τίτλοι εξασφαλισμένοι με ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια και τα σύνθετα πακέτα συναφών χρηματοοικονομικών παραγώγων αυξήθηκαν σημαντικά. Το διάγραμμα 3.9 δείχνει (i) τη συνολική κατοχή ενυπόθηκων τίτλων από διαφορετικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και (ii) τον επιταχυνόμενο ρυθμό νέας έκδοσης ABS μέχρι το Μάρτιο του 2007, όταν άρχισαν να γίνονται αισθητά τα πρώτα σημάδια αδυναμίας αποπληρωμής των δανείων στα MBS (Sornette & Woodard, 2009).

Διάγραμμα 3.9: Τα ενυπόθηκα στεγαστικά περιουσιακά στοιχεία των Η.Π.Α.: ροή κεφαλαίων και προφίλ επενδυτών



Πηγή: Shin, 2009, Tiwari & White, 2014.

Τα MBS συνδέονταν με δύο βασικές ασταθείς διαδικασίες, την αξία των κατοικιών και τα ποσοστά των δανείων. Οι αυξανόμενες τιμές των κατοικιών τροφοδότησαν περαιτέρω τις επενδύσεις σε MBS, γεγονός που με τη σειρά τους ώθησαν τη ζήτηση κι επομένως τις τιμές των κατοικιών - μέχρι να καταστεί εμφανής η μη βιωσιμότητα αυτών των αμοιβαία ενισχυτικών διαδικασιών.

Οι φούσκες των MBSs δεν παρέμειναν περιορισμένες στην αγορά κατοικίας, αλλά εξαπλώθηκαν στη χρηματιστηριακή αγορά, στην αγορά βασικών προϊόντων και στην πραγματική οικονομία. Η ανάπτυξη της αγοράς κατοικιών, της αγοράς MBSs και του χρηματιστηρίου οδήγησε σε τεράστια άντληση πλούτου που οδήγησε σε μεγαλύτερη ζήτηση για καταναλωτικά αγαθά. Στην ουσία, τα χαρακτηριστικά της φούσκας παρατηρήθηκαν σε όλες τις αγορές. Η υπερβολική αύξηση των τιμών

ξεκίνησε στο στεγαστικό τομέα και μετακυλίστηκε στην αγορά MBS, στη χρηματοπιστηριακή αγορά και στην αγορά εμπορευμάτων.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία που εξετάζει το ρόλο του τραπεζικού τομέα στον πολλαπλασιασμό των επιχειρηματικών κύκλων (Koh et al., 2005), η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού τομέα μπορεί να ενισχύσει το μέγεθος του επιχειρηματικού κύκλου καθώς η τραπεζική πιστωτική έκθεση κινείται προκυκλικά. Μελέτες που έχουν αναλύσει τα αίτια της ασιατικής χρηματοπιστωτικής κρίσης (Krugman, 1998, Wade, 1998, Quigley, 2001) έχουν εξετάσει το ρόλο που διαδραματίζει ο τομέας των ακινήτων στην κρίση. Αυτοί οι ερευνητές έχουν υποστηρίξει ότι οι αγορές ακινήτων είναι ευάλωτες σε κύματα αισιοδοξίας και συμπεριφοράς αγέλης που οδηγούν σε φούσκες.

Το μοντέλο της ασιατικής χρηματοπιστωτικής κρίσης (όπως και άλλες χρηματοπιστωτικές κρίσεις ανά τον κόσμο) ήταν ότι οι οικονομίες της Ανατολικής Ασίας γνώρισαν μια κατάρρευση των τιμών των ακινήτων που οδήγησε στην αποδυνάμωση των τραπεζικών συστημάτων πριν προχωρήσουν σε μια κρίση συναλλαγματικών ισοτιμιών, μια κρίση του τραπεζικού τομέα και σε κατάρρευση στον επιχειρηματικό κύκλο (business cycle bust). Οι Koh et al. (2005) υποστηρίζουν την προεπιλογή των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών που ενσωματώνεται στα στεγαστικά δάνεια ως πιθανή αιτία για την παρατηρούμενη συμπεριφορά των τιμών στην αγορά ακινήτων.

Αποδίδουν τις υποτιμήσεις σε συμπεριφορικά αίτια (αισιοδοξία του δανειστή και μυωπία καταστροφών) και / ή ορθολογική ανταπόκριση των δανειστών στα κίνητρα της αγοράς (ασφάλεια καταθέσεων ή περιορισμένη ευθύνη των τραπεζικών μετόχων). Ορισμένοι ερευνητές (βλέπε π.χ. Krugman, 1998, Wade, 1998, Quigley, 2001) υποστήριξαν ότι η χαλαρή ρύθμιση στην αγορά ακινήτων και η χαλαρή τιμολόγηση του κινδύνου από τις τράπεζες ήταν οι αιτίες της κρίσης ακίνητης περιουσίας στις χώρες της Ανατολικής Ασίας. Αυτές οι μελέτες τάσσονται υπέρ των μεταρρυθμίσεων στην αγορά ακινήτων και υπέρ της διαχείρισης από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα των δανείων για ακίνητα, προκειμένου να μην εμφανισθούν ξανά οι φούσκες των περιουσιακών στοιχείων.

Οι Doms, Furlong, & Krainer (2007) υποστηρίζουν ότι ο λόγος για τη χρηματοπιστωτική κρίση ήταν η έκρηξη της φούσκας των τιμών των κατοικιών στις Ηνωμένες Πολιτείες, το Ηνωμένο Βασίλειο και ορισμένες άλλες ανεπτυγμένες χώρες.

Οι μειώσεις των τιμών των κατοικιών οδήγησαν σε αθέτηση των ενυπόθηκων δανείων κι εξάντλησαν την αξία των MBS. Το πρόβλημα, ωστόσο, ήταν ότι τα δάνεια υψηλού κινδύνου ήταν γενικά επικίνδυνα και ότι οι αυξανόμενες τιμές των κατοικιών πριν την κρίση έκρυψαν την επικινδυνότητά τους, επιτρέποντας την αποπληρωμή ενυπόθηκων δανείων μέσω αναχρηματοδότησης ενυπόθηκων δανείων. Τα επιτόκια παρέμειναν χαμηλά λόγω των νομισματικών πολιτικών στις χώρες αυτές, γεγονός που καθιστούσε ελκυστική την αναχρηματοδότηση. Όταν οι προπληρωμές έγιναν δαπανηρές, με μεγάλη μόχλευση, τα νοικοκυριά δυσκολεύονταν να αναχρηματοδοτήσουν κι άρχισαν να συμβαίνουν αθετήσεις. Οι αθετήσεις αυτές αυξήθηκαν έντονα στις Ηνωμένες Πολιτείες το 2006 και το 2007 (Demyanyk & Hemert, 2011).

Οι συμπεριφορικές αιτίες πίσω από το σχηματισμό φούσκας έχουν επίσης ερευνηθεί. Υποστηρίχθηκε ότι η απληστία των διαχειριστών και η κακή εταιρική διακυβέρνηση είναι μερικοί από τους βασικούς παράγοντες που οδήγησαν στο σχηματισμό φούσκας. Οι μηχανισμοί παροχής κινήτρων έχουν προωθήσει κλίμα ηθικού κινδύνου όπου τα βραχυχρόνια «μη αναστρέψιμα» κέρδη υπερτερούν κατά πολύ της μακροχρόνιας σύνεσης (Sornette & Woodard, 2009).

Ένα άλλο σύνολο ερευνών έχει υποστηρίξει ότι οι άσχημοι όροι χορήγησης δανείων, το επιδεινούμενο κανονιστικό περιβάλλον και οι εποπτικές αρχές είναι επίσης υπεύθυνες για τη δημιουργία φούσκας. Οι Keys, Mukherjee, Seru, & Vig (2008) διαπίστωσαν ότι οι όροι χορήγησης δανείων στην αγορά στεγαστικών δανείων χειροτέρευσαν κι ότι ο κύριος καθοριστικός παράγοντας για τη χειροτέρευση ήταν η τιτλοποίηση των εν λόγω δανείων. Εσωτερικά, οι τράπεζες αντιμετώπισαν το πρόβλημα των κακών ποσοτικών μοντέλων κινδύνου που δεν τους επέτρεψαν να ανιχνεύσουν τα προβλήματα. Η συμφωνία «Βασιλεία II» (η οποία περιέχει συστάσεις για την τραπεζική νομοθεσία και τους κανονισμούς που εκδόθηκαν από την επιτροπή τραπεζικής εποπτείας της Βασιλείας) είχε ως στόχο να εξασφαλίσει ότι η κατανομή κεφαλαίου για διάφορα περιουσιακά στοιχεία είναι πιο ευαίσθητη στον κίνδυνο και ότι ο κίνδυνος διαχωρίζεται. Η εφαρμογή των ρυθμίσεων της Βασιλείας II καθυστέρησαν, καθώς διάφορες αναθεωρήσεις ανακοινώθηκαν από διαφορετικούς ρυθμιστικούς οργανισμούς των χρηματοπιστωτικών αγορών στις Ηνωμένες Πολιτείες χωρίς καμία ορθή αιτιολογία (Cannata & Quagliariello, 2009).

Οι συμπεριφορές των οργανισμών αξιολόγησης έχουν επίσης τεθεί υπό αμφισβήτηση στη βιβλιογραφία (Sornette & Woodard, 2009), ενώ ορισμένοι επεσήμαναν τα προβλήματα ηθικού κινδύνου. Οι οργανισμοί αξιολόγησης ενδέχεται να έχουν αναγκασθεί να αυξήσουν σκόπιμα τις αξιολογήσεις τους είτε για να μεγιστοποιήσουν τις αμοιβές τους για διαβούλευση είτε επειδή ο εκδότης μπορεί να αγοράζει υψηλότερες αξιολογήσεις (Sornette & Woodard, 2009).

3.5. Αίτια Κρίσης των Αγορών Ακινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες

1. Πληθυσμιακή ανάπτυξη και αστικοποίηση

Η αύξηση του πληθυσμού ήταν η σημαντικότερη κινητήρια δύναμη πίσω από τις φάσεις ανόδου και καθόδου της αγοράς ακινήτων. Δημιούργησε τη ζήτηση για κατοικία. Ο πληθυσμός των Ηνωμένων Πολιτειών αυξήθηκε από 205 εκατομμύρια το 1970 σε περισσότερα από 302 εκατομμύρια το 2007. Υπήρξε μετακίνηση πληθυσμού σε αστικές και μητροπολιτικές περιοχές που βρίσκονταν κυρίως στο νότιο και νοτιοδυτικό τμήμα των Ηνωμένων Πολιτειών. Η αυξημένη συμμετοχή των γυναικών στο εργατικό δυναμικό είναι ένας άλλος δημογραφικός παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη. Οι γυναίκες αντιπροσώπευαν το 38% του εργατικού δυναμικού το 1970 και το 59% του εργατικού δυναμικού το 2007. Οι οικογένειες με δύο εισοδήματα τείνουν να αγοράζουν μεγαλύτερα και ακριβότερα σπίτια. Το 1980, το μέσο μέγεθος μιας μονοκατοικίας ήταν 1.740 τετραγωνικά πόδια και κόστιζε 64.600 δολάρια. Το 2007, το μέσο μέγεθος ήταν 2.521 τετραγωνικά πόδια και το κόστος αυξήθηκε στα 247.900 δολάρια (Gur, 2011).

2. Κυβερνητικές πολιτικές

Νόμοι

Το Κογκρέσο των Ηνωμένων Πολιτειών αναγνώρισε ότι ο αυξημένος πληθυσμός αύξησε τη ζήτηση για στέγαση κι ενέκρινε τους νόμους που διευκόλυναν την κατοχή κατοικίας. Μερικοί από αυτούς τους νόμους ήταν:

- Ο Κοινοτικός Νόμος Επανεπένδυσης – Community Reinvestment Act (CRA, 1977) ο οποίος ενθάρρυνε τα καταθετικά ιδρύματα να καλύψουν τις πιστωτικές ανάγκες των κοινοτήτων τους, συμπεριλαμβανομένων των γειτονιών χαμηλού και μεσαίου εισοδήματος.
- Οι νόμοι περί Απορρύθμισης και Νομισματικού Ελέγχου των Καταθετικών Ιδρυμάτων – Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA, 1980) προέβλεπαν ανώτατα όρια επιτοκίων στα δάνεια.

- Ο νόμος περί Εναλλακτικής Ισορροπίας Υποθηκών – Alternative Mortgage Transaction Parity Act (1982) επέτρεψε τη χρήση μεταβλητών επιτοκίων και την εφάπαξ εξόφληση δανείων (balloon payments).
- Ο νόμος περί Φορολογικής Μεταρρύθμισης – Tax Reform Act (1986) εξάλειψε την έκπτωση φόρου για έξοδα από τόκους σε πιστωτικές κάρτες.
- Ο νόμος περί Μείωσης της Φορολογικής Επιβάρυνσης – Taxpayer Relief Act (1997) εξάλειψε τον φόρο κεφαλαιουχικών κερδών από την πώληση κατοικιών αξίας μέχρι 500.000 δολαρίων για τα παντρεμένα ζευγάρια.

Οργανισμοί των Ηνωμένων Πολιτειών που παρέχουν πιστώσεις υπό κρατική εγγύηση – Government-Sponsored Entities (GSEs)

Οι παρακάτω οργανισμοί δημιουργήθηκαν από το Κογκρέσο για να παρέχουν ρευστότητα και σταθερότητα στις αγορές ακινήτων κι ενυπόθηκων δανείων στις Η.Π.Α.:

- **Ομοσπονδιακή Εθνική Ένωση Στεγαστικών Δανείων – Federal National Mortgage Association (FNMA, Fannie Mae):** Η Fannie Mae ιδρύθηκε ως ομοσπονδιακή υπηρεσία το 1938 και έγινε μια ιδιωτική εταιρεία μετόχων το 1968. Η Fannie Mae «πακετάρει» (π.χ. τιτλοποιεί) στεγαστικά δάνεια που προέρχονται από δανειστές στην πρωτογενή αγορά ενυπόθηκων δανείων σε τίτλους που εξασφαλίζονται με υποθήκη (Fannie Mae MBSs) και μπορούν στη συνέχεια να αγοραστούν και να πωληθούν στη δευτερογενή αγορά ενυπόθηκων δανείων. Συμμετέχει επίσης στη δευτερογενή αγορά ενυπόθηκων δανείων, αγοράζοντας ενυπόθηκα δάνεια (επίσης αποκαλούμενα «ολόκληρα δάνεια») και ενυπόθηκα χρεόγραφα, συμπεριλαμβανομένων των MBS Fannie Mae, για το χαρτοφυλάκιο στεγαστικών δανείων.
- **Ομοσπονδιακή Εταιρεία Υποθηκών Στεγαστικών Δανείων – Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, Freddie Mac):** Δημιουργήθηκε το 1932 για να παρέχει χρηματοδότηση για στεγαστικά δάνεια. Σήμερα παρέχουν χρηματοδότηση σε τράπεζες για έργα στέγασης, ανάπτυξης και υποδομών. Είναι συνεταιρισμοί που ανήκουν σε τράπεζες και σε άλλα ρυθμιζόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Οι χορηγήσεις τους στα ιδρύματα μέλη τους παρείχαν σημαντική πηγή χρηματοδότησης και ρευστότητας τόσο πριν όσο και κατά τη διάρκεια των τραπεζικών κρίσεων.

Ο Freddie Mac ιδρύθηκε από το Κογκρέσο το 1970 και το 1989 έγινε δημόσια εταιρεία. Οι λειτουργίες της Freddie Mac είναι παρόμοιες με εκείνες της Fannie Mae.

- **Κυβερνητική εθνική ένωση υποθηκών** – Government National Mortgage Association (Ginnie Mae, 1968): Εγκαθιδρύθηκε από το Κογκρέσο ως κρατική εταιρεία στο Τμήμα Οικιστικής και Αστικής Ανάπτυξης (Department of Housing and Urban Development, HUD). Εξακολουθεί να ανήκει στην κυβέρνηση. Οι τίτλοι της Ginnie Mae είναι το μόνο MBS που φέρει την πλήρη εμπιστοσύνη και εγγύηση της αμερικανικής κυβέρνησης.

3. Η πτώση των στεγαστικών δανείων και η αύξηση της χρηματοδότησης από τις «σκιάδεις» τράπεζες

Με τη μείωση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων, από 14,67% το 1984 σε 4,81% το 2009, τόσο ξένοι επενδυτές όσο και ξένες κυβερνήσεις επένδυσαν έντονα στην οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών. Οι «σκιάδεις» τράπεζες (επενδυτικές τράπεζες, εταιρείες χρηματοδότησης, αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς, αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου, εταιρείες ειδικού σκοπού και άλλα οχήματα που συγκεντρώνουν και κατέχουν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία) βοήθησαν στη ρευστότητα που χρηματοδότησε την άνοδο των ακινήτων. Το σκιάδες τραπεζικό σύστημα ήταν εξαιρετικά ευάλωτο στις οικονομικές πιέσεις για τρεις λόγους:

1. Είχε μεγάλη μόχλευση.
2. Στηρίχθηκε δυσανάλογα στις αγορές βραχυχρόνιας χρηματοδότησης.
3. Δεν επωφελήθηκε από την κρατική στήριξη πριν την κρίση.

Η διαθεσιμότητα κεφαλαίων και η μείωση των επιτοκίων των ενυπόθηκων δανείων ενθάρρυναν τους υφιστάμενους ιδιοκτήτες ακινήτων να αναχρηματοδοτήσουν τα στεγαστικά δάνειά τους με χαμηλότερα επιτόκια και άλλοι να επωφεληθούν από τα χαμηλά επιτόκια αγοράζοντας κατοικίες. Μεταξύ του 2000 και του 2005, οι τιμές κατοικιών στις Ηνωμένες Πολιτείες αυξήθηκαν κατά 51% (34% με προσαρμογή για τον πληθωρισμό) (Gur, 2011).

4. Ενυπόθηκα Δάνεια Υψηλού Κινδύνου (Subprime Loans)

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση συνδέεται με τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου. Δεν υπάρχει ένας συγκεκριμένος ορισμός για το subprime. Παρόλα αυτά, ο όρος «subprime» αναφέρεται συνήθως σε δάνεια υψηλού κινδύνου που χορηγούνται σε δανειολήπτες με χαμηλά πιστωτικά αποτελέσματα. Τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού

κινδύνου περιλαμβάνουν επίσης μη συμμορφούμενα δάνεια. Αυτά είναι δάνεια για ακίνητα που δεν συμμορφώνονται με τα κριτήρια δανεισμού υπό κρατική εγγύηση (GSE). Πολλά ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου κυμαινόμενου επιτοκίου (adjustable rate mortgages-ARMs) αύξησαν περαιτέρω τον κίνδυνο αθέτησης.

Η φούσκα των κατοικιών ξέσπασε το 2005. Όταν οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να μειώνονται απότομα, το ποσοστό παραβατικότητας στα δάνεια χαμηλού κινδύνου άρχισε να αυξάνεται. Η μείωση των τιμών των κατοικιών και η αύξηση των ποσοστών παραβατικότητας συνέβαλαν στην αύξηση των κατασχέσεων (Gur, 2011).

5. Ο ρόλος της τιτλοποίησης (securitization), των τίτλων εξασφαλισμένων με ενυπόθηκα δάνεια (mortgage-backed securities), των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps) και των μοντέλων (models) στην κρίση

Τιτλοποίηση (Securitization)

Η τιτλοποίηση είναι μια χρηματοοικονομική καινοτομία που χρησιμοποιήθηκε ευρέως από τη δεκαετία του 1970. Αναφέρεται στο «πακετάρισμα» και την πώληση στεγαστικών δανείων, δανείων πιστωτικών καρτών και άλλων δανείων. Η τιτλοποίηση είναι ένα ισχυρό χρηματοοικονομικό εργαλείο όταν χρησιμοποιείται σωστά. Ωστόσο, η ακατάλληλη χρήση των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων προκάλεσε τη χρηματοπιστωτική κρίση. Το πρόβλημα ήταν ότι οι συντάκτες των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων πληρωνόντουσαν όταν πωλούσαν τα MBSs (Mortgage-Backed Securities) σε άλλους επενδυτές χωρίς να διατηρούν δικαίωμα συμμετοχής στα MBSs. Αυτό συνέβαλε σε ένα πρόβλημα ηθικού κινδύνου, επειδή οι μεταβιβάζοντες δεν είχαν κανένα κίνδυνο να συνδέσουν τους επενδυτές με την πώληση δανείων υψηλού κινδύνου και χαμηλής ποιότητας (δηλαδή, ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου – subprime loans). Όσο περισσότερα δάνεια πωλούσαν, τόσο περισσότερα χρήματα κέρδιζαν.

Οι μεγάλες ξένες τράπεζες απέκτησαν τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια και διευκόλυναν τη διανομή τους σε όλο τον κόσμο. Έτσι, ο αντίκτυπος των αυξανόμενων ποσοστών παραβατικότητας στα στεγαστικά δάνεια που προήλθαν από τις Ηνωμένες Πολιτείες ήταν αισθητός σε παγκόσμιο επίπεδο.

Τα MBSs είναι ένας τύπος εξασφαλισμένων χρεωστικών υποχρεώσεων (Collateralized Debt Obligations, CDOs). Ένα CDO είναι μια ασφάλεια που υποστηρίζεται από περιουσιακά στοιχεία και καταβάλλει ταμειακές ροές βάσει της

υποκείμενης εξασφάλισης, η οποία μπορεί να είναι οικιστικά ακίνητα, εμπορικά ακίνητα, εταιρικά ομόλογα ή άλλα περιουσιακά στοιχεία. Τα MBS CDOs χωρίζονται σε κατηγορίες ή δόσεις, που έχουν διαφορετικές διάρκειες και διαφορετική προτεραιότητα για την εξόφληση.

Η έλλειψη διαφάνειας των σύνθετων MBSs ήταν μέρος του προβλήματος. Οι επενδυτές δεν ήξεραν ακριβώς τι αγοράζουν και οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν εκτίμησαν σωστά τους κινδύνους αυτών των τίτλων. Δύο εύλογοι λόγοι για τους οποίους τα μοντέλα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας δεν λειτούργησαν καλά είναι ότι:

- βασίσθηκαν σε ιστορικά δεδομένα που δεν εφαρμόζονταν στα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου – subprime loans.
- προέβησαν σε ορισμένες υποθέσεις σχετικά με τις μελλοντικές οικονομικές συνθήκες.

Όταν καμία από τις παραδοχές δεν ήταν σωστή, τα μοντέλα δεν αντικατόπτριζαν με ακρίβεια τον πιστωτικό κίνδυνο.

Συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (Credit Default Swaps)

Επειδή οι επενδυτές δεν κατανόησαν πλήρως τους συνδεδεμένους κινδύνους με τα τιτλοποιημένα δάνεια, αγόρασαν συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDSs), μια μορφή ασφάλισης ή αντιστάθμισης για MBS. Εάν ο οφειλέτης αθετήσει τις υποχρεώσεις του, ο κάτοχος του χρέους πληρώνει τον ασφαλιστή (insurer). Τα CDSs χρησιμοποιούνται επίσης από εμπόρους που κάνουν ακάλυπτα στοιχήματα (δηλαδή, εικάζουν και δεν κατέχουν το χρέος) ότι οι τιμές ορισμένων χρεογράφων θα μειωθούν.

Η αγορά CDSs αυξήθηκε από 6,4 τρισεκατομμύρια δολάρια το Δεκέμβριο του 2004 σε 57,9 τρισεκατομμύρια δολάρια το Δεκέμβριο του 2007. Η American International Group (AIG) ήταν ο σημαντικότερος εκδότης CDSs. Η αποτυχία της θα προκαλούσε συστημικό κίνδυνο στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Κατά συνέπεια, όταν η AIG κινδύνευσε το Σεπτέμβριο του 2008, η Federal Reserve παρείχε δάνεια αξίας 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων και διάρκειας 24 μηνών.

Ποσοτικά Μοντέλα (Quantitative Models)

Τα στεγαστικά δάνεια, οι ασφαλιστικές εταιρείες (AIG), οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (Standard & Poor's, Moody's), η εταιρεία

πιστοληπτικής αξιολόγησης (Fair Isaac) και άλλοι κάνουν εκτεταμένη χρήση ποσοτικών μοντέλων στα συστήματα διαχείρισης κινδύνων.

Η πλειοψηφία των μοντέλων χρησιμοποίησαν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ενώ άλλα βασίσθηκαν σε ιστορικά δεδομένα που δεν προέβλεπαν με ακρίβεια μελλοντικά γεγονότα. Όταν οι αγορές υπερβαίνουν αυτά τα όρια που διαθέτουν τα μοντέλα, τα μοντέλα αυτά αποτυγχάνουν.

Επιχειρηματικά Μοντέλα Τραπεζών (Bank Business Models)

Ως αποτέλεσμα της αύξησης των τιτλοποιημένων περιουσιακών στοιχείων και των διαμεσολαβητικών καταθέσεων, το βασικό επιχειρηματικό μοντέλο άλλαξε για ορισμένες τράπεζες. Ο όρος μεσίτης καταθέσεων (deposit manager) ορίζεται ως κάθε πρόσωπο που ασχολείται με την τοποθέτηση καταθέσεων ή με τη διευκόλυνση της τοποθέτησης καταθέσεων τρίτων με ασφαλισμένους καταθετικούς οργανισμούς. Μια μεσολαβητική κατάθεση είναι οποιαδήποτε κατάθεση που λαμβάνεται, άμεσα ή έμμεσα, από έναν μεσίτη καταθέσεων. Η δυνατότητα αγοράς και πώλησης δανείων και καταθέσεων έχει αυξήσει τη ρευστότητα των τραπεζών. Μια συνέπεια της αυξημένης ρευστότητας είναι ότι το βασικό επιχειρηματικό μοντέλο πολλών τραπεζών αλλάζει. Από έναν οργανισμό ο οποίος δανειοδοτεί και κρατά την απαίτηση (originate and hold loans) μετεξελίχθηκε σε έναν οργανισμό ο οποίος δανειοδοτεί και μεταφέρει την απαίτηση (originate in order to distribute loans), μετατρέποντάς τον ουσιαστικά σε έναν μεσίτη πίστωσης. Αυτό το νέο μοντέλο δεν χρησιμοποιήθηκε από όλα τα πιστωτικά ιδρύματα.

Η εξάρτηση από τα βραχυχρόνια κεφάλαια συνέβαλε στην αύξηση της κρίσης ρευστότητας το 2008. Η κρίση ρευστότητας ορίζεται ως μια ξαφνική και παρατεταμένη «έκρηξη» τόσο της ρευστότητας της αγοράς όσο και της χρηματοδότησης, με πιθανές σοβαρές συνέπειες για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της πραγματικής οικονομίας. Η ρευστότητα της αγοράς είναι η δυνατότητα εμπορίας ενός μέσου της αγοράς με μικρή ή καθόλου αλλαγή στην τιμή. Η χρηματοδότηση / ενίσχυση ρευστότητας είναι η ικανότητα άντλησης μετρητών ή ισοδύναμων με την πώληση περιουσιακών στοιχείων ή δανειακών κεφαλαίων. Για να αποφευχθούν οι μελλοντικές κρίσεις ρευστότητας, οι ρυθμιστικές αρχές των ομοσπονδιακών τραπεζών ζήτησαν σχόλια σχετικά με μια προτεινόμενη "διακυβερνητική καθοδήγηση για τη χρηματοδότηση και τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας" τον Ιούλιο του 2009. Η προτεινόμενη καθοδήγηση

συνάδει με τις «αρχές για υγιή διαχείριση και εποπτεία του κινδύνου ρευστότητας» που εκδόθηκε από την Τραπεζική Εποπτεία (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) το Σεπτέμβριο του 2008 (Gup, 2011).

6. Υπερβολική χρηματοδοτική μόχλευση (Excessive Financial Leverage)

Μεγάλος αριθμός εκδοτών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime lenders) και επενδυτικών τραπεζών έχουν πολύ μεγάλο βαθμό μόχλευσης. Ένας αριθμοδείκτης μετοχικού κεφαλαίου (equity capital ratio) που ισούται με 3%, σημαίνει ότι για κάθε 1\$ στο μετοχικό κεφάλαιο, υπάρχουν περιουσιακά στοιχεία (π.χ. δάνεια, επενδύσεις, άλλα περιουσιακά στοιχεία) περίπου 33\$. Μία ζημιά 1\$ σε ένα δάνειο μεταφράζεται σε 100% απώλεια του κεφαλαίου του δανειστή. Η εταιρεία Bear Steans είχε αριθμοδείκτη μετοχικού κεφαλαίου που ισούταν με 3%. Η εξαγορά της από την εταιρεία JP Morgan Chase απέτρεψε τη χρεοκοπία της το Μάρτιο του 2008.

Ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου έχουν χαμηλότερους δείκτες μετοχικού κεφαλαίου, όπως 2%. Όταν οι δανειολήπτες με υψηλό συντελεστή μόχλευσης αθετούν, οι ζημίες επανέρχονται στις εμπορικές τράπεζες.

Όταν οι μοχλευμένοι επενδυτές (leveraged investors) υπερφορτωθούν από προβλήματα ρευστότητας (liquidity shocks), οι κίνδυνοι που έχουν αναλάβει θα επανέλθουν στην αγορά. Έτσι, οι επενδυτές με υψηλή μόχλευση έχουν τη δυνατότητα να επιδεινώσουν την αστάθεια στην αγορά στο σύνολό της. Αυτές οι δευτερεύουσες επιπτώσεις, θα μπορούσαν να προκαλέσουν συρρίκνωση της πίστωσης και της ρευστότητας και, τελικά, να αυξήσουν τον κίνδυνο συρρίκνωσης της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας.

Σύμφωνα με την Επιτροπή της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία, ένας από τους κύριους λόγους για τους οποίους η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση έγινε τόσο σοβαρή ήταν ότι οι τραπεζικοί τομείς πολλών χωρών δημιούργησαν υπερβολική μόχλευση εντός και εκτός ισολογισμού (on- and off-balance sheet leverage). Η κρίση ενισχύθηκε ακόμη περισσότερο από μια διαδικασία προκυκλικής απομόχλευσης και από τη διασύνδεση των συστημικών ιδρυμάτων μέσω μιας σειράς πολύπλοκων συναλλαγών. Κατά τη διάρκεια του σοβαρότερου επεισοδίου της κρίσης, η αγορά έχασε την εμπιστοσύνη στη φερεγγυότητα και τη ρευστότητα πολλών τραπεζικών ιδρυμάτων. Οι αδυναμίες στον τραπεζικό τομέα μεταδόθηκαν στο υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην πραγματική οικονομία, με

αποτέλεσμα τη μαζική συρρίκνωση της ρευστότητας και της διαθεσιμότητας πιστώσεων (Gur, 2011).

7. Πτωχεύσεις Τραπεζών (Bank Failures)

Ο αριθμός των πτωχεύσεων των ασφαλισμένων τραπεζών και οργανισμών αποταμίευσης της Ομοσπονδιακής Εταιρείας Ασφάλισης Καταθέσεων (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC¹¹) αυξήθηκε από μηδέν το 2005-2006 σε 25 τράπεζες το 2008 και σε 140 τράπεζες το 2009.

Αντί να αφήσουν τα μεγαλύτερα αμερικανικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποτύχουν, οι ομοσπονδιακές τραπεζικές αρχές κανόνισαν η Bank of America να αγοράσει τη Countrywide τον Ιανουάριο του 2008 και τη Merrill Lynch το Σεπτέμβριο. Η κυβέρνηση ανέλαβε τη Fannie Mae και τη Freddie Mac το Σεπτέμβριο, και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα Επενδύσεων επένδυσε στην AIG. Παρ'όλα αυτά, η κυβέρνηση άφησε τη Lehman Brothers να αποτύχει το Σεπτέμβριο του 2008 (Gur, 2011).

3.6. Συμπεράσματα Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων

1. Χρηματοοικονομική Μόχλευση – με ευθύνη του αγοραστή

Η χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί να ωφελήσει τα κέρδη ανά μετοχή (earnings per share) όταν τα έσοδα αυξάνονται ή μπορεί να οδηγήσει σε πτώχευση όταν αυτά μειώνονται. Η υπερβολική χρηματοοικονομική μόχλευση συνέβαλε σημαντικά στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Μοχλευμένοι Δανειολήπτες (Leveraged Borrowers)

Πολλοί μεμονωμένοι δανειολήπτες αύξησαν την οικονομική τους δύναμη μέσω επανειλημμένης αναχρηματοδότησης των κατοικιών τους. Καθώς οι τιμές των κατοικιών ανατιμήθηκαν κατά τη διάρκεια της φάσης ανόδου (boom) του κύκλου των ακινήτων, πολλοί ιδιοκτήτες κατοικίας δανείστηκαν αυξανόμενα ποσά. Η επαναλαμβανόμενη αναχρηματοδότηση υποθηκών κατοικίας οδήγησε σε ζημιές ύψους 1,5 τρισεκατομμυρίων δολαρίων, όταν οι τιμές των ακινήτων μειώθηκαν και τα ενυπόθηκα δάνεια αθετήθηκαν.

Μοχλευμένα Δάνεια (Leveraged Loans)

Όταν ο λόγος δανείου / αξία είναι χαμηλός, ο ιδιοκτήτης έχει θετική αξία ιδίων κεφαλαίων και δεν θα αθετήσει τις υποχρεώσεις του προς το στεγαστικό του δάνειο.

¹¹ Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC): Ανεξάρτητος οργανισμός ο οποίος εγγυάται για τη ασφάλεια των καταθέσεων στις εμπορικές τράπεζες και τους αποταμιευτικούς οργανισμούς (thrifts institutions).

Οι υψηλοί λόγοι δανείων / αξίες είναι επικίνδυνοι, επειδή ο δανειολήπτης είναι πιο πιθανό να αθετήσει εάν χρωστάει περισσότερα από όσα πραγματικά αξίζει το ακίνητο (underwater property).

Μοχλευμένοι Δανειστές (Leveraged Lenders)

Όταν ένας μεγάλος αριθμός δανειοληπτών με μεγάλη μόχλευση δεν εξυπηρετεί τα δάνειά του, αυτό έχει επίδραση στις τράπεζες. Έτσι, εάν οι δανειολήπτες με υψηλή μόχλευση αδυνατούν να εξοφλήσουν τα δάνεια στα υπερχρεωμένα επενδυτικά αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία με τη σειρά τους αδυνατούν να εξοφλήσουν τα τραπεζικά δάνεια, θα υπάρξει μεγάλος αριθμός τραπεζικών πτωχεύσεων (Gur, 2011).

2. Η διαφοροποίηση (diversification) είναι καλή. Οι υψηλές συγκεντρώσεις δανείων δεν είναι καλές για τις τράπεζες

Η διαφοροποίηση σημαίνει επένδυση σε περιουσιακά στοιχεία των οποίων οι αποδόσεις δεν συσχετίζονται απόλυτα θετικά. Ένας σημαντικός αριθμός τραπεζών που πτώχευσαν κατά την περίοδο 2007-2009 είχε υψηλές συγκεντρώσεις δανείων για κατασκευές και ανάπτυξη γης (construction and land development loans) που εξασφαλίσθηκαν με ακίνητα. Αυτά τα δάνεια χορηγούνται για τη χρηματοδότηση της κατασκευής νέων οικοδομών, προσθηκών, αλλαγών ή κατεδαφίσεων για να δοθεί η δυνατότητα για νέες οικοδομές. Επίσης εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις διαμεσολαβητικές καταθέσεις (Gur, 2011).

3. Τα δάνεια που χορηγούνται σε δανειολήπτες υψηλού κινδύνου είναι επικίνδυνα (subprime borrowers and mortgages)

Η χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε το 2007 συνδέεται συνήθως με τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου, αλλά περιλαμβάνει και υποθήκες Alt-A. Οι Alt-A υποθήκες είναι πιο επικίνδυνες από τις υποθήκες prime-rated, αλλά είναι λιγότερο επικίνδυνες από τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου. Οι υποθήκες Alt-A έχουν υψηλό λόγο δάνειο προς αξία και λόγο χρέος προς εισόδημα ή έχουν άλλα χαρακτηριστικά που δεν συμμορφώνονται με τις κατευθυντήριες γραμμές δανεισμού των GSEs (οργανισμών των Ηνωμένων Πολιτειών που παρέχουν πιστώσεις υπό κρατική εγγύηση).

4. Ο κίνδυνος των επιτοκίων είναι σημαντικός

Οι τράπεζες και άλλοι τύποι χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων χρηματοδοτούν γενικά τα μακροχρόνια περιουσιακά τους στοιχεία με πιο βραχυχρόνιες υποχρεώσεις. Η διαφορά μεταξύ των μακροχρόνιων και βραχυχρόνιων επιτοκίων, που ονομάζεται

καθαρό περιθώριο επιτοκίου (net interest margin-NIM), είναι συνήθως περίπου 3 έως 4%.

Η κρίση των αποταμιεύσεων και των δανείων (Savings and Loan, S & L) της δεκαετίας του 1980 οφειλόταν στο γεγονός ότι τα μακροχρόνια ενυπόθηκα δάνεια έγιναν με χαμηλά σταθερά επιτόκια και χρηματοδοτήθηκαν με βραχυχρόνιες καταθέσεις.

Οι τράπεζες και άλλοι δανειστές που δημιουργούν στεγαστικά δάνεια σταθερού επιτοκίου όταν τα επιτόκια της αγοράς είναι χαμηλά και στη συνέχεια κρατούν τα εν λόγω δάνεια αντί να τα πουλήσουν, θα υπόκεινται σε κίνδυνο επιτοκίου δηλαδή αρνητικά καθαρά περιθώρια επιτοκίου (NIMs) όταν αυξάνονται τα επιτόκια της αγοράς.

Ο κίνδυνος επιτοκίων μπορεί να μετριασθεί αντισταθμίζοντας με συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swaps) ή με άλλα μέσα. Οι δανειστές μπορούν επίσης να μετριάσουν τον κίνδυνο επιτοκίου τους με την πώληση μακροχρόνιων δανείων σταθερού επιτοκίου σε επενδυτές ή οντότητες με κυβερνητική υποστήριξη (government-backed entities), όπως οι Fannie Mae και Freddie Mac, που είναι πρόθυμες να τα κατέχουν.

Μια αύξηση των επιτοκίων της αγοράς θα μειώσει την αξία των μακροχρόνιων τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων περισσότερο από τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις, καταλήγοντας σε μικρότερο τραπεζικό μετοχικό κεφάλαιο (Gur, 2011).

5. Ύπαρξη παγκόσμιας διασύνδεσης

Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα το 2010 είχε παγκόσμιες επιπτώσεις. Ένας λόγος είναι ότι η Ελλάδα είναι μέρος της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) που περιλαμβάνει χώρες που έχουν κοινό νόμισμα, το ευρώ. Τα οικονομικά προβλήματα της Ελλάδας είχαν αρνητικό αντίκτυπο στην αξία του ευρώ. Αυτό, με τη σειρά του, επηρεάζει όλες τις χώρες, συμπεριλαμβανομένων των Ηνωμένων Πολιτειών, που έχουν διεθνείς εμπορικές σχέσεις με την ΕΕ. Για παράδειγμα, η πτώση της αξίας του ευρώ έχει αρνητικό αντίκτυπο στην αξία του δολαρίου, διότι είναι ακριβότερο για τις χώρες της ΕΕ να εισάγουν αγαθά και υπηρεσίες από τις Ηνωμένες Πολιτείες. Έτσι, είμαστε σε παγκόσμια διασύνδεση με το εμπόριο, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ένα βασικό μάθημα της κρίσης είναι ότι η διατήρηση της οικονομίας σε τάξη δεν την απαλλάσσει κατ' ανάγκη από εξωτερικά σοκ (Gur, 2011).

6. Η φούσκα ακινήτων πιθανότατα θα εμφανισθεί ξανά

Ο πληθυσμός των Ηνωμένων Πολιτειών συνεχίζει να αυξάνεται. Τον Ιανουάριο του 2010, ο πληθυσμός ήταν 307 εκατομμύρια. Ο πληθυσμός αναμένεται να αυξηθεί στα 439 εκατομμύρια μέχρι το 2050. Με άλλα λόγια, η ζήτηση κατοικιών πρόκειται να συνεχίσει να αυξάνεται. Το ερώτημα που προκύπτει είναι εάν θα υπάρχουν ακίνητα για τους 130 εκατομμύρια ανθρώπους κι εάν το γεγονός αυτό θα τροφοδοτήσει την επόμενη φούσκα ακινήτων. Μια μελέτη του 2003 από εμπειρογνώμονες της Federal Reserve Bank of Chicago και μια διάσκεψη της Παγκόσμιας Τράπεζας για τις φούσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων - πολύ πριν από την πιο πρόσφατη κρίση - κατέληξε στο συμπέρασμα ότι:

- Οι φούσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων είναι δύσκολο να προσδιορισθούν *ex ante*.
- Δεν οδηγούν όλες οι φούσκες σε οικονομικές κρίσεις.
- Οι φούσκες εμφανίζονται με μεγαλύτερη συχνότητα στις αναδυόμενες οικονομίες από ό, τι στις ανεπτυγμένες οικονομίες.
- Οι χώρες που πλήττονται από μεγαλύτερες και πιο αποσταθεροποιητικές φούσκες τείνουν να έχουν χαμηλή διαφάνεια, αδύναμες μακροοικονομικές πολιτικές κι έλλειψη διαφοροποίησης (*diversification*) στις οικονομίες τους (Gur, 2011).

3.7. Μακροχρόνια Οικονομική Στασιμότητα

Στον απόηχο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης (*financial crisis*), η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη παραμένει σημαντικά βραδύτερη συγκριτικά με την περίοδο προ κρίσης. Πολλές ανεπτυγμένες χώρες εξακολουθούν να στερούνται ισχυρής αύξησης της ζήτησης και να βιώνουν πληθωρισμό πολύ χαμηλότερο από τους επιδιωκόμενους ρυθμούς, παρά τα πολλά χρόνια ευνοϊκής νομισματικής πολιτικής, τις βελτιωμένες οικονομικές συνθήκες και κάποια χαλάρωση της δημοσιονομικής εξυγίανσης. Οι αναπτυσσόμενες χώρες παρουσίασαν ταχεία ανάπτυξη μέχρι το 2010-2011 με την υιοθέτηση αντικυκλικών πολιτικών (*countercyclical policies*), οι οποίες αύξησαν την εγχώρια ζήτηση και μετρίασαν τα ερεθίσματα μείωσης του ρυθμού ανάπτυξης από το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον. Ωστόσο, αυτές οι πολιτικές έχουν ξεπεραστεί σταδιακά, καθώς πολλές αναπτυσσόμενες χώρες έχουν ασκήσει πιέσεις στις εγχώριες τιμές ή στα εμπορικά ισοζύγια και θα μπορούσαν να περιορισθούν μόνο με την αποδοχή της μείωσης της

εγχώριας ζήτησης. Οι αναπτυσσόμενες χώρες ενδέχεται να παρουσιάσουν προοδευτική μείωση του ρυθμού ανάπτυξης εάν η έλλειψη συνολικής ζήτησης στις ανεπτυγμένες χώρες επιμένει (Mayer, 2017).

Υπάρχουν ανησυχίες σχετικά με την οικονομική ανάπτυξη στις ανεπτυγμένες χώρες, η οποία είναι πολύ πιθανό να παραμείνει αδύναμη για παρατεταμένο χρονικό διάστημα. Οι ανησυχίες αυτές συνοψίζονται με τον όρο “secular stagnation” δηλαδή μια παρατεταμένη περίοδο χαμηλής ανάπτυξης που αντανακλά τη συνεχιζόμενη εξασθενημένη ζήτηση που θα μπορούσε να μετατραπεί σε στασιμότητα επειδή η αδύναμη αύξηση της πραγματικής παραγωγής ενισχύει τη μείωση της ανάπτυξης της δυνητικής παραγωγής.

Ο όρος χρησιμοποιήθηκε αρχικά απ’ τον Αμερικανό οικονομολόγο Alvin Hansen το 1938, προκειμένου να περιγράψει την επίμονη τάση μιας οικονομίας (ή ενός συνόλου οικονομιών) να παρουσιάζει μικρούς έως μηδενικούς ρυθμούς ανάπτυξης, αλλά και την αδυναμία της να αξιοποιήσει πλήρως και αποδοτικά όλες τις παραγωγικές της δυνατότητες (Hansen, 1939). Ο Larry Summers πρόσφατα ανέφερε ότι οι οικονομίες του βιομηχανικού κόσμου υποφέρουν από μια ανισορροπία που προκύπτει από την αυξανόμενη τάση για εξοικονόμηση και τη μείωση της τάσης για επενδύσεις. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η υπερβολική αποταμίευση να επιβραδύνει τη ζήτηση, μειώνοντας την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό. Επιπλέον, η ανισορροπία μεταξύ αποταμίευσης κι επενδύσεων μειώνει τα πραγματικά επιτόκια. Όταν επιτυγχάνεται σημαντική ανάπτυξη, όπως συνέβη στις Ηνωμένες Πολιτείες μεταξύ του 2003 και του 2007, αυτή προέρχεται από επικίνδυνα επίπεδα δανεισμού που οδηγούν την υπερβολική αποταμίευση σε μη βιώσιμα επίπεδα επενδύσεων (που στην περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών, εμφανίσθηκαν ως στεγαστική φούσκα) (Summers, 2016).

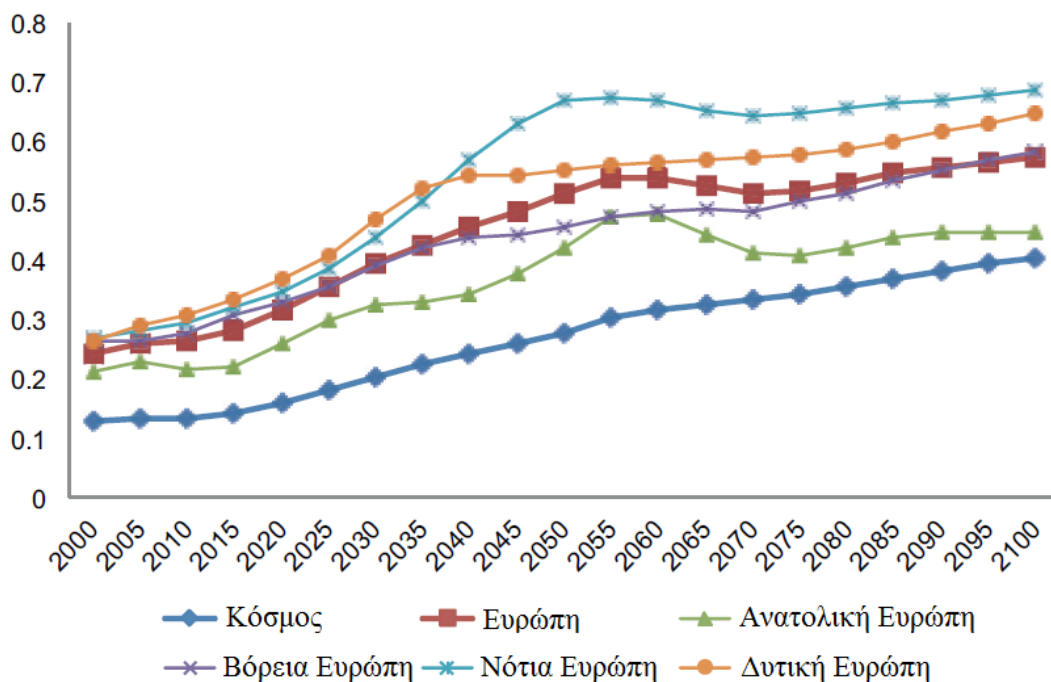
Η μακροχρόνια οικονομική στασιμότητα συνήθως αναφέρεται σε μια κατάσταση στην οποία η αποταμίευση μπορεί να ισοδυναμεί μόνο με επενδύσεις με αρνητικό πραγματικό επιτόκιο - μια ισορροπία που δεν μπορεί να επιτευχθεί εξαιτίας του περιορισμού των μηδενικών κατώτατων ορίων (zero lower bound, ZLB) στα επιτόκια και του χαμηλού πληθωρισμού.

Εξετάζοντας την αποταμίευση, οι δημογραφικές προοπτικές της Ευρώπης δείχνουν αύξηση των ποσοστών αποταμίευσης. Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 3.10, ο λόγος του πληθυσμού άνω των 65 ετών (συνταξιούχοι) προς τον πληθυσμό σε ηλικία

εργασίας (20 έως 64 ετών) στην Ευρώπη προβλέπεται να αυξηθεί από 24,3% το 2000 σε 35,4% το 2025 και σε 57,5 έως το 2100. Ακόμη και με το λόγο δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ πολύ χαμηλότερο από αυτόν που ήταν το 2013 για την Ευρωζώνη (92,6%), αυτό θα καθιστούσε τα περισσότερα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης ανίκανα να παρέχουν συνταξιοδοτικά οφέλη.

Η αύξηση του προσδόκιμου ζωής, σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα σχετικά με τα μελλοντικά συνταξιοδοτικά επιδόματα, αναμένεται να οδηγήσει σε σημαντική αύξηση της κατά κεφαλήν αποταμίευσης τόσο των εργαζομένων όσο και του πληθυσμού που συνταξιοδοτείται. Ακόμη και με τη μεταβολή της πληθυσμιακής σύνθεσης προς έναν πληθυσμό με χαμηλότερα ποσοστά αποταμίευσης, θα αυξηθούν οι συνολικές αποταμιεύσεις (Backus, Cooley, & Henriksen 2014, Carvalho & Ferrero 2014).

Διάγραμμα 3.10: Πληθυσμός άνω των 65 ετών / Πληθυσμός 20-64 ετών



Πηγή: *The 2012 Revision of the World Population Prospects, United Nations.*

Σχετικά με το εάν μπορεί να αποφευχθεί η μακροχρόνια οικονομική στασιμότητα στην Ευρώπη όπως αναφέρεται από τους Jimeno, Smets, & Yiangou, (2014), ορισμένες από τις μακροχρόνιες τάσεις στην Ευρώπη φαίνονται σε μεγάλο βαθμό μη αναστρέψιμες. Ειδικότερα, οι δημογραφικές εξελίξεις χαρακτηρίζονται από μεγάλη αδράνεια. Ακόμα και με κάποια ανάκαμψη στο δείκτη γονιμότητας, με αυξήσεις στην ηλικία συνταξιοδότησης και με υψηλότερες μεταναστευτικές ροές από χώρες εκτός Ευρώπης, ο λόγος του συνταξιοδοτηθέντα πληθυσμού προς τον

πληθυσμό σε ηλικία εργασίας θα συνεχίσει να αυξάνεται έντονα (Teulings & Baldwin, 2014).

Οι προοπτικές για την επενδυτική ζήτηση, ωστόσο, δεν είναι καθορισμένες. Υπάρχουν δύο παράγοντες που θα μπορούσαν να μεταβάλουν ουσιαστικά το επενδυτικό περιβάλλον στην Ευρωζώνη:

- Οι δυνατότητες μείωσης του κόστους του κεφαλαίου μέσω της επανεκκίνησης του χρηματοπιστωτικού τομέα και της ολοκλήρωσης της ενιαίας αγοράς κεφαλαίων.
- Η δυνατότητα απελευθέρωσης των κερδών παραγωγικότητας από τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (μια δυνατότητα πολύ μεγαλύτερη από αυτή άλλων προηγμένων οικονομιών).

Οι Ηνωμένες Πολιτείες, με την εφαρμογή επεκτατικής νομισματικής πολιτικής, εξήλθαν πρώτες απ' την κρίση, αλλά συνεχίζουν να αντιμετωπίζουν προβλήματα στην επίτευξη σταθερής οικονομικής ανάπτυξης. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση η κατάσταση είναι ακόμα χειρότερη, καθώς τα περισσότερα κράτη κινούνται στα όρια της οικονομικής στασιμότητας, ενώ η ανάπτυξη της Κίνας επίσης επιβραδύνεται. Οι χαμηλές τιμές της ενέργειας πλήττουν τις οικονομίες των αναδυόμενων χωρών με τον κίνδυνο πτώχευσης να ελλοχεύει.

Η υπόθεση της μακροχρόνιας οικονομικής στασιμότητας περιγράφει τον κίνδυνο η πολύ αργή οικονομική ανάπτυξη να γίνει ο νέος κανόνας στις ανεπτυγμένες χώρες, διότι η παραδοσιακές μακροοικονομικές πολιτικές και ιδιαίτερα η νομισματική πολιτική καθίσταται αναποτελεσματική (Krugman, 2014, Summers, 2014a, Summers, 2014b). Η υπόθεση αυτή επιβεβαιώνει ότι η χρηματοπιστωτική κρίση της περιόδου 2007-2008 ήταν ένα γεγονός δευτερευούσης σημασίας και ότι η κύρια αιτία για τη βραδεία ανάκαμψη από την κρίση ήταν η δεκαετίας μακροχρόνια τάση ανεπαρκούς αύξησης της συνολικής ζήτησης.

Οι Ηνωμένες Πολιτείες αντιμετώπισαν τις αρνητικές συνέπειες στην ανάπτυξη προϊόντος από διαδοχικά κύματα ευνοϊκής νομισματικής πολιτικής. Κάθε ένα από αυτά τα επεισόδια επέτρεψε την προσωρινή αντιστάθμιση των κενών ζήτησης λόγω της μη βιώσιμης αύξησης των καταναλωτικών δαπανών με βάση την ευκολότερη πρόσβαση στα δάνεια και τις επιδράσεις των περιουσιακών στοιχείων στις φούσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Άλλες μεγάλες ανεπτυγμένες χώρες, όπως η Γερμανία και η Ιαπωνία, υποστήριξαν την εγχώρια συνολική ζήτηση λόγω των

μεγάλων εμπορικών πλεονασμάτων. Συνολικά, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής στις ανεπτυγμένες χώρες και ιδιαίτερα στις Ηνωμένες Πολιτείες αντιμετωπίζουν μια συρρίκνωση μεταξύ της αποδοχής της παρατεταμένης υποτονικής αύξησης της παραγωγής και της δημιουργίας ολοένα και μεγαλύτερων φουσκών στην αγορά περιουσιακών στοιχείων, εκτός εάν αντιμετωπισθούν με επιτυχία οι βαθύτερες αιτίες της μακροχρόνια οικονομικής στασιμότητας.

Όπως αναφέρει ο Mayer (2017), σύμφωνα με τον Summers (2014b) και τους Teulings & Baldwin (2014), οι αιτίες της μακροχρόνιας οικονομικής στασιμότητας που αφορούν τη μειούμενη μακροπρόθεσμη δυναμική ανάπτυξη η οποία συγκρατεί τις τρέχουσες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου είναι:

1. Η επιβράδυνση της ανάπτυξης του εργατικού δυναμικού, εξαιτίας τόσο της μείωσης του ρυθμού αύξησης του πληθυσμού όσο και της μείωσης της συμμετοχής του εργατικού δυναμικού (η οποία απαιτεί λιγότερα κεφάλαια για τον εξοπλισμό των εργαζομένων).
2. Οι διαρθρωτικές μεταβολές στις διαδικασίες παραγωγής που προκαλούν τεχνολογικά ηγετικές επιχειρήσεις να λειτουργούν με χαμηλότερους δείκτες κεφαλαίου - παραγωγής και να μειώνουν τις δαπάνες τους για σταθερές επενδύσεις.
3. Η μείωση των σχετικών τιμών των κεφαλαιουχικών αγαθών, έτσι ώστε η αγορά μιας δεδομένης μονάδας τέτοιων αγαθών να συνεπάγεται χαμηλότερα επίπεδα σταθερών επενδυτικών δαπανών.

Ωστόσο, αυτή η στρατηγική έχει επιδιωχθεί τα τελευταία χρόνια και η συνεχής υποτονικότητα στην οικονομική ανάκαμψη δείχνει ότι η καταπολέμηση της ανεπαρκούς ζήτησης μόνο μέσω της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής είναι ανεπαρκής για την τόνωση της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας. Αντίθετα, πιθανώς υπονομεύει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, για παράδειγμα, αυξάνοντας την ανάληψη κινδύνων από τους επενδυτές που αναζητούν απόδοση και καθιστώντας τα σχήματα Ponzi πιο ελκυστικά (Summers, 2014a). Επιπλέον, τα διανεμητικά αποτελέσματα των επακόλουθων φούσκων τιμών των περιουσιακών στοιχείων τείνουν να ενισχύσουν, αντί να αντιμετωπίσουν, την ανεπάρκεια της συνολικής ζήτησης (Mayer, 2017).

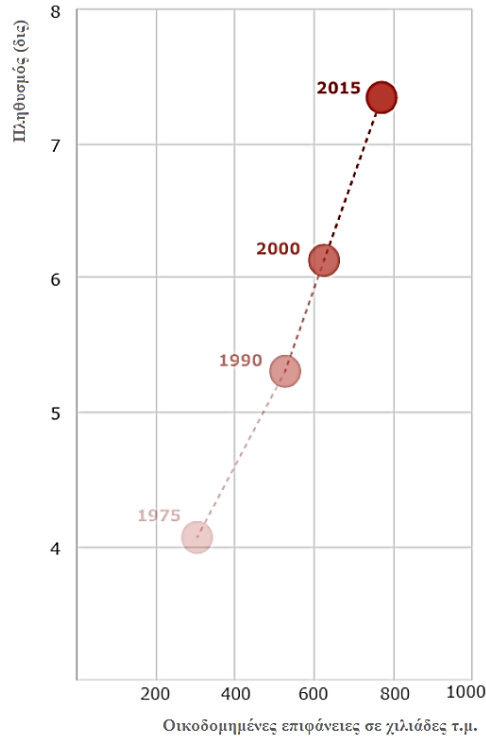
4. ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Οι τιμές και οι ποσότητες στις αγορές κατοικίας καθορίζονται σε μεγάλο βαθμό από την αλληλεπίδραση του κατασκευαστικού τομέα (πλευρά προσφοράς) με τα νοικοκυριά (πλευρά ζήτησης). Οι βασικές μεταβλητές που διέπουν την προσφορά νέων κατοικιών περιλαμβάνουν τις τιμές, το κόστος των οικοδομικών υλικών και της γης, το κόστος χρηματοδότησης και το ποσό του αποθέματος κατοικιών. Ομοίως, βασικές μεταβλητές που διέπουν τη ζήτηση κατοικίας περιλαμβάνουν τις τιμές, το ύψος των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων, τις προσδοκίες για μόνιμο εισόδημα ή πλούτο, τα ποσοστά απόδοσης άλλων επενδύσεων και τους δημογραφικούς παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση αγοράς κατοικίας (Kraimer, 2005).

Οι δημογραφικές τάσεις διαμορφώνουν και καθοδηγούν τις αγορές κατοικίας όσον αφορά τη δομή της ηλικίας και την αλλαγή του πληθυσμού. Ανεξάρτητα από τις μακροοικονομικές συνθήκες, η συνεχής δυναμική του μεταβαλλόμενου δημογραφικού πληθυσμού σημαίνει αλλαγή των απαιτήσεων στέγασης παρέχοντας τον κινητήρα για την αγορά κατοικίας.

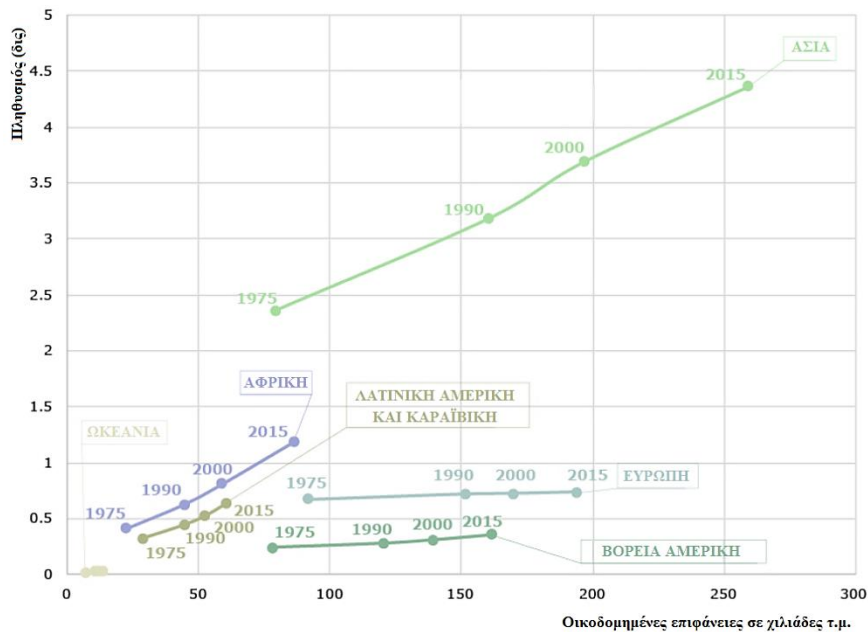
Μέσα σε σαράντα χρόνια οι δομημένες επιφάνειες ανά τον κόσμο υπερδιπλασιάστηκαν και ο πληθυσμός σχεδόν διπλασιάστηκε (διάγραμμα 4.1, (Pesaresi, Melchiorri, Siragusa, & Kemper, 2016)). Το μεταβαλλόμενο δημογραφικό περιβάλλον οδηγεί στην πραγματική ζήτηση κατοικιών και κατασκευών. Αυτό επηρεάζει άμεσα τις τιμές κατοικίας μεταβάλλοντάς τες διαχρονικά, οδηγώντας σε κύκλους στην αγορά ακινήτων.

Διάγραμμα 4.1: Δομημένες επιφάνειες και πληθυσμιακές τάσεις (1975, 1990, 2000, 2015)



Πηγή: *Atlas of the Human Planet, 2016*¹².

Διάγραμμα 4.2: Δομημένες επιφάνειες και πληθυσμιακές τάσεις ανά ήπειρο (1975, 1990, 2000, 2015)



Πηγή: *Atlas of the Human Planet, 2016*¹³.

¹² Pesaresi Martino, Melchiorri Michele, Siragusa Alice, Kemper Thomas; Atlas of the Human Planet 2016.

¹³ Pesaresi Martino, Melchiorri Michele, Siragusa Alice, Kemper Thomas; Atlas of the Human Planet 2016.

Η ύπαρξη σχέσης μεταξύ των δημογραφικών στοιχείων και των τιμών των κατοικιών είναι αδιαμφισβήτητη. Ένας δημογραφικός παράγοντας που είναι ιδιαίτερα σημαντικός είναι η ηλικιακή κατανομή. Ένα φαινόμενο baby-boom ή μια προσωρινή αύξηση του ποσοστού των γεννήσεων μετατοπίζει την κατανομή της ηλικίας. Αυτό είναι σημαντικό επειδή τα ποσοστά ιδιοκατοίκησης ποικίλουν ανάλογα με την ηλικία. Προφανώς η αρχική απόφαση για αγορά κατοικίας συνδέεται στενά με τα γεγονότα του κύκλου ζωής όπως είναι η ύπαρξη οικογένειας (35-44 ετών). Είναι σημαντικό ότι τα ποσοστά ιδιοκατοίκησης για τα νοικοκυριά ηλικίας 65 ετών και άνω είναι πολύ υψηλά. Οι άνω των 65 είναι απρόθυμοι να εγκαταλείψουν την κατοικία τους, ακόμη και όταν το μέγεθος των νοικοκυριών τους συρρικνώνεται και η ανάγκη για χώρο μειώνεται.

Ως baby-boom περιγράφεται μια περίοδος δημογραφικής ανανέωσης, όπου η αναπαραγωγική συμπεριφορά ενός πληθυσμού παρουσιάζει μια νέα δυναμική που χαρακτηρίζεται από τη σημαντική αύξηση του αριθμού των γεννήσεων και την άνοδο των δεικτών γονιμότητας. Ο όρος χρησιμοποιήθηκε αρχικά για να περιγράψει την απότομη και μη αναμενόμενη αύξηση του αριθμού των γεννήσεων που σημειώθηκε αμέσως μετά το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου, στις περισσότερες από τις βιομηχανικές χώρες του Δυτικού κόσμου. Αν και η χρονιά έναρξης όσο και η διάρκεια αυτής της περιόδου υψηλής γονιμότητας διαφέρει από χώρα σε χώρα, baby-boomers καλούνται οι γενιές που γεννήθηκαν μετά το 1945 και μέχρι τα μέσα περίπου της δεκαετίας του 1960 (Τραγάκη, Μπάκαβος, & Ντούνας, 2015).

Οι οικονομικές και κοινωνικές συνέπειες της περιόδου του baby-boom είναι ακόμη αισθητές (Van Bavel & Reher, 2013). Αρχικά, το baby-boom ενίσχυσε την αγορά καταναλωτικών ειδών, έδωσε ώθηση στην αγορά ακινήτων και διαμόρφωσε νέα δεδομένα στην αγορά εργασίας. Οι baby-boomers σταδιακά απέκτησαν το δικό τους καταναλωτικό πρότυπο και τις δικές τους επιλογές ζωής. Στον απόηχο του baby-boom καταγράφεται η αύξηση των γεννήσεων, όταν οι baby-boomers έφθασαν στην αναπαραγωγική ηλικία, η ανάπτυξη της οικονομίας όταν εισήλθαν μαζικά στην αγορά εργασίας και η διόγκωση των δαπανών για συντάξεις όταν έφθασαν στη συντάξιμη ηλικία (Τραγάκη et al., 2015).

Η σχέση μεταξύ των δημογραφικών στοιχείων και των τιμών των κατοικιών παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, τόσο επειδή η κατοικία αποτελεί μεγάλο μέρος του πλούτου του τυπικού νοικοκυριού όσο κι επειδή πολλά χρειάζεται να

αποσαφηνισθούν σχετικά με τις συνέπειες των baby-boomers, οι οποίοι ρευστοποιούν την κατοικία και τα περιουσιακά στοιχεία τους. Αναλύοντας τις επιπτώσεις των baby-boomers στην αγορά ακινήτων γίνεται αντιληπτή η επίδραση των δημογραφικών παραγόντων στην αγορά ακινήτων. Ενώ τα ποσοστά κατοχής κατοικίας παραμένουν υψηλά καθώς η ηλικία των νοικοκυριών μεγαλώνει, υπάρχει μια συζήτηση σχετικά με το εάν οι πραγματικές δαπάνες στέγασης μειώνονται με την ηλικία. Από τη μία πλευρά, οι baby-boomers έχουν περισσότερα χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία και γενικά καλύτερη υγεία από τους γονείς τους, γεγονός που τείνει να υποστηρίζει την κατανάλωση κατοικιών. Από την άλλη πλευρά, οι αλλαγές στη φορολογία μειώνουν την κατανάλωση κατοικιών. Κάποια στιγμή, ο θάνατος ή η ασθένεια θα προκαλέσουν την είσοδο των κατοικιών του baby-boomers στην αγορά (Krainer, 2005).

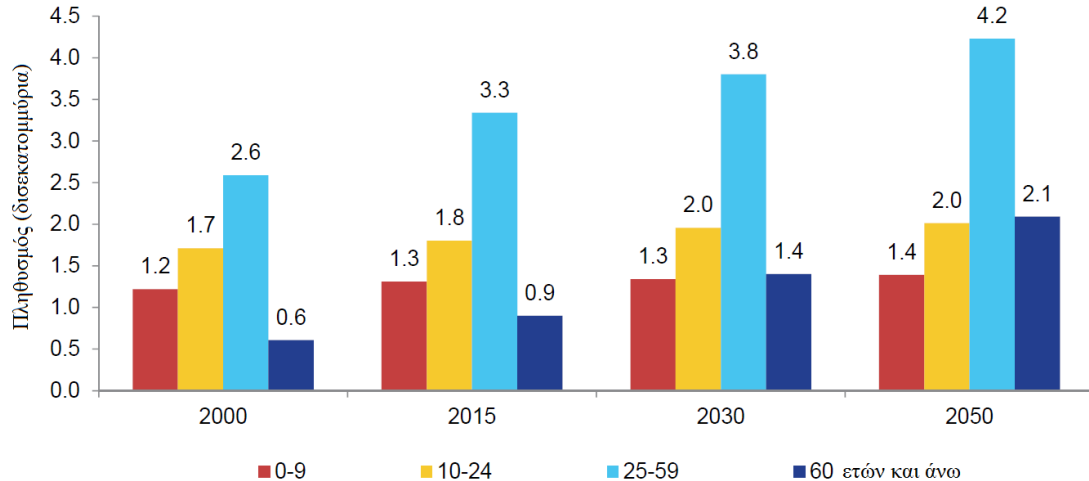
Χρόνο με το χρόνο, οι άνθρωποι σ' όλο τον κόσμο ζουν περισσότερο, ενώ παράλληλα αποκτούν ολοένα και λιγότερα παιδιά. Ο συνδυασμός των δύο διακριτών δημογραφικών τάσεων οι οποίες αλληλεξαρτώνται, έχει ως αποτέλεσμα τη σταδιακή γήρανση του πληθυσμού. Η πληθυσμιακή γήρανση εκφράζεται με διάφορους δείκτες, που αποτυπώνουν άλλοτε την αριθμητική σχέση μεταξύ διαφορετικών ηλικιακών ομάδων (δείκτες γήρανσης, ηλικιακής εξάρτησης, ανανέωσης ενεργού πληθυσμού), άλλοτε το ποσοστό του πληθυσμού άνω των 65 ετών (άτομα τρίτης ηλικίας) ή άνω των 80 ετών (τέταρτη ηλικία) και άλλοτε την προς τα πάνω μετατόπιση του ηλικιακού κέντρου βάρους ενός πληθυσμού (ηλικιακή διάμεσος).

Σχεδόν κάθε χώρα αντιμετωπίζει αύξηση του αριθμού και της αναλογίας των ηλικιωμένων στον πληθυσμό. Η γήρανση του πληθυσμού - το αυξανόμενο μερίδιο των ηλικιωμένων ως προς τον πληθυσμό - είναι έτοιμη να γίνει ένας από τους σημαντικότερους κοινωνικούς μετασχηματισμούς του εικοστού πρώτου αιώνα, με συνέπειες για όλους σχεδόν τους τομείς της κοινωνίας, συμπεριλαμβανομένων των αγορών εργασίας και των χρηματοπιστωτικών αγορών, της ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών, όπως η κατοικία, οι μεταφορές και η κοινωνική προστασία, καθώς και οι οικογενειακές δομές και οι σχέσεις μεταξύ των γενεών (United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, 2015).

Οι οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες της Ευρώπης και η Ιαπωνία είναι από τις πρώτες περιοχές που βρέθηκαν αντιμέτωπες με τις επιπτώσεις του φαινομένου και είναι αυτές που βρίσκονται στο πιο προχωρημένο στάδιο της γήρανσης. Ωστόσο,

ενδιαφέρον έχει η διαπίστωση ότι οι ταχύτεροι ρυθμοί γήρανσης καταγράφονται στις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες και ιδιαίτερα την Κίνα, που είναι η χώρα με το μεγαλύτερο αριθμό ηλικιωμένων σε απόλυτα μεγέθη. Η περίπτωση της Κίνας παρουσιάζει εξαιρετικό ενδιαφέρον, λόγω της απότομης μείωσης της γονιμότητας που προκάλεσε η εφαρμογή της πολιτικής του ενός παιδιού (Τραγάκη et al., 2015).

Διάγραμμα 4.3: Παγκόσμιος πληθυσμός κατά ευρεία ηλικιακή ομάδα, 2000, 2015, 2030 και 2050



Πηγή: United Nations (2015), *World Population Prospects: The 2015 Revision*.

Η οικονομική θεωρία, ο συνδυασμός της υπόθεσης κύκλου ζωής και των μοντέλων αλληλοεπικάλυψης, υποδηλώνει ότι η γήρανση έχει άμεση επίπτωση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Η υπόθεση του κύκλου ζωής, που προέρχεται από τους Modigliani & Brumberg (1954), αναφέρει ότι τα πρότυπα εξοικονόμησης διαφέρουν ανάλογα με την ηλικία. Τα άτομα δανείζονται όταν είναι νέα και στη μέση ηλικία τους αποπληρώνουν αυτά τα χρέη αποταμιεύοντας για τα επόμενα χρόνια που θα έχουν μεγαλώσει.

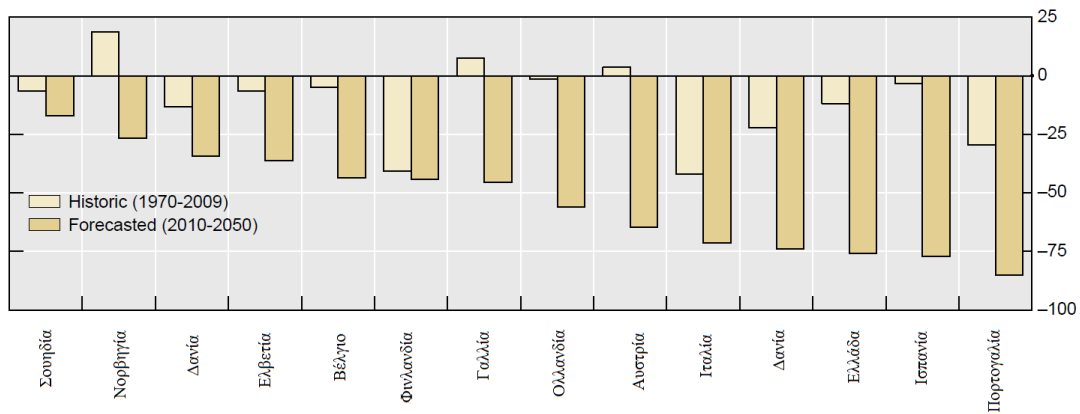
Σε ένα μοντέλο γενεάς, που προέρχεται από τους Allais (1947), Samuelson (1958) και Diamond (1965), οι νέοι αποταμιεύουν για το γήρας αγοράζοντας περιουσιακά στοιχεία, ενώ οι μεγάλοι σε ηλικία πωλούν περιουσιακά στοιχεία για τη χρηματοδότηση της συνταξιοδότησης. Αυτή η μεταφορά περιουσιακών στοιχείων μπορεί να γίνει άμεσα ή μέσω οργανισμών όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Σε αυτό το πλαίσιο, η μεταβολή του σχετικού μεγέθους των αγοραστών περιουσιακών στοιχείων (των νέων) και των πωλητών (των μεγάλης ηλικίας) έχει συνέπειες για τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Συγκεκριμένα, οι αγορές περιουσιακών στοιχείων της γενιάς των baby-boomers στις Ηνωμένες Πολιτείες αυξάνουν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Αντίθετα, εάν η οικονομία γερνά, δηλαδή η επόμενη γενιά

είναι σχετικά μικρότερη, τότε οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων μειώνονται (Takáts, 2010).

Καθώς οι baby-boomers έφθασαν σε ηλικία εργασίας και άρχισαν να αγοράζουν κατοικίες, ώθησαν τις τιμές των ακινήτων προς τα πάνω. Καθώς οι baby-boomers μεγαλώνουν, θα μειώσουν το στεγαστικό τους απόθεμα - και έτσι θα προκαλέσουν μείωση στις τιμές.

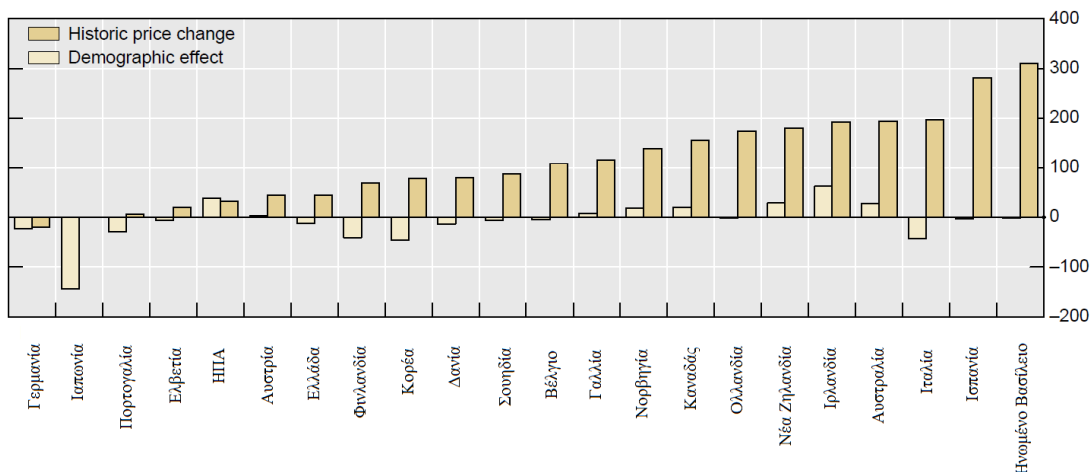
Οι τιμές των κατοικιών όμως μπορούν να αυξηθούν σημαντικά παρά τις ισχυρές δημογραφικές αδυναμίες. Η αύξηση οφείλεται σε άλλους, μη δημογραφικούς παράγοντες. Συγκεκριμένα, το διάγραμμα 4.4 δείχνει ότι οι δημογραφικές αντιξοότητες δεν μεταφράζονται απαραίτητως σε πραγματικές μειώσεις των τιμών των κατοικιών.

Διάγραμμα 4.4: Δημογραφικές επιπτώσεις στην κατοικία - Ηπειρωτική Ευρώπη (ποσοστό)



Πηγή: BIS, 2010.

Διάγραμμα 4.5: Μεταβολή πραγματικών τιμών κατοικίας και οι δημογραφικές επιπτώσεις 1970-2009 (ποσοστό)



Πηγή: BIS, 2010.

Η γήρανση θα μειώσει τις πραγματικές τιμές των κατοικιών σε σύγκριση με τα ουδέτερα δημογραφικά στοιχεία τα επόμενα σαράντα χρόνια σε όλες τις χώρες του

δείγματος. Τα ευρήματα δεν συνεπάγονται απόλυτη πτώση των πραγματικών τιμών των κατοικιών, καθώς αυτές επηρεάζονται από πολλούς άλλους παράγοντες που θα μπορούσαν να αντισταθμίσουν τις δημογραφικές αντιξοότητες (Takáts, 2010).

Οι εκτιμήσεις δείχνουν ότι θα υπάρξουν προβλήματα σχετικά με τις πραγματικές τιμές των κατοικιών κατά τη διάρκεια των επόμενων ετών λόγω της γήρανσης. Αν και τα αποτελέσματα δεν συνεπάγονται απόλυτη πτώση των πραγματικών τιμών, είναι πολύ πιθανό ότι τα επόμενα χρόνια οι τιμές των κατοικιών στις προηγμένες οικονομίες θα αντιμετωπίσουν ένα πιο δύσκολο περιβάλλον από ότι τα τελευταία χρόνια.

Σύμφωνα με το National Research Council (2012) των Ηνωμένων Πολιτειών, υπάρχουν τέσσερις βασικές προσεγγίσεις για την προσαρμογή στο νέο οικονομικό τοπίο δημιουργούμενο από τη γήρανση του πληθυσμού και για την παροχή πόρων προκειμένου να στηριχθεί η κατανάλωση των νοικοκυριών κατά τα επόμενα έτη:

- Οι εργαζόμενοι εξοικονομούν περισσότερο (και καταναλώνουν λιγότερο) προκειμένου να προετοιμασθούν καλύτερα για τις συντάξεις τους.
- Οι εργαζόμενοι πληρώνουν υψηλότερους φόρους (και καταναλώνουν έτσι λιγότερο) προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα οφέλη για τους ηλικιωμένους.
- Τα οφέλη (και κατά συνέπεια η κατανάλωση) για τους ηλικιωμένους μειώνονται έτσι ώστε να ευθυγραμμίζονται με τους τρέχοντες συντελεστές φορολογίας κι αποταμίευσης.
- Οι άνθρωποι εργάζονται περισσότερο και συνταξιοδοτούνται αργότερα, αυξάνοντας τα κέρδη τους και την εθνική παραγωγή.

Οι Poterba, Venti, & Wise (2011) αναφέρουν ότι για πολλά νοικοκυριά μεγάλης ηλικίας, η κοινωνική ασφάλιση (Social Security) και η ιδιοκατοικούμενη κατοικία είναι οι κύριες πηγές συνταξιοδοτικής ασφάλειας. Το housing equity μπορεί να αποτελέσει σημαντική πηγή οικονομικής στήριξης για την αντιμετώπιση δυσμενών διαταραχών. Μια από τις πρώτες μελέτες για τη δημογραφική διαφοροποίηση και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (Mankiw & Weil, 1989) επικεντρώθηκε στο πώς η μεταβαλλόμενη ηλικιακή δομή μπορεί να επηρεάσει τη ζήτηση κατοικιών και τελικά τις τιμές κατοικιών. Η έρευνα αυτή έδειξε ότι η γήρανση του πληθυσμού θα μπορούσε να οδηγήσει σε μείωση της ζήτησης κατοικιών και κατ' επέκταση σε μείωση των τιμών των κατοικιών.

Ένα χαρακτηριστικό που διακρίνει τις ιδιοκατοικούμενες κατοικίες από τις μετοχές, τα ομόλογα και πολλά χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία είναι ότι πρέπει να ανήκουν στην εγχώρια αγορά. Αυτό οδηγεί σε μια στενότερη σύνδεση μεταξύ της ηλικιακής διάρθρωσης ενός πληθυσμού και του επιπέδου ζήτησης για αυτού του είδους κατοικίας.

Σε χώρες με φθίνοντα πληθυσμιακό αριθμό, καθώς και γηράσκοντες πληθυσμούς, όπως ορισμένες χώρες της Ευρώπης, η ζήτηση για κατοικίες θα μειωθεί κατά τις επόμενες δεκαετίες. Αυτό θα οδηγήσει σε μικρότερη συνολική αξία των ακίνητων περιουσιακών στοιχείων. Αυτό μπορεί να συμβεί μέσω της μείωσης των νέων κατασκευών, της σχετικής απαξίωσης του υπάρχοντος αποθέματος κατοικιών ή / και της μείωσης της τιμής των υφιστάμενων κατοικιών. Η πτώση των τιμών των κατοικιών είναι ένα μήνυμα στους κατασκευαστές για να μειώσουν τις νέες κατασκευές. Οι τιμές των οικοπέδων ενδέχεται επίσης να μειωθούν, καθώς η γη, σε αντίθεση με τις κατοικίες, δεν απαξιώνεται. Οι επιπτώσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι πιθανό να είναι πιο μετριοπαθείς, διότι προβλέπεται ότι ο πληθυσμός των Ηνωμένων Πολιτειών θα συνεχίσει να αυξάνεται μέσα στον επόμενο αιώνα. Οι επιπτώσεις στις τιμές κατοικιών και γης είναι επίσης πιθανό να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των περιφερειών ακόμη και μεταξύ των μητροπολιτικών περιοχών.

Η πτώση των τιμών των κατοικιών εξαρτάται από τρεις παράγοντες: από την ελαστικότητα ζήτησης για κατοικίες, το σχηματισμό προσδοκιών και από την ελαστικότητα προσφοράς. Ωστόσο οι έρευνες στα αστικά οικονομικά, υποδηλώνουν ότι δύο από αυτούς τους παράγοντες, ο σχηματισμός προσδοκιών και η συνάρτηση προσφοράς, είναι πιθανότατα πιο ευέλικτοι από ό, τι θεωρήθηκε κάποτε. Επιπλέον, ένας αρνητικός παράγοντας που επηρεάζει τη ζήτηση, όπως η γήρανση και η έξοδος των baby-boomers, είναι μόνο ένας από τους πολλούς παράγοντες που πρέπει να εξετασθούν για την πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών κατοικίας (Krainer, 2005).

Μερικές πρώτες εκτιμήσεις για το μέλλον μέσα από το πρίσμα της δημογραφικής γήρανσης (Economic Policy Committee, 2003) παρατίθενται παρακάτω:

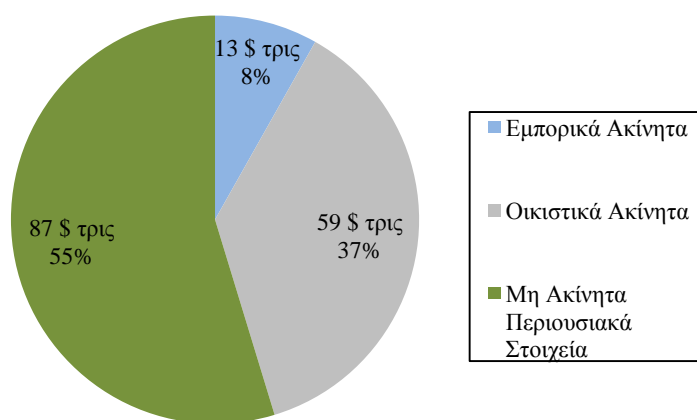
- βραδεία ή αρνητική οικονομική ανάπτυξη
- συρρίκνωση του εργατικού δυναμικού
- χαμηλή παραγωγικότητα

- διαρκώς αυξανόμενες δημοσιονομικές δαπάνες, κυρίως λόγω της αύξησης των δαπανών σύνταξης, μακροχρόνιας φροντίδας και υγειονομικής περίθαλψης

Τόσο για τις περισσότερο όσο και για τις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες, το μακροπρόθεσμο δημοσιονομικό κόστος από την αναμενόμενη δημογραφική κρίση εκτιμάται ότι θα είναι πολλαπλάσιο του κόστους της τρέχουσας οικονομικής κρίσης (IMF, 2009). Άλλωστε, είναι γεγονός ότι το σημαντικότερο πρόβλημα της Ευρώπης σήμερα είναι δημογραφικό και όχι οικονομικό, κυρίως διότι οι προηγούμενες οικονομικές κρίσεις ξεπεράστηκαν χάρη στη δυναμική του πληθυσμού που σήμερα εκλείπει (Tragaki & Ronolis, 2014).

Δεδομένης της γήρανσης του παγκόσμιου πληθυσμού, φαίνεται πολύ απίθανο η αγορά ακινήτων να μην παρουσιάσει ποσοστά αύξησης ως κατηγορία επενδύσεων. Το διάγραμμα 4.6 δείχνει ότι τα οικιστικά ακίνητα κατέχουν περίπου το 40% του παγκόσμιου πλούτου και, ως εκ τούτου, πρέπει να κατέχουν ένα μεγάλο μέρος στα θεσμικά χαρτοφυλάκια.

Διάγραμμα 4.6: Παγκόσμιος πλούτος – σταθερές τιμές 2000



Πηγή: UN, IPD, Grosvenor, 2009.

Η ανάγκη όλων των κοινωνιών, των χωρών του ΟΟΣΑ και των αναδυόμενων χωρών, για παροχή συντάξεων, θα καθορίσει τη ζήτηση για ακίνητα ως επενδυτικό περιουσιακό στοιχείο. Αυτή η επενδυτική ζήτηση θα συμπληρωθεί από ισχυρά θεμελιώδη στοιχεία. Σύμφωνα με το «Urban Age Project» του London School of Economics, ο αριθμός των κατοίκων των πόλεων θα διπλασιασθεί τα επόμενα χρόνια (πίνακας 4.1).

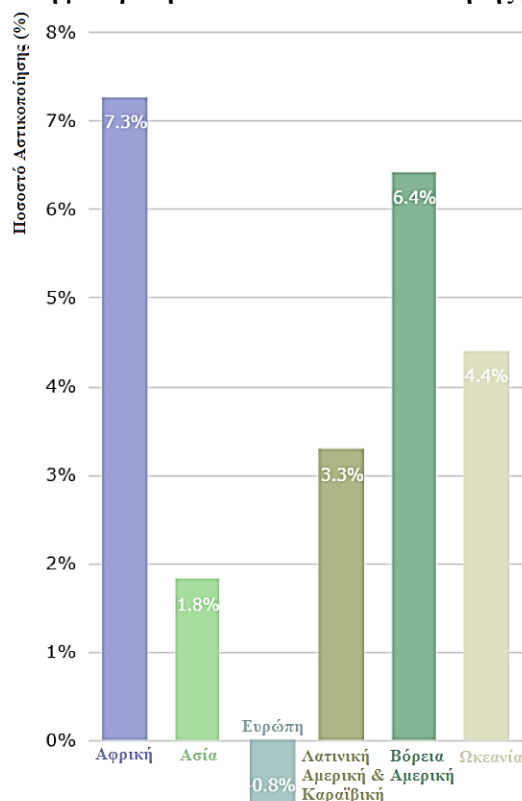
Πίνακας 4.1: Κάτοικοι πόλεων

Έτος	Ζωή στις Πόλεις	Παγκόσμιος Πληθυσμός	Κάτοικοι Πόλεων
1900	10%	1,6 δις	160 εκατ.
2011	50%	6,1 δις	3,05 δις
2050	75%	9,2 δις	6,9 δις

Πηγή: Barkham, 2012.

Η αύξηση του πληθυσμού, η οικονομική ανάπτυξη και η αστικοποίηση, προστίθενται στην έντονη ζήτηση για ακίνητα. Η ανάπτυξη των πόλεων όχι μόνο αυξάνει τη ζήτηση για ακίνητα, αλλά αυξάνει αντίστοιχα και την προσφορά τους. Η ανάπτυξη των πόλεων είναι πιθανό να προσθέσει περίπου 3,5% ετησίως στο παγκόσμιο απόθεμα ακινήτων με επενδυτική ποιότητα στο άμεσο μέλλον. Δεδομένου ότι οι επενδυτές συμβουλεύονται επαρκώς σχετικά με το αστικό και κοινωνικό πλαίσιο στο οποίο αναπτύσσουν το κεφάλαιό τους και το κατάλληλο χρονικό πλαίσιο για την κατοχή περιουσιακών στοιχείων, η αγορά ακινήτων θα κατέχει μια σημαντική θέση ως κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, όπως αυτή των μετοχών και των ομολόγων, τα επόμενα χρόνια (Barkham, 2012).

Διάγραμμα 4.7: Περιφερειακή μεταβολή του ποσοστού αστικοποίησης μεταξύ 1990 και 2015



Πηγή: Atlas of the Human Planet, 2016.

Αξίζει να αναφερθεί πως η αστικοποίηση αυξήθηκε σε παγκόσμιο επίπεδο σε ποσοστό 2,8%, από 1,5% μόνο μεταξύ του 2000 και του 2015. Οι μεταβολές του δείκτη αστικοποίησης είναι άνισες μεταξύ των ηπείρων. Η Αφρική είναι η ταχύτερα αστικοποιημένη ήπειρος ενώ στον αντίποδα η Ευρώπη παρουσιάζει μια μοναδική παγκόσμια τάση, όπου η αστικοποίηση μειώνεται όπως φαίνεται στο διάγραμμα. Η αστικοποίηση αναπτύσσεται γρήγορα και στη Βόρεια Αμερική ενώ στην Ασία, η αστικοποίηση αυξάνεται με ρυθμό περίπου 2%¹⁴.

Τρεις παράγοντες καθορίζουν την εξέλιξη του πληθυσμού: γεννήσεις, θάνατοι και καθαρή μετανάστευση. Σύμφωνα με την εξίσωση δημογραφικής εξισορρόπησης Deschermeier (2011) ο σημερινός πληθυσμός είναι ίσος με τον πληθυσμό χθες συν τις γεννήσεις, μείον τους θανάτους και συν την καθαρή μετανάστευση μεταξύ των δύο περιόδων. Το άθροισμα των γεννήσεων και των θανάτων ονομάζεται φυσική πληθυσμιακή ανάπτυξη.

Ως μετανάστευση ορίζεται κάθε μόνιμη μεταβολή στον τόπο διαμονής. Εκτός από τη μόνιμη κατοικία μεταφέρονται στο νέο τόπο διαμονής το σύνολο των δραστηριοτήτων του ατόμου που μεταναστεύει. Η μετανάστευση είναι συναρτώμενη του χώρου και προσδιορίζεται ως προς αυτόν. Οι μόνιμες αλλαγές κατοικίας που συμβαίνουν εντός των συνόρων μιας χώρας χαρακτηρίζονται ως εσωτερική μετανάστευση (internal migration), ενώ κάθε μετακίνηση που προϋποθέτει το πέρασμα των συνόρων καλείται εξωτερική ή διεθνής μετανάστευση (international migration). Επιπλέον το άτομο που μετακινείται προσδιορίζεται ως εξερχόμενος μετανάστης (emigrant) στη χώρα προέλευσης και ως εισερχόμενος μετανάστης (immigrant) στη χώρα προορισμού (Τραγάκη et al., 2015).

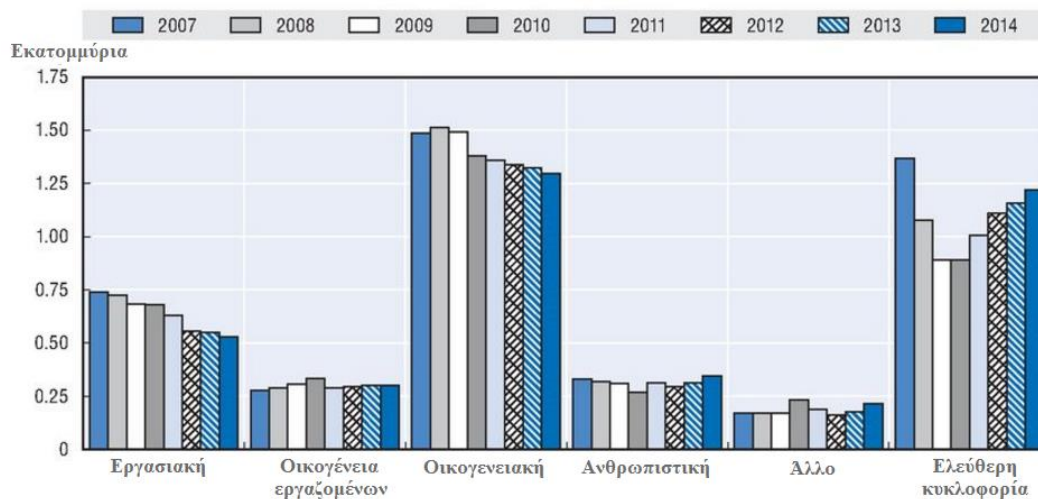
Κατά την τελευταία δεκαετία του προηγούμενου αιώνα, ο χάρτης των μεταναστευτικών ροών επαναχαρακτήρηκε: χώρες όπως η Ελλάδα και η Ιταλία που αποτελούσαν για δεκαετίες παραδοσιακές χώρες αποστολής εργατικού δυναμικού μετατράπηκαν σε νέες χώρες εισροής πληθυσμών κυρίως από χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, των οποίων οι μεταναστευτικές εκροές μέχρι εκείνη την εποχή ήταν απόλυτα ελεγχόμενες έως μηδενικές.

Μέσα στον 20ο αιώνα, δεν μεταβλήθηκε μόνο η ροή και η ένταση των μεταναστευτικών ρευμάτων. Άλλαξαν επίσης τα ατομικά χαρακτηριστικά των

¹⁴ Pesaresi Martino, Melchiorri Michele, Siragusa Alice, Kemper Thomas; Atlas of the Human Planet 2016.

ατόμων που επιλέγουν να εγκαταλείψουν τη χώρα τους. Παραδοσιακά η μετανάστευση αφορούσε κυρίως νεαρούς άνδρες στην αρχή της παραγωγικής τους ηλικίας. Το πρότυπο αυτό φαίνεται να αλλάζει: στα νέα μεταναστευτικά ρεύματα η ανδρική υπεροχή έχει περιορισθεί ή και εκλείψει (Rovolis & Tragaki, 2006; Tragaki & Rovolis, 2014) ενώ σταθερά αυξάνει η μέση ηλικία των μετακινούμενων. Επιπλέον, ο τυπικός μετανάστης δεν είναι απαραίτητα άτομο χαμηλών δεξιοτήτων. Αντίθετα, το φαινόμενο του brain drain, της διαρροής ατόμων επιστημονικής κατάρτισης και υψηλών δεξιοτήτων ανακύπτει ως μια επιπλέον αρνητική διάσταση για τις χώρες εκροής.

Διάγραμμα 4.8: Μόνιμες μεταναστευτικές ροές σε χώρες του ΟΟΣΑ ανά κατηγορία εισόδου, 2007-14



Πηγή: OECD, *International Migration Outlook*, 2016.

Σήμερα, η επίδραση της μετανάστευσης στους ρυθμούς πληθυσμιακής μεταβολής είναι πολύ σημαντική καθορίζοντας το μέγεθος ενός πληθυσμού ανεξάρτητα της φυσικής του κίνησης. Πολλές χώρες της Ευρώπης θα κατέγραφαν μείωση του πληθυσμού τους εάν απουσίαζαν οι μεταναστευτικές εισροές ενώ σε ορισμένες περιοχές της Αφρικής και της Ασίας οι ρυθμοί πληθυσμιακής αύξησης θα ήταν ακόμη υψηλότεροι. Η μετανάστευση αναδεικνύεται το σημαντικότερο από τα φλέγοντα ζητήματα παγκοσμίως και αυτό με την καθοριστικότερη επίδραση στις δημογραφικές εξελίξεις των επόμενων δεκαετιών (Τραγάκη et al., 2015).

Όπως αναφέρεται στη στατιστική έρευνα της (EMF, 2016) η εισροή προσφύγων και η έντονη μετανάστευση που οφείλεται στις προοπτικές της αγοράς εργασίας άλλαξαν σημαντικά τις δημογραφικές προοπτικές στη Γερμανία. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του Ινστιτούτου Οικονομικών Ερευνών της Κολωνίας, η Γερμανία χρειάζεται περισσότερες από 380.000 νέες κατοικίες ετησίως μέχρι το 2020. Η εισροή

προσφύγων στη Γερμανία επομένως έχει επιπτώσεις στην αγορά κατοικίας. Οι μεγαλύτερες γερμανικές πόλεις αντιμετωπίζουν ήδη σημαντικό πλεόνασμα της ζήτησης και αυξάνουν σημαντικά τα ενοίκια.

Αξίζει να αναφερθεί πως η πληθυσμιακή ανάπτυξη στη Γερμανία ήταν αρνητική, πράγμα που σημαίνει ότι χωρίς τη μετανάστευση ο πληθυσμός θα μειωνόταν. Η καθαρή μετανάστευση καθ' όλη τη διάρκεια των δεκαετιών έχει αποδειχθεί πολύ ασταθής. Το 2015 η Γερμανία κατέγραψε τη μεγαλύτερη εισροή μεταναστών στη μεταπολεμική ιστορία. Η εξέλιξη αυτή περιλαμβάνει πάνω από 1 εκατομμύριο πρόσφυγες που προέρχονται κυρίως από τη Συρία. Για πρώτη φορά στη γερμανική ιστορία, οι μετανάστες από μη ευρωπαϊκές χώρες ξεπέρασαν εκείνους από την Ευρώπη. Η εξέλιξη αυτή σηματοδοτεί μια διαρθρωτική διακοπή της δημογραφικής εξέλιξης.

Οι baby-boomers που θα φθάσουν σε ηλικία συνταξιοδότησης στις αρχές του 2020, η χαμηλή γονιμότητα και η αύξηση του προσδόκιμου ζωής αποτελούν λόγους γήρανσης της γερμανικής κοινωνίας. Η εξέλιξη αυτή θα προκαλέσει μια διαρθρωτική, μακροοικονομική αλλαγή στη γερμανική οικονομία. Η αγορά εργασίας θα αντιμετωπίσει έλλειψη εργαζομένων, ιδίως νέων ταλέντων. Αυτό πιθανόν να οδηγήσει σε έλλειψη δεξιοτήτων όταν η γενιά των baby-boomers αρχίσει να συνταξιοδοτείται. Επιπλέον, οι προτιμήσεις μιας γηράσκουσας κοινωνίας στις αγορές προϊόντων θα διαφέρουν από εκείνες του σημερινού μέσου καταναλωτή. Επίσης, οι χρηματοπιστωτικές αγορές θα πρέπει να σχεδιάσουν νέα προϊόντα δεδομένου ότι ένα μεγάλο μέρος του πληθυσμού θα βρίσκεται σε ένα σημείο της ζωής του που θα ξοδεύει αντί να αποταμιεύει τα χρήματά του.

5. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

5.1. Εισαγωγή στους Κύκλους της Αγοράς Ακινήτων¹⁵

Η αγορά ακινήτων, ασχολείται με μια σειρά φαινομένων, κυκλικού χαρακτήρα.

Συγκεκριμένα, ασχολείται με:

- τον κύκλο ενοικίασης ακινήτων (real estate rental cycle)
- τον κύκλο επενδύσεων (investment cycle)
- τον κύκλο κατασκευαστικού τομέα (development cycle)

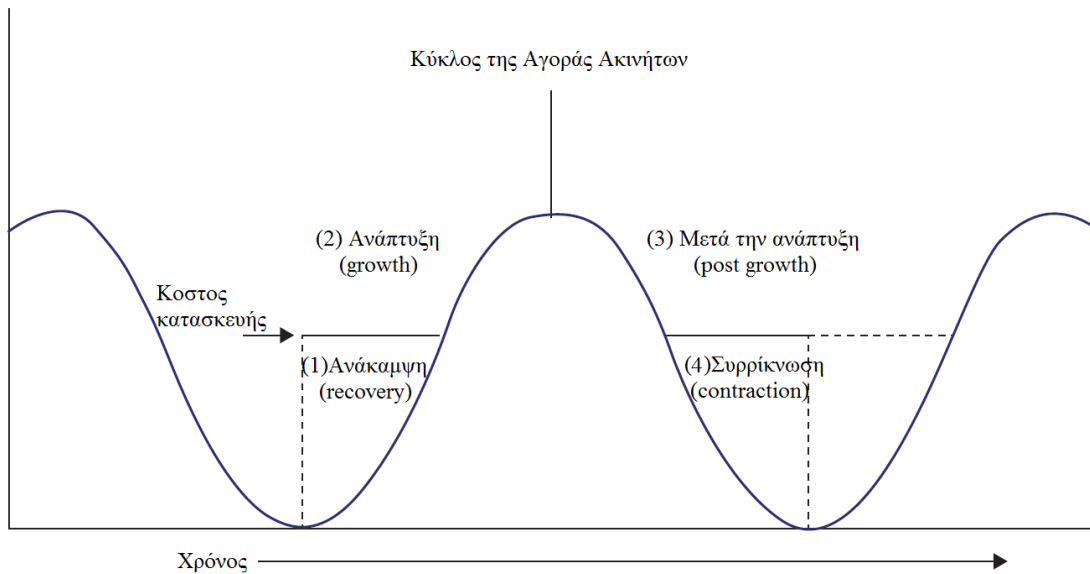
Έναν από τους πιο ολοκληρωμένους ορισμούς του κύκλου των ακινήτων (real estate cycle) αποτελεί αυτός του Royal Institution of Chartered Surveyors, ο οποίος δημοσιεύθηκε το 1994 στο “Understanding the Property Cycle”. Σύμφωνα με τον ορισμό αυτό, οι κύκλοι των ακινήτων είναι επαναλαμβανόμενοι, αλλά αποτελούν ακανόνιστες διακυμάνσεις στο ποσοστό της συνολικής απόδοσης όλων των ειδών ακινήτων, οι οποίες είναι επίσης εμφανείς σε πολλούς άλλους δείκτες της δραστηριότητας των ακινήτων, αλλά με ποικίλες χρονικές προπορεύσεις κι υστερήσεις (Pyhrr, Roulac, & Born, 1999).

5.1.1. Κύκλοι στην Αγορά Χρήσης

Οι παράγοντες που προκαλούν τους κύκλους στην αγορά χρήσης είναι σε μεγάλο βαθμό τοπικοί και σχετίζονται με τη ζήτηση και την προσφορά για χρήση του χώρου. Σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, οι διαφορετικές αγορές αντιμετωπίζουν διαφορετικές συνθήκες όσον αφορά την αύξηση των ενοικίων. Οι σύμβουλοι ακίνητης περιουσίας αναπαριστούν τη θέση μιας αγοράς με μια διαγραμματική παρουσίαση (που ονομάζεται “property clock” από την Jones Lang LaSalle και “property cycle” από την (RREEF, 2006)) των αγορών με μια ενδεικτική θέση της αγοράς σε συγκεκριμένο χρονικό σημείο. Αν και αυτά τα διαγράμματα δεν υποδηλώνουν ούτε το επίπεδο αύξησης των τιμών ενοικίασης ούτε την κορυφή (peak) και το πλάτος (amplitude) του κύκλου των ακινήτων, είναι χρήσιμοι τρόποι παρουσίασης της κατεύθυνσης προς στην οποία αναμένεται να μετακινηθούν τα μελλοντικά ενοίκια (Tiwari & White, 2014).

¹⁵ Tiwari P. & White M. (2014). *Real Estate Finance in the New Economy*. First Edition. John Wiley & Sons, Ltd.

Σχήμα 5.1: Κύκλος ενοικίασης αγοράς γραφείων

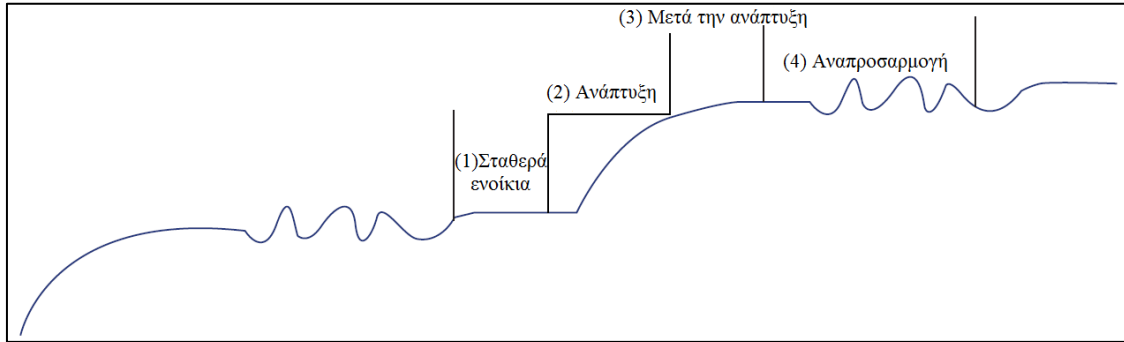


Πηγή: RREEF, Tiwari & White, 2014.

Το σχήμα 5.1 αποτελεί την αναπαράσταση ενός κύκλου ενοικίασης για την αγορά γραφείων. Η φάση της ανάκαμψης χαρακτηρίζεται από υψηλά και μειούμενα ποσοστά κενών χώρων (vacancy rates) και σταθερά αυξανόμενα ενοίκια. Η φάση ανάπτυξης χαρακτηρίζεται από χαμηλά και μειούμενα ποσοστά κενών χώρων και αυξανόμενα ενοίκια που υποστηρίζουν την κατασκευή νέου χώρου. Η φάση μετά την ανάπτυξη χαρακτηρίζεται από χαμηλά αλλά αυξανόμενα ποσοστά κενών χώρων και υψηλά μισθώματα. Η φάση συρρίκνωσης εμφανίζει υψηλά ή αυξανόμενα επίπεδα κενών χώρων και μειούμενα ενοίκια.

Η αγορά ακινήτων λιανικής πώλησης έχει επίσης κύκλους (ο υποκείμενος οδηγός της λιανικής πώλησης είναι η ζήτηση των καταναλωτών, η οποία επηρεάζεται από την οικονομία), αλλά δεν είναι τόσο έντονοι όσο οι κύκλοι αγοράς γραφείων. Στο σχήμα 5.2 το πρώτο στάδιο χαρακτηρίζεται από σταθερά ενοίκια και ανάκαμψη των καταναλωτικών δαπανών. Το δεύτερο στάδιο, είναι η φάση ανάπτυξης, όταν τα ενοίκια αυξάνονται και υπάρχει έντονη καταναλωτική δαπάνη ή / και ζήτηση λιανικής πώλησης. Κατά το τρίτο στάδιο, τα ενοίκια αρχίζουν να σταθεροποιούνται και η κατανάλωση επιβραδύνεται. Το τέταρτο στάδιο, είναι η φάση αναπροσαρμογής, κατά την οποία τα ενοίκια είναι σταθερά ή αρχίζουν να μειώνονται. Οι καταναλωτικές δαπάνες είναι επίσης αργές ή μειώνονται (Tiwari & White, 2014).

Σχήμα 5.2: Κύκλος ενοικίασης ακινήτων λιανικής πώλησης στην Ευρώπη



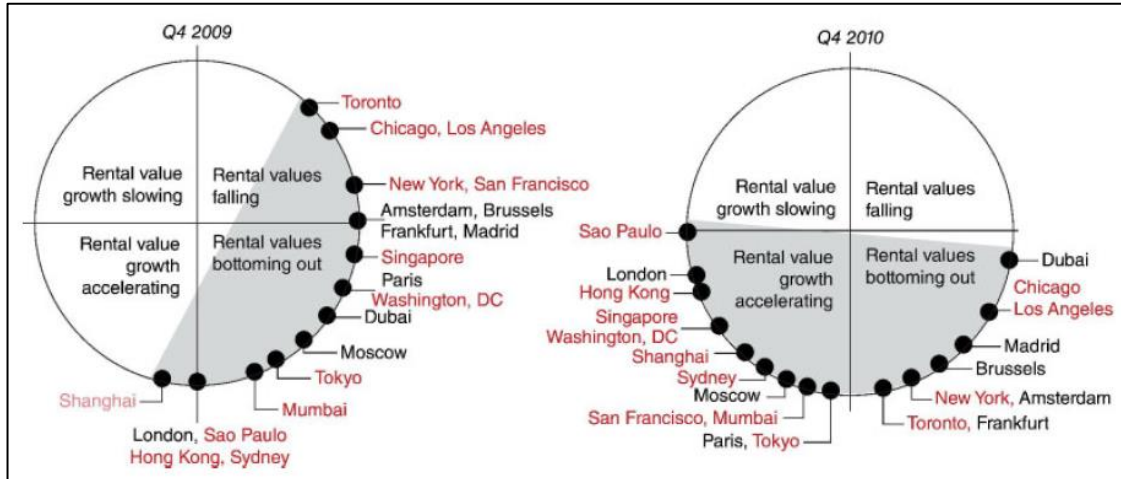
Πηγή: RREEF, Tiwari & White, 2014.

Η θέση των μεγάλων αγορών ακινήτων στον κύκλο της αγοράς γραφείων παρουσιάζεται στο παρακάτω σχήμα 5.3. Τα δύο ρολόγια δείχνουν την κίνηση των αξιών μίσθωσης κατά τη διάρκεια του κύκλου ενοικίασης από το τέταρτο τρίμηνο του 2009 έως το τέταρτο τρίμηνο του 2010. Μια γενική τάση που μπορεί να διαπιστωθεί είναι ότι ενώ τα ενοίκια μειώνονταν στις περισσότερες αγορές κατά τη διάρκεια του 2009, τα ενοίκια άρχισαν να αυξάνονται σε τουλάχιστον μισές από τις αγορές αυτές.

5.1.2. Κύκλοι στην Επενδυτική Αγορά

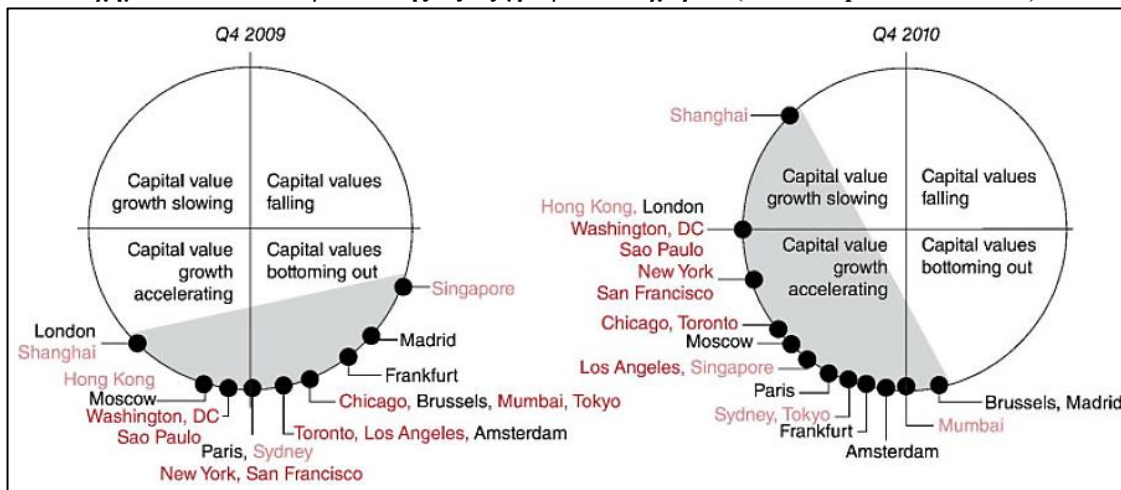
Οι αξίες του κεφαλαίου υποβάλλονται επίσης σε κύκλους. Οι θεμελιώδεις παράγοντες κίνησης των αξιών κεφαλαίου είναι τα αναμενόμενα ενοίκια και αποδόσεις. Η κυκλική συμπεριφορά των ενοικίων (η οποία αντικατοπτρίζεται επίσης στην κυκλική συμπεριφορά των κενών χώρων) προκαλεί τις αξίες να ακολουθούν επίσης το κυκλικό πρότυπο. Το σχήμα 5.4 δείχνει ένα ρολόι κεφαλαιακής αξίας γραφειακών χώρων στο τέλος του τέταρτου τριμήνου του 2009 και του τέταρτου τριμήνου του 2010. Μία παρατήρηση που θα μπορούσε να γίνει με την εξέταση του σχήματος 5.3 και του σχήματος 5.4 είναι ότι η θέση μιας αγοράς στο ρολόι κεφαλαιακής αξίας γραφειακών χώρων είναι πιο μπροστά από ότι στο ρολόι ενοικίασης γραφειακών χώρων.

Σχήμα 5.3: Ρολόι ενοικίασης γραφειακών χώρων (Office rental clock)



Πηγή: Jones Lang LaSalle, Tiwari & White, 2014.

Σχήμα 5.4: Ρολόι κεφαλαιακής αξίας γραφειακών χώρων (Office capital value clock)



Πηγή: Jones Lang LaSalle, Tiwari & White, 2014.

Η απόκλιση αυτή οφείλεται στο ότι οι κεφαλαιακές αξίες διαμορφώνονται με βάση τις προσδοκίες για τα ενοίκια. Τα μισθώματα μετατρέπονται σε αξίες κεφαλαίου χρησιμοποιώντας την έννοια της παρούσας αξίας:

$$V = \frac{E(R)}{i}$$

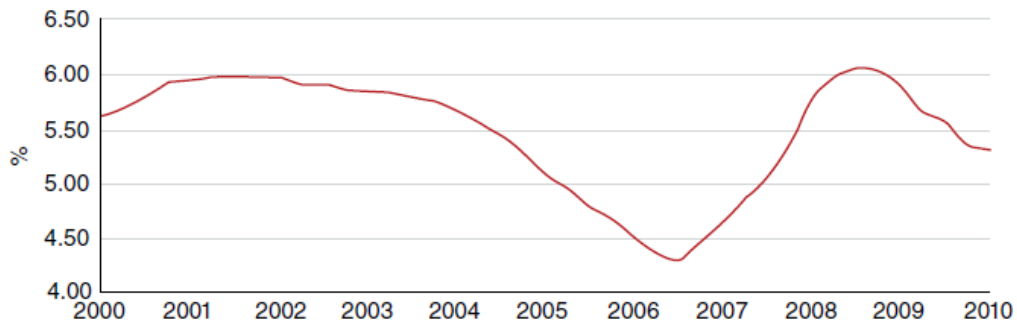
όπου V είναι η κεφαλαική αξία, R το ενοίκιο και i το προεξοφλητικό επιτόκιο. Η υπόθεση είναι ότι το R είναι σταθερό στο διηνεκές. Εάν υποθεθεί ότι τα ενοίκια αυξάνονται με ρυθμό g, ο προηγούμενος τύπος μπορεί να γραφεί:

$$V = \frac{E(R)}{i - g} = \frac{E(R)}{y}$$

όπου y είναι η αρχική απόδοση (yield).

Στην εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων ακίνητης περιουσίας, η «προσδοκία» αντιμετωπίζεται μάλλον ραγδαία. Ενώ το σημερινό ενοίκιο λαμβάνεται ως $E(R)$, οι αρχικές αποδόσεις προσδιορίζονται με βάση τις αποδόσεις των συγκρίσιμων συναλλαγών που έχουν πρόσφατα πραγματοποιηθεί. Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 5.1 για τις αγορές γραφειακών χώρων στη Δυτική Ευρώπη, οι αποδόσεις είναι επίσης κυκλικές (Tiwari & White, 2014).

Διάγραμμα 5.1 Σταθμισμένη απόδοση αγοράς γραφειακών χώρων στη Δυτική Ευρώπη



Πηγή: Jones Lang LaSalle, Tiwari & White, 2014.

5.1.3. Κύκλοι στην Αγορά Κατασκευαστικού Τομέα

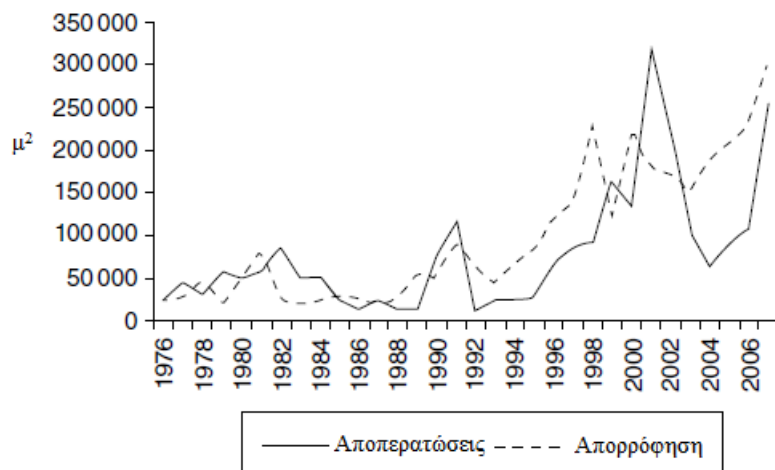
Η βιομηχανία του κατασκευαστικού τομέα (development industry) είναι επίσης κυκλικής φύσεως, καθώς οι αιτίες της νέας κατασκευαστικής δραστηριότητας είναι η ζήτηση που ξεπερνά την (ανελαστική) προσφορά στην αγορά χρήσης (αυξάνοντας τα ενοίκια και μειώνοντας τους κενούς χώρους) και οι αυξανόμενες κεφαλαιακές αξίες (που σημαίνει μειούμενες αποδόσεις-yields).

Η κατασκευαστική δραστηριότητα αρχίζει όταν οι κεφαλαιακές αξίες είναι μεγαλύτερες από το κόστος ανάπτυξης (development cost). Όμως, δεν είναι εύκολο να εκτιμηθούν εκ των προτέρων ούτε το κόστος ούτε οι τιμές κεφαλαίου. Για παράδειγμα, οι καθυστερήσεις στις οικοδομικές άδειες (planning permissions) ή οι καθυστερήσεις στις κατασκευές (construction hold-ups), εξαιτίας απρόβλεπτων περιβαλλοντικών και γεωλογικών προβλημάτων, μπορεί να αυξήσουν το κόστος ανάπτυξης.

Επιπλέον, οι κατασκευές προσθέτουν στα νέα αποθέματα μετά από μια υστέρηση (lag). Ο McCartney, (2008) παρουσιάζει στοιχεία για τους κύκλους κατασκευαστικού τομέα στην αγορά γραφείων του Δουβλίνου (διάγραμμα 5.2). Διαπιστώνει ότι υπάρχει χρονική υστέρηση ενός έτους μεταξύ αποπεράτωσης και απορρόφησης.

Η κυκλική συμπεριφορά των ενοικίων, των αποδόσεων και της νέας προσφοράς αποτελεί βασικό χαρακτηριστικό των αγορών ακινήτων. Οι υστερήσεις και οι προπορεύσεις των κύκλων (leads and lags) καθώς επίσης και οι διάφοροι εξωγενείς και ενδογενείς παράγοντες που τους προκαλούν είναι συχνά δύσκολο να προβλεφθούν. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι προσδοκίες των επενδυτών / εκτιμητών / κατασκευαστών σχετικά με τα μελλοντικά ενοίκια, τις αποδόσεις και τη ζήτηση για χώρο να βασίζονται σε παρελθούσες πληροφορίες. Οι προσδοκίες που βασίζονται σε παρελθούσες πληροφορίες μπορεί να οδηγήσουν σε υπερτιμήσεις ή υποτιμήσεις των περιουσιακών στοιχείων, καθώς αυτά θα μπορούσαν να αποκλίνουν σημαντικά από τις εγγενείς αξίες των περιουσιακών στοιχείων. Εάν υπάρχει σημαντική απόκλιση από τις εγγενείς τιμές, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε εξασθενημένους κύκλους και πολύ υψηλή μεταβλητότητα (φούσκες ή κύκλοι ανόδου-καθόδου) (Tiwari & White, 2014).

Διάγραμμα 5.2: Αποπερατώσεις κι απορρόφηση γραφειακών χώρων στο Δουβλίνο



Πηγή: McCartney, 2007, Tiwari & White, 2014.

Οι πρωτοπόροι που ξεκίνησαν τη μελέτη σχετικά με επενδύσεις σε ακίνητα αντιμετώπισαν δυσκολίες εξαιτίας των ελλিপών σταθερών δεδομένων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, η συγκέντρωση και η ερμηνεία των δεδομένων να διαμορφώσουν ένα μεγάλο μέρος της ερευνητικής τους ατζέντας. Είναι επίσης αξιοσημείωτο το γεγονός ότι ηγετικές φυσιογνωμίες στην πρωτοπορία, όπως ο Homer Hoyt και ο Clarence Long στις Ηνωμένες Πολιτείες, παρείχαν τις ιδέες τους για τη μοναδική φύση της κυκλικότητας των ακινήτων τόσο από την επαγγελματική τους συμμετοχή στον κλάδο των ακινήτων, όσο και από την ακαδημαϊκή τους εμπειρία.

Οι πρώτες μελέτες εντόπισαν μικρής και μεγάλης διάρκειας οικοδομικούς κύκλους (building cycles) στους περισσότερους τομείς της κατασκευαστικής δραστηριότητας, κι επίσης σημείωσαν ότι οι εν λόγω κύκλοι εκδηλώνονται και σε

άλλες πτυχές της αγοράς ακινήτων, όπως στα ποσοστά κενών χώρων, στις τιμές γης και στα ενοίκια των ακινήτων. Από την αρχή, οι σύντομης διάρκειας κύκλοι στον τομέα κατασκευών ακινήτων θεωρήθηκαν μια εκδήλωση του γενικού επιχειρηματικού κύκλου, ενώ οι μεγάλης διάρκειας κύκλοι συνδέθηκαν με τις διακυμάνσεις μεγάλης διάρκειας στην οικονομική ανάπτυξη, που είχαν εντοπισθεί από τους Kuznets και Burns.

Μια αιτιώδης εξήγηση για τις διακυμάνσεις στην κατασκευή ακινήτων αρχικά προσδιορίστηκε στη σχέση μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης, της αύξησης του πληθυσμού και των επενδύσεων στον τομέα των κατασκευών. Αρκετοί πίστευαν πως μια απότομη αύξηση της οικονομικής ανάπτυξης θα συνεπαγόταν μια αύξηση του πληθυσμού μέσω μετανάστευσης (in-migration), που με τη σειρά της προκαλεί μια εκρηκτική αύξηση στις επενδύσεις που σχετίζονται με πληθυσμιακά μεγέθη (population-sensitive investment), ιδιαίτερα στην κατασκευή των κατοικιών και των υποδομών. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1960, έγινε αποδεκτό ότι ένα μοντέλο που βασίζεται στη μετανάστευση δεν θα μπορούσε πλέον να χρησιμοποιηθεί για να εξηγήσει τον μεγάλη διάρκειας κύκλο του κατασκευαστικού τομέα των ακινήτων. Προσοχή δόθηκε στις ενδογενείς διαδικασίες προσαρμογής του κεφαλαιακού αποθέματος στις οποίες βασίζονται οι επενδύσεις σε ανέγερση οικοδομών (Barras, 2009).

5.2. Εμπειρικές Μελέτες

Οι πρωτοπόροι της έρευνας σχετικά με τον κύκλο ανέγερσης οικοδομών ήταν γερμανοί μελετητές στα τέλη του 19ου και στις αρχές του εικοστού αιώνα. Διερεύνησαν την πορεία της αστικής ανάπτυξης κάποιων γερμανικών πόλεων, από τα μέσα του 18^{ου} αιώνα έως τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο. Μερικές από τις σημαντικότερες μελέτες ήταν του Reich (1912), ο οποίος εξέτασε την ανάπτυξη του Βερολίνου μεταξύ 1840 και 1910 και αυτή του Mangoldt (1907) ο οποίος συνέταξε μια γενική περιγραφή της διαδικασίας που βασίζεται στον κύκλο της αστικής ανάπτυξης.

Η πρώτη μελέτη περίπτωσης του κύκλου του κατασκευαστικού τομέα πραγματοποιήθηκε στη Βρετανία από τον Spensley (1918), ο οποίος διέκρινε δύο κύκλους ανέγερσης κατοικιών (house-building cycles) στο Λονδίνο, μεταξύ 1871 και 1916. Παρατήρησε την ύπαρξη αντίστροφης σχέσης μεταξύ των επιπέδων κατασκευής κατοικιών και των κενών κατοικιών (vacant dwellings). Την αντίστροφη αυτή σχέση, με χρονική υστέρηση ενός έτους, παρατήρησε την ίδια περίοδο στη

Γλασκώβη και ο Cairncross (1934) η οποία προκαλείται από τις κινήσεις των ενοικίων. Κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής άνθησης, τόσο η αύξηση του πληθυσμού όσο και η αύξηση των εισοδημάτων των νοικοκυριών τονώνουν τη ζήτηση για κατοικίες, μειώνοντας τους κενούς χώρους και αυξάνοντας τα ενοίκια κι έτσι προκαλούν μια αύξηση στον τομέα κατασκευής ακινήτων η οποία μπορεί να ενισχυθεί με μια διευρυμένη παροχή φθηνών πιστώσεων. Συγκεκριμένα, επισήμανε ότι η σχέση μεταξύ του επιχειρηματικού κύκλου και των επιπέδων της ανέγερσης κατοικιών λειτουργεί μέσω της μετανάστευσης: κατά τη διάρκεια τη περιόδου άνθησης του βιομηχανικού τομέα της πόλης, αυξήθηκε η μετανάστευση, ενισχύοντας τη ζήτηση για κατοικίες.

Ο Shannon (1934) κατασκεύασε ένα δείκτη εθνικής παραγωγής τούβλων στην Αγγλία μεταξύ 1785 και 1849 αποκαλύπτοντας τέσσερις μεγάλους κύκλους και αποδίδοντας μια μέση περίοδο περίπου 16 ετών. Η κυκλική τάση της οικοδομικής δραστηριότητας ακολούθησε σε μεγάλο βαθμό την αύξηση του πληθυσμού, που ενεργεί ως μακροχρόνια κινητήρια δύναμη της ζήτησης κατοικιών, ενώ η κυκλικότητα των ακινήτων ακολούθησε στενά την αντίστροφη κίνηση των επιτοκίων, που ενεργεί ως βασικός προσδιοριστικός παράγοντας της παροχής χρηματοδότησης για κατασκευές.

Ο Bowley (1966), θεώρησε ότι δεν υπήρχε μία μόνο αιτία για την σχέση μεταξύ του γενικού επιχειρηματικού κύκλου και του κύκλου κατασκευής κατοικιών, δεδομένου ότι η θετική επίδραση των χαμηλών επιτοκίων στα κατασκευαστικά κόστη κατά τη διάρκεια της οικονομικής δυσπραγίας (depression) έτεινε να αντισταθμίσει την αρνητική επίδραση των νοικοκυριών με μειωμένα εισοδήματα στη ζήτηση κατοικιών.

Η αμερικανική έρευνα σχετικά με τους κύκλους των ακινήτων ξεκίνησε από την πρωτοποριακή μελέτη περίπτωσης του Hoyt στο Σικάγο "*One Hundred Years of Land Values*". Συγκέντρωσε στοιχεία αγοροπωλησιών γης στο Σικάγο μεταξύ 1830 και 1933, προκειμένου να δημιουργηθεί ένας δείκτης αξίας της γης που θα μπορούσε να ερμηνεύσει τόσο την άνοδο όσο και τη διακύμανση των τιμών, καθώς η πόλη το 1830, από ένα χωριουδάκι με ξύλινες καλύβες αναπτύχθηκε σε ένα πολεοδομικό συγκρότημα με πληθυσμό 3,4 εκατομμύρια το 1930 (Hoyt, 1933:3). Χρησιμοποίησε το δείκτη αυτό προκειμένου να συσχετίσει την ανάπτυξη της πόλης με την αύξηση του πληθυσμού και με την κατασκευή των κτηριακών αποθεμάτων της,

αποδεικνύοντας ότι η τροχιά ανάπτυξής της είχε σηματοδοθεί από μια σειρά έντονων οικονομικών ανθήσεων και υφέσεων στην αγορά γης και στην οικοδομική δραστηριότητα. Ο κύκλος του κατασκευαστικού τομέα χρησιμοποιήθηκε για να διαιρέσει την ιστορία ανάπτυξης της πόλης σε μια ακολουθία εποχών, με την κάθε οικονομική άνθηση να σχετίζεται είτε με την επίδραση μιας νέας μορφής υποδομών μεταφορών ή με νέες τεχνολογίες κατασκευής ακινήτων, ή αλλιώς με εξωγενή γεγονότα όπως είναι ο πόλεμος.

Μετά την ιστορική ανάλυσή του, ο Hoyt προσέφερε μερικές συμπερασματικές σκέψεις για το πώς λειτουργεί ο κύκλος των ακινήτων. Ενώ η σταθερή αύξηση του πληθυσμού και η βιομηχανοποίηση αποτελούν θεμελιώδεις παράγοντες της μακροπρόθεσμης αύξησης της οικοδομικής δραστηριότητας, το έναυσμα για κάθε οικοδομική έκρηξη είναι συνήθως μια ανάκαμψη των επιχειρηματικών συνθηκών που επιταχύνει την αύξηση του πληθυσμού εξαιτίας των νέων ευκαιριών και δημιουργεί μια διάθεση αισιοδοξίας που ενισχύει τις μελλοντικές προσδοκίες για την ανάπτυξη. Τέτοιες περιόδους αισιοδοξίας προέκυψαν κατά τη διάρκεια της περιόδου μετά από τις κατασκευές διωρύγων και σιδηροδρόμων και κατά τη διάρκεια των οικονομικών συνεπειών μετά τον Εμφύλιο Πόλεμο και τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο.

Σύμφωνα με τον Hoyt (1933) κάθε αύξηση του πληθυσμού αυξάνει τη ζήτηση για κατοικίες και υποδομές, δημιουργώντας μια ταχεία αύξηση των ενοικίων και των τιμών για τα υφιστάμενα κτήρια που με τη σειρά της δημιουργεί μια έκρηξη στην αγορά γης και στην κατασκευαστική δραστηριότητα. Ο συνδυασμός των υπερβολικών προσδοκιών ανάπτυξης και της άφθονης προσφοράς πιστώσεων σε περιόδους ευημερίας, στη συνέχεια, οδηγεί σε υπεροικοδόμηση. Αυτό ακολουθείται από μια περίοδο ύφεσης της κατασκευαστικής δραστηριότητας η οποία μπορεί να ενισχυθεί με ασθενέστερη οικονομική και πληθυσμιακή ανάπτυξη, προκαλώντας μείωση στις αξίες γης και ακινήτων, αύξηση στην παροχή πιστώσεων, αύξηση στις κατασχέσεις υποθηκών και μείωση στην ανάπτυξη της οικοδομικής δραστηριότητας οδηγώντας σε μια εικονική στασιμότητα.

Μια δεύτερη μελέτη περίπτωσης, που αφορούσε τις Ηνωμένες Πολιτείες, πραγματοποιήθηκε από τον Long (1936), ο οποίος εξέτασε την ιστορική εξέλιξη του Μανχάταν μεταξύ 1868 και 1934, χρησιμοποιώντας τις αξίες των ακινήτων που επρόκειτο να κατασκευασθούν σε πέντε χωριστές χρήσεις (κατοικίας, γραφείων, λιανικών πωλήσεων, βιομηχανικές και ξενοδοχειακές). Εντόπισε δύο τύπους κύκλων

στην οικοδομική δραστηριότητα. Παρόλο που εντοπίστηκαν μεγάλης διάρκειας κύκλοι με μια περίοδο 15-20 ετών, παρόμοιοι με εκείνους που βρέθηκαν σε άλλες εμπειρικές μελέτες της εποχής, φάνηκαν να συνδυάζονται σε πιο έντονα μακροχρόνια κύματα 30-40 χρόνων. Υπήρξε υψηλός βαθμός συγχρονισμού των μακράς διάρκειας κύκλων μεταξύ των διαφόρων τομέων, με εξαίρεση τα βιομηχανικά κτήρια, και γενικά κινήθηκαν ανεξάρτητα από τον επιχειρηματικό κύκλο, εκτός από την περίοδο σοβαρών υφέσεων (recessions). Οι σύντομοι κύκλοι έτειναν να έχουν παρόμοιο μήκος (6-7 έτη), αλλά πολύ μεγαλύτερο εύρος (5-6 φορές μεγαλύτερο), από τον τυπικό κύκλο της βιομηχανικής δραστηριότητας του National Bureau of Economic Research.

Σε αντίθεση με τον μεγάλης διάρκειας κύκλο, ο μικρής διάρκειας κύκλος παρουσίασε σαφή «συντονισμό» με τον κύκλο της βιομηχανικής δραστηριότητας και ακόμη μεγαλύτερο συντονισμό με τον κύκλο των τιμών των μετοχών του βιομηχανικού τομέα (industrial stock prices). Συνδυάζοντας τους δύο τύπους κύκλου οικοδομικής δραστηριότητας, προέκυψε μια γενική σχέση όπου οι τομείς με τον υψηλότερο σταθερό ρυθμό ανάπτυξης στην οικοδομική δραστηριότητα (ξενοδοχεία, γραφειακοί χώροι και βιομηχανίες) παρουσίαζαν μακροχρόνιους και σύντομους κύκλους με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα.

Οι αμερικανικές μελέτες κύκλων οικοδομικής δραστηριότητας σε εθνικό επίπεδο ξεκίνησαν με τον Riggelman (1933). Δημιούργησε ένα δείκτη έναρξης οικοδομών (εκτός κατασκευών υποδομής) για τις Ηνωμένες Πολιτείες μεταξύ 1875 και 1932, χρησιμοποιώντας την αξία των οικοδομικών αδειών που εκδίδονται σε έναν αυξανόμενο αριθμό πόλεων μέχρι το 1900 και σε ένα συνεχές σύνολο 52 πόλεων στη συνέχεια. Ο δείκτης προέκυψε από αξίες σταθερών τιμών ανά κάτοικο και εκφράστηκε ως ποσοστιαίες αποκλίσεις γύρω από μια γραμμική τάση (linear trend). Εντοπίστηκαν τρεις κύκλοι κατασκευής ακινήτων μεγάλης διάρκειας, με τις μικρότερες κυκλικές κινήσεις του κύκλου επιχειρηματικού κύκλου να υπερτίθενται σε κάθε κύκλο μεγάλης διάρκειας. Οι μεγάλης διάρκειας κύκλοι είχαν μέσο χρονικό διάστημα 18 ετών και πλάτος 2-3 φορές μεγαλύτερο από τους μικρούς κύκλους. Ο Riggelman εν συνεχεία επέκτεινε το δείκτη του για να καλύψει την περίοδο 1830-1933 και περιέλαβε μέχρι 65 πόλεις. Στη συνέχεια προσδιορίστηκαν έξι μεγάλης διάρκειας κύκλοι, ενώ η μέση περίοδος παρέμεινε 18 χρόνια. Ο Newman (1935) διεξήγαγε μια παρόμοια άσκηση χρησιμοποιώντας δεδομένα οικοδομικής άδειας για

17 πόλεις και παρήγαγε τα ίδια αποτελέσματα. Άλλες πρώιμες αμερικανικές μελέτες που αναφέρθηκαν από τους Warren & Frank (1937), απέδωσαν μεγάλους κύκλους οικοδόμησης παρόμοιου μήκους, πλάτους και χρονισμού.

Μετά τη μελέτη περίπτωσης του Μανχάταν, ο Long (1939) συμμετείχε επίσης στην κατασκευή εθνικών δεικτών της αμερικανικής οικοδομικής δραστηριότητας. Συγκέντρωσε ετήσια στοιχεία για τον αριθμό και την αξία των οικιστικών και μη οικιστικών ακινήτων που συμπεριλήφθηκαν στα σχέδια που κατατέθηκαν ή στις άδειες που εκδόθηκαν μεταξύ 1856 και 1935 για έναν αυξανόμενο αριθμό κύριων πόλεων σε ολόκληρη τη χώρα, φθάνοντας συνολικά 29 για το δείκτη αριθμών και 27 για το δείκτη τιμών. Σύμφωνα με την προηγούμενη μελέτη περίπτωσης που είχε πραγματοποιήσει, εντόπισε έναν μεγάλης διάρκειας κύκλο οικοδομικής δραστηριότητας σε εθνικό επίπεδο, με μέσο χρονικό διάστημα 18-19 έτη και για τους δύο τύπους κατασκευών, αλλά με τη σφοδρότητα των διακυμάνσεων του οικιστικού τομέα να είναι δύο φορές ισχυρότερη από εκείνη των μη οικιστικών ακινήτων. Όπου υπήρχε αντιστοιχία μεταξύ των κύκλων οικοδομικής δραστηριότητας και της γενικής επιχειρηματικής δραστηριότητας, η οικοδόμηση οδήγησε σε ύφεση (downturn) λόγω του επιταχυντή και παρέμεινε υστερούμενη λόγω της υπερβολικής έκτασης των κενών κτηρίων και των χρονικών υστερήσεων για τη δημιουργία νέων ακινήτων.

Ένα χρόνο αργότερα, ο Long δημοσίευσε το *Building Cycles and the Theory of Investment* (1940), τη δεύτερη σημαντική συμβολή στον κανόνα του οικοδομικού κύκλου μετά τη μελέτη περίπτωσης του Hoyt στο Σικάγο. Η εμπειρική ανάλυση επέκτεινε την προσέγγιση που αναπτύχθηκε σε προηγούμενα άρθρα (Long 1936, 1939). Επικεντρώθηκε αρχικά στο μικρής διάρκειας οικοδομικό κύκλο και συγκέντρωσε ένα συνολικό μηνιαίο δείκτη οικοδομών για τις αμερικανικές πόλεις μεταξύ 1868 και 1940. Η έρευνα αυτή αποκάλυψε ένα σύντομο κύκλο με μέση διάρκεια μόλις 4 έτη, ο οποίος συνέπιπτε με τις κινήσεις στο γενικό επιχειρηματικό κύκλο των Ηνωμένων Πολιτειών, αλλά παρουσίαζε πιο έντονες διακυμάνσεις. Δεν βρήκε συσχετισμό μεταξύ των διακυμάνσεων του μικρής διάρκειας οικοδομικού κύκλου και των κινήσεων στο κόστος κατασκευής ή στα επιτόκια. Ωστόσο, υπήρξε ισχυρή συσχέτιση με τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών, οι οποίες θα μπορούσαν να υποδηλώσουν την επίδραση της διακύμανσης της επιχειρηματικής εμπιστοσύνης στην οικοδομική δραστηριότητα.

Μελετώντας τους μεγάλης διάρκειας κύκλους, ο Long χρησιμοποίησε τους ετήσιους δείκτες ποσότητας και αξίας (quantity and value indices) για οικιστικά και μη οικιστικά ακίνητα που είχε παρουσιάσει προηγουμένως (Long, 1939) και προσέθεσε έναν πιο αναλυτικό δείκτη αξίας που διέκρινε πέντε τύπους κτηρίων (ανεξάρτητες κατοικίες, πολυκατοικίες, δημόσια, ιδιωτικά μη οικιστικά ακίνητα, μετατρεμμένα κτήρια). Τα ευρήματά του παρέμειναν τα ίδια: ένας μεγάλης διάρκειας οικοδομικός κύκλος με περίοδο μικρότερη των 20 ετών εμφανίστηκε σε όλους τους τομείς κτηρίων σε όλες τις πόλεις, παρουσιάζοντας πολύ πιο έντονες διακυμάνσεις από εκείνες του μικρής διάρκειας κύκλου πάνω από αυτόν. Οι μεταβολές έτειναν να οδηγούν νέες κατασκευές, λόγω μικρότερων καθυστερήσεων, ενώ οι δημόσιες κατασκευές έτειναν να καθυστερούν τις ιδιωτικές κατασκευές, πιθανώς λόγω έλλειψης κερδοσκοπικής δραστηριότητας. Ωστόσο, υπήρξε ένας εκπληκτικός βαθμός συγχρονισμού μεταξύ των μεγάλης διάρκειας κύκλων σε νέες κατασκευές στις διάφορες πόλεις. Διαπίστωσε ότι ο κύκλος γίνεται όλο και πιο έντονος με την πάροδο του χρόνου, γεγονός που αποδίδεται στην αυξημένη κερδοσκοπική ανάπτυξη (development) ως αποτέλεσμα της αυξημένης χρηματοδότησης μέσω δανείων στον κλάδο (Barras, 2009).

5.3. Θεωρητικές Προοπτικές

Αρκετές από τις πρώιμες εμπειρικές μελέτες είχαν αναγνωρίσει δύο κύκλους στον κατασκευαστικό τομέα: ένας έντονος μεγάλης διάρκειας κύκλος με μέση διάρκεια μεταξύ 15 και 20 έτη στον οποίο υπερτίθεται ένα σύντομος κύκλος, με ένα μέσο μήκος που κυμαίνεται μεταξύ 4 και 7 έτη. Ο μικρής διάρκειας οικοδομικός κύκλος φάνηκε να συγχρονίζεται στενά με το γενικό επιχειρηματικό κύκλο, αντανακλώντας την επίδραση των ευρύτερων διακυμάνσεων της οικονομικής δραστηριότητας τόσο στη ζήτηση για κτήρια, ενεργώντας μέσω της αύξησης των εισοδημάτων, όσο και στην προσφορά τους, ενεργώντας μέσω της διαθεσιμότητας των πιστώσεων. Ωστόσο, ο μεγάλης διάρκειας κύκλος του κατασκευαστικού τομέα φάνηκε να είναι σχετικά αυτόνομος κι έτσι δεν είναι σαφές εάν θα πρέπει να θεωρηθεί ως ένα ανεξάρτητο φαινόμενο ή ως μια εκδήλωση των γενικότερων οικονομικών διακυμάνσεων μεγαλύτερης διάρκειας σε σχέση με τον επιχειρηματικό κύκλο.

Ο Abramovitz ήταν ένας από τους μεγάλους πρωτοπόρους των μεγάλης διάρκειας διακυμάνσεων ο οποίος υπέβαλε αρχικά ένα θεωρητικό πλαίσιο για να εξηγήσει τη διάδοση των μεγάλης διάρκειας κύκλων στον κατασκευαστικό τομέα οικιστικών ακινήτων. Προσδιόρισε τις ιδιαίτερες πτυχές της συμπεριφοράς της

αγοράς κατοικίας που κάνουν τις μεγάλης διάρκειας διακυμάνσεις στην οικοδομική δραστηριότητα ιδιαίτερα ευμετάβλητες (Abramovitz, 1961):

1. Η ζήτηση για νέες κατοικίες προέρχεται από τις αυξήσεις του πληθυσμού και την αντικατάσταση του παρωχημένου αποθέματος, και είναι οι αλλαγές στο ρυθμό αύξησης του πληθυσμού κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής διακύμανσης μεγάλης διάρκειας που παρέχει την κύρια εξωγενή ώθηση, προκαλώντας διακυμάνσεις στον κατασκευαστικό τομέα οικιστικών ακινήτων.
2. Η χρονική υστέρηση στον κατασκευαστικό τομέα μεταξύ των μεταβολών της ζήτησης και της αποπεράτωσης των νέων κατοικιών που δημιουργεί μια τάση για τις κατασκευές να υπερβαίνουν ή να υπολείπονται του ορίου, ανάλογα με τις μεταβολές της ζήτησης, ενώ η σταθερότητα (διάρκεια) του αποθέματος των κατοικιών ενισχύει το αποτέλεσμα του επιταχυντή για τη δημιουργία διακυμάνσεων ιδιαίτερα μεγάλης διάρκειας.
3. Η αβεβαιότητα σχετικά με το μέγεθος των πιθανών μεταβολών της ζήτησης και της ανταγωνιστικής προσφοράς, σε συνδυασμό με την ατελή πληροφόρηση της αγοράς για τα ενοίκια και τις τιμές, οδηγεί τους κατασκευαστές (developers) στο σχηματισμό αβέβαιων προσδοκιών που μπορεί να ενισχύσουν περαιτέρω τις διακυμάνσεις στην οικοδομική δραστηριότητα.
4. Το χαμηλότερο όριο της μηδενικής κατασκευής (lower bound threshold of zero construction) περιορίζει την κάμψη του κύκλου, μέσω αναστολής κάθε μείωσης στο ρυθμιστικό απόθεμα των κενών χώρων όταν η ζήτηση μειώνεται, και αυτό παρατείνει τον κύκλο καθυστερώντας την ανταπόκριση της προσφοράς, όταν αυξάνεται η ζήτηση στη φάση της ανάκαμψης.
5. Η προσφορά φθηνών πιστώσεων τείνει να ενισχύει την ένταση της κερδοσκοπικής οικοδομικής δραστηριότητας κατά τις περιόδους άνθησης, ενώ οι αυστηρότεροι όροι δανεισμού επιδεινώνουν την επακόλουθη ύφεση.

Μια εναλλακτική θεωρητική προσέγγιση αναγνώρισε τον μεγάλο κύκλο της οικοδομικής δραστηριότητας ως έναν αυτόνομο οικονομικό κύκλο από μόνο του, παρά μια εκδήλωση μεγάλης περιόδου διακύμανσης. Ως πρωτοπόρος αυτής της προσέγγισης, ο Long (1940) τοποθέτησε την εμπειρική διερεύνηση του κύκλου της

οικοδομικής δραστηριότητας μέσα σε ένα εννοιολογικό πλαίσιο που καθορίζεται από τρεις πτυχές της θεωρίας επενδύσεων:

1. Ο σχηματισμός της συναθροιστικής ζήτησης για όλα τα κτήρια καθορίζεται με βάση την τιμή ή τα κόστη χρήσεως (occupancy costs), το εισόδημα των υποψήφιων κατοίκων και τη σχετική ελαστικότητα τιμής και εισοδήματος της ζήτησής τους. Η σχέση του επιταχυντή με τις αλλαγές στο επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας και με τον όγκο των νέων οικοδομών σημαίνει ότι η νέα ζήτηση για ακίνητα τείνει να είναι ιδιαίτερα ελαστική σε ό, τι αφορά το εισόδημα σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, τουλάχιστον εντός των ορίων που καθορίζονται από το σημείο μηδενικής κατασκευαστικής δραστηριότητας και πλήρους παραγωγικής ικανότητας.
2. Από την πλευρά της προσφοράς, το κίνητρο για επένδυση στην κατασκευή νέων κτηρίων προσδιορίζεται από τη σχέση μεταξύ του κόστους κατασκευής και της παρούσας αξίας των αναμενόμενων μελλοντικών ενοικίων που επιτρέπει την απόσβεση (depreciation). Οι αβεβαιότητες που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές, κατά τη λήψη αυτών των αποφάσεων για κάθε τύπο διαρκούς αγαθού, συνυπολογίζονται στην περίπτωση των κτηρίων εξαιτίας της συγκέντρωσης στο χώρο (lumpiness) και της ετερογένειάς (heterogeneity) τους, συμπεριλαμβανομένων της (σταθερής) θέσης τους στο χώρο, της παρατεταμένης περιόδου ωρίμανσής τους (prolonged gestation period) και της επακόλουθης διάρκειας ζωής με βάση τα οποία πρέπει να διαμορφωθούν προσδοκίες για τη μελλοντική ροή των εσόδων τους.
3. Δεδομένου ότι οι αλλαγές στο εισόδημα επηρεάζουν το επίπεδο των νέων κατασκευών μέσω μιας σχέσης επιταχυντή, έτσι κι οι αλλαγές στις επενδύσεις σε νέα κτήρια προκαλούν αλλαγές στο σύνολο των εισοδημάτων μέσω μιας σχέσης πολλαπλασιαστή. Μέσα από αυτή την αλληλεπίδραση πολλαπλασιαστή – επιταχυντή, διατηρείται η αλληλεπίδραση μεταξύ του επιχειρηματικού κύκλου και του κύκλου της οικοδομικής δραστηριότητας.

Ο Hansen (1941) απέδωσε το μήκος της μεγάλης διάρκειας του κύκλου κατασκευαστικού τομέα στις μεγάλες χρονικές υστερήσεις που παρουσιάζονται στην κατασκευή κτηρίων, οι οποίες καθυστερούν την προσαρμογή της προσφοράς στις

μεταβολές της ζήτησης. Εισήγαγε τον κύκλο της οικοδομικής δραστηριότητας ως ένα τέταρτο μέλος του σχήματος πολλαπλών κύκλων, όπως αναπτύχθηκε από τον Schumpeter, υποστηρίζοντας ότι με μέσο όρο μήκους 17-18 χρόνια, ένας κύκλος ανέγερσης οικοδομών ήταν περίπου δύο φορές μεγαλύτερης διάρκειας από τον επιχειρηματικό κύκλο που αρχικά προσδιορίστηκε από τον Juglar. Σύμφωνα με τον Hansen, «...η αμερικανική εμπειρία υποδηλώνει ότι κάθε μεγάλη άνθηση των επιχειρήσεων συμπίπτει περίπου με μια άνθηση στον κατασκευαστικό τομέα, ενώ η επόμενη σημαντική ανάκαμψη του κύκλου αναγκάζεται να βελτιωθεί έναντι μιας ύφεσης της οικοδομικής δραστηριότητας» (Hansen, 1941:23). Με άλλα λόγια, κάθε άλλη οικονομική ύφεση τείνει να ενισχύεται από μια ύφεση στον τομέα των κατασκευών η οποία μετατρέπεται σε μια παρατεταμένη και βαθιά ύφεση, ενώ οι ενδιάμεσες υφέσεις τείνουν να είναι πιο σύντομες και ήπιες, επειδή συνοδεύονται από μια ανάκαμψη της οικοδομικής δραστηριότητας.

Ο Isard (1942), είδε επίσης τον μεγάλης διάρκειας κύκλο της οικοδομικής δραστηριότητας ως ένα διακριτό και ξεχωριστό φαινόμενο. Τον ονόμασε ‘transport-building cycle’, επειδή η υποκείμενη αιτιώδης συνάφειά του είναι «η ακανόνιστη εμφάνιση της καινοτομίας στον τομέα των μεταφορών και η απότομη ανάπτυξη του δικτύου μεταφορών (ώστε) η οικοδομική δραστηριότητα να αντιπροσωπεύει περισσότερο ή λιγότερο την κορύφωση της διαδικασίας της βιομηχανικής, εμπορικής και πληθυσμιακής προσαρμογής στο μεταβαλλόμενο χαρακτήρα των μεταφορών» (Isard, 1942: 149). Κάνοντας μια σαφή σύνδεση μεταξύ των επενδύσεων σε υποδομές μεταφορών και των οικοδομημάτων, τόνισε τον κρίσιμο ρόλο της κυκλικότητας της οικοδομικής δραστηριότητας, τόσο στην οικονομική όσο και την αστική ανάπτυξη. Η εμπειρική αιτιολόγησή του βασίστηκε στην εξέταση του δείκτη Riggelman της οικοδομικής δραστηριότητας των Ηνωμένων Πολιτειών μεταξύ 1830 και 1933 κι επέδειξε έξι σαφείς κύκλους, που έχουν μια μέση διάρκεια 18 ετών. Αυτοί οι μεγάλης διάρκειας κύκλοι της οικοδομικής δραστηριότητας εξηγήθηκαν από την άποψη των διαδοχικών κυμάτων της καινοτομίας στον τομέα των μεταφορών του Schumpeter. Ο Isard ακολούθησε τα ίχνη των δεσμών μεταξύ του κύκλου της δημιουργίας μεταφορικών δικτύων και της ευρύτερης οικονομικής ανάπτυξης των Ηνωμένων Πολιτειών: οι κύκλοι μεγάλης διάρκειας σε ό, τι αφορά τη μετανάστευση και την ανάπτυξη του αστικού πληθυσμού αναγνωρίστηκαν ως συγχρονισμένοι με το

μεγάλης διάρκειας κύκλο της οικοδομικής δραστηριότητας, ενώ συναφείς κύκλοι ήταν επίσης εμφανείς σε επιλεγμένους δείκτες της βιομηχανικής παραγωγής.

Ο Matthews (1959), επεσήμανε τα κοινά προερχόμενα χαρακτηριστικά του κύκλου της κατασκευής κτηρίων και των άλλων μορφών επένδυσης: υπόκεινται σε μια μορφή επιταχυντή της προσαρμογής του μετοχικού κεφαλαίου ως απάντηση στην αύξηση της ζήτησης, παράγουν πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα που ανατροφοδοτούν το σύνολο των εισοδημάτων και της παραγωγής και πρέπει να ανταποκρίνονται στα ακανόνιστα σοκ. Από την άλλη πλευρά, ο κατασκευαστικός κλάδος διαθέτει ειδικά χαρακτηριστικά που εξηγούν γιατί οι κύκλοι είναι μεγαλύτερης διάρκειας και πιο έντονοι από εκείνους των άλλων τομέων επενδύσεων. Εκτός από τα χαρακτηριστικά που τονίσθηκαν από προηγούμενους συγγραφείς όπως οι μεγάλες περίοδοι καθυστέρησης της ωρίμανσης (long gestation lags), η διάρκεια του αποθέματος (the durability of the stock), η ελαστικότητα (lumpiness) και η ετερογένειά του (heterogeneity), το ρυθμιστικό απόθεμα που παρέχεται από τον κενό χώρο, η αβεβαιότητα των προσδοκιών, εντόπισε και άλλα τρία:

1. Η συνήθως αποσπασματική και υποκεφαλαιοποιημένη δομή της οικοδομικής βιομηχανίας δημιουργεί την αδράνεια της προσφοράς. Έτσι, πολλές εταιρείες εκκαθαρίζονται κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης, έτσι ώστε να υπάρχει μεγάλη καθυστέρηση πριν από την ικανότητα του κλάδου να μπορεί να ανακατασκευασθεί για να καλύψει μια ανάκαμψη της ζήτησης. Αντιστρόφως, όσο ο αριθμός των επιχειρήσεων αυξάνεται κατά τη διάρκεια της άνθησης, τόσο οι ανταγωνιστικές πιέσεις θα έχουν την τάση να παρατείνουν την κατασκευαστική δραστηριότητα ενώ η ζήτηση θα έχει αρχίσει να εξασθενεί.
2. Η ακαμψία των ενοικίων και των τιμών στην αγορά ιδιοκτησίας για χρήση (occupier market), που οφείλονται σε παράγοντες όπως οι μεγάλες ορισμένου χρόνου μισθώσεις και η αδράνεια των ενοικιαστών, δημιουργούν μια σημαντική χρονική υστέρηση μεταξύ της μεταβολής των συνθηκών της αγοράς και της αντίληψης αυτής της αλλαγής από τη βιομηχανία του κατασκευαστικού τομέα, η οποία είναι ένας ακόμα λόγος για τον οποίο η ανταπόκριση της προσφοράς είναι εκτός από αργοπορημένη και παρατεταμένη.

3. Οι διαδοχικές περίοδοι άνθησης του κατασκευαστικού κλάδου ενσωματώνουν τις καινοτομίες της οικοδομικής δραστηριότητας που επιταχύνουν την απαξίωση των προηγούμενων παλαιών αποθεμάτων. Αυτό τείνει να δημιουργεί έναν κύκλο αντικατάστασης, ενισχύοντας και παρατείνοντας τις κυκλικές τάσεις που προκλήθηκαν από την προκαλούμενη ζήτηση.

Τρεις βασικές εμπειρικές μελέτες

Τρεις βασικές εμπειρικές μελέτες σηματοδότησαν την κορύφωση του πρώτου μεταπολεμικού κύματος σχετικά με την έρευνα του κύκλου του κατασκευαστικού τομέα στη Βρετανία και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, ο Parry Lewis (1965) δημοσίευσε το *Building Cycles and Britains's Growth*, ένα έργο το οποίο συνδύασε την οικονομική ιστορία με κάποια μοντέλα προσομοίωσης, προκειμένου να διερευνηθεί η γένεση και ο ρόλος του μεγάλης διάρκειας κύκλου του κατασκευαστικού τομέα ως κινητήρια δύναμη της βρετανικής οικονομικής ανάπτυξης από το 1700 έως το 1950.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, δύο σημαντικές μελέτες για την κυκλικότητα του κατασκευαστικού τομέα παρήχθησαν στο πλαίσιο του εν εξελίξει προγράμματος της έρευνας των οικονομικών κύκλων, χρηματοδοτούμενες από το National Bureau of Economic Research. Στο *Evidences of Long Swings in Aggregate Construction since the Civil War*, ο Abramovitz (1964) ακολουθούσε την παράδοση που καθιερώθηκε από τον Kuznets (1930b) και τον Burns (1934). Χρησιμοποίησε 38 προηγούμενες δημοσιευμένες σειρές δεδομένων για την κατασκευή μιας οριστικής χρονολόγησης του μεγάλου σε διάρκεια κύκλου της συνολικής οικοδομικής δραστηριότητας στις Ηνωμένες Πολιτείες, από το 1858 έως το 1959. Οι ξεχωριστές σειρές δεδομένων εξομαλύνθηκαν χρησιμοποιώντας κινητούς μέσους όρους (moving averages) που υπολογίστηκαν σε διαδοχικές περιόδους του επιχειρηματικού κύκλου, προκειμένου να απομακρυνθεί ο σύντομος οικοδομικός κύκλος και να απομονωθούν οι εναλλασσόμενες φάσεις της ανόδου και της πτώσης της οικοδομικής δραστηριότητας. Ο Abramovitz (1964) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η επιμονή του μεγάλης διάρκειας κύκλου του κατασκευαστικού τομέα τόνισε την επίδραση των εξωτερικών δημογραφικών και οικονομικών παραγόντων στη ζήτηση για κατασκευές, βοηθώντας στη δημιουργία διακυμάνσεων στις επενδύσεις στον κατασκευαστικό τομέα που

ανατροφοδοτήθηκαν προκειμένου να ενισχυθεί η μεγάλης διάρκειας διακύμανση στην ευρύτερη οικονομία.

Η πιο ολοκληρωμένη από τις εμπειρικές μελέτες του National Bureau of Economic Research σχετικά με τον οικοδομικό κύκλο ήταν το *Long Swings in Urban Development*, που δημοσιεύθηκε από τον Gottlieb (1976), ο οποίος διερεύνησε τις διακυμάνσεις του μεγάλης διάρκειας κύκλου σε πάνω από 200 ιστορικές σειρές δεδομένων σε κατασκευές, σε δραστηριότητα στην αγορά ακινήτων και σε αλλαγές του πληθυσμού σε αστικό και εθνικό επίπεδο στη Βόρεια Αμερική, την Ευρώπη και την Αυστραλία. Για τους σκοπούς του προσδιορισμού του κύκλου, συνέδεσε τη βασική μεθοδολογία για τους κύκλους του NBER, με την ανάλυση αυτοσυσχέτισης - προκειμένου να καθορισθούν η διάρκεια και το εύρος των τοπικών κύκλων και να προσδιορισθούν τα συγκεκριμένα σημεία καμπής τους σε σχέση με τις χρονολογήσεις που προκύπτουν από τις διακυμάνσεις των οικιστικών ακινήτων. Οι φάσεις επέκτασης και συστολής κάθε μεγάλης διάρκειας κύκλου εξομαλύνθηκαν για να απομακρυνθούν οι μικρής διάρκειας διακυμάνσεις του κύκλου, αλλά η κυκλική τάση δεν εξαλείφθηκε, αφού ο Gottlieb χρησιμοποίησε το επιχείρημα του Schumpeter ότι η κυκλική κίνηση είναι ένας εγγενής οδηγός μακροχρόνιας ανάπτυξης. Οι διαδοχικοί μεγάλης διάρκειας κύκλοι στις τοπικές σειρές στοιχείων απομακρύνθηκαν από το ιστορικό τους πλαίσιο με χρήση κινητών μέσων όρων σε μια «αντιπροσωπευτική μεγάλης διάρκειας διακύμανση» σε μια τυποποιημένη μορφή που σχεδιάστηκε για να φανερώσει το χαρακτηριστικό προφίλ κύκλου που δημιουργείται από κάθε αγορά.

Τα κύρια ευρήματα του Gottlieb συνοψίζονται ως εξής:

1. Οι κύκλοι του κατασκευαστικού τομέα σε εθνικό επίπεδο φαίνεται ότι ήταν μια συνένωση των αστικών κύκλων που έτειναν να κινούνται με έναν παρόμοιο τρόπο επειδή συνδέονταν μεταξύ τους με κοινές οικονομικές διασυνδέσεις και υπόκεινταν σε κοινά εξωτερικά σοκ, όπως οι πόλεμοι. Υπήρχε και μια ευρεία συμφωνία μεταξύ των κύκλων οικιστικών και μη οικιστικών κατασκευών.
2. Για 81 τοπικούς κύκλους μακράς διάρκειας που αναγνωρίστηκαν σε 30 πόλεις σε 8 χώρες, η μέση διάρκεια ήταν 19,7 χρόνια, με μια μέση απόκλιση 5,0 ετών, ενώ οι 30 εθνικοί κύκλοι μακράς διάρκειας που αναγνωρίστηκαν σε 7 χώρες είχαν μια σχεδόν πανομοιότυπη μέση διάρκεια 19,0 ετών, με μια μέση απόκλιση 4,4 έτη.

3. Χρησιμοποιώντας ένα ειδικό μέτρο του εύρους του κύκλου, με βάση το άθροισμα των αποστάσεων πυθμένα-κορυφή-πυθμένα, οι τοπικοί κύκλοι είχαν «τεράστιο» εύρος που ήταν κατά μέσο όρο τρεις φορές το μέσο επίπεδο της οικοδομικής δραστηριότητας για ολόκληρη την περίοδο του κύκλου. Λόγω της εξομάλυνσης που εισήχθη μέσω του αθροίσματος, οι εθνικοί κύκλοι τυπικά είχαν ένα εύρος κατά μέσο όρο περίπου τα δύο τρίτα των τοπικών κύκλων.
4. Οι μεγάλης διάρκειας κύκλοι στη μετανάστευση και στην αύξηση του πληθυσμού με παρόμοια διάρκεια κι εύρος στους κύκλους των αστικών κατασκευών επεσήμαναν το πώς οι δημογραφικοί παράγοντες οδήγησαν τη ζήτηση για νέες κατασκευές. Η βασιζόμενη στη μετανάστευση αντίστροφη σχέση μεταξύ των κύκλων του κατασκευαστικού τομέα στην Ευρώπη και τη Βόρεια Αμερική ήταν πιο εμφανής κατά τη διάρκεια της περιόδου 1870-1913.
5. Μια ισχυρή και με χρονική υστέρηση αντίστροφη σχέση ήταν εμφανής μεταξύ των διακυμάνσεων στον κατασκευαστικό τομέα και των κενών χώρων στο υπάρχον κτηριακό απόθεμα, με τη μεσολάβηση ισοδύναμων διακυμάνσεων στις τιμές των ακινήτων και των ενοικίων. Αυτό επιβεβαίωσε ο μηχανισμός μετάδοσης σύμφωνα με τον οποίο μια αύξηση στη ζήτηση των χρηστών (occupier demand) μειώνει τους κενούς χώρους κι αυξάνει τα ενοίκια, καθιστώντας την ανάπτυξη πιο κερδοφόρα και προκαλώντας μια κυκλική ανάκαμψη στις νέες κατασκευές που τελικά οδηγούν σε αύξηση των κενών χώρων και σε μείωση των κατασκευών.
6. Ο κύκλος του κατασκευαστικού τομέα αποτυπώθηκε στις διακυμάνσεις σε διάφορες άλλες πτυχές της συμπεριφοράς της αγοράς ακινήτων, ιδίως, στον όγκο των συναλλαγών και των τιμών για στην ανάπτυξη της γης, αλλά και στον όγκο των συναλλαγών και στη διαφορά απόδοσης (yield differential) από τα ομόλογα με ενέχυρο στεγαστικά δάνεια τόσο σε νέα όσο και σε υπάρχοντα ακίνητα. Οι διακυμάνσεις στον κύκλο μεγάλης διάρκειας σε ό, τι αφορά τα κατασκευαστικά κόστη ήταν πιο συγκρατημένες.

Η έρευνα σχετικά με το σύγχρονο κύκλο ακινήτων διαφέρει από τις προηγούμενες προσεγγίσεις:

1. Ο κύκλος του κατασκευαστικού τομέα θεωρείται ως μία μόνο πτυχή μιας κυκλικής τάσης. Η κυκλικότητα αυτή είναι εμφανής σε όλες τις πτυχές της συμπεριφοράς της αγοράς ακινήτων - στους κενούς χώρους, στα ενοίκια και στις αξίες του κεφαλαίου, καθώς και στις ενάρξεις και στις αποπερατώσεις των κατασκευών.
2. Μεγαλύτερη προσοχή δίνεται στους κύκλους μη οικιστικών ακινήτων, ιδίως σε τομείς όπως τα κτήρια γραφείων, ενώ προηγούμενες έρευνες είχαν την τάση να επικεντρώνονται κατά κύριο λόγο στα οικιστικά ακίνητα.
3. Η αυξανόμενη ενοποίηση της αγοράς ακινήτων και των κεφαλαιαγορών σημαίνει ότι οι οικονομικές επιπτώσεις των κύκλων των ακινήτων στην απόδοση των επενδύσεων έχουν τόση σημασία όση έχουν οι πραγματικές επιπτώσεις τους στην προσφορά και τη χρήση των ακινήτων (supply and occupancy of buildings).
4. Είναι γνωστό ότι οι κύκλοι των ακινήτων έχουν γίνει ένα όλο και πιο διεθνές φαινόμενο, καθώς η παγκοσμιοποίηση έχει συνδέσει τις τοπικές και εθνικές αγορές ακινήτων με τη διασυνοριακή κίνηση των κεφαλαίων των χρηστών και των επενδυτών.

Οι κύριες προτάσεις που έχουν προτείνει παλαιότερες έρευνες και οι οποίες πρέπει να ενσωματωθούν σε μια ικανοποιητική θεωρία του οικοδομικού κύκλου είναι οι ακόλουθες (Barras, 2009):

Οι επενδύσεις σε κατασκευή ακινήτων ως κινητήρια δύναμη της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης

Οι επενδύσεις στον τομέα των κατασκευών είναι ένα συστατικό των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου και η συσσώρευση του κεφαλαίου είναι μια βασική κινητήρια δύναμη της συνολικής οικονομικής ανάπτυξης. Την ίδια στιγμή, το κτηριακό απόθεμα αποτελεί το κύριο πάγιο κεφάλαιο των πόλεων, κι έτσι οι επενδύσεις στον τομέα της κατασκευής ακινήτων είναι επίσης μια βασική κινητήρια δύναμη της αστικής συσσώρευσης και της καινοτομίας. Κατά συνέπεια, η κυκλική τάση της οικοδομικής δραστηριότητας ακολουθεί αυτές τις μακροπρόθεσμες τάσεις της οικονομικής και πληθυσμιακής ανάπτυξης που καθορίζουν τις τροχιές της εκβιομηχάνισης και της αστικοποίησης σε μια αναπτυσσόμενη οικονομία.

Η τεχνική πρόοδος και η οικοδομική δραστηριότητα

Υπάρχει μια διττή σχέση μεταξύ της τεχνικής πρόοδου και της οικοδομικής δραστηριότητας. Νέα κτήρια ενσωματώνουν βελτιώσεις στο σχεδιασμό και στις εγκαταστάσεις που επιτρέπουν τις δραστηριότητες κατοίκησης τους να λειτουργούν πιο παραγωγικά, ενώ η διαδικασία κατασκευής υπόκειται η ίδια στην τεχνική πρόοδο που ενθαρρύνει την εντατικοποίηση της αστικής ανάπτυξης μέσω της παροχής μεγαλύτερων και ψηλότερων κτηρίων. Νέοι τύποι κτηρίων μπορεί να παρομοιαστούν με ασυνεχείς σημαντικές καινοτομίες που διαδίδονται στο απόθεμα, αντικαθιστώντας παλαιότερες, λιγότερο αποτελεσματικές μορφές μέσα από μια διαδικασία δημιουργικής καταστροφής. Κάθε νέο απόθεμα κτηρίων ωθεί τα προηγούμενα κοντά στην οικονομική απαξίωση, έτσι ώστε, όσο υψηλότερο είναι το ποσοστό των επενδύσεων σε κατασκευές, τόσο μικρότερη να είναι η οικονομική ζωή των υφισταμένων κτηρίων.

Οι κύκλοι ως ώθηση για την ανάπτυξη

Οι κύκλοι στην κατασκευή ακινήτων χαρακτηρίζονται από μια έκρηξη των επενδύσεων σε νέα υλικά, που προκαλείται από την αύξηση της ζήτησης των χρηστών, που ακολουθείται από μια φάση επιταχυνόμενης απαξίωσης του υπάρχοντος αποθέματος. Έτσι, κάθε κύκλος δημιουργεί ένα ξεχωριστό απόθεμα παλαιών κτηρίων και αστικών μορφών που αντανακλούν το συγκεκριμένο ιστορικό πλαίσιο του όσον αφορά τις επικρατούσες τεχνολογίες και τις απαιτήσεις των χρηστών. Όταν τα παλαιά κτήρια φθάνουν στο τέλος της οικονομικής τους ζωής, ένας κύκλος αντικατάστασης δημιουργείται για να ενισχύσει τον κύκλο που προκαλείται από την αύξηση της ζήτησης. Είναι εξαιτίας αυτής της διαδικασίας, που ο κύκλος του κατασκευαστικού τομέα βοηθά να αυξηθεί τόσο η οικονομική ανάπτυξη όσο και η αστική ανάπτυξη σε διαδοχικά υψηλότερα επίπεδα δραστηριότητας.

Η οικογένεια των κύκλων του κατασκευαστικού τομέα

Τρεις κύκλοι στον τομέα της οικοδομικής δραστηριότητας της αυξανόμενης διάρκειας και της αστάθειας έχουν αναγνωρισθεί, ο καθένας συνδεδεμένος με ένα μέλος της ευρύτερης οικογένειας των επιχειρηματικών κύκλων. Αυτοί περιλαμβάνουν:

- σχετικά ήπια μικρούς κύκλους με διάρκεια 3-5 έτη (αντιστοιχούν στον κύκλο Kitchin)

- πιο έντονους μεγάλους κύκλους με μια περίοδο 7-11 έτη (αντιστοιχούν στον κύκλο Juglar)
- ειδικότερα τους έντονους μεγάλης διάρκειας κύκλους 15-25 ετών (ισοδύναμους με τα μακρά κύματα του Kuznets)

Οι επιδράσεις πολλαπλασιαστική-επιταχυντή συνδέουν αυτούς του κύκλους της κατασκευής ακινήτων με τον επιχειρηματικό κύκλο: ο επιταχυντής μεταφράζει τις αλλαγές στη ζήτηση του χρήστη (occupier demand) σε εντονότερες διακυμάνσεις στις επενδύσεις στον τομέα των ακινήτων, ενώ ο πολλαπλασιαστής ανατροφοδοτεί αυτές τις διακυμάνσεις των επενδύσεων σε κατασκευές ακινήτων στις συνολικές επενδύσεις και στην παραγωγή.

Η διάδοση των κύκλων του κατασκευαστικού τομέα

Οι μικροί κύκλοι στον τομέα των κατασκευών είναι κατά κύριο λόγο ένα φαινόμενο που σχετίζεται με τη ζήτηση, αντανakλώντας την επίδραση του επιχειρηματικού κύκλου που λειτουργεί μέσω της αλλαγής των επιπέδων δραστηριότητας των κατοίκων και της παροχής πιστώσεων. Οι μεγάλοι κύκλοι είναι κάτι παραπάνω από ένα φαινόμενο που σχετίζεται με την προσφορά, που παράγονται από ενδογενείς μηχανισμούς διάδοσης, όπως μεγάλες περιόδους κατασκευής και άκαμπτων διαδικασιών προσαρμογής της αγοράς. Οι μεγάλης διάρκειας κύκλοι συνήθως συνδέονται με την κερδοσκοπική άνοδο των τιμών. Οι διαφορετικοί κύκλοι φαίνονται να συνδέονται μέσω μιας σωρευτικής τάσης για κάθε μικρό κύκλο καθοδηγούμενο από τη ζήτηση να εξελίσσεται σε μεγάλο κύκλο από δυνάμεις προερχόμενες από την πλευρά της προσφοράς, και για κάθε μεγάλο κύκλο να εξελίσσεται σε έναν μεγάλης διάρκειας κύκλο εξαιτίας κερδοσκοπικών πιέσεων.

Η σημασία των μεγάλης διάρκειας κύκλων

Οι μεγάλης διάρκειας κύκλοι έχουν ιστορικά αναγνωρισθεί ως η πιο εξέχουσα μορφή του κύκλου στον τομέα της κατασκευής ακινήτων, και χαρακτηρίζονται ως μια εκδήλωση μεγάλης διάρκειας διακύμανσης που επηρεάζει όλες τις πτυχές της βιομηχανικής και αστικής ανάπτυξης. Δεδομένου ότι αποτελούν μέρος της γενικότερης τεχνολογικά καθοδηγούμενης ανάκαμψης της οικονομικής ανάπτυξης, κάθε μεγάλης διάρκειας κύκλος στον τομέα των ακινήτων συνήθως σχετίζεται με καινοτομίες στις μεθόδους κατασκευής και παροχής υποδομών. Η ανάκαμψη δημιουργεί αυξημένη ζήτηση για population-sensitive επενδύσεις σε κατοικίες και κοινωνικές υποδομές, σε συνδυασμό με την επιτάχυνση των επενδύσεων σε

βιομηχανικά και εμπορικά κτήρια για την επέκταση των μέσων παραγωγής. Η προκύπτουσα οικοδομική έκρηξη ενισχύεται από κερδοσκοπικές πιέσεις, οι οποίες οδηγούν σε σημαντικά επίπεδα υπέρμετρης ανοικοδόμησης, που ακολουθείται από μια αναπόφευκτη αποπληθωριστική ύφεση και την εκκαθάριση των πλεοναζόντων αποθεμάτων.

Ο κύκλος των μεταφορικών δικτύων

Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό του μεγάλης διάρκειας κύκλου του κατασκευαστικού τομέα των ακινήτων είναι η στενή σχέση μεταξύ επενδύσεων σε έργα υποδομής για την εφαρμογή νέων τεχνολογιών μεταφορών και των επενδύσεων για κατασκευή ακινήτων για τη στήριξη της αστικής ανάπτυξης, που ενισχύονται από τα νέα συστήματα μεταφορών. Κάθε επανάσταση στην τεχνολογία των μεταφορών αυξάνει την επέκταση στα προάστια, που ενσωματώνεται σε νέα οικιστικά κι εμπορικά ακίνητα και που δημιουργεί μια διακριτή συνιστώσα του αστικού ιστού. Οι διαδοχικές επαναστάσεις των μεταφορών μπορούν, συνεπώς, να ταυτισθούν τόσο με μια μεγάλη εξέλιξη της οικονομικής ανάπτυξης όσο και με έναν μεγάλης διάρκειας κύκλο στην αστική ανάπτυξη.

Η μετάδοση των κύκλων της αγοράς

Η κίνηση του κύκλου της κατασκευής ακινήτων μεταδίδεται μέσα από όλες τις πτυχές της συμπεριφοράς της αγοράς ακινήτων. Μία εξωγενώς δημιουργούμενη αύξηση της ζήτησης οδηγεί σε αύξηση της απορρόφησης και μείωση του αποθέματος των κενών χώρων. Αυτό μεταφράζεται σε αύξηση των ενοικίων και των τιμών, η οποία ενισχύει την κερδοφορία της κατασκευής. Παρουσιάζεται ανάκαμψη στο ξεκίνημα των κατασκευών ακινήτων η οποία τελικά τροφοδοτεί τα αυξημένα επίπεδα των αποπερατώσεων και των κενών χώρων. Αντίθετα, όταν η προσφορά είναι υπερβάλλουσα, αυξάνονται οι κενοί χώροι και τα ενοίκια και οι τιμές πέφτουν, προκαλώντας μείωση της ανάπτυξης κερδοφορίας που οδηγεί σε περικοπές στις επιπλέον ενάρξεις κατασκευής ακινήτων.

Τα μοναδικά χαρακτηριστικά της επένδυσης σε κατασκευή ακινήτων

Οι κύκλοι του κατασκευαστικού τομέα της αγοράς ακινήτων τείνουν να είναι πιο παρατεταμένοι και ευμετάβλητοι από κάθε άλλο είδος οικονομικού κύκλου λόγω των μοναδικών χαρακτηριστικών που έχει η επένδυση στον τομέα κατασκευής ακινήτων. Αυτά περιλαμβάνουν: τις χρονικές υστερήσεις της κατασκευής και τη συγκέντρωση στο χώρο των επενδύσεων (που δημιουργούν μια τάση για υπέρμετρη

ανοικοδόμηση), την ακαμψία της προσαρμογής του ενοικίου λόγω των δυσκαμψιών από την πλευρά της ζήτησης (η οποία καθυστερεί τη μετάδοση των σημάτων της αγοράς), την αντοχή (durability) του κτηριακού αποθέματος (η οποία μειώνει τη σταθεροποιητική επίδραση των επενδύσεων αντικατάστασης στην ασταθή επαγόμενη ζήτηση), την ύπαρξη ενός ρυθμιστικού αποθέματος κενών χώρων (η οποία επιβραδύνει την προσαρμογή της προσφοράς στην ανάκαμψη και παρατείνει την υπέρμετρη ανοικοδόμηση στην κάμψη) και τον παραδοσιακά κατακερματισμένο χαρακτήρα της βιομηχανικής ανάπτυξης (η οποία σημαίνει ότι πολλές επιχειρήσεις ρευστοποιούνται στην ύφεση, δημιουργώντας μια χρονική υστέρηση, ενώ η χωρητικότητα αποκαθίσταται κατά τη διάρκεια μιας ανάκαμψης).

Ελαστικότητα σε σχέση με τη ζήτηση και την προσφορά

Εκτός από όπου υπάρχουν περιορισμοί αυστηρού σχεδιασμού ή προσφοράς γης, η προσφορά νέων κατασκευών τείνει να είναι αρκετά ελαστική ως προς την τιμή καθώς και να ανταποκρίνεται περισσότερο στις αλλαγές στα αναμενόμενα ενοίκια και τις αξίες του κεφαλαίου από ό, τι στα κατασκευαστικά κόστη. Αντίθετα, η ζήτηση για τα νέα μεταχειρισμένα κτήρια τείνει να είναι λιγότερο ελαστική ως προς την τιμή λόγω των δυσκαμψιών που προκαλούνται από παράγοντες όπως οι μεγάλες ορισμένου χρόνου μισθώσεις και τα κόστη υψηλών συναλλαγών καθώς επίσης και τα κόστη μετακόμισης. Όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά μεταξύ της ελαστικότητας της προσφοράς ως προς την τιμή σε σχέση με την ελαστικότητα ζήτησης, τόσο μεγαλύτερη είναι η τάση για την προσφορά να εκτοξευθεί και, κατά συνέπεια, τόσο πιο ασταθής είναι ο κύκλος της κατασκευής ακινήτων.

Ο σχηματισμός των προσδοκιών της αγοράς

Ο σχηματισμός των προσδοκιών στις αγορές ακινήτων είναι αρκετά δύσκολος λόγω των αβεβαιοτήτων που απορρέουν από τα μεγάλα χρονικά διαστήματα στην κατασκευή, τις δυσκαμψίες της αγοράς, τις σπάνιες συναλλαγές, τα ετερογενή αποθέματα, την ατελή πληροφόρηση και τη μεγάλη διάρκεια ζωής των περιουσιακών στοιχείων επί των οποίων οι μελλοντικές αποδόσεις των επενδύσεων πρέπει να προβλέπονται. Οι ανεπάρκειες ως προς την πληροφόρηση που δημιουργούνται από αυτά τα χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων κάνουν το σχηματισμό των ορθολογικών προσδοκιών σχεδόν ανέφικτο. Επιπλέον, η κερδοσκοπική φύση της όσο το δυνατόν μεγαλύτερης ανάπτυξης δημιουργεί μια τάση για την ίδια την

εμπιστοσύνη να είναι κυκλική, ενισχύοντας τον κύκλο καθώς το συναίσθημα κινείται μεταξύ αισιοδοξίας για την ανάκαμψη και απαισιοδοξίας για την κάμψη.

Κερδοσκοπικές φούσκες

Οι αγορές ακινήτων είναι ιδιαίτερα επιρρεπείς σε κερδοσκοπικές φούσκες, εξαιτίας δύο αλληλένδετων παραγόντων: η ανάπτυξη της βιομηχανίας εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από δανειακά κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της, ενώ τα κτήρια ενεργούν όχι μόνο ως παραγωγικό κεφάλαιο, αλλά και ως χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και εξασφαλίσεις του δανείου. Οι οικονομικές επιπτώσεις του επιταχυντή ενισχύουν έτσι τους κύκλους της κατασκευής ακινήτων μέσω παράλληλων κύκλων στην προσφορά πιστώσεων. Κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής ανάκαμψης, η πίστωση τείνει να είναι φθηνή και άφθονη, χρηματοδοτώντας έτσι μια οικοδομική έκρηξη που δημιουργεί νέα περιουσιακά στοιχεία για να λειτουργήσουν ως εγγυήσεις (collateral) για περαιτέρω αύξηση αυτών των δανείων. Αντιστρόφως, κατά τη διάρκεια μιας κάμψης, τα υψηλότερα επιτόκια οδηγούν σε πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και σε συρρίκνωση των εξασφαλίσεων, δημιουργώντας μια πιστωτική κρίση που προκαλεί μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας. Η ανεπαρκής ρύθμιση των δανειοδοτικών ιδρυμάτων αυξάνει τον κίνδυνο δημιουργία φούσκας.

Αντικρουόμενη ζήτηση χρηστών (κατοικίας) κι επενδυτών

Η διπλή λειτουργία των ακινήτων ως παραγωγικό κεφάλαιο και ως χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο δημιουργεί μια πιθανή σύγκρουση μεταξύ της ζήτησης των χρηστών (occupiers) για επένδυση σε βελτιωμένες κατασκευές και της ζήτησης των επενδυτών για τη διατήρηση των υφιστάμενων τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Όταν υπάρχει έλλειψη προσφοράς, η αξία των κατασκευών σαν περιουσιακά στοιχεία μπορεί να διογκωθεί πάνω από το εισπρακτέο εισόδημά τους. Αντίθετα, καθώς οι χρήστες προχωρούν σε νέες κατασκευές μετά από μια αναπτυξιακή έκρηξη, οι προηγούμενες κατασκευές υποφέρουν από μια φάση επιταχυνόμενης απαξίωσης, κατά την οποία οι λογιστικές αξίες τους μπορεί να μειωθούν κάτω από την ικανότητα κέρδους. Αυτή η τάση προς τον υπερβολικό πληθωρισμό και, στη συνέχεια, τον αποπληθωρισμό των τιμών των περιουσιακών στοιχείων ενισχύει την επίδραση του κύκλου του κατασκευαστικού τομέα στην αγορά επενδύσεων.

Η ενοποίηση (integration) της αγοράς ακινήτων και των κεφαλαιαγορών

Η αυξανόμενη ενοποίηση της αγοράς ακινήτων και των κεφαλαιαγορών δημιουργεί αποτελέσματα διάχυσης και μετάδοσης που αυξάνουν τη μεταβλητότητα του κύκλου της κατασκευής ακινήτων και μεταφράζουν την αστάθειά του σε γενικότερες οικονομικές και χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Οι κύκλοι στο στεγαστικό τομέα της αγοράς ακινήτων ενισχύουν τις διακυμάνσεις των καταναλωτικών δαπανών μέσω της σύνδεσης του οικονομικού επιταχυντή μεταξύ των στεγαστικών ιδίων κεφαλαίων και των δαπανών που χρηματοδοτούν το χρέος. Ομοίως, υπάρχει ο κίνδυνος συστημικής αποτυχίας σε στενά ενοποιημένες αγορές, όπως τα μεγάλα γραφεία των πόλεων, όπου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι οι κύριοι χρήστες των χώρων αυτών, οι ιδιοκτήτες των περιουσιακών στοιχείων κι αυτοί που παρέχουν τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης.

Η διεθνής σύγκλιση των κύκλων

Οι κύκλοι του κατασκευαστικού τομέα σε διαφορετικούς τομείς και πόλεις μέσα σε μια εθνική οικονομία ιστορικά έτειναν να κινούνται σε γενικές γραμμές με έναν συμπίπτοντα τρόπο επειδή υπόκεινται σε κοινούς μηχανισμούς διάδοσης και στο ίδιο μακροοικονομικό περιβάλλον. Αλλά οι γεωγραφικές διαφορές που προκύπτουν από μεταβολές στην οικονομική δομή, και οι τομεακές διαφορές που οφείλονται στις διακυμάνσεις του κυκλικού ρυθμού ανάπτυξης, σημαίνουν ότι η διάρκεια, η συχνότητα και η αστάθεια των κύκλων ποικίλλουν σημαντικά μεταξύ των διαφόρων χωρών. Ωστόσο, καθώς η ενοποίηση των κεφαλαιαγορών και των αγορών ακινήτων αυξάνεται, καθώς τα νέα χρηματοδοτικά μέσα πολλαπλασιάζονται και καθώς οι επενδυτικές ροές παγκοσμιοποιούνται, φαίνεται ότι οι κύκλοι του κατασκευαστικού τομέα διεθνώς, γίνονται όχι μόνο πιο ασταθείς και πιο συχνοί, αλλά και πιο συγκλίνοντες.

5.4. Σύνδεση της Κυκλικότητας Ακινήτων με τον Οικονομικό Κύκλο

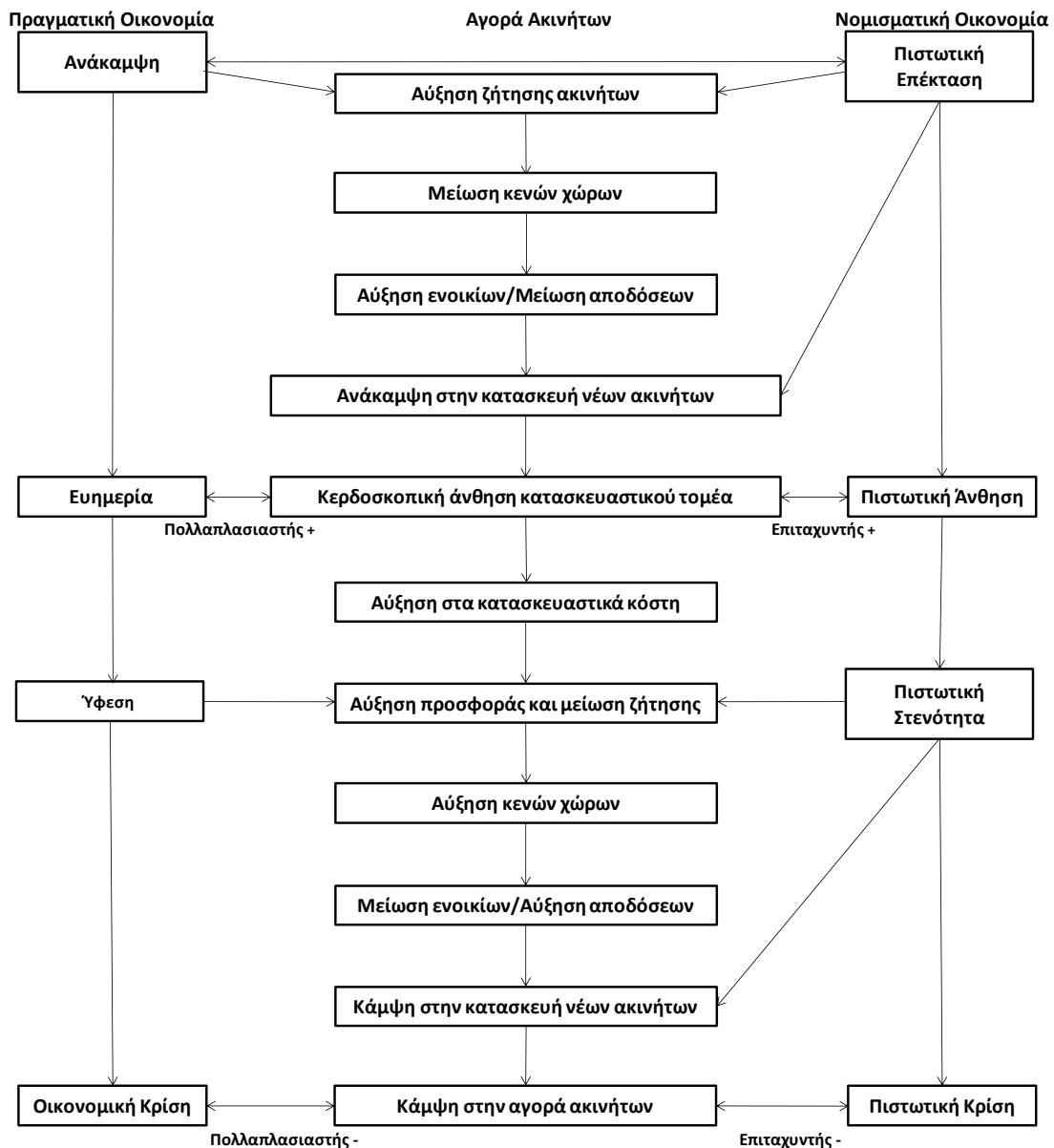
Ο κύκλος των ακινήτων συνδέεται με τον κύκλο της οικονομικής και πιστωτικής αγοράς. Μια οικονομική ανάκαμψη (επέκταση) συνδέεται με την πιστωτική επέκταση. Οι επενδύσεις σε πιστώσεις είναι ο βασικός κυκλικός παράγοντας οικονομικής ανάπτυξης. Η βασική επιρροή του οικονομικού κύκλου εμφανίζεται στην αγορά ακινήτων μέσω της αύξησης της ζήτησης των χρηστών (occupation demand). Η προσφορά όντας ανελαστική δεν προσαρμόζεται γρήγορα στην αύξηση της ζήτησης. Τα ενοίκια αυξάνονται, οι κενοί χώροι μειώνονται και οι αποδόσεις μειώνονται. Οι μειούμενες αποδόσεις οδηγούν σε αναγνώριση της κεφαλαιακής

αξίας. Η άνοδος των τιμών των ακινήτων οδηγεί σε νέες κατασκευαστικές δραστηριότητες. Η κατασκευαστική δραστηριότητα παρουσιάζει χρονική υστέρηση κι αυτό ενισχύει περαιτέρω τον οικονομικό κύκλο (Barras, 1994).

Στην πραγματικότητα, η ανοδική πορεία της οικοδομικής δραστηριότητας συμπίπτει με την οικονομική και πιστωτική έκρηξη. Η ζήτηση για πίστωση προκαλεί αύξηση των επιτοκίων. Από την πραγματική πλευρά της οικονομίας, παρατηρείται συσσώρευση πληθωριστικών πιέσεων. Η αυξημένη προσφορά και οι αυξανόμενες τιμές προκαλούν επιβράδυνση της οικονομίας κι έτσι αρχίζει η περίοδος της οικονομικής ύφεσης. Από τη χρηματοοικονομική πλευρά της οικονομίας, η αυξημένη ζήτηση για πιστώσεις και τα αυξανόμενα επιτόκια ξεκινούν την περίοδο επιβράδυνσης της πιστωτικής επέκτασης. Στον τομέα των ακινήτων, η νέα προσφορά παρουσιάζει υστέρηση. Η αυξημένη προσφορά συμπίπτει με την εξασθένηση της ζήτησης λόγω της επιβράδυνσης της οικονομίας. Τα ενοίκια αρχίζουν να μειώνονται, οι κενοί χώροι αυξάνονται κι οι αποδόσεις αυξάνονται. Αυτό προκαλεί πτώση στην αγορά ακινήτων, οδηγώντας σε ύφεση την αγορά ακινήτων. Η πτώση των ακινήτων συμπίπτει με την οικονομική και την πιστωτική κρίση. Αυτό οδηγεί σε υπερβολική πτώση των περιουσιακών στοιχείων και σε ατελή έργα.

Παρακάτω παρουσιάζεται το μοντέλο του κλασικού οικοδομικού κύκλου όπως αυτό παρουσιάστηκε από τον Barras (2009). Περιλαμβάνει τους δεσμούς μεταξύ της πραγματικής οικονομίας, της αγοράς ακινήτων και της οικονομίας χρήματος και κινείται μέσω των τεσσάρων φάσεων του επιχειρηματικού κύκλου, που περιγράφηκαν για πρώτη φορά από τον Schumpeter:

Σχήμα 5.5: Κύκλος ανέγερσης οικοδομών



Πηγή: Barras, 2009. Ιδία επεξεργασία.

Ανάκαμψη

Η διαδικασία ξεκινά με μια ανάκαμψη της οικονομικής ανάπτυξης που προκλήθηκε από ένα εξωγενές σοκ, όπως για παράδειγμα την υιοθέτηση μιας νέας τεχνολογίας ή την τόνωση της ζήτησης με δημοσιονομικά κίνητρα. Η αύξηση της παραγωγής και των εισοδημάτων επιφέρει αυξημένη ζήτηση για οικιστικά κι εμπορικά ακίνητα, η οποία αρχικά ικανοποιείται από το απόθεμα του διαθέσιμου χώρου, με αποτέλεσμα αυτός να πέφτει κάτω από το επίπεδο ισορροπίας του. Τα ενοίκια ξεπερνούν την αρχική τους ακαμψία κι αρχίζουν να αυξάνονται, ενώ οι αποδόσεις πέφτουν με την προσδοκία της αύξησης των ενοικίων και του μειούμενου επενδυτικού ρίσκου. Οι

αυξήσεις της κερδοφορίας της ανάπτυξης, προκαλούν ένα πρώτο κύμα στην κατασκευή νέων ακινήτων το οποίο χρηματοδοτείται από την αύξηση της παροχής πιστώσεων που συνοδεύει την οικονομική ανάκαμψη. Η αύξηση στις κατασκευές ακινήτων ενισχύει περαιτέρω τη συνολική ζήτηση μέσω πολλαπλασιαστικών αποτελεσμάτων, αλλά λόγω των χρονικών υστερήσεων στον κατασκευαστικό τομέα, δεν υπάρχει βραχυπρόθεσμη αύξηση της προσφοράς κτηρίων, κι έτσι η αύξηση των ενοικίων και των τιμών επιταχύνεται.

Ευημερία

Κατά τη διάρκεια της φάσης της ευημερίας, η οικονομική άνθηση συνεχίζει να αυξάνει τη ζήτηση για ακίνητα, διατηρώντας την αύξηση των ενοικίων και των τιμών κι εντείνοντας την ευφορία των επενδυτών. Η οικοδομική έκρηξη είναι τώρα σε πλήρη εξέλιξη, με τις επιπτώσεις του οικονομικού επιταχυντή (financial accelerator) να διατηρούν την αύξηση των πιστώσεων για να χρηματοδοτήσουν ένα δεύτερο κύμα κερδοσκοπικής ανάπτυξης νέων κατασκευών ακινήτων μέσω της ταχείας αύξησης των αξιών εξασφάλισης (collateral values). Ωστόσο, το πρώτο κύμα κατασκευών ολοκληρώνεται, αυξάνοντας την προσφορά διαθέσιμου χώρου, διευκολύνοντας την ανοδική πίεση στα ενοίκια και τις τιμές κι ενισχύοντας την παραγωγική ικανότητα της οικονομίας. Καθώς ολοκληρωμένα συστήματα συνεχίζουν να φθάνουν στην αγορά, τα ενοίκια και οι τιμές φθάνουν στο αποκορύφωμά τους και αρχίζουν να πέφτουν προς τα κάτω. Η κερδοφορία από τις κατασκευές μειώνεται, λόγω της μείωσης των προσδοκιών για μελλοντικές αποδόσεις, κι επειδή τα κατασκευαστικά κόστη αυξάνονται καθώς η ανάπτυξη της βιομηχανίας προσεγγίζει τη λειτουργική της ικανότητα. Κατά συνέπεια, το ποσοστό νέων κατασκευών ξεκινά να μειώνεται προς τα κάτω.

Ύφεση

Η υπερθέρμανση της καταναλωτικής ζήτησης προκαλεί γενικές πληθωριστικές πιέσεις, με αποτέλεσμα τα επιτόκια να αυξάνονται και η προσφορά πιστώσεων να περιορίζεται, ενισχύοντας έτσι τις περικοπές στις ενάρξεις κατασκευής ακινήτων. Αυτή η οικονομική επιβράδυνση, ενισχύεται από το πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα στη συνολική ζήτηση των περικοπών στις επενδύσεις, συμπεριλαμβανομένης της οικοδομικής δραστηριότητας. Ωστόσο, λόγω των χρονικών υστερήσεων στην ανάπτυξη, τα υψηλά επίπεδα αποπερατώσεων ακινήτων συνεχίζονται για κάποιο χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα να παρατηρείται ταχεία αύξηση των κενών χώρων

που επιδεινώνεται από τη χαλάρωση της ζήτησης λόγω της οικονομικής επιβράδυνσης. Η μείωση των ενοικίων επιταχύνεται, ενώ οι αποδόσεις αυξάνονται ως απάντηση στα υψηλότερα επιτόκια κι επιδεινώνοντας τις προοπτικές αύξησης των ενοικίων. Η μειούμενη αξία των υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων στέλνει τον οικονομικό επιταχυντή σε αντίστροφη πορεία, περιορίζοντας περαιτέρω την παροχή στεγαστικών δανείων. Τελικά, η προσφορά καινούργιων αποπερατωμένων ακινήτων μειώνεται σταδιακά και η διαθεσιμότητα των κενών χώρων σταθεροποιείται (αν και παραμένει πολύ πάνω από το επίπεδο ισορροπίας της). Ως αποτέλεσμα, το ποσοστό της μείωσης των ενοικιάσεων αρχίζει να επιβραδύνεται.

Οικονομική Κρίση (πολύ σοβαρή ύφεση)

Με την οικονομία τώρα σε οικονομική κρίση, η μειωμένη ζήτηση των χρηστών για νέα ακίνητα αναγκάζει την εκκαθάριση των στρωμάτων του δευτερογενούς αποθέματος. Η ζήτηση για νέες κατασκευές ακινήτων, ως επί το πλείστον περιορίζεται στην αντικατάσταση των παλαιών αποθεμάτων (obsolete stock). Η χαμηλή οικοδομική δραστηριότητα ενισχύει την οικονομική κρίση, ενώ οι τιμές των ακινήτων έχουν πέσει με αποτέλεσμα η περαιτέρω ανάπτυξη να μην είναι πλέον βιώσιμη. Σε συνδυασμό με την πιστωτική κρίση, αυτό σημαίνει ότι η κατασκευή νέων ακινήτων είναι κοντά στο μηδέν. Οι κενοί χώροι αρχίζουν να πέφτουν από την κορυφή τους, αλλά μόνο με αργούς ρυθμούς, με δεδομένο το μειωμένο επίπεδο της ζήτησης, ενώ τα ενοίκια και οι τιμές σταθεροποιούνται σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα από τις προηγούμενες προσδοκίες. Πολλοί κατασκευαστές έχουν μείνει με ανοίκιαστα ακίνητα ή ανεπαρκές εισόδημα από ενοίκια για την κάλυψη των αυξημένων τους τόκων, ενώ πολλοί χρήστες (occupiers) δεν μπορούν πλέον να καλύψουν το δάνειό τους ή την πληρωμή του ενοικίου τους. Αυτό οδηγεί σε ευρέως εκτεταμένες αθετήσεις πληρωμών δανείων, πτωχεύσεις και κατασχέσεις. Ωστόσο, στη φάση κάμψης της αγοράς ακινήτων, οι προϋποθέσεις για κατασκευές αρχίζουν να βελτιώνονται, καθώς τα κατασκευαστικά κόστη μειώνονται και οι προσδοκίες για μελλοντικές αυξήσεις των ενοικίων έρχονται στην επιφάνεια για ακόμα μια φορά. Πλέον υπάρχει το έδαφος για την έναρξη του επόμενου κύκλου της κατασκευαστικής δραστηριότητας.

Σύμφωνα με τον Roulac (1996) η αγορά ακινήτων επηρεάζεται από το σύνολο της οικονομίας. Η ζήτηση για αγαθά, υπηρεσίες και παραγωγικούς πόρους σε σχέση με την προσφορά και τη διαθεσιμότητά τους καθορίζουν τα συνολικά επίπεδα

αρνητική ψυχολογία στην αγορά. Καθώς παρατηρούνται σημάδια ύφεσης στην οικονομία, σταδιακά πραγματοποιείται κάλυψη των κενών δομημένων χώρων. Αυτό οδηγεί σε οικονομική επέκταση η οποία τονώνεται περαιτέρω μέσω νέων κατασκευών.

6. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

6.1. Εισαγωγή

Οι εξελίξεις στην αγορά κατοικίας μπορεί να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Η χρηματοπιστωτική διάσταση της αγοράς κατοικίας (credit) και η επίδραση του οικιστικού πλούτου (housing wealth) ασκούν επιρροή στην κατανάλωση. Το γεγονός αυτό, καθιστά την ανάλυση της σχέσης μεταξύ των επιχειρηματικών κύκλων και των τιμών κατοικίας απαραίτητη.

Συγκεκριμένα, η επίδραση του πλούτου στην κατανάλωση που προέρχεται από μεταβολές στις τιμές των ακινήτων είναι συνήθως πιο σημαντική από την επίδραση που προκαλούν οι μεταβολές των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Οι εξελίξεις επομένως στην αγορά κατοικίας έχουν συνέπειες στη μακροοικονομική ισορροπία (Catte, Girouard, Price, & André, 2004).

Ο βαθμός συγχρονισμού των μεταβολών των τιμών κατοικίας μεταξύ των χωρών εξαρτάται από διάφορους παράγοντες. Οι διαφορές μεταξύ των αγορών κατοικίας, η φορολογία, ο ανταγωνισμός, οι εξελίξεις στην αγορά μισθώσεων, η κοινωνική κατοικία καθώς και δημογραφικοί παράγοντες επηρεάζουν τη ζήτηση για κατοικία.

Στα παρακάτω διαγράμματα περιγράφεται η διαχρονική συμπεριφορά:

- Του δείκτη πραγματικών τιμών κατοικίας (real house prices).
- Του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα (price to income ratio).
- Του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο (price to rent ratio).

Η βάση δεδομένων των δεικτών ανήκει στον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης – ΟΟΣΑ (OECD Analytical House Price database). Οι δείκτες είναι τριμηνιαίοι (quarterly) και το έτος βάσης τους είναι το 2010. Τα τριμηνιαία στοιχεία έχουν μεγάλη σημασία για κάθε είδους ανάλυση, αφού εξασφαλίζουν ακριβέστερα συμπεράσματα. Αναφορικά με το δείκτη πραγματικών τιμών κατοικίας, αξίζει να σημειωθεί πως είναι εποχικά διορθωμένος (seasonally adjusted).

Στη συνέχεια, πραγματοποιείται συγκριτική ανάλυση των εν λόγω δεικτών μεταξύ έξι χωρών του ΟΟΣΑ που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ (Euro Area 15). Οι μελετώμενες αυτές χώρες είναι η Γερμανία, η Γαλλία, η Ιταλία, η Ελλάδα, η Ολλανδία και η Ισπανία.

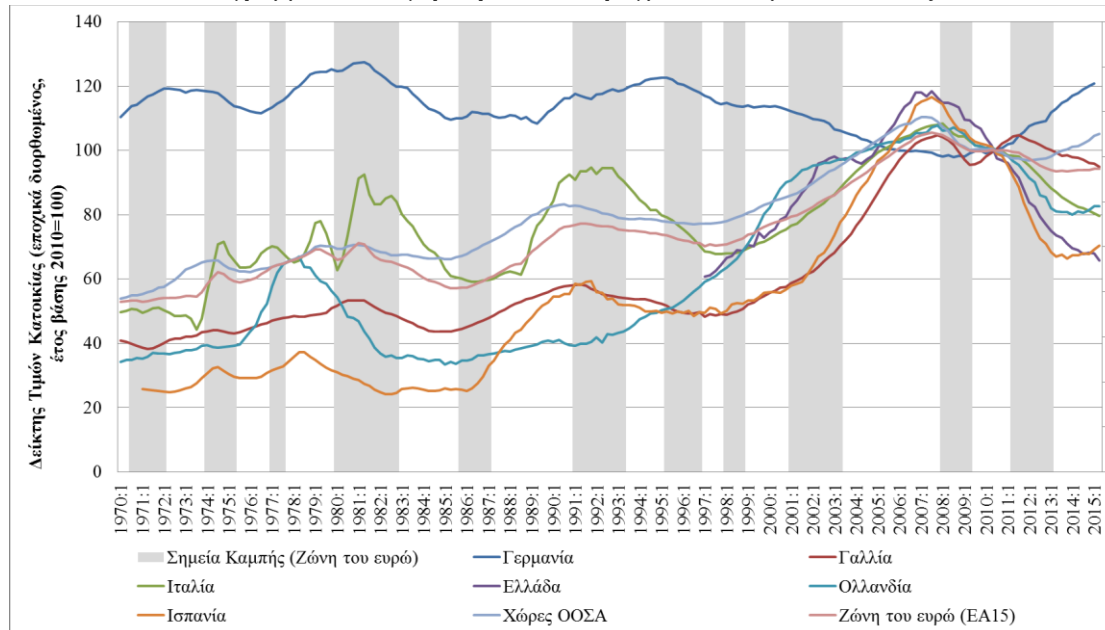
Για τους δείκτες των χωρών, υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία που ξεκινούν το 1970 και φθάνουν μέχρι και το 2015. Εξαιρέση αποτελούν η Ελλάδα και η Ισπανία. Για την Ελλάδα υπάρχουν στοιχεία που ξεκινούν το 1997 ενώ για την Ισπανία τα διαθέσιμα στοιχεία ξεκινούν το 1971.

Τα αθροιστικά μεγέθη (aggregates) των χωρών του ΟΟΣΑ και των χωρών του ΟΟΣΑ που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ, αποτελούν μέσους ρυθμούς αύξησης που σταθμίζονται με το κατά κεφαλήν ΑΕΠ (GDP) σε όρους Ισοτιμίας Αγοραστικής Δύναμης (Purchasing Power Parity).

6.1.1. Δείκτης Πραγματικών Τιμών Κατοικίας

Για την κατασκευή του δείκτη πραγματικών τιμών κατοικίας, οι ονομαστικές τιμές κατοικίας έχουν αποπληρωσθεί με τον αποπληρωστές ιδιωτικής κατανάλωσης από τα στατιστικά στοιχεία των εθνικών λογαριασμών.

Διάγραμμα 6.1: Σύγκριση δεικτών πραγματικών τιμών κατοικίας



Πηγή: OECD, Housing Prices database, 2017, OECD, Composite Leading Indicators, 2017.

Οι μεταβολές στις τιμές κατοικίας σχετίζονται στενά με τον επιχειρηματικό κύκλο, γι' αυτό και οι συγκρίσεις μεταξύ τους παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Στο παραπάνω διάγραμμα, παρατηρούμε πως για την περίοδο μεταξύ των ετών 1970 και 2015, οι μεταβολές των πραγματικών τιμών κατοικίας και τα σημεία καμψής των επιχειρηματικών κύκλων (turning points) κατά κύριο λόγο συμπίπτουν. Τα σημεία καμψής είναι το κατώτατο σημείο (trough) και το ανώτατο σημείο ή κορυφή (peak) ενός επιχειρηματικού κύκλου. Η σκιασμένη περιοχή που φαίνεται στο διάγραμμα

επομένως, προσδιορίζει τις περιόδους ύφεσης των χωρών της ζώνης του ευρώ, όπως αυτές ορίζονται από τον ΟΟΣΑ¹⁶.

Σύμφωνα με τα αθροιστικά μεγέθη (aggregates), οι πραγματικές τιμές κατοικίας για τις χώρες του ΟΟΣΑ και για τις χώρες της ζώνης του ευρώ παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη διάρκεια, ταυτόχρονη ανοδική τάση, από το 1997 έως και το δεύτερο τρίμηνο του 2007. Από το τέταρτο τρίμηνο του 2007, τόσο ο δείκτης των χωρών του ΟΟΣΑ όσο και ο αντίστοιχος των χωρών που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ μειώνεται. Το τέταρτο τρίμηνο του 2009 παρατηρείται αύξηση των δεικτών και πάλι. Η δεύτερη μακρύτερη περίοδος ταυτόχρονης ανοδικής τάσης των δεικτών ξεκινά από το δεύτερο τρίμηνο του 1986 και καταλήγει στο δεύτερο τρίμηνο του 1991. Για την προαναφερθείσα περίοδο μεταβολής των δεικτών των πραγματικών τιμών κατοικίας (1997-2007), παρατηρείται παρόμοια συμπεριφορά στα σημεία καμψής της Ευρωζώνης.

Συνολικά, η σύγκριση του δείκτη των πραγματικών τιμών κατοικίας με τις περιόδους ύφεσης που φαίνονται στο παραπάνω διάγραμμα, δείχνει πως τα σημεία καμψής των τιμών κατοικίας και του επιχειρηματικού κύκλου συμπίπτουν μεταξύ 1970-2015 παρόλο που σε κάποιες περιόδους ανάκαμψης οι τιμές παρουσιάζουν υστέρηση.

Οι τιμές κατοικίας σε σχέση με το εισόδημα των νοικοκυριών και οι τιμές κατοικίας σε σχέση με τα ενοίκια αποτελούν δύο συνήθεις δείκτες των θεμελιωδών παραγόντων της αγοράς κατοικίας που επιδρούν στην αξιολόγηση για ύπαρξη φούσκας στις τιμές κατοικίας. Χρησιμοποιούνται δηλαδή ως δείκτες υπερεκτίμησης των τιμών κατοικίας. Στη συνέχεια, επιχειρείται μια συγκριτική ανάλυση των εν λόγω δεικτών με τους δείκτες των πραγματικών τιμών κατοικίας ανά χώρα, αφού προηγουμένως πραγματοποιηθεί μια προσπάθεια ορισμού τους.

6.1.2. Δείκτης του λόγου Τιμής Κατοικίας προς Εισόδημα

Ο δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα (price to income ratio) προκύπτει από τη διαίρεση της ονομαστικής τιμής κατοικίας με το ονομαστικό διαθέσιμο κατά κεφαλήν εισόδημα¹⁷. Ο δείκτης αυτός, αντανακλά τη δυνατότητα αγοράς κατοικίας κι εξυπηρέτησης του σχετικού δανεισμού.

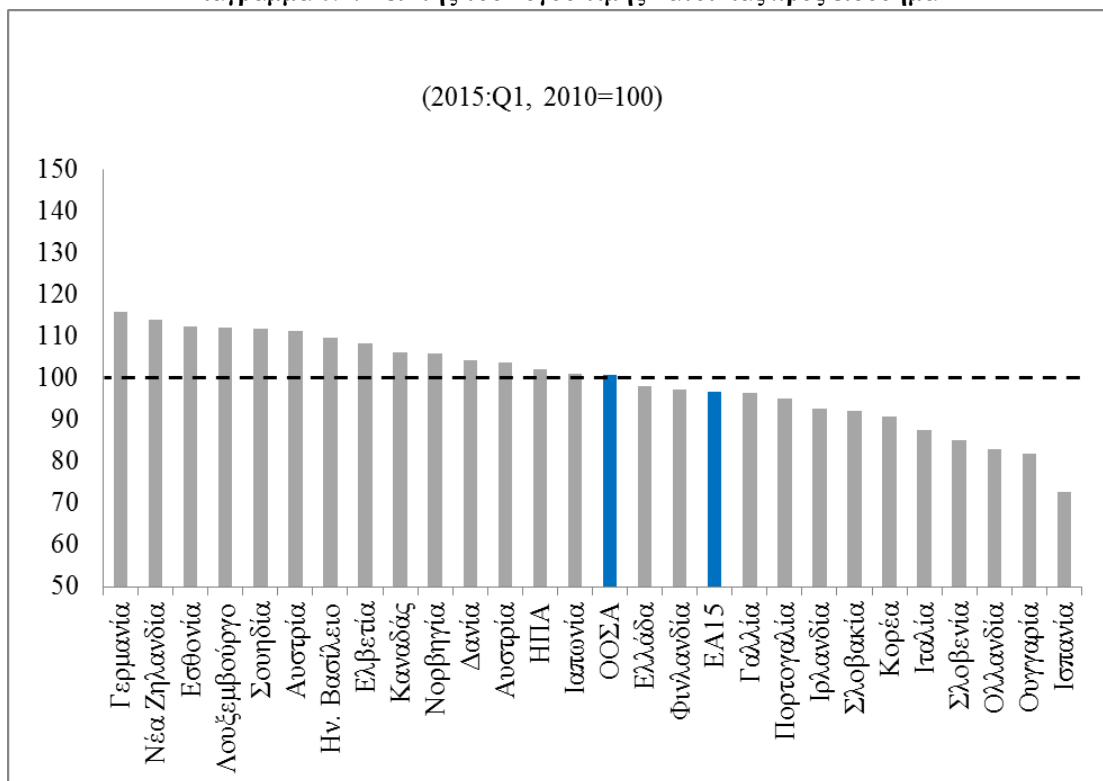
¹⁶ OECD Composite Leading Indicators: Turning Points of Reference Series and Component Series (April 2017).

¹⁷ Πηγή *Ονομαστικού Διαθεσίμου Εισοδήματος*: βάση δεδομένων των οικονομικών προοπτικών του ΟΟΣΑ. Πηγή *Συνολικού Πληθυσμού*: βάση δεδομένων των οικονομικών προοπτικών του ΟΟΣΑ και προβλέψεις του ΟΟΣΑ.

Ο δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα συγκρίνει το συνολικό κόστος μιας κατοικίας σε σχέση με το μέσο ετήσιο εισόδημα, αποτελώντας ένα μέτρο οικονομικής προσιτότητας της στέγασης (affordability of housing). Ο δείκτης αυτός υποδηλώνει ότι οι τιμές κατοικίας μειώνονται μακροχρόνια, εξαιτίας της αδυναμίας των οικογενειών να αντέξουν το βάρος της αγοράς του ακινήτου, συμπεριλαμβανομένης της αδυναμίας αποπληρωμής του χρέους που προέκυψε για την αγορά του.

Οι αυξήσεις στις τιμές κατοικίας δεν μπορούν να αποκλίνουν από την αύξηση του εισοδήματος των πιθανών αγοραστών για μεγάλο χρονικό διάστημα. Εάν οι τιμές των κατοικιών ξεπεράσουν την αύξηση του εισοδήματος, σημαίνει ότι οι δυνητικοί αγοραστές (νοικοκυριά) δεν διαθέτουν διαθέσιμα κεφάλαια κι ότι δεν είναι πλέον σε θέση να αντέξουν οικονομικά την αγορά. Αυτό οδηγεί σε μείωση της ζήτησης, η οποία με τη σειρά προκαλεί μείωση στις τιμές κατοικίας (André, Gil-Alana, & Gupta, 2014).

Διάγραμμα 6.2: Δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα



Πηγή: OECD, Housing Prices database, 2017.

Στο διάγραμμα 6.2 φαίνεται πως σε πολλές χώρες του ΟΟΣΑ το πρώτο τρίμηνο του 2015, με έτος βάσης το 2010, οι τιμές κατοικίας αυξήθηκαν γρηγορότερα από τα εισοδήματα. Για τις χώρες του ΟΟΣΑ που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ (EA15),

έχουν χρησιμοποιηθεί τα αθροιστικά μεγέθη (aggregates), που αποτελούν μέσους ρυθμούς αύξησης που σταθμίζονται με το κατά κεφαλήν ΑΕΠ (GDP) σε όρους Ισοτιμίας Αγοραστικής Δύναμης (Purchasing Power Parity). Ένα συμπέρασμα που προκύπτει από την παρατήρηση του διαγράμματος είναι πως στη Ευρωζώνη (EA15), στη Γαλλία, στην Ελλάδα, στην Ιταλία, στην Ολλανδία και στην Ισπανία οι τιμές κατοικίας αυξήθηκαν πιο αργά από τα εισοδήματα. Αξίζει να σημειωθεί πως από τις εξεταζόμενες χώρες μόνο στη Γερμανία οι τιμές κατοικίας αυξήθηκαν πιο γρήγορα από τα εισοδήματα. Η τιμή του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα της Γερμανίας είναι μεγαλύτερη από τις τιμές του συγκεκριμένου δείκτη των χωρών του ΟΟΣΑ, συμπεριλαμβανομένων των χωρών της Ευρωζώνης.

6.1.3. Δείκτης του λόγου Τιμής Κατοικίας προς Ενοίκιο

Ο δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο¹⁸ (price to rent ratio), προκύπτει από τη διαίρεση του δείκτη ονομαστικής τιμής κατοικίας με το δείκτη τιμής ενοικίου. Ο λόγος αυτός συγκρίνει την εξέλιξη του κόστους αγοράς κατοικίας έναντι του κόστους μίσθωσης του ακινήτου (profitability rate).

Η θεωρία αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων προβλέπει μια σαφή σχέση μεταξύ των τιμών κατοικίας, των ενοικίων και των προεξοφλητικών επιτοκίων που βασίζονται σε εξισορροπητικές ευκαιρίες (arbitrage opportunities) μεταξύ αγοράς και μίσθωσης ακίνητης περιουσίας.

Οι τιμές κατοικίας επομένως μπορούν να εκτιμηθούν με βάση το κόστος της ενοικίασης. Οι μεταβολές των τιμών κατοικίας μπορεί να οφείλονται στις μεταβολές των αναμενόμενων κεφαλαιακών κερδών (capital gains) ή στις μελλοντικές αποδόσεις ενοικίασης (rental yields). Σε ισορροπία, οι παράγοντες πρέπει να είναι αδιάφοροι μεταξύ αγοράς / πώλησης και εκμίσθωσης. Έτσι, οι μεταβολές του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο θα μπορούσαν να ερμηνευθούν ως σημάδι υπερθέρμανσης (υψηλότερος δείκτης) ή το αντίθετο (χαμηλότερος δείκτης).

Ο δείκτης του λόγου τιμών κατοικίας προς ενοίκιο αποτυπώνει τη μακροχρόνια σχέση μεταξύ του κόστους κατοχής μιας κατοικίας και της απόδοσης σε περίπτωση που αυτή μισθώνεται. Επομένως, όταν οι τιμές κατοικίας συγκρινόμενες με τα ενοίκια είναι πολύ υψηλές, οι δυνητικοί αγοραστές θεωρούν ότι είναι πιο συμφέρουσα η μίσθωση από την αγορά. Αυτό οδηγεί σε μείωση της ζήτησης για ακίνητα, ωθώντας τις τιμές κατοικίας προς τα κάτω.

¹⁸ Πηγή: ΟΟΣΑ, βάση δεδομένων σημαντικότερων οικονομικών δεικτών και Κεντρική Στατιστική Υπηρεσία του Ισραήλ.

Σε περίπτωση που ο δείκτης είναι πολύ χαμηλός, η αγορά κατοικίας προτιμάται έναντι της ενοικίασης. Εάν ο δείκτης παραμείνει υψηλός για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα, οι τιμές των κατοικιών βασίζονται σε μη ρεαλιστικές προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη από την πώληση κατοικιών και όχι από την πραγματική αξία των ενοικίων. Ενδέχεται δηλαδή να υπάρχει "φούσκα" στις τιμές κατοικίας (υπερεκτίμηση).

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι μακροχρόνιοι μέσοι όροι των τιμών του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα και του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο αντίστοιχα.

Ο πίνακας αποτελείται, από τις τελευταίες παρατηρούμενες τιμές των δεικτών και τη σχέση τους με τους μέσους όρους. Η περίοδος μελέτης ξεκινά το 1980 και καταλήγει στο πρώτο τρίμηνο του 2015 (τελευταία παρατήρηση), προκειμένου να εξασφαλισθεί η μακρύτερη δυνατή περίοδος για τον υπολογισμό των μέσων όρων των δεικτών. Η Ελλάδα δεν θα συμπεριληφθεί, διότι υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα που ξεκινούν το 1997.

Πίνακας 6.1: Δείκτες λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα και λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο

	Δείκτης λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα			Δείκτης λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο		
	Μέσος Όρος (1)	Τελευταίο Τρίμηνο (2)	(3)=(2)/(1)×100	Μέσος Όρος (1)	Τελευταίο Τρίμηνο (2)	(3)=(2)/(1)×100
Γερμανία	128	116	90	125	121	96
Γαλλία	79	96	122	77	94	122
Ιταλία	85	87	103	92	82	89
Ολλανδία	72	83	115	75	97	129
Ισπανία	69	73	106	69	72	104

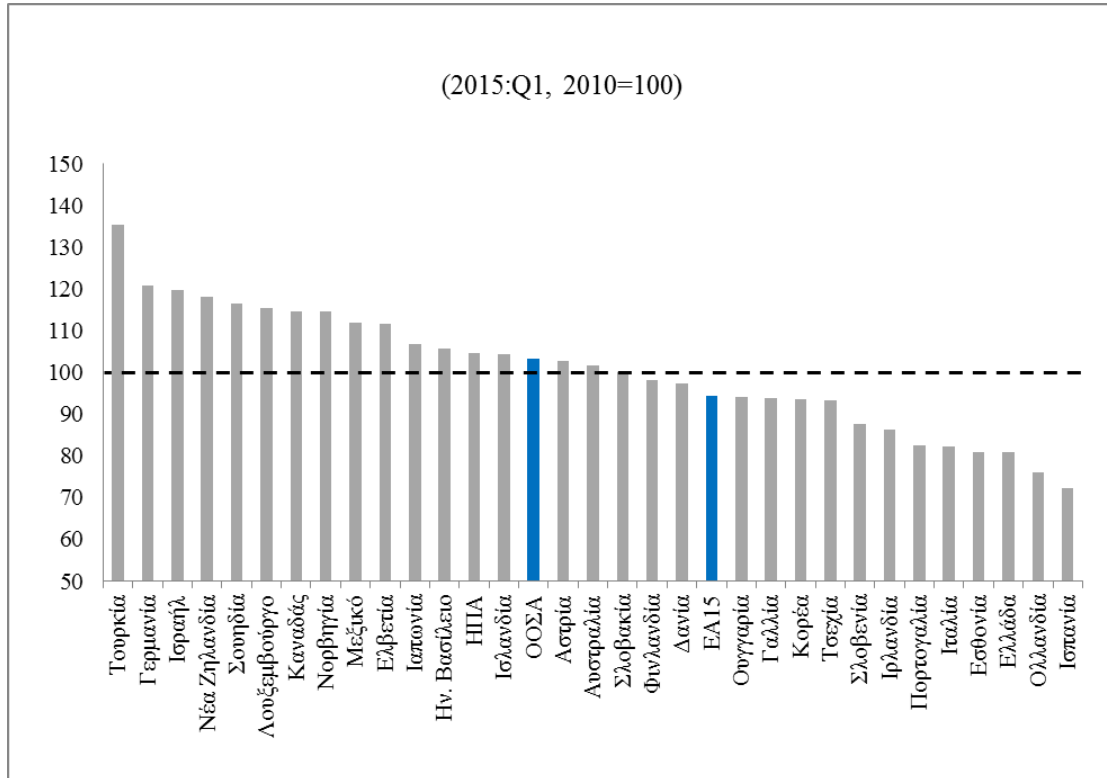
Πηγή: OECD, Housing Prices database, 2017.

Μια παρατήρηση που προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα είναι πως στις περισσότερες χώρες, οι τιμές κατοικίας εναρμονίζονται με τους μακροχρόνιους μέσους όρους. Οι συμβατικές αυτές μετρήσεις όμως, δεν μπορούν να αντικατοπτρίζουν πάντοτε και με ακρίβεια τα κόστη στέγασης.

Στο παρακάτω διάγραμμα 6.3 φαίνεται πως σε πολλές χώρες του ΟΟΣΑ το πρώτο τρίμηνο του 2015, με έτος βάσης το 2010, οι τιμές κατοικίας αυξήθηκαν γρηγορότερα από τα ενοίκια. Για τις χώρες του ΟΟΣΑ που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ (EA15), έχουν χρησιμοποιηθεί και πάλι τα αθροιστικά μεγέθη (aggregates), που αποτελούν μέσους ρυθμούς αύξησης που σταθμίζονται με το κατά κεφαλήν ΑΕΠ (GDP) σε όρους Ισοτιμίας Αγοραστικής Δύναμης (Purchasing Power Parity). Στην Ευρωζώνη (EA15), στη Γαλλία, στην Ελλάδα, στην Ιταλία, στην Ολλανδία και στην Ισπανία οι τιμές κατοικίας αυξήθηκαν πιο αργά από τα ενοίκια. Αντίθετα, στη Γερμανία οι τιμές κατοικίας αυξήθηκαν πιο γρήγορα από τα ενοίκια. Συγκεκριμένα, η

τιμή του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο της Γερμανίας είναι η δεύτερη μεγαλύτερη (μετά την Τουρκία) από τις τιμές του αντίστοιχου δείκτη των χωρών του ΟΟΣΑ.

Διάγραμμα 6.3: Δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο



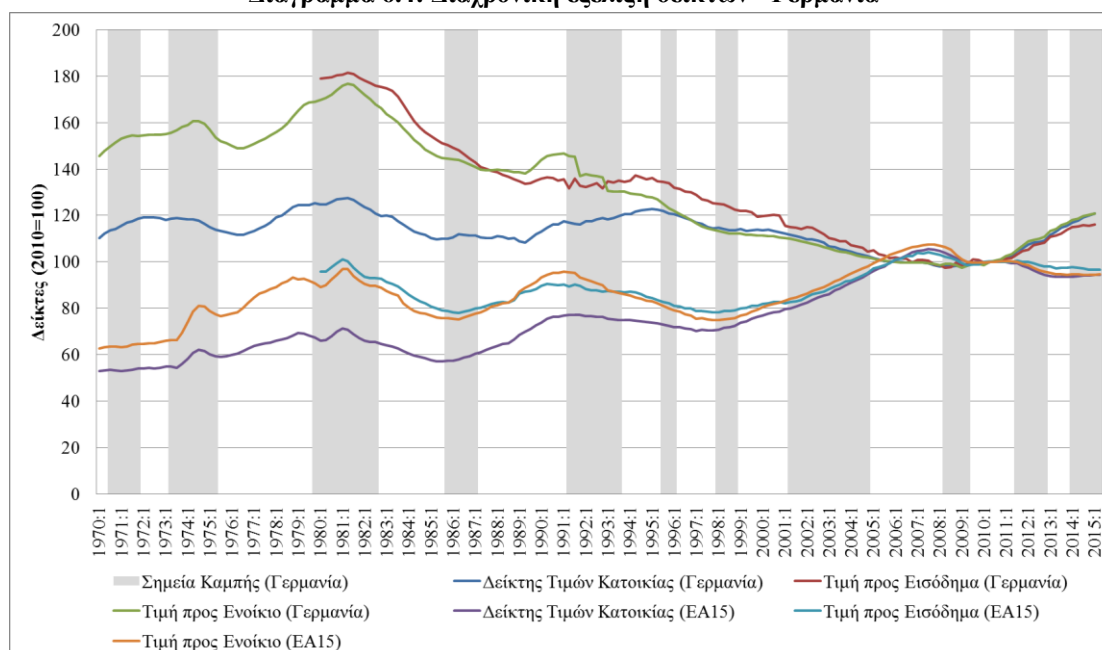
Πηγή: OECD, Housing Prices database, 2017.

Ακολουθούν έξι διαγράμματα των υπό μελέτη χωρών στα οποία απεικονίζεται η διαχρονική εξέλιξη των δεικτών τόσο σε επίπεδο χώρας όσο και σε επίπεδο Ευρωζώνης. Σε κάθε ξεχωριστό διάγραμμα, οι σκιασμένες περιοχές αναπαριστούν τις περιόδους ύφεσης για κάθε χώρα οι οποίες έχουν κατασκευασθεί με χρήση των διαθέσιμων σημείων καμπής του ΟΟΣΑ¹⁹.

¹⁹ OECD Composite Leading Indicators: Turning Points of Reference Series and Component Series (April 2017).

6.2. Γερμανία

Διάγραμμα 6.4: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Γερμανία



Πηγή: OECD, Housing Prices database, 2017, OECD, Composite Leading Indicators, 2017.

Η ανώτατη τιμή του δείκτη των πραγματικών τιμών κατοικίας για τη Γερμανία εμφανίζεται το δεύτερο τρίμηνο του 1981. Όμοια, οι δείκτες του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα και του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο κορυφώνονται το ίδιο έτος. Η κορύφωση των δεικτών πραγματοποιείται εν μέσω περιόδου ύφεσης του επιχειρηματικού κύκλου (Peak 1979M11, Trough 1982M10). Η περίοδος αυτή, αντιστοιχεί στη δεύτερη μεγαλύτερη διάρκειας περίοδο ύφεσης για τη Γερμανία για το διάστημα 1970-2015. Αντίστοιχη κορύφωση, μεταξύ των σημείων καμψής, παρατηρείται και για τους δείκτες της Ευρωζώνης (EA15).

Το έτος 1990 αποτελεί σημείο αναφοράς για τη χώρα, εξαιτίας της ένωσης της Ανατολικής με τη Δυτική Γερμανία. Στις αρχές του 1991 ξεκινά περίοδος ύφεσης (Peak 1991M3, Trough 1993M9) και οι δείκτες παρουσιάζουν έντονη μεταβλητότητα προερχόμενη ενδεχομένως από την ενοποίηση που συνέβη το 1990.

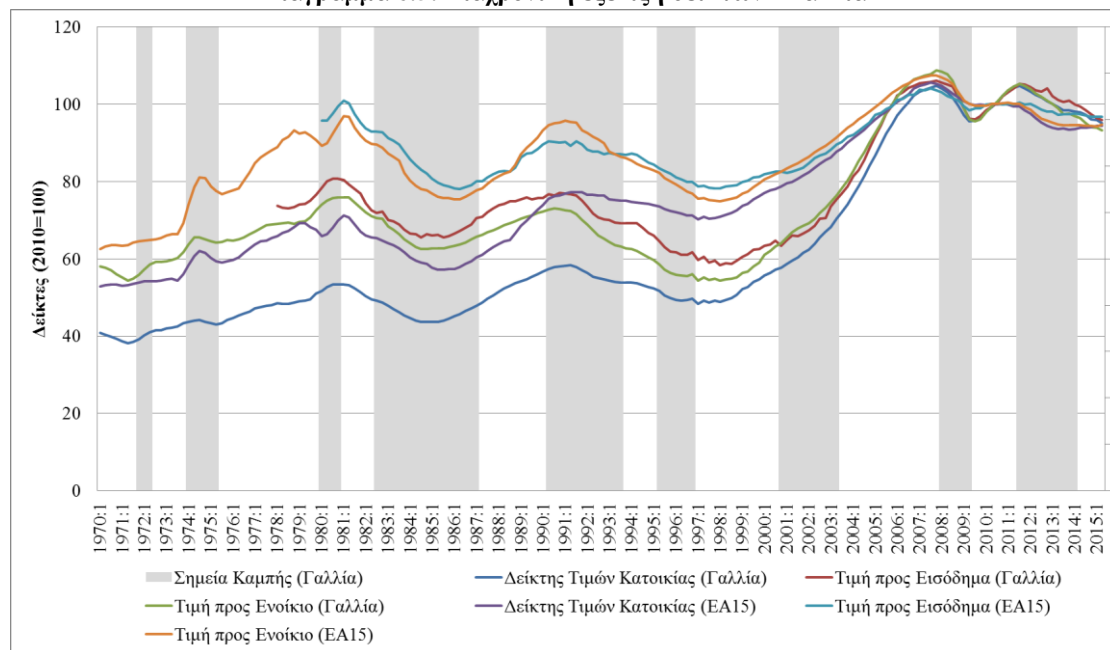
Όπως φαίνεται στο διάγραμμα, οι τρεις δείκτες τόσο για τη Γερμανία όσο και για την Ευρωζώνη (EA15) παρουσιάζουν συγχρονισμένη πτώση το 1995. Ειδικότερα, αυτή η ταυτόχρονη καθοδική πορεία των δεικτών, συνέβη το δεύτερο τρίμηνο του 1995 όπου ξεκινά περίοδος ύφεσης για τη Γερμανία με το ανώτατο σημείο ή κορυφή (peak) του επιχειρηματικού κύκλου να χρονολογείται στο ίδιο τρίμηνο (Peak 1995M6).

Στην αρχή του δεύτερου τριμήνου του 2001 (Peak 2001M4) ξεκινά περίοδος ύφεσης για τη Γερμανία η οποία θα διαρκέσει μέχρι τις αρχές του 2005 (Trough 2005M2). Αυτή η περίοδος ύφεσης στη χώρα διήρκησε πολύ περισσότερο συγκριτικά με τις υπόλοιπες για την περίοδο 1970-2015. Καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου αυτής και οι τρεις δείκτες διατήρησαν την καθοδική τους πορεία που είχε ξεκινήσει το 1995.

Στη Γερμανία η περίοδος 2009 έως 2015 συνοδεύεται από ανοδική συμπεριφορά για τους εξεταζόμενους δείκτες. Αντίθετα στην Ευρωζώνη, οι τιμές των δεικτών μειώνονται την ίδια περίοδο. Στο παραπάνω διάγραμμα είναι εμφανής η απόκλιση που παρουσιάζουν οι δείκτες της Γερμανίας και της Ευρωζώνης τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

6.3. Γαλλία

Διάγραμμα 6.5: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Γαλλία



Πηγή: OECD, Housing Prices database, 2017, OECD, Composite Leading Indicators, 2017.

Στο παραπάνω διάγραμμα, παρατηρώντας τα αναπαριστώμενα σημεία καμπής, εξάγεται το συμπέρασμα πως η μεγαλύτερη υφεσιακή περίοδος στη Γαλλία για το διάστημα μελέτης 1970-2015, ξεκινά το 1982 κι ολοκληρώνεται το 1987 (Peak 1982M6, Trough 1987M3). Την περίοδο αυτή, οι δείκτες παρουσίασαν παράλληλη καθοδική κι εν συνεχεία ανοδική πορεία. Το πρώτο τρίμηνο του 1985, στη μέση περίπου της συγκεκριμένης περιόδου ύφεσης, ο δείκτης των πραγματικών τιμών κατοικίας, ο δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα κι ο δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο βρίσκονται στο κατώτατο σημείο τους.

Η Γαλλία υπήρξε παραδοσιακά μια χώρα χαμηλής μεταβλητότητας σε ό, τι αφορά τις τιμές κατοικίας. Τη δεκαετία όμως του 2000, οι τιμές κατοικίας στη χώρα αυξήθηκαν κι έτσι, η άλλοτε σταθερότητα των τιμών της εξαφανίστηκε ραγδαία. Το ίδιο μοτίβο συμπεριφοράς παρατηρείται και για τους υπόλοιπους δείκτες οι οποίοι αυξάνονται διαχρονικά καθ' όλη τη διάρκεια περιόδου ύφεσης της Γαλλίας που ξεκινά το 2000 (Peak 2000M11, Trough 2003M6). Στην Ευρωζώνη η εικόνα είναι παρόμοια καθώς και οι τρεις δείκτες καταγράφουν ανοδική πορεία τη συγκεκριμένη περίοδο.

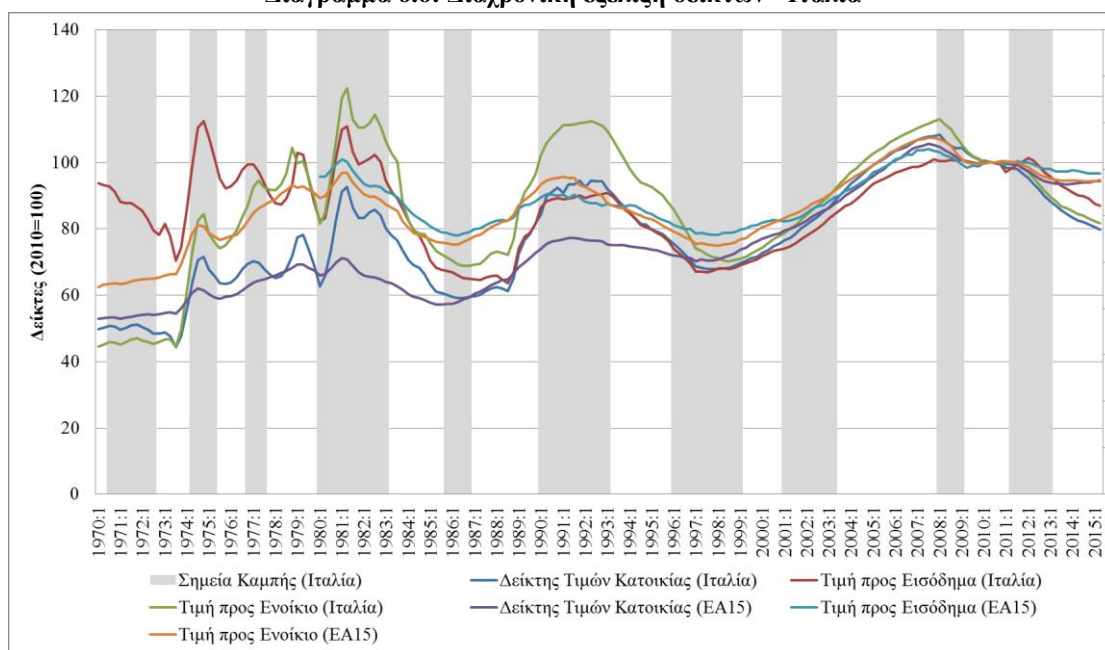
Το 2003, μετά το τέλος της ύφεσης, οι δείκτες συνεχίζουν να αυξάνονται αλλά αυτή τη φορά με πιο έντονο ρυθμό. Συγκεκριμένα, για τις περιόδους 2003-2004, 2004-2005 και 2006-2007 τα ετήσια ποσοστά αύξησης του δείκτη τιμών κατοικίας είναι 12,5%, 13,30% και 11,85% αντίστοιχα. Τα ποσοστά αυτά, είναι σημαντικά υψηλότερα από τις αυξήσεις που σημειώθηκαν κατά τη διάρκεια προηγούμενων ανάλογων φαινομένων έκρηξης στις τιμές κατοικίας.

Το τέταρτο τρίμηνο του 2007 οι τιμές των τριών δεικτών για τη Γαλλία βρίσκονται στο ανώτατο σημείο τους, χρονική περίοδος κοντά στην κορυφή του επιχειρηματικού κύκλου της χώρας. Τα σημεία καμπής του επιχειρηματικού κύκλου της περιόδου (Peak 2007M12, Trough 2009M6) έρχονται προσεγγιστικά σε αντιστοιχία με τα χρονικά σημεία μεταβολής των δεικτών από ανώτατο σε κατώτατο σημείο. Η μείωση των τιμών των δεικτών της Γαλλίας κατά τη διάρκεια της περιόδου ύφεσης καθώς και η παράλληλη ταυτόχρονη μείωση των τιμών των δεικτών της Ευρωζώνης την ίδια περίοδο, είναι εμφανής στο παραπάνω διάγραμμα.

Το δεύτερο τρίμηνο του 2009 σημειώνεται ταχεία αύξηση των δεικτών έως και το τρίτο τρίμηνο του 2011 όπου οι δείκτες καταλαμβάνουν τη μέγιστη τιμή τους λίγο πριν ξεκινήσει η καθοδική τους πορεία. Οι μέγιστες τιμές των δεικτών το 2011 συμπίπτουν με την κορυφή του επιχειρηματικού κύκλου η οποία σηματοδοτεί την έναρξη της περιόδου ύφεσης για τη Γαλλία (Peak 2011M8, Trough 2014M5). Όπως φαίνεται και διαγραμματικά κατά την περίοδο ύφεσης οι δείκτες της Γαλλίας και της Ευρωζώνης παρουσιάζουν σταδιακή μείωση.

6.4. Ιταλία

Διάγραμμα 6.6: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Ιταλία



Πηγή: OECD, Housing Prices database, 2017, OECD, Composite Leading Indicators, 2017.

Στο διάγραμμα αυτό παρουσιάζονται και πάλι τα επίπεδα των διαφόρων δεικτών για διαχρονικές συγκρίσεις της συμπεριφοράς τους. Ένα αξιοσημείωτο χαρακτηριστικό του διαγράμματος αυτού είναι ότι οι δείκτες τόσο στην Ευρωζώνη (EA15) όσο και σε επίπεδο χώρας παρουσιάζουν παρόμοια συμπεριφορά κατά το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου υπό εξέταση. Υπάρχει δηλαδή μια συγχρονισμένη κίνηση των καμπυλών.

Από την προσεκτική παρατήρηση του παραπάνω διαγράμματος προκύπτει πως η ύφεση της περιόδου που εκτείνεται από τα τέλη του 1979 έως και τις αρχές του 1983 (Peak 1979M12, Trough 1983M3) προηγήθηκε της ανοδικής πορείας των τιμών των δεικτών της Ιταλίας. Πιο συγκεκριμένα, οι τιμές των τριών δεικτών αυξάνονται το δεύτερο τρίμηνο του 1980, δηλαδή λίγο αργότερα.

Την περίοδο 1980-1981 παρατηρείται η μεγαλύτερη ετήσια ποσοστιαία αύξηση των τιμών των δεικτών, 46% για το δείκτη τιμών κατοικίας, 33% για το δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα και 47% για το δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο.

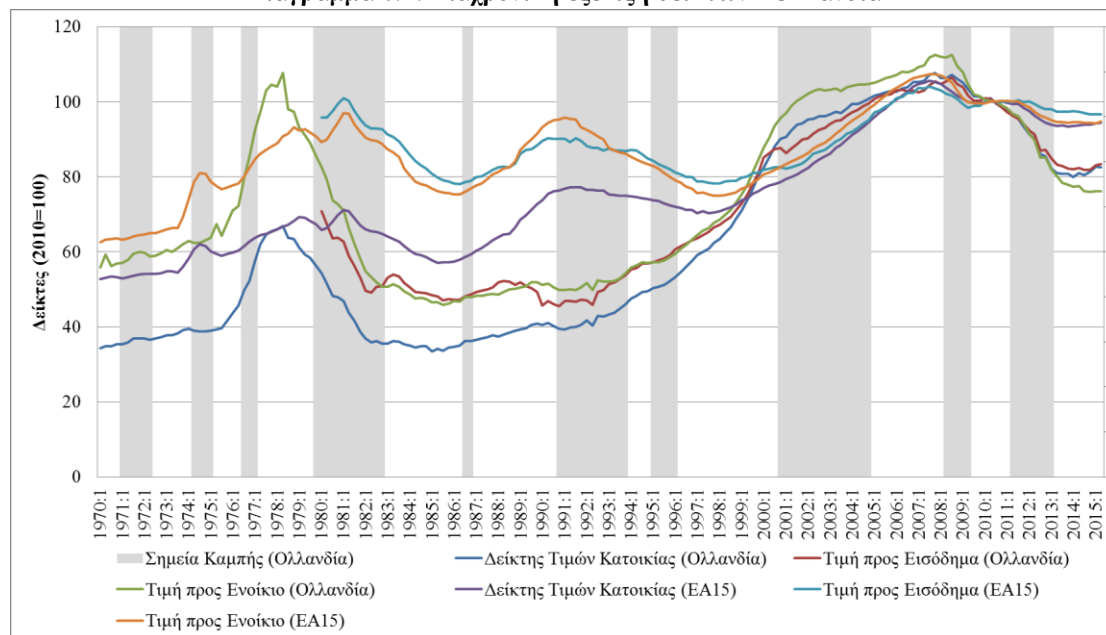
Αργότερα, την περίοδο 1998-2007 όλοι οι δείκτες αυξάνονται μέχρι την κορύφωσή τους που πραγματοποιείται το πρώτο τρίμηνο του 2008. Το 2008 παρατηρείται καθοδική πορεία για το σύνολο των δεικτών. Στην Ιταλία οι πραγματικές τιμές κατοικίας έπεσαν κατά 26 % από το σημείο κορύφωσής τους το

πρώτο τρίμηνο του 2008, που συμπίπτει με την έναρξη της περιόδου ύφεσης για τη χώρα (Peak 2008M2, Trough 2009M5), στο χαμηλότερο σημείο τους το 2015, παρουσιάζοντας μια αδιάκοπη καθοδική πορεία. Την ίδια εικόνα παρουσιάζουν και οι άλλοι δύο δείκτες, μόνο που εκείνη την περίοδο, ο δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα παρουσιάζει κάποιες μικρές αυξομειώσεις.

Μια άλλη σημαντική παρατήρηση αφορά το δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο. Η δείκτης αυτός από το τρίτο τρίμηνο του 1973 έως το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου υπερτερεί έναντι του δείκτη των πραγματικών τιμών κατοικίας. Ακόμα και το πρώτο τρίμηνο του 2008 που ο συγκεκριμένος δείκτης λαμβάνει τη μέγιστη τιμή του, λίγο πριν την κατακόρυφη πτώση του, ο δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο έχει αισθητά υψηλότερη τιμή.

6.5. Ολλανδία

Διάγραμμα 6.7: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Ολλανδία



Πηγή: : OECD, *Housing Prices database, 2017*, OECD, *Composite Leading Indicators, 2017*.

Από το τέταρτο τρίμηνο του 1974 ο δείκτης των πραγματικών τιμών κατοικίας παρουσιάζει συνεχή αύξηση έως και το δεύτερο τρίμηνο του 1978. Αξίζει να σημειωθεί πως ο δείκτης ξεκινά την πτωτική του πορεία το τρίτο τρίμηνο του 1978, σχεδόν ένα χρόνο πριν την έναρξη της πρώτης μακράς περιόδου ύφεσης για την Ολλανδία (Peak 1979M11, Trough 1982M12).

Η μακρύτερη περίοδος συνεχούς ανοδικής πορείας των τιμών των τριών δεικτών εμφανίζεται μεταξύ των ετών 1993 και 2007. Ειδικότερα, ο δείκτης των πραγματικών τιμών κατοικίας αυξάνεται από το πρώτο τρίμηνο του 1993 έως και το τελευταίο τρίμηνο του 2007 όπου λαμβάνει τη μέγιστη τιμή του (107,70).

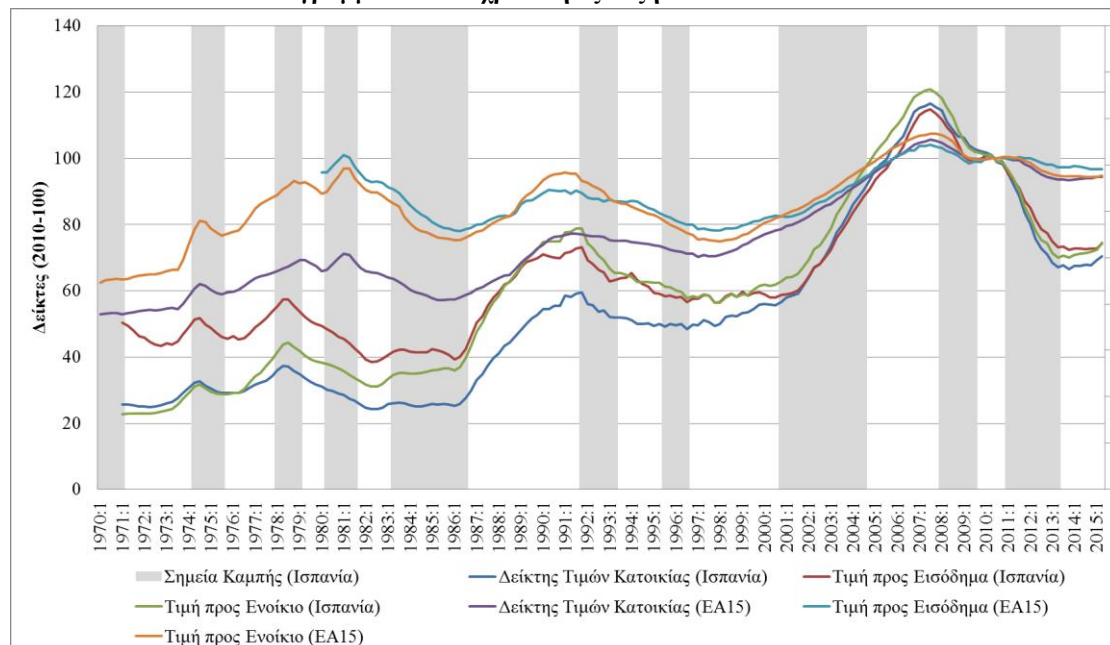
Το πρώτο τρίμηνο του 2008 ξεκινά η μείωση των τριών δεικτών η οποία σταματά περίπου στα μέσα του έτους 2014. Ο δείκτης των πραγματικών τιμών κατοικίας μειώνεται σωρευτικά κατά 25%. Παράλληλα, το ποσοστό μείωσης του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα και του δείκτη του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο φθάνει το 22% και το 32% αντίστοιχα. Το ίδιο ακριβώς τρίμηνο του 2008 (Peak 2008M3, Trough 2009M6) ξεκινά η περίοδος ύφεσης για τη χώρα.

Συνολικά, οι δείκτες της Ολλανδίας μεταβάλλονται παρόμοια με αυτούς της Ευρωζώνης κατά τη διάρκεια σχεδόν όλης της μελετώμενης περιόδου. Κατά τη διάρκεια της μεγαλύτερης περιόδου ύφεσης της χώρας (Peak 2000M11, Trough 2005M1) οι δείκτες της Ολλανδίας και της Ευρωζώνης παρουσιάζουν την ίδια συμπεριφορά και πιο συγκεκριμένα αυξάνονται.

Είναι εμφανές όμως, πως κατά τη διάρκεια περιόδου ύφεσης (Peak 1990M9, Trough 1993M12), ενώ οι τιμές των δεικτών σε επίπεδο χώρας αυξάνονται, σε επίπεδο Ευρωζώνης μειώνονται. Οι δείκτες ακολουθούν τη συγκεκριμένη αντίθετη κατεύθυνση μέχρι και το τελευταίο τρίμηνο του 2008, δηλαδή λίγο πριν ξεκινήσει η υφεσιακή περίοδος για την Ολλανδία (Peak 2008M3, Trough 2009M6).

6.6. Ισπανία

Διάγραμμα 6.8: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Ισπανία



Πηγή: OECD, Housing Prices database, 2017, OECD, Composite Leading Indicators, 2017.

Διαγραμματικά φαίνεται πως διαχρονικά οι δείκτες της Ισπανίας και της Ευρωζώνης μεταβάλλονται σχεδόν με τον ίδιο ρυθμό. Τα σημεία καμψής της πορείας

των δεικτών της Ισπανίας φαίνεται να εναρμονίζονται με αυτά της Ευρωζώνης. Με την έναρξη της περιόδου ύφεσης το 2011 (Peak 2011M1, Trough 2013M6), παρατηρείται καθοδική πορεία για τους δείκτες της Ισπανίας η οποία είναι για πρώτη φορά διαφορετική από την πορεία των δεικτών της Ευρωζώνης οι οποίοι αυξάνονται εκείνη την περίοδο. Για το διάστημα 1970-2015 παρατηρείται άνοδος του δείκτη των πραγματικών τιμών κατοικίας της Ισπανίας τις περιόδους: 1972-1974, 1976-1978, 1982-1985, 1986-1991, 1995-2007, 2014-2015.

Η περίοδος με τα μεγαλύτερα ετήσια ποσοστά αύξησης του δείκτη των πραγματικών τιμών κατοικίας ξεκινά το 1986 και τελειώνει το 1991. Στο διάστημα αυτό, τα δύο μεγαλύτερα ποσοστά αύξησης εμφανίζονται μεταξύ 1986-1987 (31%) και μεταξύ 1987-1988 (24%). Η αύξηση των τιμών της περιόδου συνέβη το δεύτερο τρίμηνο του 1986, προτού τελειώσει η ύφεση, αρχής γενομένης από το 1983 (Peak 1983M5, Trough 1986M10). Το τέλος της αυξητικής αυτής τάσης εντοπίζεται το τελευταίο τρίμηνο του 1991 ενώ έχουν γίνει ήδη εμφανή τα πρώτα σημάδια ύφεσης στη χώρα (Peak 1991M10, Trough 1993M6).

Η μεγαλύτερη διάρκειας συνεχής αύξηση του δείκτη ξεκίνησε το 2005 και τελείωσε το 2007. Μάλιστα το τρίτο τρίμηνο του 2007, λίγο πριν αρχίσει η περίοδος ύφεσης για την Ισπανία (Peak 2008M2, Trough 2009M9), ο δείκτης λαμβάνει τη μέγιστη τιμή του (116,56). Το ίδιο τρίμηνο, ανάλογη συμπεριφορά, δηλαδή μέγιστη τιμή, παρουσιάζουν και οι άλλοι δύο δείκτες (λόγος τιμής κατοικίας προς ενοίκιο και λόγος τιμής κατοικίας προς εισόδημα).

Ειδικότερα, από το 1997 έως και το 2007 οι πραγματικές τιμές κατοικίας αυξήθηκαν κατά περίπου 130%. Σε σύγκριση με άλλες χώρες, η ισπανική αύξηση των πραγματικών τιμών κατοικίας ήταν πρωτοφανής εξαιτίας της απότομης κλίσης, της διάρκειας και του γεωγραφικού εύρους της. Η «εκρηκτική αύξηση» συνοδεύθηκε με παράλληλες ουσιαστικές αλλαγές σε βασικές μεταβλητές. Τα χαμηλά επιτόκια, η ισχυρή αύξηση του εισοδήματος των νοικοκυριών, η αύξηση της απασχόλησης και τα πολυάριθμα φορολογικά κίνητρα είναι μερικές από αυτές.

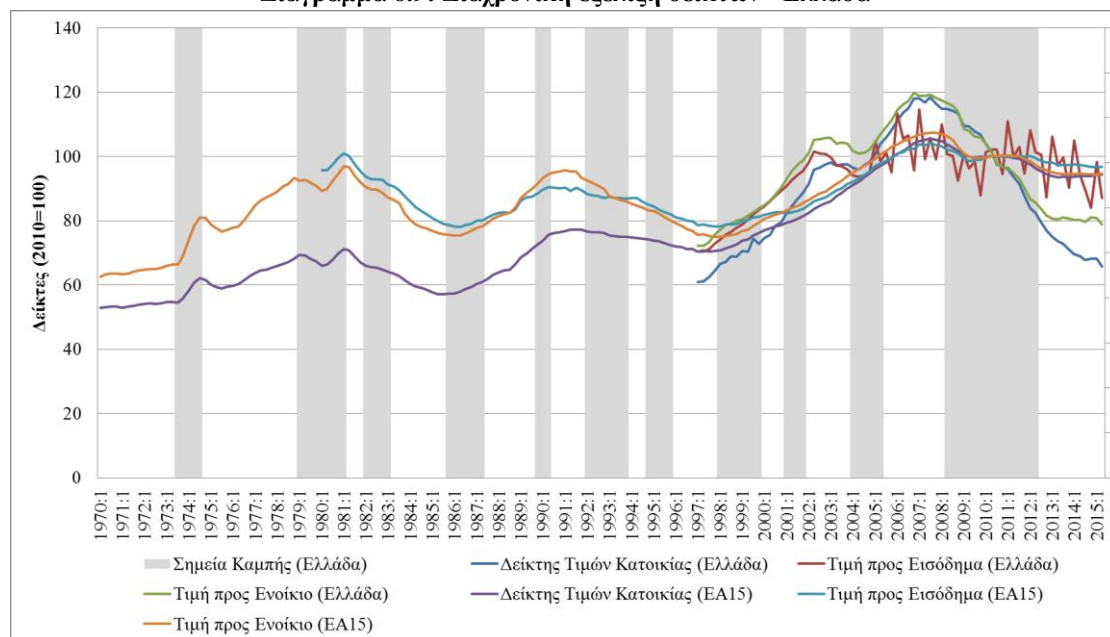
Ωστόσο, το υψηλό επίπεδο των ενάρξεων κατοικίας, την περίοδο ανόδου των τιμών κατοικίας, υποδηλώνει ότι οι αυξήσεις των τιμών δεν προκλήθηκαν εξαιτίας προσφοράς. Συγκεκριμένα στην Ισπανία, το επίπεδο των ενάρξεων κατοικιών κατά τα τελευταία χρόνια της περιόδου έφθασε τα 14,7 ανά 1.000 κατοίκους, σε σύγκριση με 6,1 στις Ηνωμένες Πολιτείες και 4,5 στη Γαλλία (Barkham, 2012).

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα, την εντυπωσιακή αύξηση του δείκτη των πραγματικών τιμών κατοικίας με αποκορύφωμα το τρίτο τρίμηνο του 2007, διαδέχθηκε η δραματική πτώση τους που ξεκίνησε το αμέσως επόμενο τρίμηνο (τέταρτο τρίμηνο του 2007). Η μείωση του δείκτη συνέβη λίγο πριν ξεκινήσει η ύφεση το 2008 (Peak 2008M2, Trough 2009M9).

Η προαναφερθείσα σωρευτική μείωση επί σειρά ετών διαρκεί έως και το δεύτερο τρίμηνο του 2013 όπου το ποσοστό μείωσης αγγίζει το 42%. Η μεγαλύτερη ετήσια ποσοστιαία μείωση καταγράφεται την περίοδο 2011-2012, με ποσοστό της τάξεως του 16% κι η αμέσως επόμενη μεγαλύτερη παρατηρείται το 2012-2013, με ποσοστό που ανέρχεται στο 15%. Αξίζει να σημειωθεί πως η Ισπανία μεταξύ των ετών 2011 και 2013 βρίσκεται σε υφεσιακή περίοδο. Το πρώτο τρίμηνο του 2015 τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης των πραγματικών τιμών κατοικίας είναι εμφανή. Αντίστοιχη ανοδική πορεία εμφανίζουν και οι άλλοι δύο δείκτες το ίδιο τρίμηνο.

6.7. Ελλάδα

Διάγραμμα 6.9: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών - Ελλάδα



Πηγή: OECD, Housing Prices database, 2017, OECD, Composite Leading Indicators, 2017.

Για την Ελλάδα, τα διαθέσιμα δεδομένα των εξεταζομένων δεικτών καλύπτουν την περίοδο από το πρώτο τρίμηνο του 1997 έως και το δεύτερο τρίμηνο του 2015. Το 1998 ξεκινά υφεσιακή περίοδος για την Ελλάδα (Peak 1998M1, Trough 2000M2).

Την περίοδο αυτή, τόσο ο δείκτης των πραγματικών τιμών κατοικίας όσο και ο δείκτης του λόγου των τιμών κατοικίας προς ενοίκιο έχουν αρχίσει να καταγράφουν ανοδική πορεία. Έως το πρώτο τρίμηνο του 2003, παρουσιάζεται σωρευτική αύξηση των δεικτών της τάξεως του 61% και 47% αντίστοιχα. Η περίοδος αύξησης του

δείκτη του λόγου των τιμών κατοικίας προς εισόδημα είναι μικρότερης διάρκειας. Μέχρι το δεύτερο τρίμηνο του 2002 έχει αυξηθεί κατά 44%.

Όπως φαίνεται κι από το παραπάνω διάγραμμα, ο δείκτης του λόγου τιμών κατοικίας προς εισόδημα δεν παρουσιάζει μια σταθερή πορεία, αλλά αντίθετα, πολλές αυξομειώσεις μέχρι το τέλος της μελετώμενης περιόδου.

Η μεγαλύτερη περίοδος ύφεσης για τη χώρα ξεκινά το 2008 και τελειώνει το 2012 (Peak 2008M4, Trough 2012M7). Το τρίτο τρίμηνο του 2007, δηλαδή τη χρονιά πριν την έναρξη της ύφεσης, ο δείκτης του λόγου τιμής κατοικίας προς ενοίκιο ανήλθε σε υψηλό επίπεδο στις 119,3 μονάδες. Μάλιστα αυτή η τιμή είναι και η μεγαλύτερη που έλαβε από το 1997 έως το 2015. Ειδικότερα, το υψηλό επίπεδο του δείκτη αποτυπώνει τη μεγαλύτερη αύξηση των τιμών κατοικίας έναντι των ενοικίων.

Το 2007 ξεκινά έντονη μείωση του δείκτη των τιμών κατοικίας. Μέχρι το 2015 έχει μειωθεί σωρευτικά κατά 45%. Η μείωση αυτή οδήγησε σε παράλληλη μείωση του λόγου των τιμών κατοικίας προς ενοίκιο. Το γεγονός αυτό φανερώνει την έντονη μείωση της ζήτησης για αγορά κατοικίας που με τη σειρά τη οδήγησε σε υπερβάλλουσα προσφορά.

6.8. Συμπεράσματα Εμπειρικής Ανάλυσης

Ένα βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από τη μελέτη των διαγραμμάτων των έξι χωρών είναι πως όταν οι περίοδοι ύφεσης σε μια χώρα συνοδεύονται με φαινόμενα έντονης πτώσης των τιμών κατοικίας, τείνουν να γίνονται μακρύτερες και σε μεγάλο βαθμό βαθύτερες από άλλες περιόδους ύφεσης, συμπεριλαμβανομένων αυτών που συνοδεύονται από άλλου τύπου οικονομικές διαταραχές. Αντίθετα, οι ανακάμψεις που σχετίζονται με την απότομη αύξηση των τιμών κατοικίας τείνουν να είναι πιο έντονες (Claessens, Kose, & Terrones, 2012).

Το γεγονός ότι παρουσιάζεται κάποιος βαθμός συγχρονισμού μεταξύ του κύκλου των τιμών κατοικίας (δείκτης πραγματικών τιμών κατοικίας) και του κύκλου οικονομικής προσιτότητας (δείκτης λόγου τιμής κατοικίας προς εισόδημα), δεν σημαίνει απαραίτητα ότι είναι αλληλοεξαρτώμενοι. Επομένως, η ανάλυση των δεικτών που πραγματοποιήθηκε για τις επιμέρους χώρες της Ευρωζώνης εγείρει ορισμένα ερωτήματα για περαιτέρω διερεύνηση. Μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να ορίσει καλύτερα την έννοια της προσιτότητας (affordability) με τη βοήθεια εξέτασης της αιτιότητας (Pitros & Arayici, 2017).

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ανάλυση των οικονομικών κύκλων παρουσιάζει μεγάλο μακροοικονομικό ενδιαφέρον διότι τόσο η αύξηση όσο και η μείωση της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας, δηλαδή οι διακυμάνσεις, επηρεάζουν ολόκληρη την οικονομία. Οι κυκλικές οικονομικές διακυμάνσεις συμβαίνουν όταν το πραγματικό ΑΕΠ απομακρύνεται από το δυνητικό και παρατηρούνται σε όλες τις ανεπτυγμένες οικονομίες της αγοράς.

Οι οικονομικοί κύκλοι είναι διακυμάνσεις του συνολικού εθνικού προϊόντος, του εισοδήματος και της απασχόλησης που συνήθως διαρκούν για μια περίοδο 2 έως 10 ετών και η οποία χαρακτηρίζεται από ευρεία επέκταση ή περιστολή στους περισσότερους τομείς της οικονομίας. Οι διακυμάνσεις αυτές, παρατηρούνται σε όλες τις ανεπτυγμένες οικονομίες της αγοράς.

Τυπικά οι οικονομολόγοι διαιρούν τις κυκλικές διακυμάνσεις σε δύο κύριες φάσεις, την ύφεση και την επέκταση. Η συνολική οικονομική δραστηριότητα μειώνεται με μια κάμψη μέχρι να φθάσει στον πυθμένα και στη συνέχεια αυξάνεται με μια επέκταση ή άνθηση μέχρι να φθάσει στην κορυφή. Τα σημεία καμψής των κύκλων χαρακτηρίζονται από κορυφές και πυθμένες και προσδιορίζονται επίσημα από την Επιτροπή Χρονολόγησης των Οικονομικών Κύκλων του NBER. Μια ιδιαίτερα σοβαρή κάμψη ονομάζεται ύφεση.

Η κατεύθυνση μιας μεταβλητής σε σχέση με τη συνολική οικονομική δραστηριότητα στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου μπορεί να είναι προκυκλική, αντικυκλική ή ακυκλική. Επιπρόσθετα, ο χρονισμός μιας μεταβλητής σε σχέση με τη συνολική οικονομική δραστηριότητα ως προς τον οικονομικό κύκλο μπορεί να είναι προπορευόμενη, συμπορευόμενη ή υστερόχρονη.

Οι κλασικοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι η οικονομία φθάνει γρήγορα στη μακροχρόνια ισορροπία της και θεωρούν τις διαταραχές της συνολική προσφοράς ως πηγή των οικονομικών κύκλων. Δεδομένου ότι πιστεύουν πως το κράτος έχει περιορισμένο ρόλο για την αντιμετώπιση του οικονομικού κύκλου, θεωρούν πως δεν θα πρέπει να χρησιμοποιείται η δημοσιονομική πολιτική για την εξομάλυνσή του.

Από την άλλη πλευρά, οι κεϋνσιανοί οικονομολόγοι δίνουν έμφαση στη σημασία των διαταραχών της συνολική ζήτησης, η οποία δύναται να ερμηνεύσει την προκυκλική συμπεριφορά της απασχόλησης, του χρήματος, του πληθωρισμού και της απασχόλησης. Η κεϋνσιανή θεωρία επομένως, μπορεί να ερμηνεύσει αρκετά από τα

χαρακτηριστικά του οικονομικού κύκλου και θεωρεί πως για την εξομάλυνσή του θα πρέπει να χρησιμοποιούνται τόσο η νομισματική όσο και η δημοσιονομική πολιτική.

Υπάρχουν τέσσερις βασικοί τύποι κύκλων: ο κύκλος αποθεμάτων του Kitchin (3-5 έτη), ο κύκλος επενδύσεων παγίου κεφαλαίου του Juglar (7-11 έτη), ο κύκλος επενδύσεων υποδομών Kuznets (15-25 έτη), οι κυματισμοί Kondratieff ή Μακρά τεχνολογικά κύματα (45-60 έτη).

Η ακίνητη περιουσία και η λειτουργία των αγορών ακινήτων δεν έχουν μελετηθεί επαρκώς στη γενική οικονομία, παρόλο που η λειτουργία τους έχει σημαντικές συνέπειες, όχι μόνο για την αποτελεσματικότητα των μεμονωμένων επιχειρήσεων, αλλά και για την οικονομία στο σύνολό της. Η ετήσια αξία των καινούργιων κτηρίων που κατασκευάζονται αντιπροσωπεύει μια ετήσια επένδυση στο απόθεμα κεφαλαίου μιας χώρας. Η ακίνητη περιουσία αποτελεί επομένως μια πολύ σημαντική συνιστώσα του πλούτου μιας χώρας.

Ένα από τα δομικά στοιχεία των οικονομικών της αγοράς ακινήτων είναι η παραδοχή ότι στη βραχυχρόνια περίοδο, η προσφορά κατοικίας είναι ανελαστική. Παράγοντες όπως η αβεβαιότητα, η μονοπωλιακή ιδιοκτησία, τα υψηλά κόστη συναλλαγής ακινήτων και ο χρόνος που χρειάζεται για να κατασκευασθούν νέες κατοικίες υποδηλώνουν ότι η προσφορά βραχυπρόθεσμα μετράται με βάση μόνο το υπάρχον απόθεμα κατοικιών, το οποίο υποτίθεται ότι παραμένει αμετάβλητο. Ως εκ τούτου, βραχυπρόθεσμα, οι τιμές των κατοικιών καταλήγουν να εξαρτώνται μόνο από τις αλλαγές στη ζήτηση των κατοικιών.

Η ανάλυση της αγοράς ακινήτων συνήθως εστιάζει σε ένα συγκεκριμένο είδος ιδιοκτησίας όπως κατοικία ή επαγγελματικά ακίνητα. Στην πραγματικότητα, μια τέτοιου είδους εμπειρική ανάλυση έχει μια χωρική διάσταση, δηλαδή, οι αγορές κατοικίας σε μια συγκεκριμένη πόλη ή περιοχή.

Η αλληλεπίδρασή της αγοράς ακινήτων με την μακροοικονομία, κυρίως με τα εισοδήματα των νοικοκυριών, τις καταναλωτικές δαπάνες, τη διαμόρφωση των μισθών, την ανεργία και τη μετανάστευση είναι αδιαμφισβήτητη. Η κατασκευή οικιστικών κι επαγγελματικών ακινήτων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη νομισματική πολιτική, μέσω των αποτελεσμάτων των διακυμάνσεων των επιτοκίων στα κατασκευαστικά κόστη. Τα αποτελέσματα της πρόσφατης εκρηκτικής ανάπτυξης της αγοράς κατοικίας και της επακόλουθης καθίζησης αποτελούν μια σαφή

απεικόνιση αυτής της αλληλεξάρτησης, στο πλαίσιο μιας όλο και πιο παγκοσμιοποιημένης οικονομίας.

Η αγορά ακινήτων μπορεί να εξετασθεί σαν την αγορά ιδιοκτησίας (για χρήση) και σαν την αγορά περιουσιακών στοιχείων. Στην πρώτη περίπτωση τα κτήρια ενοικιάζονται ή πωλούνται για να χρησιμοποιηθούν ως δομημένος χώρος ενώ στη δεύτερη τα κτήρια αγοράζονται ή πωλούνται ως «επενδυτική» δραστηριότητα. Η αγορά περιουσιακών στοιχείων όμως είναι σημαντική μιας και προσδιορίζει την αξία των ακινήτων, η οποία προκαλεί τη ροή κεφαλαίων στην αγορά ακινήτων.

Τα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να συγκριθούν και να ανταγωνισθούν στις αγορές κεφαλαίων με άλλες μορφές περιουσιακών στοιχείων όπως οι μετοχές και τα ομόλογα. Οι αγορές κεφαλαίων προσδιορίζουν τον τρόπο με τον οποίο διανέμεται ο πλούτος και ο κεφαλαιουχικός εξοπλισμός στην κοινωνία. Το γεγονός αυτό, προσδιορίζει τη μελλοντική ανάπτυξη και τις παραγωγικές επιλογές της οικονομίας. Η αγορά ακινήτων αποτελεί ένα μεγάλο και σημαντικό τμήμα της αγοράς κεφαλαίων και συνεπώς συνεισφέρει ουσιαστικά στη διαδικασία κατανομής των παραγωγικών πόρων στην οικονομία.

Τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να είναι διαφόρων ειδών: κατοικία, γη, μετοχές, χρυσός. Ο οικιστικός τομέας είναι σημαντικός τόσο για την κατανόηση των οικονομικών διακυμάνσεων όσο και για την κατανόηση των χρηματοοικονομικών κρίσεων. Ο οικιστικός τομέας εκτός από περιουσιακό στοιχείο είναι και διαρκές καταναλωτικό αγαθό για τα νοικοκυριά, αντιπροσωπεύοντας μεγάλο μέρος του πλούτου τους. Εξαιτίας της ακινησίας της κατοικίας και της χρήσης της ως εγγύηση για δανειοδότηση, οι διακυμάνσεις στις τιμές ακινήτων μπορεί να έχουν σημαντικές συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα και στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, μέσω της επίδρασής τους στην κερδοφορία και την κεφαλαιακή επάρκεια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Η αγορά κατοικίας επιδρά σε άλλους τομείς της οικονομίας, μέσω της επένδυσης σε απόθεμα σταθερού κεφαλαίου σε κατοικίες της οικονομίας και μέσω του πλούτου του νοικοκυριού. Πιο συγκεκριμένα, επιδρά θετικά στον πλούτο του νοικοκυριού μετά από άνοδο των τιμών. Όταν ανεβαίνουν οι τιμές κατοικίας, τα νοικοκυριά νιώθουν πλουσιότερα κι έτσι καταναλώνουν περισσότερο (το ίδιο ισχύει και σε περίπτωση ανόδου της τιμής μιας μετοχής). Αυτό οδηγεί σε αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας με την προϋπόθεση ότι τα νοικοκυριά μένουν σε

ιδιόκτητη κατοικία κι ότι υπάρχουν τραπεζικά προϊόντα που διευκολύνουν τη ρευστοποίηση της υπεραξίας της κατοικίας. Η κατοικία επηρεάζει επίσης το εισόδημα πολλών επαγγελματιών. Μια μείωση στις αξίες των ακινήτων οδηγεί σε λιγότερες κατασκευές και σε κρίση στα επαγγέλματα που σχετίζονται τόσο με την κατασκευαστική δραστηριότητα όσο και με την αγοραπωλησία των ακινήτων (μεσίτες, συμβολαιογράφοι). Τέλος, τα ακίνητα επιδρούν στις χρηματοοικονομικές αγορές μέσω καινούργιων χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

Γενικά, η κατοικία διαφέρει από τα άλλα αγαθά για τρεις λόγους. Πρώτον, η κατοικία είναι ετερογενές αγαθό, δηλαδή οι κατοικίες μεταξύ τους διαφέρουν σε μέγεθος, ηλικία, χαρακτηριστικά, τύπο και θέση. Δεύτερον, η κατοικία διαφέρει ως προς τη διάρκειά της, η οποία εξαρτάται απ' τη συντήρηση που γίνεται σε αυτήν. Τρίτον, η μετακόμιση από μία κατοικία σε μια άλλη έχει «κόστος».

Τα ακίνητα διαθέτουν όμως κάποια χαρακτηριστικά τα οποία δυσκολεύουν τον ισχυρισμό περί ύπαρξης κυκλικότητας. Η ετερογένειά τους καθώς και η ύπαρξη δυσκολιών μέτρησης των τιμών τους σε σχέση με άλλα αγαθά εμποδίζουν την ξεκάθαρη διαπίστωση κυκλικότητας. Επιπρόσθετα, οι τιμές ακινήτων χαρακτηρίζονται από μεγάλο βαθμό «αδράνειας» και ταυτόχρονα είναι σχετικά «άκαμπτες» προς τα κάτω. Η διαδικασία προσαρμογής γίνεται μέσω μεταβολών στην ποσότητα και διαρκεί πολύ.

Η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από κύκλους. Ιστορικά οι αγορές ακινήτων έχουν συχνά καταγράψει έντονα ανοδικές και έντονα καθοδικές περιόδους. Το υπόδειγμα τεσσάρων τεταρτημορίων (DiPasquale & Wheaton) μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να δείξει τις διακυμάνσεις και τη μακροχρόνια ισορροπία στις αγορές ακινήτων. Ένας κύκλος μπορεί να προκληθεί από τις διαφορές μεταξύ των βραχυχρόνιων και των μακροχρόνιων διακυμάνσεων του σημείου ισορροπίας, ελλείψει της τέλει μελλοντικής πρόβλεψης από τους συμμετέχοντες στην αγορά.

Η αγορά ακινήτων εμφανίζει μια σειρά φαινομένων, κυκλικού χαρακτήρα. Πιο συγκεκριμένα εμφανίζει: τον κύκλο ενοικίασης ακινήτων (real estate rental cycle), τον κύκλο επενδύσεων (investment cycle), τον κύκλο κατασκευαστικού τομέα (development cycle). Οι κύκλοι των ακινήτων προκύπτουν εξαιτίας της αναντιστοιχίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης τόσο στις αγορές χρήσης, όσο και στις αγορές σχετικές με επενδύσεις και κατασκευές (use, investment and development markets). Η αναντιστοιχία αυτή, προκαλείται από διάφορους εσωτερικούς κι

εξωτερικούς παράγοντες. Οι κύκλοι είναι φαινόμενα που επαναλαμβάνονται τακτικά. Εν τούτοις, για διαφορετικούς τύπους ακινήτων και για διαφορετικές αγορές, η συχνότητα και το εύρος των κύκλων ποικίλλουν.

Ο οικοδομικός κύκλος (building cycle) εξαρτάται από: 1) την ταχύτητα και τη δύναμη ανταπόκρισης της αγοράς σε ένα εξωγενές σοκ (όσο πιο αργή είναι η προσαρμογή, τόσο πιο πιθανή είναι εμφάνιση διαρκών κυκλικών διακυμάνσεων), 2) τις μυωπικές προσδοκίες των φορέων της αγοράς για τις μελλοντικές τιμές σε μια αγορά, η οποία χαρακτηρίζεται από μακρές κατασκευαστικές περιόδους και μεγάλη αβεβαιότητα για το μέλλον, 3) το κατά πόσο η ζήτηση για κτήρια είναι σχετικά ανελαστική ως προς την τιμή, λόγω των ακαμψιών, όπως είναι οι μεγάλες σταθερές μισθώσεις και τα υψηλά κόστη συναλλαγών και μετακόμισης.

Η κυκλική συμπεριφορά της αγοράς ακινήτων δρα στο οικονομικό κύκλο, μέσω διαφόρων διαύλων: 1) της μεταβλητότητας της οικοδομικής δραστηριότητας η οποία μεταδίδεται άμεσα στη συναθροιστική ζήτηση μέσω του πολλαπλασιαστή επενδύσεων, 2) του κύκλου των οικιστικών ακινήτων ο οποίος επηρεάζει τη συμπεριφορά των καταναλωτών μέσα από την επίδραση του πλούτου και με την απόσυρση των ιδίων κεφαλαίων, 3) του ρόλου της ακίνητης περιουσίας ως εγγύηση δανείου, οι κύκλοι στα ακίνητα μεταδίδονται στις πιστωτικές αγορές, και στη συνέχεια στην πραγματική οικονομία, με τη μεσολάβηση του οικονομικού επιταχυντή. Ως εκ τούτου, η άνθηση στα ακίνητα ενισχύει την οικονομική άνθηση μέσω της ενίσχυσης των επενδύσεων, της κατανάλωσης και του δανεισμού, ενώ τα αντίστροφα αποτελέσματα λειτουργούν κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης στον τομέα των ακινήτων.

Στην περίπτωση των αγορών ακινήτων, όταν μιλάμε για οικονομικές διακυμάνσεις, μιλάμε για κρίσεις στην αγορά ακινήτων. Η δημιουργία μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης μπορεί να οφείλεται σε: κερδοσκοπικό πληθωρισμό των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, μη βιώσιμους δείκτες χρέους / εισοδήματος, έλλειψη ρευστότητας. Πιο συγκεκριμένα, μια χρηματοπιστωτική κρίση συνήθως αρχίζει με μειώσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, με χρεοκοπίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ή και τα δύο. Οι χρεοκοπίες μπορούν να προκύψουν από κρίσεις αφερεγγυότητας ή ρευστότητας. Μια χρηματοπιστωτική κρίση μπορεί να δημιουργήσει πιστωτική κατάρρευση και να μειώσει τη συναθροιστική ζήτηση, προκαλώντας ύφεση. Η ύφεση ενισχύει τις αιτίες της κρίσης.

Οι μειώσεις αυτές ερμηνεύονται από πολλούς οικονομολόγους ως το τέλος της «φούσκας» των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. «Φούσκες» δημιουργούνται όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αυξάνονται πολύ πάνω από την παρούσα αξία του προσδοκώμενου εισοδήματος από τα περιουσιακά στοιχεία. Η προκύπτουσα ανησυχία σχετικά με τις αυξημένες τιμές κατοικίας οδηγεί στην πώληση των περιουσιακών στοιχείων τους, ωθώντας τις τιμές προς τα κάτω. Η μείωση των τιμών κλονίζει ακόμη περισσότερο την εμπιστοσύνη, γεγονός που οδηγεί σε περισσότερες πωλήσεις και ούτω καθεξής. Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μειωθούν είτε σε μερικούς μήνες είτε σε μια μέρα με ένα κραχ.

Οι οικονομολόγοι έχουν υποστηρίξει ότι οι λόγοι για το σχηματισμό μιας «φούσκας» είναι: η αβεβαιότητα (uncertainty), η κερδοσκοπία (speculation), η περιορισμένη ορθολογικότητα (bounded rationality) ή οι προσδοκίες (expectations). Οι προσδοκίες ή η πεποίθηση ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων θα συνεχίσουν να αυξάνονται σα να έχει συμβεί κάτι νέο στην οικονομία, οδηγούν σε εκτεταμένες επενδύσεις σε ιδιαίτερα φουσκωμένα περιουσιακά στοιχεία.

Συμπερασματικά, οι φούσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων είναι δύσκολο να προσδιοριστούν *ex ante* και δεν οδηγούν όλες σε οικονομικές κρίσεις. Επιπλέον, οι φούσκες εμφανίζονται με μεγαλύτερη συχνότητα στις αναδύμενες οικονομίες από ό, τι στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Οι χώρες που πλήττονται από μεγαλύτερες και πιο αποσταθεροποιητικές φούσκες τείνουν να έχουν χαμηλή διαφάνεια, αδύναμες μακροοικονομικές πολιτικές κι έλλειψη διαφοροποίησης στις οικονομίες τους.

Πριν από το 2007, οι τιμές των ακινήτων οδηγήθηκαν σε κορυφαία επίπεδα στο μεγαλύτερο μέρος του ανεπτυγμένου κόσμου. Τα χαμηλά επιτόκια ήταν αυτά που στην ουσία τροφοδότησαν την εκρηκτική αύξηση. Τα χαμηλά επιτόκια (ή η επεκτατική νομισματική πολιτική) επιδρούν στην ελκυστικότητα των ακινήτων ως επένδυση γιατί μειώνουν το κόστος διατήρησης του περιουσιακού στοιχείου. Επιπλέον, με την ενίσχυση των ταμειακών ροών των χρηστών (occupiers), βελτιώνουν την ασφάλεια των εσόδων εκμετάλλευσης ακινήτων.

Το 2008, οι τιμές κατάρρευσαν με ποσοστό έως και 60% σε ορισμένες χώρες. Αυτό είχε σαν συνέπεια το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα να καταστραφεί σχεδόν ολοκληρωτικά προκαλώντας μια νέα Μεγάλη Ύφεση (Great Depression). Μετά τη Μεγάλη Χρηματοπιστωτική Κρίση (Great Financial Crisis - GFC), τα σοκ

παραμένουν τόσο στην κρίση του δημοσίου χρέους της Νότιας Ευρώπης όσο και στην αγορά κατοικιών των ΗΠΑ. Επιπροσθέτως, η ανεργία (το κοινωνικό κόστος της κρίσης) στον ανεπτυγμένο κόσμο, παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα.

Οι καινοτομίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές μέσω πολύπλοκων τιτλοποιημένων περιουσιακών στοιχείων, όπως οι τίτλοι εξασφαλισμένοι με ενυπόθηκα δάνεια (mortgage-backed securities, MBS), οι οποίοι έχουν αναληφθεί από πολύπλοκα παράγωγα όπως οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps, CDS), επέτρεψαν στις τράπεζες να δανείσουν υψηλότερα κεφάλαια, επειδή πίστευαν ότι αυτές οι καινοτομίες, τους επέτρεπαν να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο δανεισμού με τη μορφή διαπραγματεύσιμων τίτλων. Κατά το διάστημα 2007-2009 η κρίση με τα επισφαλή ενυπόθηκα δάνεια (mortgage-backed securities) εξελίχθηκε σε ευρείας κλίμακας χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση στις ΗΠΑ, η οποία εν συνεχεία εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο.

Πιο συγκεκριμένα, τα αίτια της κρίσης των αγορών ακινήτων στις ΗΠΑ αποδίδονται σε παράγοντες όπως: 1) την πληθυσμιακή ανάπτυξη και αστικοποίηση, 2) τις κυβερνητικές πολιτικές (νόμοι, οργανισμοί των ΗΠΑ που παρέχουν πιστώσεις υπό κρατική εγγύηση), 3) την πτώση των στεγαστικών δανείων και την αύξηση της χρηματοδότησης από τις «σκιάδεις» τράπεζες, 4) τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου (subprime loans), 5) το ρόλο της τιτλοποίησης (securitization), των τίτλων εξασφαλισμένων με ενυπόθηκα δάνεια (mortgage-backed securities), των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps) και των μοντέλων (models) στην κρίση, 6) την υπερβολική χρηματοδοτική μόχλευση (excessive financial leverage) και 7) τις πτωχεύσεις τραπεζών (bank failures).

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις έχουν προκαλέσει πολλές από τις χειρότερες υφέσεις και τα υψηλότερα επίπεδα ανεργίας όχι μόνο στις ΗΠΑ, αλλά και στον υπόλοιπο κόσμο. Συχνά η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική αποτελούν εργαλεία για τον τερματισμό αυτών των υφέσεων. Για την αντιμετώπιση μιας κρίσης η κυβέρνηση και η Κεντρική Τράπεζα παίρνουν δραστικά μέτρα που ξεκινούν από την κήρυξη μιας αργίας για τις τράπεζες και φθάνουν μέχρι τη χορήγηση δανείων και ενέσεων περιουσίας για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Όταν μια αναδυόμενη οικονομία αντιμετωπίζει μια χρηματοπιστωτική κρίση, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο χορηγεί δάνειο στη χώρα.

Υπάρχουν ανησυχίες σχετικά με την οικονομική ανάπτυξη στις ανεπτυγμένες χώρες, η οποία είναι πολύ πιθανό να παραμείνει αδύναμη για παρατεταμένο χρονικό διάστημα. Οι ανησυχίες αυτές συνοψίζονται με τον όρο “secular stagnation” δηλαδή μια παρατεταμένη περίοδο χαμηλής ανάπτυξης που αντανακλά τη συνεχιζόμενη εξασθενημένη ζήτηση που θα μπορούσε να μετατραπεί σε στασιμότητα επειδή η αδύναμη αύξηση της πραγματικής παραγωγής ενισχύει τη μείωση της ανάπτυξης της δυναμικής παραγωγής. Η οικονομική στασιμότητα ενδέχεται να είναι μια μόνιμη κατάσταση και όχι απλώς μια παροδική αδυναμία της παγκόσμιας οικονομίας που οφείλεται στη φάση της ύφεσης του οικονομικού κύκλου.

Οι δημογραφικές τάσεις διαμορφώνουν και καθοδηγούν τις αγορές κατοικίας όσον αφορά τη δομή της ηλικίας και την αλλαγή του πληθυσμού. Ανεξάρτητα από τις μακροοικονομικές συνθήκες, η συνεχής δυναμική του μεταβαλλόμενου δημογραφικού πληθυσμού σημαίνει αλλαγή των απαιτήσεων στέγασης παρέχοντας τον κινητήρα για την αγορά κατοικίας. Επομένως, η ύπαρξη σχέσης μεταξύ των δημογραφικών στοιχείων και των τιμών των κατοικιών είναι αδιαμφισβήτητη. Ένας δημογραφικός παράγοντας που είναι ιδιαίτερα σημαντικός είναι η ηλικιακή κατανομή. Καθώς οι baby-boomers έφθασαν σε ηλικία εργασίας και άρχισαν να αγοράζουν κατοικίες, ώθησαν τις τιμές των ακινήτων προς τα πάνω. Καθώς οι baby-boomers μεγαλώνουν, θα μειώσουν το στεγαστικό τους απόθεμα - και έτσι θα προκαλέσουν μείωση στις τιμές. Οι δημογραφικές αντιξοότητες όμως, δεν μεταφράζονται απαραίτητα σε πραγματικές μειώσεις των τιμών των κατοικιών.

Όπως αποκαλύπτουν διάφορες δημογραφικές μελέτες, ο ευρωπαϊκός πληθυσμός γερνάει. Επομένως, θα μπορούσε να ερευνηθεί ενδεχόμενη σύνδεση ανάμεσα στα διάφορα σενάρια για την πληθυσμιακή εξέλιξη στην Ευρώπη και την αγορά ακινήτων, να εξετασθεί δηλαδή, εάν και σε ποιο βαθμό οι διάφοροι δημογραφικοί παράγοντες επηρεάζουν τις τιμές κατοικίας στις Ευρωπαϊκές χώρες. Ένας γηράσκων πληθυσμός συνεπάγεται ασθενέστερη ζήτηση για περιουσιακά στοιχεία, κυρίως κατοικίας. Οι δημογραφικοί παράγοντες θα μπορούσαν να επιδράσουν αρνητικά στις τιμές κατοικίας μειώνοντας το ρυθμό αύξησης των τιμών της ακίνητης περιουσίας. Θα μπορούσε επίσης να περιληφθεί και το ζήτημα της μετανάστευσης.

Οι ΗΠΑ, με την εφαρμογή επεκτατικής νομισματικής πολιτικής, εξήλθαν πρώτες απ’ την κρίση, αλλά συνεχίζουν να αντιμετωπίζουν προβλήματα στην

επίτευξη σταθερής οικονομικής ανάπτυξης (υπάρχει πάντως μία μικρή βελτίωση του οικονομικού κλίματος στην Ευρώπη το 2017). Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η κατάσταση είναι ακόμα χειρότερη, καθώς τα περισσότερα κράτη κινούνται στα όρια της οικονομικής στασιμότητας, ενώ η ανάπτυξη της Κίνας επίσης επιβραδύνεται.

Σχετικά με το εάν μπορεί να αποφευχθεί η μακροχρόνια οικονομική στασιμότητα στην Ευρώπη, ορισμένες από τις μακροχρόνιες τάσεις στην Ευρώπη φαίνονται σε μεγάλο βαθμό μη αναστρέψιμες. Ειδικότερα, οι δημογραφικές εξελίξεις χαρακτηρίζονται από μεγάλη αδράνεια. Ακόμα και με κάποια ανάκαμψη στον δείκτη γονιμότητας, με αυξήσεις στην ηλικία συνταξιοδότησης και με υψηλότερες μεταναστευτικές ροές από χώρες εκτός Ευρώπης, ο λόγος του συνταξιοδοτηθέντα πληθυσμού προς τον πληθυσμό σε ηλικία εργασίας θα συνεχισθεί να αυξάνεται έντονα.

Η ανάλυση που διεξήχθη στο πλαίσιο της παρούσας διπλωματικής εργασία, βασίζεται σε διαθέσιμες χρονολογικές σειρές για έξι ευρωπαϊκές χώρες που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ. Μέσα από την ανάλυση αυτή και με τη βοήθεια του δείκτη πραγματικών τιμών κατοικίας (real house prices), επιχειρείται να εξετασθεί η κίνηση των τιμών κατοικίας σε σχέση με τον επιχειρηματικό κύκλο. Εξετάζεται επίσης η διαχρονική συμπεριφορά του δείκτη του λόγου τιμών κατοικίας προς εισόδημα (price to income ratio) και του δείκτη του λόγου τιμών κατοικίας προς ενοίκιο (price to rent ratio).

Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα που προέκυψαν από το εμπειρικό τμήμα εργασίας, οδηγούμαστε σε ένα βασικό συμπέρασμα. Όταν οι περίοδοι ύφεσης σε μια χώρα συνοδεύονται με φαινόμενα έντονης πτώσης των τιμών κατοικίας, τείνουν να γίνονται μακρύτερες και σε μεγάλο βαθμό βαθύτερες από άλλες περιόδους ύφεσης, συμπεριλαμβανομένων αυτών που συνοδεύονται από άλλου τύπου οικονομικές διαταραχές. Θα ήταν ιδιαίτερα ενδιαφέρον, για τη συγκεκριμένη περίοδο μελέτης της ανάλυσης 1997-2015, να υπάρξει μια εις βάθος μελέτη και καλύτερη προσέγγιση της διαδικασίας μέτρησης με χρήση οικονομετρικών μοντέλων.

Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν σε αυτή τη διπλωματική για την εμπειρική ανάλυση είναι διαθέσιμα μόνο σε εθνικό επίπεδο για τις χώρες της Ευρώπης. Θα μπορούσε όμως να περιέχει και στοιχεία για συγκεκριμένες περιοχές, να επεκταθεί δηλαδή σε επίπεδα πέραν του εθνικού, αποκτώντας έτσι μια περιφερειακή διάσταση. Μια βασική διαφορά μεταξύ της διεθνούς / εθνικής αγοράς κατοικίας και της

περιφερειακής / αστικής ανάλυσης είναι ότι στις πρώτες περιπτώσεις, η χωρική διάσταση είναι απύσα.

Η μελέτη θα μπορούσε επίσης να πραγματοποιηθεί και για άλλες ευρωπαϊκές χώρες, προκειμένου να εξεταστεί τι συμβαίνει κι εκτός της Ευρωζώνης. Δεδομένου ότι η αγορά ακινήτων των Ηνωμένων Πολιτειών έπαιξε σημαντικό ρόλο στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση, μια επιπλέον προσθήκη στη συγκεκριμένη εργασία θα ήταν η εξέταση της αγοράς ακινήτων των Ηνωμένων Πολιτειών σε σχέση με τις αντίστοιχες αγορές ακινήτων στις ευρωπαϊκές χώρες. Εξάλλου, υπάρχουν μελέτες που έχουν δείξει σημαντικές συσχετίσεις των τάσεων των πραγματικών τιμών κατοικίας ανάμεσα στις Ηνωμένες Πολιτείες και την Ευρώπη, με τις ευρωπαϊκές χώρες να ακολουθούν τις πραγματικές τιμές κατοικίας των Ηνωμένων Πολιτειών, με χρονική υστέρηση δύο ετών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Abel, A., Bernanke, B., & Croushore, D. (2010). *Μακροοικονομική*. (Μ. Μινόγλου & Γ. Λαντούρης, Eds.) (2nd ed.). Αθήνα: Κριτική.
- Abramovitz, M. (1961). The Nature and Significance of Kuznets Cycles. *Economic Development and Cultural Change*, 9(3), 225–248.
- Abramovitz, M. (1964). *Evidences of Long Swings in Aggregate Construction Since the Civil War*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Abramovitz, M. (1968). The Passing of the Kuznets Cycle. *Economica*, 35(140), 349–367.
- Allais, M. (1947). *Economie et Intérêt*. Paris: Imprimerie Nationale.
- André, C., Gil-Alana, L. A., & Gupta, R. (2014). Testing for Persistence in Housing Price-to-Income and Price-to-Rent Ratios in 16 OECD Countries. *Applied Economics*, 46(18), 2127–2138.
- Backus, D., Cooley, T., & Henriksen, E. (2014). Demography and Low Frequency-Capital Flows. *Journal of International Economics*, 92, 94–102.
- Barkham, R. (2012). *Real Estate and Globalisation*. London: John Wiley & Sons, Ltd.
- Barras, R. (1994). Property and the Economic Cycle: Building Cycles Revisited. *Journal of Property Research*, 11(3), 183–197.
- Barras, R. (2009). *Building Cycles: Growth and Instability*. London: John Wiley & Sons, Ltd.
- Blanchard, O., & Watson, M. (1982). *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets* (NBER Working Paper No. 945). Cambridge.
- Bothamley, J. (2002). *Dictionary of Theories*. London: Visible Ink Press.
- Bowley, M. (1966). *British Building Industry*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Burns, A. F. (1934). *Production Trends in the United States Since 1870*. New York: National Bureau of Economic Research Research.
- Burns, A. F., & Mitchell, W. C. (1946). *Measuring Business Cycles* (2nd ed.). New York: National Bureau of Economic Research.
- Cairncross, A. K. (1934). The Glasgow Building Industry (1870-1914). *The Review of Economic Studies*, 2(1), 1–17.
- Cannata, F., & Quagliarello, M. (2009). *The Role of Basel II in the Subprime Financial Crisis: Guilty or Not Guilty?* (CAREFIN Research Paper No. 3/09). Italy: Università Bocconi.
- Carvalho, C., & Ferrero, A. (2014). *What Explains Japan's Persistent Deflation?* (Discussion paper, PUC Rio de Janeiro and University of Oxford).
- Case, K. E., & Shiller, R. J. (1989). The Efficiency of the Market for Single-Family Homes. *American Economic Review*, 79(1), 125–137.
- Catte, P., Girouard, N., Price, R., & André, C. (2004). *Housing Markets, Wealth and the Business Cycle* (OECD Economics Department Working Papers No. 394). Paris.
- Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2012). How Do Business and Financial Cycles Interact? *Journal of International Economics*, 87(1), 178–190.
- Colwell, P. F. (2002). Tweaking the DiPasquale-Wheaton Model. *Journal of Housing Economics*, 11(1), 24–39.

- DeGroot, B. (2006). *Essays on Economic Cycles*. Breukelen: Nyenrode Business Universiteit.
- Demyanyk, Y., & Hemert, O. Van. (2011). Understanding the Subprime Mortgage Crisis. *Review of Financial Studies*, 24(6), 1848–1880.
- Deschermeier, P. (2011). Population Development of the Rhine-Neckar Metropolitan Area: A Stochastic Population Forecast on the Basis of Functional Data Analysis. *Comperative Population Studies*, 36(4), 769–806.
- Diamond, P. A. (1965). National Debt in a Neoclassical Growth Model. *American Economic Review*, 55(5), 1126–1150.
- Diba, B. T., & Grossman, H. I. (1983). *Rational Asset Price Bubbles* (NBER Working Paper No. 1059). Cambridge.
- DiPasquale, D., & Wheaton, W. (1996). *Urban Economics and Real Estate Markets* (1st ed.). Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall.
- Doms, M., Furlong, F., & Krainer, J. (2007). *Subprime Mortgage Delinquency Rates* (Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 2007–33). San Francisco.
- Dudukovic, S. (2007). Harmonic Analysis of the Real Business Cycles. In *Oxford Business and Economics Conference*. Oxford, UK.
- Economic Policy Committee. (2003). The Impact of Ageing Populations on Public Finances: Overview of Analysis Carried out at an EU Level and Proposals for a Future Work Programme. Retrieved March 14, 2017, from https://europa.eu/epc/sites/epc/files/docs/pages/pensionmaster_en.pdf
- EMF. (2016). *HYPOSTAT 2016. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*. Brussels: European Mortgage Federation.
- Flood, R. P., & Hodrick, R. J. (1990). On Testing for Speculative Bubbles. *Journal of Economic Perspectives*, 81(4), 85–101.
- Fukuda, K. (2009). Measuring major and minor cycles in univariate economic time series. *Economic Modelling*, 26(5), 1093–1100.
- Garvy, G. (1943). Kondratieff's Theory of Long Cycles, Source: The Review of Economic and Statistics. *The Review of Economics and Statistics*, 25(4), 203–220.
- Geltner, D. M., Miller, C., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2007). *Commercial Real Estate Analysis and Investments: Analysis & Investments* (2nd ed.). Mason, Ohio: Thompson South-Western.
- Gottlieb, M. (1976). *Long Swings in Urban Development*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Grover, R., & Grover, C. (2013). Property Cycles. *Journal of Property Investment & Finance*, 31(5), 502–516.
- Gup, B. E. (2011). *Banking and Financial Institutions: A Guide for Directors, Investors, and Counterparties*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Gürkaynak, R. S. (2008). Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock. *Journal of Economic Surveys*, 22(1), 166–186.
- Hamilton, B. W., & Schwab, R. M. (1985). Expected Appreciation in Urban Housing Markets. *Journal of Urban Economics*, 18(1), 103–118.
- Hansen, A. (1941). *Fiscal Policy and Business Cycles* (Vol. 1). New York: Norton.
- Hansen, A. H. (1939). Economic Progress and Declining Population Growth. Published by: American Economic Association. *The American Economic Review*, 29(1), 1–15.

- Hendershott, P. H., Hendershott, R. J., & Ward, C. R. W. (2003). Corporate Equity and Commercial Property Market “Bubbles.” *Urban Studies*, 40(5–6), 993–1009.
- Herring, R., & Wachter, S. (2002). Bubbles in Real Estate Markets. Prepared for the Federal Reserve Bank of Chicago and World Bank Group’s Conference on “Asset Price Bubbles: Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies” in Chicago on April 22-24, 2002.
- Herschel, W. (1801). Observations Tending to Investigate the Nature of the Sun, in Order to Find the Causes or Symptoms of Its Variable Emission of Light and Heat; With Remarks on the Use That May Possibly Be Drawn from Solar Observations. *Philosophical Transactions of the Royal Society of London*, 91(1801), 265–318.
- Himmelberg, C., Mayer, C., & Sinai, T. (2005). Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions. *Journal of Economic Perspectives*, 19(4), 67–92.
- Hoyt, H. (1933). *One Hundred Years of Land Values in Chicago*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- International Monetary Fund. (2009). *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*. IMF Staff Position Note, June 2009.
- Isard, W. (1942). A Neglected Cycle: The Transport-Building Cycle. *The Review of Economics and Statistics*, 24(4).
- Jadecivius, A., & Huston, S. (2013). A “family of cycles” – major and auxiliary business cycles. *Journal of Property Investment & Finance*, 32(3), 306–323.
- Javons, W. (1878). Commercial crises and sun-spots, *Nature* xix, 33–37.
- Jimeno, J. F., Smets, F., & Yiangou, J. (2014). Secular stagnation: A view from the Eurozone. In C. Teulings & R. Baldwin (Eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures* (pp. 153–164). London: Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Keys, B. J., Mukherjee, T., Seru, A., & Vig, V. (2008). *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans*. *Athens Meetings Paper*. December 2008, Athens.
- Kindleberger, C. P. (1987). Bubbles. In J. Eatwell, M. Milgate, & P. Newman (Eds.), *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*. London: MacMillan.
- Kitchin, J. (1923). Cycles and trends in economic factors. *The Review of Economic Statistics*, 5(1), 10–16.
- Koh, W. T. H., Mariano, R. S., Pavlov, A., Phang, S. Y., Tan, A. H. H., & Wachter, S. M. (2005). Bank Lending and Real Estate in Asia: Market Optimism and Asset Bubbles. *Journal of Asian Economics*, 15(6), 1103–1118.
- Kondratieff, N. D., & Stolper, W. F. (1935). The Long Waves in Economic Life, Source. *The Review of Economic Statistics*, 17(6), 105–115.
- Krainer, J. (2005). Housing Markets and Demographics. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*.
- Krugman, P. (1998). What Happened to Asia? Retrieved March 12, 2017, from <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>
- Krugman, P. (2014). Four Observations on Secular Stagnation. In C. Teulings & R. Baldwin (Eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures. A VoxEU.org eBook* (pp. 61–8). London: Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Kuznets, S. (1930a). Equilibrium Economics and Business-Cycle Theory. *The Quarterly Journal of Economics*, 44(3), 381–415.

- Kuznets, S. (1930b). *Secular Movements in Production and Prices*. Boston, MA: Houghton Mifflin.
- Kydland, F., & Prescott, E. (1990). Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth, Federal Reserve Bank of Minneapolis. *Quarterly Review*, 14(2), 3–18.
- Lahart, J. (2008). Bernanke's Bubble Laboratory, Princeton Protégés of Fed Chief Study the Economics of Manias. *The Wall Street Journal*, May 16 A1.
- Lambiri, D., & Rovolis, A. (2014). Real Estate and Housing Markets. In M. M. Fischer & P. Nijkamp (Eds.), *Handbook of Regional Science*. New, York, NY, USA: Springer.
- Legrand, M. D. P., & Hagemann, H. (2007). Business Cycles in Juglar and Schumpeter. *The History of Economic Thought*, 49(1), 1–18.
- Lei, V., Noussair, C. N., & Plott, C. R. (2001). Nonspeculative bubbles in experimental asset markets: Lack of common knowledge of rationality vs. actual irrationality. *Econometrica*, 69(4), 831–859.
- Levine, S. S., & Zajac, E. J. (2009). When and Where Can Institutionalization Occur? The Case of Price Bubbles in Financial Markets. In *Atlanta Competitive Advantage Conference Paper*.
- Lewis, J. P. (1965). *Building Cycles and Britain's Growth*. London: Macmillan.
- Long, C. (1936). Seventy Years of Building Cycles in Manhattan. *The Review of Economics and Statistics*, 18(4), 183–193.
- Long, C. D. (1939). Long cycles in the building industry. *Quarterly Journal of Economics*, 53, 371–403.
- Long, C. D. (1940). *Building Cycles and the Theory of Investment*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Lucas, R. E. (1977). Understanding business cycles. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 5, 7–29.
- Maddison, A. (1991). Business Cycles, Long Waves and Phases of Capitalist Development. Retrieved January 11, 2017, from www.ggd.net/Maddison/ARTICLES/Business_Cycles.pdf
- Malpezzi, S. (1999). A Simple Error Correction Model of House Prices. *Journal of Housing Economics*, 8, 27–62.
- Malpezzi, S., & Wachter, S. M. (2005). The Role of Speculation in Real Estate Cycles. *Journal of Real Estate Literature*, 13(2), 143–164.
- Mangoldt, K. von. (1907). *Die Städtische Bodenfrage: Eine Untersuchung über Tatsachen, Ursachen, und Abhilfe*. Göttingen: Vandenhoeck und Ruprecht.
- Mankiw, G., & Ball, L. (2013). *Μακροοικονομική και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα*. (Γ. Χορταρέας & Α. Σοκοδήμος, Eds.). Gutenberg.
- Mankiw, N. G., & Weil, D. (1989). The baby boom, the baby bust, and the housing market. *Regional Science and Urban Economics*, 19, 235–258.
- Matthews, R. C. O. (1959). *The Trade Cycle*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Mayer, J. (2017). How Could the South Respond to Secular Stagnation in the North? *World Economy*, 40(2), 314–335.
- McCartney, J. (2008). An empirical analysis of development cycles in the Dublin office market 1972–2008. *Quarterly Economic Commentary*, 68–92.
- Metzler, L. A. (1941). The Nature and Stability of Inventory Cycles. *The Review of Economics and Statistics*, 23(3), 113–129.

- Metzler, L. A. (1947). Factors Governing the Length of Inventory Cycles. *The Review of Economics and Statistics*, 29(1), 1–15.
- Mintz, I. (1969). Dating Postwar Business Cycles: Methods and Their Application to Western Germany, 1950–67. *National Bureau of Economic Research*, 55–111.
- Modigliani, F., & Brumberg, R. (1954). *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data*. (K. K. Kurihara, Ed.), *Post Keynesian Economics* (Vol. 6). New Brunswick New Jersey: Rutgers University Press.
- Moore, B. D. (2010). Chapter 3 – Stock Market Cycles – Business & Economic Cycles – Kondratieff to Kuznets. Retrieved June 6, 2017, from <http://www.liberatedstocktrader.com/stock-market-cycles-business-economic/>.
- Moore, H. L. (1914). *Economic Cycles: Their Law and Cause*. New York, NY: Macmillan.
- National Research Council. (2012). *Aging and the Macroeconomy. Long-Term Implications of an Older Population. Committee on the Long-Run Macroeconomic Effects of the Aging U.S. Population. Board on Mathematical Sciences and their Applications, Division on Engineering and Physical Sciences*. Washington, D.C.: The National Academies Press.
- Newman, W. H. (1935). *The Building Industry and Business Cycles*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- OECD. (2016). International Migration Outlook 2016. Retrieved March 14, 2017, from http://dx.doi.org/10.1787/migr_outlook-2016-en
- OECD. (2017a). Focus on House Prices. Retrieved June 19, 2017, from <http://www.oecd.org/eco/outlook/focusonhouseprices.htm>
- OECD. (2017b). OECD Composite Leading Indicators: Turning Points of Reference Series and Component Series. Retrieved May 3, 2017, from <http://www.oecd.org/std/leading-indicators/CLI-components-and-turning-points.pdf>
- Okun, A. M. (1970). *The political economy of prosperity*. New York, NY, U.S.A.: W.W. Norton and Company.
- Ortalo-Magné, F., & Rady, S. (2006). Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks Credit Constraints. *Review of Economic Studies*, 73(2), 459–485.
- Ott, S. H., Riddiough, T. J., Yi, H.-C., & Yoshida, J. (2008). On demand: cross-country evidence from commercial real estate markets. *International Real Estate Review*, 11(1), 1–37.
- Pesaresi, M., Melchiorri, M., Siragusa, A., & Kemper, T. (Eds.). (2016). *Atlas of the Human Planet 2016. Mapping Human Presence on Earth with the Global Human Settlement Layer*. EUR 28116 EN. Luxembourg: Publications Office of the European Union. <https://doi.org/10.2788/889483>
- Pitros, C., & Arayici, Y. (2017). Housing cycles in the UK: a historical and empirical investigation. *Property Management*, 35(1), 89–108.
- Poterba, J. M., Venti, S. F., & Wise, D. A. (2011). The composition and draw-down of wealth in retirement. *Journal of Economic Perspectives*, 25(4), 95–118.
- Pyhrr, S. a, Roulac, S. E., & Born, W. L. (1999). Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy. *Journal of Real Estate Research*, 18(1), 7–68.

- Quigley, J. M. (2001). Real Estate and the Asian Crisis. *Journal of Housing Economics*, 10, 129–161.
- Reich, E. (1912). *Der Wohnungsmarkt in Berlin von 1840–1910*. Munich: Duncker und Humblot.
- Reinhard, C. M., & Rogoff, K. S. (2008). *Is the 2007 US sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison* (NBER Working Paper No. 13761). Cambridge.
- Reiter, M., & Woitek, U. (1999). *Are there Classical Business Cycles? Discussion Papers in Economics*. Glasgow.
- Riggleman, J. R. (1933). Building Cycles in the United States, 1875 – 1932. *Journal of the American Statistical Association*, 28.
- Roulac, S. (1996). Roulac Real Estate Market Cycles Transformation Forces and Structural Change. *The Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2(1), 1–17.
- Rovolis, A., & Tragaki, A. (2006). Ethnic Characteristics and Geographical Distribution of Immigrants in Greece. *European Urban and Regional Studies*, 13(2), 99–111.
- RREEF. (2006). *European property cycle monitor*. RREEF Limited. London.
- Samuelson, A., & Nordhaus, W. D. (2000). *Οικονομική*. (Θ. Αθανασίου & Ν. Σταματάκης, Eds.) (16th ed.). Αθήνα: Παπαζήση.
- Samuelson, P. A. (1958). An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money. *Journal of Political Economy*, 66(6), 467–482.
- Sarno, L., & Taylor, M. P. (2003). An empirical investigation of asset price bubbles in Latin American emerging financial markets. *Applied Financial Economics*, 13(9), 635–643.
- Schumpeter, J. (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York, NY: McGraw-Hill.
- Shannon, H. A. (1934). Bricks-A Trade Index, 1785-1849. *Economica*, 1(3), 300–318.
- Sherman, H. J. (1991). *The Business Cycle: Growth and Crisis under Capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Shiller, R. J. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *American Economic Review*, 71(3), 421–436.
- Smith, M. H., & Smith, G. (2006). Bubble, Bubble, Where's the Housing Bubble? In *Brookings Papers on Economic Activity* (pp. 1–67). Washington, DC: Brookings Institute.
- Smith, V. L., Suchanek, G. L., & Williams, A. W. (1988). Bubbles, Crashes, and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets. *Econometrica*, 56(5), 1119–1151.
- Solomou, S. (1988). *Phases of Economic Growth, 1850-1973: Kondratieff Waves and Kuznets Swings* (Vol. 6). Cambridge: Cambridge University Press.
- Solomou, S. (1998). *Economic Cycles : Long Cycles and Business Cycles Since 1870*. University Press, Manchester. Manchester.
- Solomou, S., & Shimazaki, M. (2007). Japanese episodic long swings in economic growth. *Explorations in Economic History*, 44(2), 224–241.

- Sornette, D., & Woodard, R. (2009). *Financial Bubbles , Real-Estate Bubble , Derivative Bubbles and the Financial and Economic Crisis* (Swiss Finance Institute Research Paper No. 09–15). Zurich.
- Spensley, J. . (1918). Urban Housing Problems. *Journal of the Royal Statistical Society*, *81*(2), 161–210.
- Su, V. (1996). *Economic Fluctuations and Forecasting* (1st ed.). New York, NY: HarperCollins College Publishers.
- Summers, L. (2014a). Reflections on the “New Secular Stagnation Hypothesis.” In C. Teulings & R. Baldwin (Eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures* (pp. 27–38). London: Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Summers, L. (2014b). U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics*, *49*(2), 65–73.
- Summers, L. (2016). The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do About It. *Foreign Affairs*, *95*(2).
- Takáts, E. (2010). *Ageing and asset prices* (No. 318). *BIS Working Papers*. Switzerland.
- Teulings, C., & Baldwin, R. (2014). *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London: Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Tiwari, P., & White, M. (2014). *Real Estate Issues : Real Estate Finance in the New Economy*. John Wiley & Sons, Ltd.
- Tragaki, A., & Rovolis, A. (2014). Immigrant population in Italy during the first decade of the 21st century: changing demographics and modified settlement patterns. *European Urban and Regional Studies*, *21*(3), 286–300.
- United Nations Department of Economic and Social Affairs Population Division. (2015). *World Population Ageing 2015*. New York: United Nations.
- Van Bavel, J., & Reher, D. S. (2013). The Baby Boom and Its Causes: What We Know and What We Need to Know. *Population and Development Review*, *39*(2), 257–288.
- Wade, R. (1998). The Asian Debt-and-development Crisis of 1997: Causes and Consequences. *World Development*, *26*(8), 1535–1553.
- Warren, G., & Frank, P. (1937). *World Prices and the Building Industry*. New York: John Wiley.
- Wheaton, W. C., Torto, R. G., Sivitanides, R. S., Southard, J. A., Hopkins, R. E., & Costello, J. M. (2001). Real Estate Risk : A Forward Looking Approach By. *Real Estate Finance*, *18*(3), 20–28.
- Zarnowitz, V. (1992). *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Ρέππας, Π. Α. (1991). *Οικονομική Ανάπτυξη Θεωρίες και Στρατηγικές*. Παπαζήση.
- Τραγάκη, Α., Μπάκαβος, Χ., & Ντούνας, Δ. (2015). *Περί Δημογραφίας και Πληθυσμιακών Εξελίξεων*. Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών.