

ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ
ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ: ΕΦΗΡΜΟΣΜΕΝΩΝ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΑΣΤΙΚΗΣ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ:
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

Πτυχιακή εργασία του

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΧΑΡΟΥΠΙΑ

ΑΘΗΝΑ, 2021

ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ
ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ: ΕΦΗΡΜΟΣΜΕΝΩΝ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΑΣΤΙΚΗΣ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ:
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

Πτυχιακή εργασία του

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΧΑΡΟΥΠΙΑ

A.M.: 0818M054

ΑΘΗΝΑ, 2021

ΕΝΤΥΠΟ ΕΓΚΡΙΣΗΣ

Μεταπτυχιακή διατριβή

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ:
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ**

Παρουσιάστηκε από
τον ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΧΑΡΟΥΠΙΑ

Επιβλέπων καθηγητής
ΡΟΒΟΛΗΣ ΑΝΤΩΝΙΟΣ

Μέλος επιτροπής
ΚΑΡΑΓΑΝΗΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ

Μέλος επιτροπής
ΣΤΕΛΛΑ ΚΥΒΕΛΟΥ

**ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

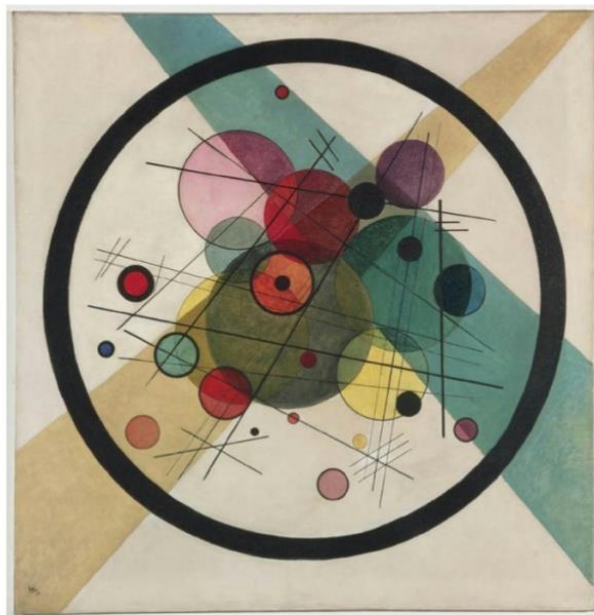
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος σπουδών «Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης» Τ.Ο.Π.Α. του Πάντειου Πανεπιστημίου, υπό την επίβλεψη του καθηγητή Κυρίου Αντώνη Ροβολή. Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Κύριο Ροβολή για την αδιάλειπτη βοήθεια του, παρά τις αντίξοες συνθήκες λόγω της πανδημίας του κορωνοϊού.

Ευχαριστώ τα υπόλοιπα μέλη της επιτροπής, την Κυρία Στέλλα Κυβέλου καθώς και τον Κύριο Αναστάσιο Καραγάνη, για την συμβολή τους στην ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας. Συνιστά υποχρέωσή μου να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος, που «διακονούν» στο αντικείμενό τους, σε δύσκολες συνθήκες εργασίας, οι οποίοι κατάφεραν να μεταφέρουν την γνώση και να μου δώσουν τις απαραίτητες κατευθύνσεις.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω τους συμφοιτητές μου στο Μεταπτυχιακό, Δ. Στραγαλινό και Γ. Τσιάντα για την ουσιαστική τους συνεργασία, κατά την διάρκεια του Προγράμματος.

Η παρούσα εργασία αφιερώνεται στους επί χρόνια συνεργάτες και εγκάρδιους φίλους μου, Ανδρέα. Ψ., και Γιάννη Δημ.



ΚΥΚΛΟΙ ΜΕΣΑ ΣΕ ΕΝΑ ΚΥΚΛΟ - ΒΑΣΙΛΙ ΚΑΝΤΙΝΣΚΙ

«Η μελέτη της οικονομικής δεν φαίνεται να προϋποθέτει κάποια ειδικά χαρίσματα ασυνήθιστα υψηλού επιπέδου. Δεν είναι ... ένα εύκολο αντικείμενο, σε σύγκριση με τους ανώτερους κλάδους της φιλοσοφίας ή της καθαρής επιστήμης; Ένα εύκολο αντικείμενο, στο οποίο όμως ελάχιστοι διαπρέπουν! Το παράδοξο αυτό εξηγείται, ίσως, από το γεγονός ότι ο ικανός οικονομολόγος πρέπει να διαθέτει ένα σπάνιο συνδυασμό χαρισμάτων. Πρέπει να είναι μαθηματικός, ιστορικός, πολιτικός, φιλόσοφος- σε κάποιο βαθμό. Πρέπει να κατανοεί τα σύμβολα και να εκφράζεται με λέξεις. Πρέπει να στοχάζεται το ειδικό με όρους γενικού, και να εξετάζει το αφηρημένο και το συγκεκριμένο με την ίδια έξαρση της σκέψης. Πρέπει να μελετά το παρόν υπό το φως του παρελθόντος για τους σκοπούς του μέλλοντος. Κανένας τομέας από τη φύση ή τους θεσμούς του ανθρώπου δεν πρέπει να διαφεύγει τελείως της προσοχής του. Πρέπει να είναι ταυτόχρονα επίμονος και ανυστερόβουλος απόμακρος και αδιάφθορος όπως ένας καλλιτέχνης, και την ίδια στιγμή κοντά στην πραγματικότητα όπως ένας πολιτικός».

Τζον Μέιναρντ Κέυνς

Copyright © Παναγιώτης Χαρούπιας, 2021. 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.

Συντομογραφίες - Abbreviations

ΕΚΤ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ΕΕ Ευρωπαϊκή Ένωση

ΕΛΣΤΑΤ Ελληνική Στατιστική Αρχή

ΕΣΥΕ Εθνική Στατιστική Υπηρεσία Ελλάδος

Α.Κ Αστικός Κώδικας

ΑΕΠ Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

ΔΝΤ Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

ΟΟΣΑ Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης

ΤτΕ Τράπεζα της Ελλάδος

NBER Εθνικό Γραφείο Οικονομικών Ερευνών

Πίνακας περιεχομένων

Συντομογραφίες - Abbreviations.....	8
Περίληψη.....	11
Abstract	12
Εισαγωγή.....	13
Κεφάλαιο 1.....	15
Η οικονομία – γενικές αρχές	15
Οικονομική Επιστήμη.....	16
Αστική Οικονομική	16
Μακροοικονομική και Μικροοικονομική Ανάλυση.....	18
Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν	19
Οικονομικοί Κύκλοι.....	20
Οι φάσεις του κύκλου και τα χαρακτηριστικά τους.....	22
Κύρια χαρακτηριστικά κάθε φάσης	24
Διακρίσεις των Οικονομικών Κύκλων	25
Οικονομικοί Κύκλοι και αγορά ακινήτων.....	26
Η Σχολή Σκέψης που δεν αποδέχεται την ύπαρξη Οικονομικών Κύκλων	27
Γιατί είναι σημαντικές οι Αγορές Ακινήτων	27
Ακίνητο – αξία ακινήτου	27
Χαρακτηριστικά Ακινήτου και επίδραση στην αξία του	29
Υπόδειγμα DiPasquale και Wheaton.....	30
Κεφάλαιο 2.....	34
Οι Σχολές σκέψης των Κλασικών και των Κεϋνσιανών Οικονομολόγων.....	34
Νομισματική και Δημοσιονομική Πολιτική.....	35
Εμπειρικές διακρίσεις αναφορικά με τον Οικονομικό Κύκλο	35
Κύκλος Αποθεμάτων του Kitchin.....	37
Κύκλος Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου του Juglar	38
Κύκλος Επενδύσεων Υποδομών Kuznets	38
Μακρά τεχνολογικά κύματα Kondratieff	39
Επιχειρηματικοί κύκλοι.....	40
Οικονομικές Διακυμάνσεις και η συσχέτιση με την Αγορά Ακινήτων.....	41
Κύκλοι στην Αγορά Χρήσης (κύκλοι ενοικίασης ακινήτων)	41
Κύκλοι στην Επενδυτική Αγορά (κύκλοι επενδύσεων)	43
Κύκλοι στην Αγορά Κατασκευαστικού κλάδου.....	44

Κεφάλαιο 3	46
Συσχέτιση Επιχειρηματικού Οικονομικού Κύκλου και Κύκλου Αγοράς Ακινήτων Κατοικίας	46
Κεφάλαιο 4	50
Έρευνα πρόσφατου Οικονομικού Κύκλου	50
Κεφάλαιο 5	53
Κρίσεις στην Αγορά Ακινήτων και Χρηματοπιστωτική Κρίση	53
Συνοπτική περιγραφή της Ελληνικής ύφεσης.....	54
Οικονομικοί κύκλοι της Ελληνικής Οικονομίας	56
Μέθοδος Ανάλυσης Σημείων Καμπής.....	58
Συμπεράσματα	63
Βιβλιογραφία	67

Περίληψη

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία πραγματεύεται σε βιβλιογραφικό επίπεδο την σχέση μεταξύ της Αγοράς Ακινήτων και της Οικονομίας από την σκοπιά των Οικονομικών Κύκλων. Δίνεται αρχικά το θεωρητικό υπόβαθρο το οποίο αφορά βασικούς ορισμούς της Οικονομίας και ειδικότερα των κύριων στοιχείων και τομέων της Αστικής Οικονομικής.

Προσεγγίζεται το κύριο θεωρητικό υπόβαθρο, το οποίο είναι απαραίτητο για να γίνει κατανοητή η έννοια και ο μηχανισμός του Οικονομικού Κύκλου. Εξετάζονται και αναλύονται οι επικρατέστερες από την Διεθνή Βιβλιογραφία θεωρίες των Kitchin, Juglar, Kuznets και Kondratieff. Επίσης γίνεται συσχέτιση των Οικονομικών Διακυμάνσεων με την Αγορά Ακινήτων ώστε να περιγραφούν αναλυτικά ο Κύκλος Ενοικίασης Ακινήτων, ο Κύκλος Επενδύσεων καθώς και ο Κύκλος Κατασκευαστικού Κλάδου.

Αναφορά γίνεται και στην συσχέτιση του Επιχειρηματικού Οικονομικού Κύκλου με τον Κύκλο Αγοράς, βάσει μελέτης που αφορά ευρύ χρονικό διάστημα την Γερμανία, την Γαλλία, την Βρετανία, την Ιρλανδία και την Πολωνία.

Από την σκοπιά των Οικονομικών Κύκλων επίσης, παρουσιάζεται μελέτη που αφορά το μέλλον της Αγοράς Ακινήτων, η οποία υλοποιήθηκε από πολυεθνική εταιρεία Real Estate.

Τέλος για την Ελληνική Αγορά Ακινήτων παρουσιάζεται ο μηχανισμός των Οικονομικών κύκλων, οι επιπτώσεις στα επιτόκια και η διάρκεια τους.

Λέξεις Κλειδιά: Οικονομικός Κύκλος, Αγορά Ακινήτων, Χρηματοπιστωτική Κρίση, Υφέσεις, Κύκλος Ενοικίασης Ακινήτων, Κύκλος Επενδύσεων, Κύκλος Κατασκευαστικού Κλάδου

Abstract

The present dissertation examines the relationship between the Real Estate Market and the Economy from the perspective of economic cycles. Initially, the theoretical background is given, which concerns basic definitions of Economics and in particular of the main elements and sectors of Urban Economics.

The main theoretical background is reviewed, in order to understand the concept and mechanism of the Economic Cycle. The theories of Kitchin, Juglar, Kuznets and Kondratieff, which are the most prevalent in the International Literature, are examined and analyzed. Also, the Correlation of The Economic Fluctuations with the Real Estate Market is made in order to describe in detail the Real Estate Rental Cycle, the Investment Cycle as well as the Construction Sector Cycle.

Reference is also made to the correlation of the Business Economic Cycle with the Market Cycle, based on a study that concerns a wide period of time in Germany, France, Britain, Ireland and Poland.

From the point of view of the Economic Circles, a study concerning the future of the Real Estate Market is also presented, which was implemented by a multinational Real Estate Company.

Finally, for the Greek Real Estate Market, the mechanism of economic cycles, the impact on interest rates and their duration are presented.

Key Words: Economic Cycle, Real Estate Market, Financial Crisis, Recessions, Real Estate Rental Cycle, Investment Cycle, Construction Sector Cycle

Εισαγωγή

Το Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης του Παντείου Πανεπιστημίου υλοποιεί Προπτυχιακές αλλά και Μεταπτυχιακές Σπουδές στο αντικείμενο των Οικονομικών της Αγοράς Ακινήτων. Η παρούσα Διπλωματική Εργασία με τίτλο «Οικονομικοί Κύκλοι και Αγορές Ακινήτων: Γενική Θεωρία και Διεθνής Εμπειρία», υλοποιείται στα πλαίσια του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών «Εφαρμοσμένων Οικονομικών & Περιφερειακής Ανάπτυξης» της Κατεύθυνσης «Αστικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης» και ειδίκευσης «Οικονομικών της Αγοράς Ακινήτων».

Η παρούσα εργασία αναπτύσσεται σε πέντε κεφάλαια και τέλος παρατίθενται τα Συμπεράσματα της εργασίας.

Στο πρώτο κεφάλαιο παρατίθενται βασικά στοιχεία, ορισμοί και θεωρητική ανάπτυξη. Συγκεκριμένα παρατίθενται ορισμοί περί Οικονομίας, Μακροοικονομίας, Αστικής Οικονομικής και περί Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος. Στο ίδιο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στους Οικονομικούς Κύκλους, στις φάσεις και τα χαρακτηριστικά τους καθώς επίσης και στις διακρίσεις αυτών. Επίσης αναλύονται οι όροι Ακίνητο, Αξία Ακινήτου, και Αγορές Ακινήτων. Τέλος παρατίθενται και αναλύονται τα υποδείγματα DiPasquale και Wheaton.

Στο επόμενο κεφάλαιο παρατίθενται οι Σχολές σκέψης των Κλασικών και των Κεϋνσιανών Οικονομολόγων, η Νομισματική και Δημοσιονομική Πολιτική καθώς επίσης αναφέρονται οι Εμπειρικές διακρίσεις αναφορικά με τον Οικονομικό Κύκλο. Υπάρχει ανάλυση για τον Κύκλο Αποθεμάτων του Kitchin, Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου του Juglar, Επενδύσεων Υποδομών Kuznets, για τα Μακρά τεχνολογικά κύματα Kondratieff καθώς και για τους Επιχειρηματικούς Κύκλους. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την συσχέτιση των Οικονομικών Διακυμάνσεων με την Αγορά Ακινήτων ώστε να περιγραφούν αναλυτικά ο Κύκλος Ενοικίασης Ακινήτων (real estate rental cycle), ο Κύκλος Επενδύσεων (investment cycle) καθώς και ο Κύκλος Κατασκευαστικού Κλάδου (development cycle).

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται συσχέτιση του Επιχειρηματικού Οικονομικού Κύκλου με τον Κύκλο Αγοράς ακινήτων κατοικίας, με βάση μελέτη που έχει γίνει για

την Γερμανία, την Γαλλία, την Βρετανία, την Ιρλανδία και την Πολωνία για το χρονικό διάστημα από το 1ο τρίμηνο του έτους 1971 μέχρι το 4ο τρίμηνο του 2013, ενώ για την Πολωνία αφορά μια δεκαετία, από το 3ο τρίμηνο του 2005 έως το 3ο τρίμηνο του 2015.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται η έρευνα σχετικά με το μέλλον της αγοράς ακινήτων από την σκοπιά των οικονομικών κύκλων, της εταιρείας BNP Paribas Real Estate, σε συνδυασμό με την Ipsos MORI.

Στο τελευταίο κεφάλαιο περιγράφονται οι κρίσεις στην Αγορά Ακινήτων, η Χρηματοπιστωτική κρίση και η Ελληνική ύφεση. Τέλος αναλύεται η περίπτωση των Οικονομικών κύκλων της Ελληνικής Οικονομίας με βάση υφιστάμενη μελέτη της Μεθόδου Ανάλυσης Σημείων Καμπής.

Τέλος παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσης Διπλωματικής Εργασίας.

Κεφάλαιο 1

Η οικονομία – γενικές αρχές

Η οικονομία μπορεί να οριστεί ως το σύνολο των συνειδητών και συστηματικών ενεργειών των ανθρώπων, που αφορούν την παραγωγή, διανομή, ανταλλαγή και την κατανάλωση περιορισμένων σε ποσότητα αγαθών και υπηρεσιών, από διαφορετικούς παράγοντες σε μια δεδομένη γεωγραφική τοποθεσία. Η λέξη προέρχεται από την Αρχαία Ελληνική «οικονομία», με συνθετικά τη λέξη «οίκος» και την λέξη «νέμομαι», που σημαίνει διαχείριση της οικίας, δηλαδή του νοικοκυριού.

Η οικονομική, είναι η μελέτη του τρόπου με τον οποίο η κοινωνία διαχειρίζεται τους σπανίζοντες πόρους της, καθώς η κοινωνία ή το νοικοκυριό δεν δύναται να προσφέρει στα μέλη της όλα τα αγαθά ή το βιοτικό επίπεδο που επιδιώκουν. Σε όλες τις σύγχρονες κοινωνίες οι πλουτοπαραγωγικοί πόροι κατανέμονται όχι από κάποιον κεντρικό σχεδιαστή, αλλά μέσω της συνδυασμένης δράσης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων που αποτελούν την κοινωνία. Η μελέτη της οικονομικής διέπεται από ορισμένες κεντρικές ιδέες, αρχές. Είτε μιλούμε για την οικονομία της Ελλάδας, είτε για την οικονομία της Ευρώπης, είτε για την παγκόσμια οικονομία, αναφερόμαστε πάντοτε σε ένα σύνολο ατόμων που αλληλεπιδρούν μεταξύ τους στην προσπάθειά τους να εξασφαλίσουν τα μέσα για να ζήσουν. Η μελέτη της οικονομικής διαπερνάται από ορισμένες κεντρικές ιδέες, αρχές

Η εξέταση των οικονομικών στοιχείων είτε αυτή αφορά τις εθνικές οικονομίες είτε αφορά μικρότερης κλίμακας οικονομίες, παρουσιάζει ένα κύριο γνώρισμα: την έλλειψη ομαλότητας και κανονικότητας. Παρά τις διαχρονικές υποσχέσεις των πολιτικών ηγεσιών για «σταθερή οικονομία», και για «σίγουρες επενδύσεις», η πραγματικότητα δείχνει να επιβεβαιώνει ότι δεν υπάρχει «σταθερή οικονομία» ή «τέλεια οικονομία» χωρίς διακυμάνσεις και πολλές φορές κρίσεις.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, οι μεταβλητές που σχετίζονται με την πραγματική οικονομία όπως το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (ΑΕΠ), θεωρείται ότι παρουσιάζουν κυκλική συμπεριφορά μικρής περιοδικότητας, γνωστή ως οικονομικός κύκλος (Baxter and King 1996). Αντίθετα, οι χρηματοοικονομικές μεταβλητές όπως η χρηματοδότηση τείνουν να παρουσιάζουν μεγαλύτερους σε διάρκεια κύκλους, οι

οποίοι είναι γνωστοί ως χρηματοοικονομικοί κύκλοι (Drehmann et al. 2012 και Claessens et al. 2012).

Οικονομική Επιστήμη

Η Οικονομική Επιστήμη εντάσσεται στις «νέες» επιστήμες, καθώς αναπτύχθηκε τα τελευταία 100 έτη. Η θεματική της είναι ευρύτατη και πλέον υπάρχουν τομείς εξειδίκευσης της όπως τα χρηματοοικονομικά, η διοίκηση επιχειρήσεων, τα Οικονομικά των Ακινήτων.

Ένας από τους κύριους στόχους της Οικονομικής Επιστήμης, είναι να απαντήσει στα εξής τρία ζητήματα:

1. Τι θα παραχθεί, εφόσον για κάθε τι που παράγεται, κάτι άλλο δεν παράγεται στη θέση του και χρειάζεται να επιβεβαιώνεται η επιλογή της παραγωγής των ειδών που μεγιστοποιούν την κοινωνική ευημερία.
2. Πώς παράγονται, μέσα από εναλλακτικές χρήσεις των συντελεστών παραγωγής, οι οποίοι συμπεριλαμβάνουν:
 - Γη
 - Εργασία
 - Κεφάλαιο
3. Πώς διανέμονται τα παραγόμενα στον πληθυσμό

Αστική Οικονομική

Τα Οικονομικά των ακινήτων αναφέρθηκαν στο έργο οικονομολόγων, όπως ο Adam Smith και ο Ricardo. Με την εξέλιξη της επιστήμης, προέκυψαν δύο κατευθύνσεις. Χρονικά προηγήθηκαν τα οικονομικά των οικιστικών (Housing Economics) από το μέσο του 20ου αιώνα. Κατόπιν αναπτύχθηκαν ως αυτοτελής κλάδος τα οικονομικά των επαγγελματικών ή επενδυτικών ακινήτων αλλά και η

χρηματοοικονομική των επενδύσεων σε ακίνητα. Ο νέος αυτός κλάδος αναπτύχθηκε ραγδαία από τη δεκαετία του '80.

Ένα από τα βασικά ερωτήματα στα οποία ο McCann απαντά ήδη από την εισαγωγή του βιβλίου του είναι η σχέση μεταξύ Αστικής και Περιφερειακής Οικονομικής Ανάλυσης (Ροβολής, 2003) Για τον McCann, όπως και για τους περισσότερους Ευρωπαίους επιστήμονες, αυτοί είναι δύο υποκλάδοι της Χωρικής Οικονομικής Ανάλυσης, οι οποίοι απαντούν σε αρκετά διαφορετικές ερωτήσεις. Η Αστική οικονομική ασχολείται με θέματα σχετικά με την φύση και την λειτουργία της οικονομίας της πόλης, ενώ η Περιφερειακή Οικονομική «θέτει ερωτήματα που αφορούν μεγαλύτερες γεωγραφικές περιοχές.

Σύμφωνα με τον Richard Arnott (Arnott, 1966) η Αστική Οικονομική, ως αυτόνομο επιστημονικό πεδίο, έχει αναγνωριστεί μόνο στην Βόρειο Αμερική, στην Ιαπωνία και στο Ισραήλ.

Ο David Ricardo είναι ο οικονομολόγος που είχε πιθανότατα την σημαντικότερη συμβολή στην ανάλυση της γαιοπροσόδου. Όσο πιο εύφορο είναι ένα κομμάτι γης τόσο περισσότερο θα είναι διατεθειμένοι οι ενοικιαστές της γης, εν προκειμένω παραγωγοί αγροτικών προϊόντων, να πληρώσουν γι' αυτήν.

Ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας αφορά την μεγαλύτερη αγορά σε κάθε αναπτυγμένη οικονομία σε όγκο και απόθεμα αξίας, η οποία κυμαίνεται γύρω στο 62% του αποθέματος οικονομικής αξίας των αναπτυγμένων χωρών. Ωστόσο δεν αναφέρεται ως η μεγαλύτερη αγορά, αφού έχει χαμηλή ρευστότητα και σημειώνει μικρότερο όγκο αξίας συναλλαγών και παραγωγής ανά έτος σε σχέση με τις κύριες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Παραμένει το μεγαλύτερο απόθεμα οικονομικού πλούτου και αφορά όλες τις οικονομικές μονάδες δηλαδή τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, καθώς αναζητούν στέγη. Η Οικονομική των ακινήτων σχετίζεται με τα παρακάτω πεδία δραστηριότητας:

- την εκτιμητική
- την αξιολόγηση αποφάσεων ανάπτυξης ακινήτων
- την αξιολόγηση χρηματοδότησης και τραπεζική
- την αξιολόγηση επενδύσεων και διαχείριση χαρτοφυλακίου
- τη δημόσια οικονομική και κατάρτιση πολιτικής

- τους κλάδους τεχνολογίας για την ανάπτυξη και την διαχείριση ακινήτων

Μακροοικονομική και Μικροοικονομική Ανάλυση

Η μελέτη της οικονομικής δραστηριότητας γίνεται σε δύο πεδία, την Μικροοικονομική και Μακροοικονομική, τα οποία είναι στενά συνδεδεμένα παρότι διαφορετικά. Η κατανόηση των μακροοικονομικών εξελίξεων, γίνεται με την μελέτη και των μικροοικονομικών αποφάσεων, αφού οι επιλογές της κοινότητας επιφέρουν αλλαγές στην Μικροοικονομία είναι η μελέτη σχετικά με το πώς τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις λαμβάνουν τις αποφάσεις τους, και του πώς αλληλεπιδρούν σε συγκεκριμένες αγορές, ενώ μακροοικονομία είναι η μελέτη της διάρθρωσης και της συμπεριφοράς των οικονομιών των διαφόρων χωρών, καθώς και της πολιτικής που ασκείται από τις κυβερνήσεις, στην προσπάθειά τους να επηρεάσουν την πορεία της οικονομίας.

Η κεντρική αρχή της μικροοικονομίας, είναι ότι είτε νοικοκυριό είτε επιχείρηση ενεργούν υπό τις τρέχουσες συνθήκες και περιορισμούς ώστε να έχουν το «άριστο» αποτέλεσμα. Τα νοικοκυριά επιλέγουν να πραγματοποιήσουν τις αγορές τους με σκοπό να μεγιστοποιήσουν το βιοτικό τους επίπεδο, και αντίστοιχα οι επιχειρήσεις με σκοπό να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους. Γενικότερα η οικονομία συνδέεται άμεσα από την αλληλεπίδραση των αποφάσεων πολλών νοικοκυριών και πολλών επιχειρήσεων. Προφανώς η μικροοικονομική και η μακροοικονομική είναι άρρηκτα συνδεδεμένες.

Κύριος σκοπός της μακροοικονομικής ανάλυσης, είναι η διερεύνηση του τρόπου λειτουργίας της οικονομίας. Έτσι γίνεται εφικτή η διεξαγωγή προβλέψεων για το μέλλον της Οικονομίας. Για να υπάρξει η δυνατότητα να ληφθούν έγκαιρα μέτρα για την αποφυγή ή το μετριασμό ανεπιθύμητων εξελίξεων στην οικονομία ή για την επίτευξη ορισμένων αντικειμενικών στόχων/ πολιτικών, αρχικά θα πρέπει να γίνει διαπίστωση και ανάλυση των σχέσεων που υπάρχουν μεταξύ των διαφόρων οικονομικών μεγεθών και κατόπιν να γίνουν προβλέψεις για τη διαμόρφωση του και

εξέλιξη του επίπεδού τους. Καθίσταται δυνατό να προσδιοριστούν τα μέτρα και οι ενέργειες που θα προκριθούν. Η πρόβλεψη των μελλοντικών οικονομικών εξελίξεων αλλά και η έγκαιρη εφαρμογή ενδεδειγμένων μέτρων αποτελεί μια από τις πιο σημαντικές κατακτήσεις της οικονομική επιστήμης.

Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ), μετρά το συνολικό εισόδημα μιας χώρας και τη συνολική δαπάνη για την παραγόμενη ποσότητα αγαθών και υπηρεσιών της, ουσιαστικά πρόκειται για τον «δείκτη» της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας, και αναφέρεται στην παραγωγή που γίνεται μέσα στην επικράτεια μιας χώρας. Αποτελεί δηλαδή μέτρο της οικονομικής επίδοσης ενώ υπάρχουν δύο τρόποι αποτίμησης του μεγέθους του:

- α) θεώρηση του ΑΕΠ ως το συνολικό εισόδημα όλων των μελών της οικονομίας, και
- β) θεώρηση ότι το ΑΕΠ εκφράζει την συνολική δαπάνη που πραγματοποιείται για την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών της οικονομίας.

Πέραν του ΑΕΠ διακρίνονται επίσης τα παρακάτω μέτρα:

- Καθαρό Εθνικό Προϊόν: είναι το συνολικό εισόδημα των κατοίκων μιας χώρας μετά την αφαίρεση των ζημιών από τις αποσβέσεις.
- Προσωπικό Εισόδημα: είναι το εισόδημα που κερδίζουν τα νοικοκυριά και οι μη μετοχικές επιχειρήσεις.
- Διαθέσιμο Προσωπικό Εισόδημα: είναι το εισόδημα των νοικοκυριών και των μη μετοχικών επιχειρήσεων, το οποίο προκύπτει εφόσον έχουν καλυφθεί οι υποχρεώσεις τους ως προς το κράτος. Πρόκειται δηλαδή για το προσωπικό εισόδημα μείον φόρους και ορισμένες μη φορολογικές πληρωμές.

Όλα τα αναφερόμενα μέτρα εισοδήματος παρουσιάζουν μεν διαφορές στις ονομαστικές τους τιμές, ωστόσο πάντα δίνουν σχεδόν την ίδια εικόνα της οικονομικής κατάστασης.

Οικονομικοί Κύκλοι

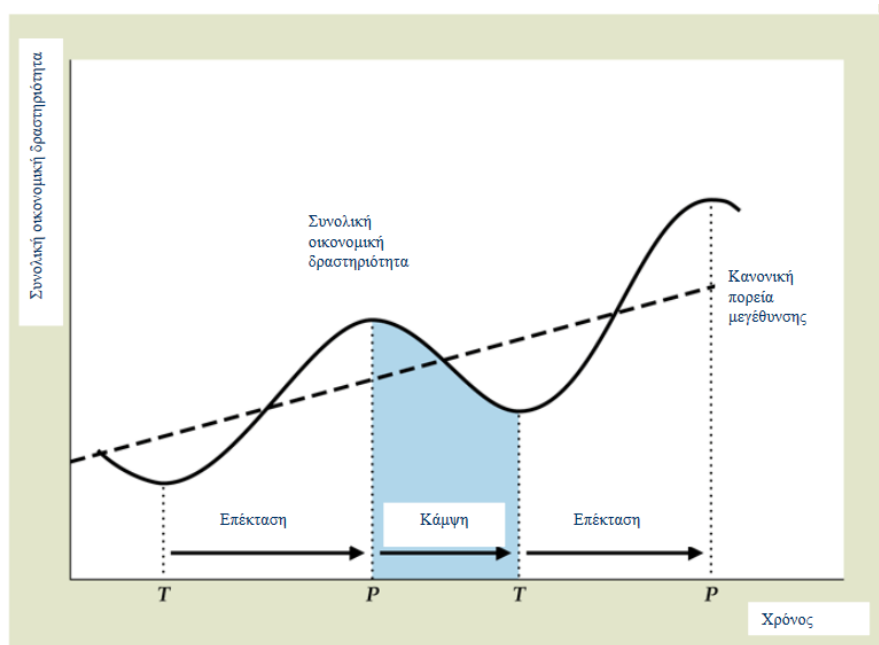
«Οικονομικές Διακυμάνσεις» ή «Οικονομικοί Κύκλοι» είναι το φαινόμενο των διαδοχικών αυξομειώσεων, δηλαδή ανόδων και καθόδων που παρουσιάζει το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας της οικονομίας.

Οι οικονομολόγοι Arthur Frank Burns και Wesley Clair Mitchell στο βιβλίο τους *Measuring Business Cycles* (1946), δίνουν το εξής ορισμό για τους οικονομικούς κύκλους: «Οικονομικοί Κύκλοι είναι μια μορφή διακύμανσης που συναντάται στη συνολική οικονομική δραστηριότητα των εθνών που στηρίζονται κυρίως στην επιχειρηματική δραστηριότητα. Ο κύκλος αποτελείται από επεκτάσεις, που παρατηρούνται το ίδιο περίπου χρονικό διάστημα σε πολλές οικονομικές δραστηριότητες, οι οποίες ακολουθούνται από επίσης γενικευμένες κάμψεις, υφέσεις και ανακάμψεις που συνενώνονται με την επεκτατική φάση του επόμενου κύκλου. Η χρονική διάρκεια των οικονομικών κύκλων κυμαίνεται από ένα έτος και πάνω μέχρι δέκα ή δώδεκα έτη».

Σύμφωνα με τους Burns και Mitchell (1946) διακρίνονται πέντε σημαντικά σημεία σχετικά με τους οικονομικούς κύκλους :

- Οι οικονομικοί κύκλοι αποτελούν διακυμάνσεις της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας και όχι μόνον ενός κλάδου της οικονομίας
- Εντοπίζονται επεκτάσεις αλλά και κάμψεις της οικονομικής δραστηριότητας. Στις επεκτάσεις εμφανίζονται τάσεις οικονομικής ανόδου οι οποίες φθάνουν σε ένα ορισμένο σημείο το οποίο καλείται κορυφή ενώ στις κάμψεις εμφανίζονται τάσεις συρρίκνωσης οι οποίες φθάνουν σε ένα ορισμένο σημείο το οποίο καλείται πυθμένας
- Κατά την διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου, οι οικονομικές μεταβλητές δείχνουν να έχουν συγχρονισμένη, ομαλή και προβλέψιμη συμπεριφορά.
- Παρατηρείται επιμονή στα στοιχεία διατήρησής τους. Διαφέρει μεν ο χρόνος ολοκλήρωσης του κύκλου αλλά η εκδήλωση της κάμψης και της ανάκαμψης επεκτείνονται περισσότερο από ό,τι επιβάλλουν οι οικονομικές μεταβλητές, και αυτό καθώς υπάρχει επίδραση από τον παράγοντα της ανθρώπινης ψυχολογίας.

- Είναι επαναλαμβανόμενοι αλλά όχι περιοδικοί. Επαναλαμβάνονται σε τακτά χρονικά διαστήματα, και ο κάθε ένας διαμορφώνει δικό του «χαρακτήρα», είναι όμως επαναλαμβανόμενοι με μια γενική αλληλουχία: κάμψη – πυθμένας– επέκταση – κορυφή.



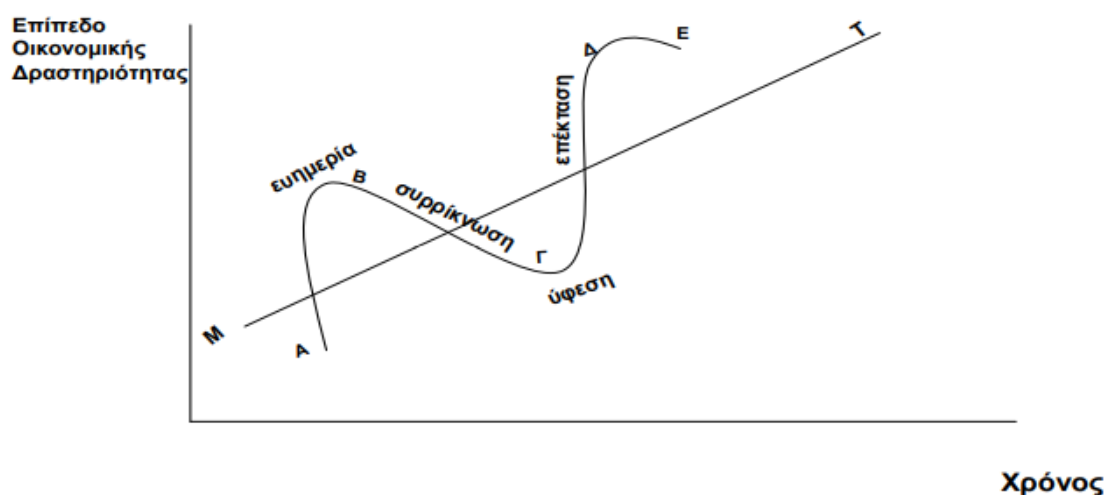
Διάγραμμα 1 Οικονομικοί κύκλοι στην συνολική οικονομική δραστηριότητα

Οι προαναφερόμενες «επέκταση» και «κάμψη» (ύφεση) του οικονομικού κύκλου, μπορούν να παρασταθούν γραφικά. Η οικονομική δραστηριότητα από τον πυθμένα, αυξάνεται με μια επέκταση ή άνθηση μέχρι να φθάσει στην κορυφή. Όταν υπάρχει ιδιαίτερα σοβαρή κάμψη, νοείται ως ύφεση. Η απόσταση από κορυφή σε κορυφή, ή από πυθμένα σε πυθμένα, ορίζει έναν οικονομικό κύκλο. Οι κορυφές και οι πυθμένες ονομάζονται σημεία καμπής.

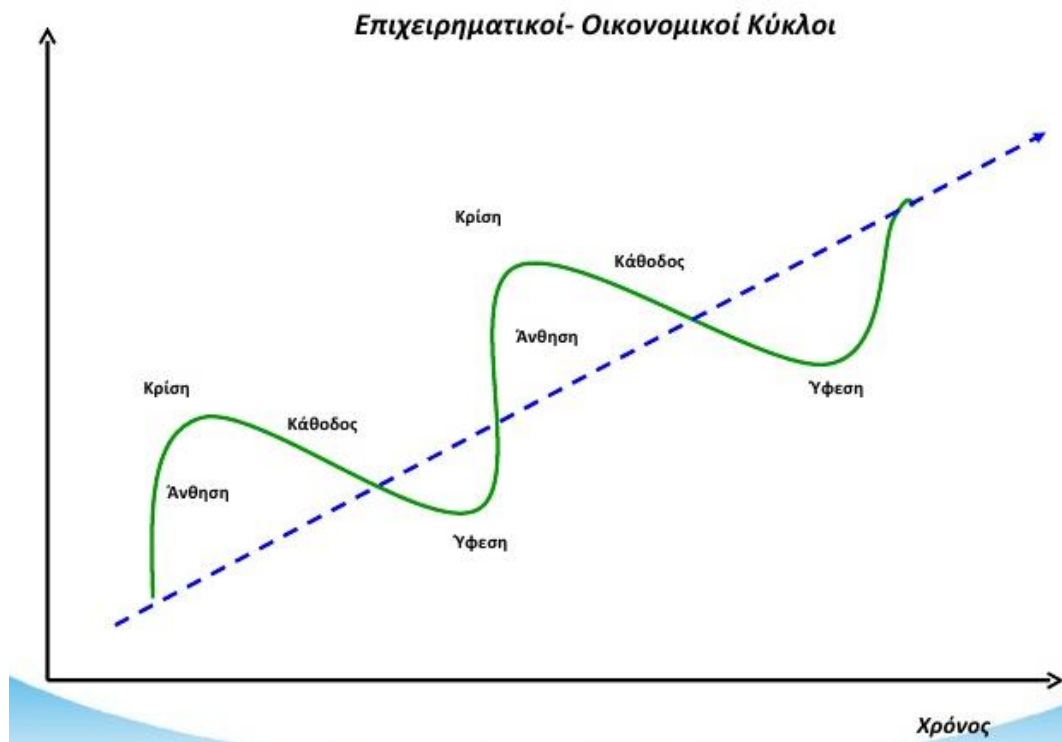
Ο εντοπισμός των σημείων καμπής είναι ιδιαίτερα δύσκολος. Μια σειρά από καμπές στην οικονομική ιστορία, έχουν διαπιστωθεί σε χρονικά μεγάλο διάστημα από την εμφάνισή τους. Η μελέτη τους απασχολεί την Επιστημονική κοινότητα των οικονομολόγων, και μάλιστα υπάρχουν Σχολές Σκέψης που δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα και αξία στην μελέτη τους ενώ, υπάρχει και η Σχολή όπου δεν αποδέχεται την αξία ερμηνεία τους.

Αξίζει εν συντομία να γίνει αναφορά στην Μεγάλη Ύφεση στην Αμερική το 1929, όπου το πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν παρουσίασε μείωση κατά 30% από την κορυφή του Αυγούστου 1929 στον πυθμένα της καμπύλης που πραγματοποιήθηκε τον Μάρτιο του 1933. Σε αυτό το διάστημα η ανεργία αυξήθηκε από 3% σε 25% σχεδόν, ενώ χιλιάδες τράπεζες έκλεισαν με την ταυτόχρονη κατάρρευση του Χρηματιστηρίου. Το διάστημα αυτό συνθέτει έναν οικονομικό κύκλο ύφεσης, ενώ ακολούθησε ένας οικονομικός κύκλος κάμψης.

Οι φάσεις του κύκλου και τα χαρακτηριστικά τους



Διάγραμμα 2 Οι φάσεις του Οικονομικού Κύκλου



Διάγραμμα 3 Απλοποιημένη μορφή ενός οικονομικού κύκλου

Στο διάγραμμα που αναπαρίσταται η απλοποιημένη μορφή ενός οικονομικού κύκλου, ο κάθετος άξονας καταδεικνύει το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας και ο οριζόντιος άξονας τον χρόνο σε έτη. Η διακεκομμένη γραμμή παριστάνει τη τάση της οικονομίας. Διακρίνονται δύο κύριες φάσεις στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου: η φάση της άνοδου ή επέκτασης και η φάση της καθόδου ή συρρίκνωσης. Η μετάβαση από την άνοδο προς την κάθοδο γίνεται από την κορυφή του κύκλου που αποκαλείται ευημερία, ενώ η μετάβαση από την κάθοδο στην άνοδο γίνεται από το πυθμένα του κύκλου που αποκαλείται ύφεση.

Κύρια χαρακτηριστικά κάθε φάσης

Τα κύρια χαρακτηριστικά κάθε φάσης αναλύονται ως εξής:

α) Φάση της ανόδου ή επέκτασης (Expansion). Η πρώτη φάση της οικονομικής ανάπτυξης καλείται φάση της ανόδου ή επέκτασης. Κατά τη φάση της ανόδου παρατηρείται αύξηση των επιχειρηματικών κερδών, της παραγωγής, του εισοδήματος, της απασχόλησης, με συνεπακόλουθο την αύξηση στις τιμές αλλά και την ζήτηση. Η αύξηση της ζήτησης και της παραγωγής, έχει σαν επακόλουθο την αύξηση των κερδών οπότε δημιουργείται ελκυστική για επενδυτές αγορά. Πλέον υπάρχει ευνοϊκό κλίμα για επενδύσεις (Romer, 2006).

β) Φάση της ευημερίας (Prosperity). Αποτελεί την επόμενη φάση της ανόδου, καθώς η ανεργία είναι χαμηλή, το κόστος ζωής αυξάνεται, όπως και τα επιχειρηματικά κέρδη. Η οικονομία βρίσκεται στην κορύφωσή της. Πρόκειται όμως για το τελευταίο στάδιο μια ακμάζουσας οικονομίας. Η μεγέθυνση αυτή διαρκεί μέχρι την επερχόμενη κρίση, η οποία ουσιαστικά αποτελεί την επόμενη φάση.

γ) Φάση της κρίσης ή συρρίκνωσης (Contraction). Είναι η φάση του οικονομικού κύκλου που πλέον τα οικονομικά μεγέθη δημιουργούν μια σειρά από βαριές κοινωνικές επιπτώσεις. Εμφανής πλέον η συρρίκνωση της οικονομίας αφού οι τιμές, τα επιχειρηματικά κέρδη και η απασχόληση μειώνονται, ενώ εμφανής είναι η στασιμότητα στην οικονομία και στις επενδύσεις (Romer, 2006).

δ) Φάση της ύφεσης (Trough ή depression) Η επακόλουθη φάση της κρίσης είναι η ύφεση. Διαπιστώνεται ανεργία και μηδενικές επενδύσεις. Η καμπύλη της παραγωγής και του εισοδήματος βρίσκονται στο ζενίθ. Πλέον οι τιμές δεν μειώνονται, τα κέρδη των επιχειρήσεων είναι χαμηλά, ενώ οι όποιες επιχειρηματικές επενδύσεις παραμένουν στάσιμες. Από την διάρκεια και την έκταση αυτής της φάσης εξαρτάται το αν η οικονομία θα βιώσει παρατεταμένη ύφεση ή αν θα ξαναρχίσει σύντομα την ανοδική της πορεία. Η διαπίστωση και μελέτη των οικονομικών κύκλων διευκολύνει την πρόγνωση των οικονομικών εξελίξεων και βοηθάει στην άσκηση ορθότερης και πετυχημένης κρατικής αντικυκλικής ή λειτουργικής πολιτικής, που αποβλέπει στην εξουδετέρωση των δυσμενών συνεπειών των κυκλικών διακυμάνσεων (Τριανταφύλλης, 1999).

Διακρίσεις των Οικονομικών Κύκλων

Ο Mitchell (1951) αναφέρει «Τότε, με τη σειρά του θα έρθει το θέμα πώς η ευημερία παράγει τις προϋποθέσεις που οδηγούν στην κρίση, πώς η κρίση οδηγεί στην ύφεση και τέλος, πώς η ύφεση με την πάροδο του χρόνου παράγει τις συνθήκες που οδηγούν σε νέα ανάπτυξη». Η μελέτη των φάσεων του Οικονομικού Κύκλου παρουσιάζει τεράστιο ενδιαφέρον τόσο για τις Εθνικές Οικονομίες, όσο για την Παγκόσμια Οικονομία.

Με βάση τη χρονική διάρκεια διακρίνονται σε:

Βραχυχρόνιοι ή μικροί κύκλοι: διάρκεια 3 έως 4 χρόνια

Μεσοχρόνιοι ή μεγάλοι κύκλοι: διάρκεια 7-11 χρόνια

Μακροχρόνιοι ή Υπερκύκλοι: διάρκεια 50-60 χρόνια

Οι μεσοχρόνιοι ή μεγάλοι κύκλοι έχουν τις δυσμενέστερες συνέπειες στην οικονομία και πολλοί από αυτούς έμειναν στην ιστορία ως οικονομικές κρίσεις (π.χ. η κρίση του 1929).¹

Οι MacGregor et al. (1999) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι αναπτύσσεται ένας κύκλος 4-5 ετών στην αγορά ακινήτων. Ο Barras (1994) διέκρινε τέσσερις τύπους οικονομικών κύκλων στην αγορά ακινήτων. Διακρίνει λοιπόν:

A) τους σύντομους κύκλους (4-5 χρόνια, η κλασική επιχείρηση κύκλος που λειτουργεί με τη ζήτηση των κατοίκων)

B) μεγάλοι κύκλοι (9-10 χρόνια, δημιουργώντας μια τάση για σοβαρή υπερπροσφορά που παρακάμπτει κάθε δεύτερο κύκλο ζήτησης),

Γ) μακράς διάρκειας (20 χρόνια, που σχετίζονται με σημαντικές κερδοσκοπικές αναπτύξεις κτιρίων)

Δ) μεγάλοι κύκλοι (50 χρόνια, με γνώμονα την τεχνολογία)

¹ <https://oikonomikesdiakymanseis.weebly.com/omicroniota-omicroniotakappaomicronnuomicronmuiotakappaomicron943-kappa973kappalambdaomicroniota.html>

Βέβαια η διάκριση των οικονομικών κύκλων δεν γίνεται μόνο βάσει της διάρκειάς τους, αλλά και βάσει την προέλευση ή το πεδίο εφαρμογής τους. Σύμφωνα με τον MacGregor (1994) στο Ηνωμένο Βασίλειο υπάρχουν τρεις κύκλοι: ο οικονομικός κύκλος α) στην ανάπτυξη β) στα ακίνητα και γ) στην ανάπτυξη των αγορών. Ωστόσο οι MacGregor και Schwann (1999) υποστήριξαν ότι υπάρχουν κοινοί κύκλοι σε διαφορετικές περιοχές και τομείς εντός μιας Εθνικής Αγοράς Ακινήτων.

Οικονομικοί Κύκλοι και αγορά ακινήτων

Οι οικονομικοί κύκλοι έχουν σημαντική επίδραση στις επενδύσεις των ακινήτων, μπορεί να καθορίσουν την επιτυχή έκβαση ή όχι, μιας επένδυσης. Ιδίως στην αγορά ακινήτων δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στον χρόνο που θα γίνει μια επένδυση και στον τρόπο αξιοποίησης του χαρτοφυλακίου ακινήτων (Roulac, 1996).

Πλέον μια σειρά από μελέτες, δημοσιεύσεις και φόρουμ από Διεθνείς Οργανισμούς, όπως το American Real Estate Society (ARES), European Real Estate Society (ERES), έχουν μεταξύ άλλων θεμάτων την εξέταση των οικονομικών κύκλων.

Η πρόβλεψη των οικονομικών κύκλων, ιδίως στην περίπτωση των ακινήτων, είναι πολύ περίπλοκη διαδικασία καθώς τα δεδομένα και τα στοιχεία της αγοράς ακινήτων δεν είναι πάντα διαφανή και πλήρως τεκμηριωμένα καθώς επίσης οι επιδιώξεις των επενδυτών δεν μπορούν πάντα να καταγραφούν (Mueller 2002).

Η Σχολή Σκέψης που δεν αποδέχεται την ύπαρξη Οικονομικών Κύκλων

Πέραν των μελετών οι οποίες με κάθε τρόπο αποδεικνύουν την ύπαρξη και τα χαρακτηριστικά των Οικονομικών Κύκλων, θα πρέπει να μνημονευτεί ιδιαίτερα συνοπτικά, και η Σχολή Σκέψης που αμφισβητεί την ύπαρξη των Οικονομικών Κύκλων. Η αξιοπιστία των οικονομικών κύκλων ταυτίζεται με την αξιοπιστία των αστρολογικών προβλέψεων σύμφωνα με τον Fama (1965) ή με την αξιοπιστία των προβλέψεων σε παίγνια ρουλέτας (Cootner 1962). Οι Fama και Blume (1966) θεωρούσαν ότι οι αλλαγές στις τιμές είναι ανεξάρτητες τυχαίες μεταβλητές, ως συνέχεια της θεωρίας που ανέπτυξε ο Γάλλος μαθηματικός Bachelier (1900) σύμφωνα με την όποια, μελλοντικές τάσεις, δεν μπορούν να καθοριστούν με βάση την μελέτη ιστορικών οικονομικών στοιχείων, καθώς αυτά εξαρτώνται από πλήθος παραγόντων, μεταξύ των οποίων συμπεριλαμβάνονται το εμπόριο και η κατάσταση της αγοράς.

Η μελέτη και ανάλυση σε 22 σειρές τιμών από τον Kendall (1953), κατέτεινε στο συμπέρασμα ότι οι σχέσεις μεταξύ των περιπτώσεων μικρή σχέση έχουν και δεν μπορούν να γίνουν προβλέψεις.

Ο Hauthakker (1961) θεωρεί ότι η τυχαιότητα μπορεί να διαψευστεί μόνο, και όχι να αποδειχθεί.

Γιατί είναι σημαντικές οι Αγορές Ακινήτων

Ακίνητο – αξία ακινήτου

Η αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς ακινήτων εξασφαλίζει άμεσα σημαντικό αριθμό ωφελειών για κάθε οικονομία (Χαρδούβελης, 2009). Η αγορά ακινήτων και η οικονομία αλληλοεπηρεάζονται σε τέτοιο βαθμό και συχνότητα, ώστε να γίνεται έκδηλη η στρατηγική σημασία του εν λόγω κλάδου στη μεγέθυνση κάθε οικονομίας (Karousos and Vlamis, 2008).

Στην Οικονομική Θεωρία, η γη ή έδαφος, θεωρείται ως ένα από κύριους παράγοντες της παραγωγικής διαδικασίας. Η μελέτη της αγοράς που σχετίζεται με την γη και ευρύτερα με τα ακίνητα (Real Estate) αποτελεί ένα από τα κύρια ερευνητικά πεδία της Οικονομικής Επιστήμης, καθώς οι επιπτώσεις της εν λόγω αγοράς, αφορά όχι μόνο εξειδικευμένους οικονομικούς Φορείς αλλά και την ευρύτερη Οικονομία. Ο ρυθμός κατασκευής κτιρίων, είτε Δημόσιων είτε Ιδιωτικών, υποδεικνύει μια σειρά από στοιχεία για το ετήσιο Εθνικό Προϊόν των περισσότερων χωρών.

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 & Ronolis, 2014).

Με τον όρο ακίνητο εννοούμε το πραγματικό ακόμη και το ιδεατό τμήμα του χώρου το οποίο συνιστά ένα αυτοτελές ή εξ' αδιαιρέτου ιδιοκτησιακό δικαίωμα. Σύμφωνα με τον Αστικό Κώδικα, ακίνητα πράγματα είναι το έδαφος καθώς και τα συστατικά του μέρη ή τα παραρτήματά του (Άρθρο 948, Αστικού Κώδικα, Εμπράγματο Δίκαιο).

Το ακίνητο περιέχει όλους τους συντελεστές της παραγωγής, δηλαδή το έδαφος (γη), την εργασία, το κεφάλαιο και την επιχειρηματικότητα (Κιόχος, 2010)

Συνεπώς διαμορφώνεται η παρακάτω σχέση:

$$\text{Ακίνητο} = \text{Έδαφος} + \text{Εργασία} + \text{Κεφάλαιο} + \text{Επιχειρηματικότητα}$$

Αξία ακινήτου ορίζεται η αξία του συνόλου που περιλαμβάνει την αξία της γης και την αξία των κτισμάτων αλλά και των υποδομών (βελτιώσεων). Σε πολλές περιπτώσεις μπορεί να συνυπολογίζεται στο ανωτέρω και η αξία ειδικού εξοπλισμού που είναι συνδεδεμένη η χρήση του με το ακίνητο.

Η αξία των ακινήτων εξαρτάται από τέσσερις οικονομικούς παράγοντες (Ζεντέλης, 2015):

- 1) Χρησιμότητα του ακινήτου στις προκύπτουσες ανάγκες των χρηστών και της περιοχής βάσει των γεωμετρικών του χαρακτηριστικών, του σχεδιασμού του κτιρίου, στις συνεχώς μεταβαλλόμενες οικονομικές συγκυρίες.
- 2) Σπανιότητα του ακινήτου που κυρίως εξαρτάται από την σχέση προσφοράς ζήτησης
- 3) Επιθυμία για κάλυψη αναγκών αντικειμενικών ή και υποκειμενικών
- 4) Η αγοραστική δύναμη (effective purchasing power)

Η Αξία του Ακινήτου ωστόσο προκύπτει αθροιστικά από τις υπηρεσίες των δημιουργών και της προσόδου, ισχύει δηλαδή η σχέση:

$$\text{Αξία Ακινήτου} = \text{Αξία Γης} + \text{Αμοιβή Εργασίας} + \text{Αξία Κεφαλαίου} + \text{Αμοιβή Επιχειρηματία}$$

Βάσει του κλασσικού μοντέλου Αξία ακινήτου είναι η αναμενόμενη συνολικά καθαρή πρόσοδος εκφρασμένη σε ποσοστό ετήσιου ρυθμού απόσβεσης της επένδυσης, δηλαδή ισχύει η σχέση:

$$\text{Αξία ακινήτου} = \frac{\text{Συνολικά καθαρά κέρδη}}{\text{Επιτόκιο κεφαλαιοποίησης}}$$

Η πρόβλεψη των οικονομικών κύκλων, ιδίως στην περίπτωση των ακινήτων, είναι πολύ περίπλοκη διαδικασία καθώς τα δεδομένα και τα στοιχεία της αγοράς ακινήτων δεν είναι πάντα διαφανή και πλήρως τεκμηριωμένα καθώς επίσης οι επιδιώξεις των επενδυτών δεν μπορούν πάντα να καταγραφούν (Mueller, 2002).

Χαρακτηριστικά Ακινήτου και επίδραση στην αξία του

Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός ακινήτου, τα οποία επηρεάζουν την αξία του μπορούν συνοπτικά είναι τα εξής:

- Θέση ακινήτου, ο οποίος είναι ίσως ο πιο ανελαστικός και κρίσιμος παράγοντας.
- Τα φυσικά χαρακτηριστικά, τα οποία αναλύονται στην μορφολογία του εδάφους, στα τοπογραφικά στοιχεία και ειδικότερα το μέγεθος της κλίσης. Επίσης η

σύσταση του υπεδάφους, η ύπαρξη ή μη υπογείων υδάτων και οι φυσικές ή μηχανικές ιδιότητές του.

- Τα γεωμετρικά χαρακτηριστικά, τα οποία μπορούν κυρίως να αναλυθούν στην έκταση της επιφάνειας, το σχήμα, ήτοι μήκος πρόσοψης, λόγος πλάτους και βάθους.
- Στις Πολεοδομικές διατάξεις που διέπουν το ακίνητο (όροι δόμησης, χρήσεις γης κλπ).
- Στα ειδικότερα χαρακτηριστικά παραδείγματος χάριν θέα, μοναδικότητα, ιστορικότητα.
- Ιδιοκτησιακό καθεστώς (περιπτώσεις πολλών ιδιοκτητών) και μορφή ιδιοκτησίας (οριζόντια, κάθετη).

Υπόδειγμα DiPasquale και Wheaton

Στην διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν αρκετά υποδείγματα μοντέλων που αφορούν την αγορά ακινήτων. Το πιο διαδεδομένο, το οποίο διδάσκεται ευρέως στις Πανεπιστημιακές Σχολές Αστικής Οικονομικής και Αγοράς Ακινήτων είναι αυτό του DiPasquale and Wheaton (Geltner et al. 2007). Το διάγραμμα συγκεράζει τέσσερα διαγράμματα σε ένα («cross»-type diagram, Lambiri & Rovolis, 2014), δίνοντας έτσι την δυνατότητα ταυτόχρονης μελέτης του τρόπου επίδρασης συγκεκριμένων παραγόντων. Υπάρχει το τεταρτημόριο το οποίο επηρεάζεται αρχικά, κατόπιν «μεταφέρονται» οι επιπτώσεις στα άλλα τεταρτημόρια και έτσι προκύπτει μια νέα μακροχρόνια ισορροπία. Η σύγκριση διαφορετικών μακροχρόνιων λύσεων (ισορροπία αγοράς) σε ένα μοντέλο ονομάζεται "συγκριτική στατική" ανάλυση (DiPasquale & Wheaton, 1996).

Το διάγραμμα αποτελούμενο από τέσσερα τεταρτημόρια, χρησιμοποιείται για να δείξει τις διακυμάνσεις και τη μακροχρόνια ισορροπία στις αγορές ακινήτων αλλά και την παραδοσιακή έννοια της κυκλικής δραστηριότητας στην Αγορά Ακινήτων (Διάγραμμα 4). Ουσιαστικά λοιπόν κάθε τεταρτημόριο αναπαριστά μια αγορά, η οποία είναι συμπληρωματική και εξαρτώμενη της άλλης. Η διαδικασία αυτή συνεχίζεται μέχρι να επέλθει ισορροπία σε όλες τις αγορές.

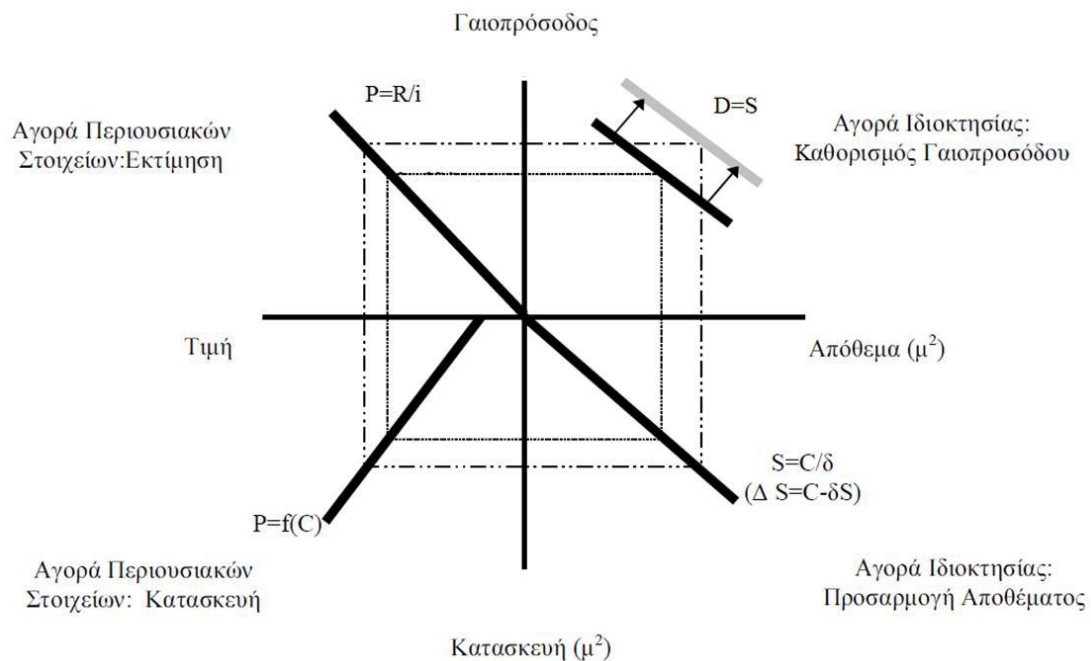
Μπορεί να γίνει κατανοητό το φαινόμενο ως εξής: ένας κύκλος μπορεί να προκληθεί από τις διαφορές μεταξύ των βραχυχρόνιων και των μακροχρόνιων διακυμάνσεων του σημείου ισορροπίας, ελλείπει της τέλει μελλοντικής πρόβλεψης από τους συμμετέχοντες στην αγορά. Προφανώς η μελέτη του κύκλου των εμπορικών και οικιστικών ακινήτων μπορεί να επιτευχθεί με την χρήση του διαγράμματος των DiPasquale και Wheaton. (Lambiri & Rovolis, 2014).

Στον κάθετο άξονα, το πάνω μέρος αναπαριστά την γαιοπρόσοδο (Rent). Ο οριζόντιος άξονας αριστερά την τιμή του ακινήτου ως περιουσιακό στοιχείο (Price), ενώ στο δεξιό τμήμα υπάρχει το απόθεμα του δομημένου χώρου (Stock). Τέλος ο κάθετος άξονας περιλαμβάνει και την κατασκευή νέων κτιρίων (Construction).

Στο διάγραμμα διακρίνονται τα αποτελέσματα / επιπτώσεις μέσω των ορθογώνιων περιγραμμάτων: το εσωτερικό είναι αυτό που αφορά την αρχική κατάσταση ισορροπίας ενώ το εξωτερικό τη νέα ισορροπία η οποία προκύπτει μετά από έντονη ζήτηση για χρήση δομημένου χώρου, προφανώς έπειτα από οικονομική ανάπτυξη (μεγέθυνση).

Η οικονομική ανάπτυξη, έχει ως άμεση επίπτωση τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις να διευρύνουν την κατανάλωση και τις δραστηριότητες. Συνακόλουθη επίπτωση είναι η ανάγκη των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων για ακόμη περισσότερο δομημένο χώρο. Συνεπώς η καμπύλη ζήτησης στον άξονα της γαιοπροσόδου και του αποθέματος (βορειοανατολικό τεταρτημόριο), μετατοπίζεται προς τα δεξιά. Αυτή η μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης (αύξηση), βρίσκει αρχικά την προσφορά δομημένου χώρου στα ίδια επίπεδα, αφού η προσφορά δεν έχει «προσαρμοστεί» με τα νέα δεδομένα. Υπάρχει χρονική υστέρηση που οφείλεται στον απαιτούμενο χρόνο υλοποίησης/ εκτέλεσης κατασκευής νέου δομημένου χώρου. Άμεση συνέπεια αυτής της υστέρησης και στην μη ταυτόχρονη αύξηση των δύο καμπυλών είναι η αύξηση της τιμής των ακινήτων (ως περιουσιακά στοιχεία) στο Βορειοδυτικό τεταρτημόριο. Επόμενη επίπτωση θα συντελεστεί στο Νοτιοδυτικό τεταρτημόριο με την αύξηση της κατασκευαστικής δραστηριότητας. Ταυτόχρονα στο Νοτιοανατολικό τεταρτημόριο αυξάνεται το διαθέσιμο απόθεμα δομημένου χώρου. Όμως πλέον η αύξηση στο απόθεμα του δομημένου χώρου, επηρεάζει την καμπύλη ζήτησης στον άξονα της γαιοπροσόδου και αποθέματος: η γαιοπρόσοδος η οποία είχε

σημειώσει αύξηση ένεκα του μειωμένου αποθέματος, πλέον μειώνεται. Αντίστοιχες επιπτώσεις θα συμβούν και στα υπόλοιπα τεταρτημόρια, μέχρι να επέλθει ισορροπία.

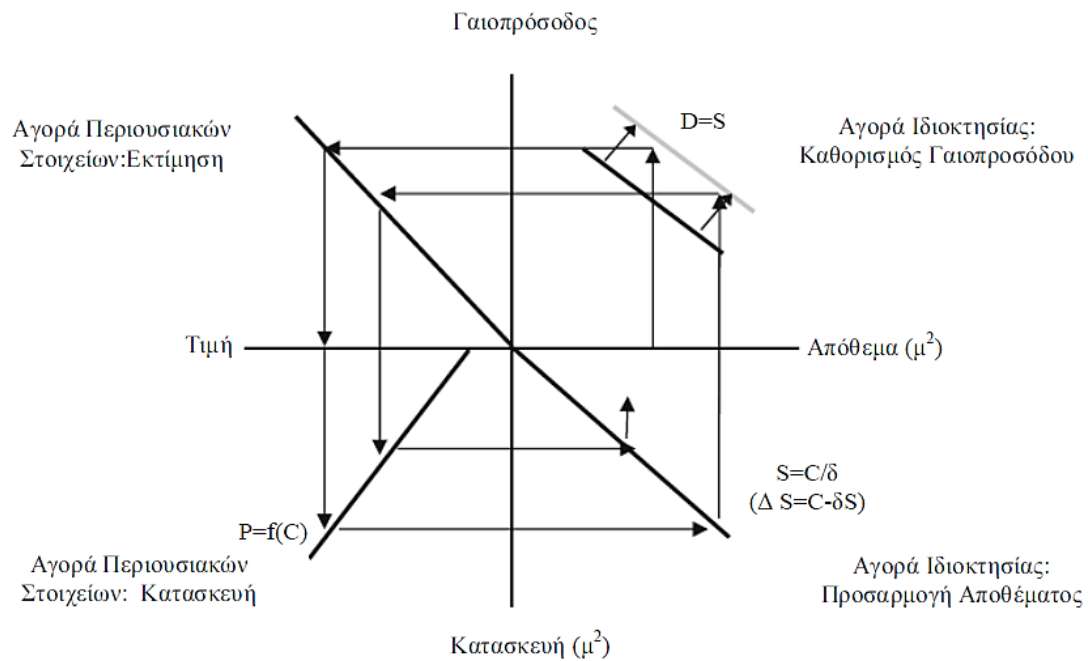


Διάγραμμα 4 Οι επιπτώσεις της οικονομικής μεγέθυνσης (Lambiri & Rovolis, 2014)

Η διαδικασία προσαρμογής της Αγοράς παρουσιάζεται αναλυτικά σε ένα ακόμη συγκεντρωτικό διάγραμμα («cross» type diagram) αντίστοιχο με το διάγραμμα που αναλύθηκε, αλλά πλέον καταδεικνύεται η σημασία της κλίσης κάθε καμπύλης (Διάγραμμα 5). Βάσει της κλίσης πλέον διαμορφώνονται και το σχήμα του εξωτερικού περιγράμματος.

Η ζήτηση για κατασκευή δομημένου χώρου καθώς μετατοπίζεται δεξιά, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι δεν υπάρχει χρόνος για ολοκλήρωση κατασκευών, οδηγεί σε αύξηση των μισθωμάτων.

Ως αποτέλεσμα υπάρχει αύξηση της τιμής των ακινήτων στο βορειοδυτικό τεταρτημόριο και αύξηση της κατασκευής ακινήτων στο νοτιοδυτικό τεταρτημόριο αλλά πλέον και αύξηση του αποθέματος ακινήτων στο Νοτιοανατολικό τεταρτημόριο. Αλυσιδωτό αποτέλεσμα θα προκύψει στο Βορειοανατολικό τεταρτημόριο, όπου θα υπάρξει μετατόπιση της καμπύλης, το οποίο τελικά θα οδηγήσει σε μείωση του ενοικίου ακινήτων. Η διαδικασία αυτή θα συνεχιστεί μέχρι να υπάρξει ισορροπία και στις τέσσερις αγορές.



Διάγραμμα 5 Η διαδικασία προσαρμογής μετά την αύξηση της ζήτησης (Lambiri & Rovolis, 2014)

Η πτώση της οικονομίας έχει τα αντίθετα αποτελέσματα από αυτά που περιεγράφηκαν πιο πάνω: αύξηση του αποθέματος με σχεδόν ταυτόχρονη μείωση της γαιοπρόσόδου, μείωση του ενδιαφέροντος σε επενδύσεις στα ακίνητα και προφανής μείωση της κατασκευαστικής δραστηριότητας.

Η οικονομική ανάπτυξη έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των μεταβλητών ισορροπίας της Αγοράς Ακινήτων, καθώς αντίστοιχα η οικονομική συρρίκνωση μείωση όλων των μεταβλητών.

Κεφάλαιο 2

Οι Σχολές σκέψης των Κλασικών και των Κεϋνσιανών Οικονομολόγων

Βασική θέση της Σχολής Κλασσικής Οικονομικής είναι ότι η οικονομία φθάνει γρήγορα στην μακροχρόνια ισορροπία λόγω της άμεσης προσαρμογής των τιμών, οι διαταραχές της συνολικής ζήτησης έχουν μόνο βραχυχρόνιες επιδράσεις στις πραγματικές μεταβλητές, όπως μπορείς να είναι τα προϊόντα ή τα ακίνητα. Οι διαταραχές στη συνολική προσφορά, είναι αλληλένδετη με τους οικονομικούς κύκλους. Η δε παρέμβαση του κράτους για την εξισορρόπηση ή την μείωση των όποιων διαταραχών θα πρέπει να είναι περιορισμένη και οι όποιες δαπάνες θα πρέπει να γίνονται στην βάση της σύγκρισης του κόστους με τα οφέλη. Οι μισθοί είναι εξωγενώς δεδομένοι, καθορίζονται βιολογικά, ιστορικά, κοινωνικά, ηθικά, πολιτικά.

Οι κύριοι εκπρόσωποι της κλασσικής σχολής είναι ο Adam Smith, καθηγητής Ηθικής Φιλοσοφίας στο πανεπιστήμιο της Γλασκόβης και αργότερα στο Εδιμβούργο, ο David Ricardo, χρηματιστής, ο Thomas Malthus, διάσημος για τη θεωρία «πληθυσμού».

Η Θεωρία του Τζων Μέυναρντ Κέϋνς (John Maynard Keynes) ή αλλιώς Γενική Θεωρία, αναπτύχθηκε με σκοπό να αποδεσμεύσει την οικονομία και την πολιτική από «υφεσιακές πολιτικές». Υποστηρίζει ότι η ύπαρξη τέλει ανταγωνισμού στην αγορά εργασίας δεν είναι εφικτή, εξαιτίας του κράτους και των εργατικών – εργοδοτικών ενώσεων. Η οικονομία χρειάζεται πολύ χρόνο για να φτάσει στην μακροχρόνια ισορροπία, συνεπώς οι διαταραχές στις τιμές της ζήτησης θα επηρεάσουν το προϊόν για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η Κεϋνσιανή Σχολή Σκέψης, μπορεί να ερμηνεύσει πολλά από τα χαρακτηριστικά του οικονομικού κύκλου:

1. Η διαταραχές στην συνολική ζήτηση θα προκαλέσουν διακυμάνσεις στην τιμή των προϊόντων
2. Αντίστοιχες με τις διακυμάνσεις του προϊόντος θα είναι και οι διακυμάνσεις στην απασχόληση
3. Οι διαταραχές στην προσφορά χρήματος είναι αλληλένδετες με την συνολική ζήτηση.

Βασική αρχή της Κεϋνσιανής Θεώρησης είναι η δυνατότητα εφαρμογής κατάλληλων πολιτικών από την πλευρά του κράτους, με τις οποίες μπορούν να μειωθούν οι ακραίες τιμές στις διακυμάνσεις του επιχειρηματικού κύκλου.

Νομισματική και Δημοσιονομική Πολιτική

Οι ενέργειες και οι πολιτικές που αναλαμβάνονται από το Κράτος ή από ένωση Κρατών, με στόχο τη μείωση της σοβαρότητας των υφέσεων ονομάζεται σταθεροποιητική πολιτική. Το κύριο αλλά και πιο σύνθετο είδος σταθεροποιητικής πολιτικής είναι η νομισματική πολιτική, δηλαδή αλλαγές στην ποσότητα του χρήματος ή στα επιτόκια. Το δεύτερο είδος σταθεροποιητικής πολιτικής είναι η δημοσιονομική πολιτική, δηλαδή αλλαγές στη φορολογική πολιτική ή στις κρατικές δαπάνες, ή και στα δύο.

Πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί η δέσμη μέτρων στήριξης δημοσιονομικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης το έτος 2020, λόγω της πανδημίας του κορωνοϊού (COVID-19)

Εμπειρικές διακρίσεις αναφορικά με τον Οικονομικό Κύκλο

Σύμφωνα με τους Jadedivicius & Huston (2013), υπάρχουν ενδείξεις για τέσσερις οικονομικούς κύκλους διαφορετικής περιοδικότητας: μικρός κύκλος, μεγάλος κύκλος, μακρά διακύμανση και μεγάλα κύματα.

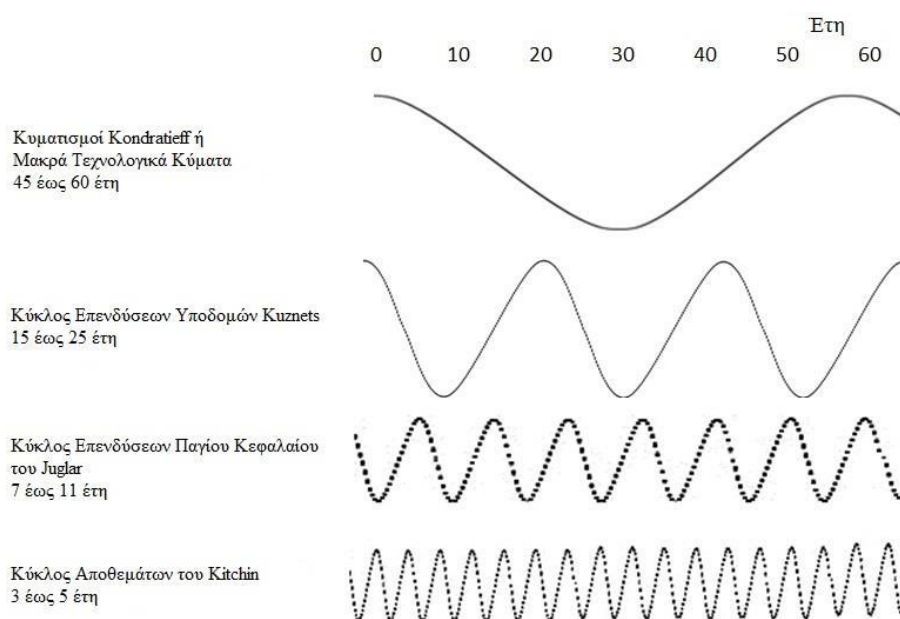
Οι Reiter & Woitek (1999) θεωρούν ότι οι οικονομικές διακυμάνσεις έχουν τα συστατικά που χαρακτηρίζουν τους οικονομικούς κύκλους, ενώ οι Zarnowitz (1992) και Dudukovic (2007) προσδιορίζουν τους επιχειρηματικούς κύκλους ως μια ακολουθία ακανόνιστων διακυμάνσεων χωρίς κυκλικότητα. Άλλωστε ο Dudukovic (2007), προσδιορίζει τους επιχειρηματικούς κύκλους ως μια ακανόνιστη διακύμανση που δεν παρουσιάζει καμία κυκλικότητα. Η έννοια της κυκλικότητας δεν υφίσταται, καθώς οι οικονομικές διακυμάνσεις δεν επαναλαμβάνονται σε τακτά διαστήματα. Σε

μια καμπύλη διακυμάνσεων, δηλαδή το οικονομικό μέγεθος σε σχέση με τον χρόνο, η απόσταση από την μια καμπύλη στην άλλη δεν είναι το ίδιο, οπότε αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει κανονικότητα.

Η τελευταίες και πιο πρόσφατες αναλύσεις σύγχρονων οικονομολόγων όπως αυτή του Su (1996) για τους τύπους των κύκλων καταλήγουν σε τέσσερις ομάδες:

1. Κύκλος αποθεμάτων του Kitchin. Πρόκειται για κύκλους με διάρκεια 3 έως 5 ετών και έχουν ως βάση τους τις αλλαγές στην επένδυση των αποθεμάτων
2. Ο κατά Juglar κύκλος επενδύσεων (Juglar cycle) με διάρκεια 7 έως 11 έτη, που έχουν ως βάση τους τις μεταβολές των επενδύσεων σε εξοπλισμό
3. Ο κατά Kuznets κύκλος επενδύσεων (Kuznets cycle) με διάρκεια 15 έως 25 έτη ο οποίος συναντάται στις επενδύσεις στις υποδομές: κατασκευές και επενδύσεις στις μεταφορές
4. Μακρά τεχνολογικά κύματα Kondratieff που έχουν διάρκεια 45 έως 60 έτη, που σχετίζονται με σημαντικές τεχνολογικές αλλαγές (Kondratieff “wave”).

Πλέον το ενδιαφέρον για αυτές τις διαφορετικές κατατάξεις κύκλων έχει μειωθεί με την ανάπτυξη των συγχρόνων μακροοικονομιών, μαζί με την θεώρηση των τακτικών περιοδικών κύκλων.



Διάγραμμα 6 Κατάταξη των βασικών Οικονομικών Κύκλων

Κύκλος Αποθεμάτων του Kitchin

Βάσει της μελέτης του Joseph Kitchin (1861-1932), για τα οικονομικά μεγέθη στις Ηνωμένες Πολιτείες και τη Μεγάλη Βρετανία, οι οικονομικοί κύκλοι υπολογίζονται κατά μέσον όρο στα 3,3 έτη. Κάνοντας συγκριτική οπτική εξέταση των χρονοσειρών, συσχετιζόμενες με τις τιμές βασικών προϊόντων, του εμπορίου, του εισοδήματος, των μισθών, των επιτοκίων, καθώς επίσης και των τιμών των τίτλων χρηματιστηρίου, κατέληξε ότι οι οικονομικές διακυμάνσεις προκαλούνται από τις προσαρμογές των αποθεμάτων (Kitchin, 1923). Ο Lloyd A. Metzler, μελέτησε την σημαντικότητα των κύκλων των αποθεμάτων και παρατήρησε ότι κάθε φορά που η ισορροπία της οικονομίας έχει διαταραχθεί λόγω των διακυμάνσεων στη ζήτηση, οι επενδυτές / επιχειρηματίες προσπαθούν αμέσως να προσαρμόσουν την παραγωγή προϊόντος με σκοπό να ανακτήσουν τις απώλειες των αποθεμάτων τους. Εφόσον όμως υφίσταται ένα χρονικό διάστημα προσαρμογής, αδυνατούν να προσαρμοσθούν στο νέο ασταθές περιβάλλον οικονομίας. Συνοπτικά λοιπόν είτε υπερβαίνουν είτε υπολείπονται του βέλτιστου ή αιτιολογημένου για τις οριακές συνθήκες, επιπέδου παραγωγής. Σύμφωνα με το Metzler (1941) η διαδικασία αυτή προσαρμογής ονομάζεται «καθαρός κύκλος των αποθεμάτων». Ο Metzler (1947) άλλωστε διακρίνει τέσσερις παράγοντες που διέπουν τη διάρκεια των κύκλων των αποθεμάτων:

- η διάρκεια της περιόδου παραγωγής
- η ροπή προς κατανάλωση
- η σχέση μεταξύ παραγωγών κι εμπόρων
- οι μελλοντικές προσδοκίες

Η εμπειρική μελέτη αυτή, της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών οδήγησε στο συμπέρασμα ότι η διάρκεια των παρατηρούμενων κύκλων είναι μεταξύ 36 και 42 μηνών, δηλαδή 3 ή 3,5 έτη, ουσιαστικά δηλαδή ταυτίστηκε με τον Kitchin.

Κύκλος Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου του Juglar

Ο Γάλλος στατιστικολόγος - οικονομολόγος Clément Juglar (1819-1905), το 1860 προσδιόρισε την ύπαρξη οικονομικών κύκλων μέσης διάρκειας και καθόρισε τον «επενδυτικό» («investment») κύκλο στα 7-11 χρόνια.

Σύμφωνα με τον Juglar, στη φάση της ανάκαμψης, η υπερβάλλουσα ζήτηση έναντι της προσφοράς είναι τόσο μεγάλη, ώστε δεν καλύπτεται από την πλήρη απασχόληση του παγίου κεφαλαίου. Αποτέλεσμα αυτού είναι η δημιουργία νέων περιουσιακών στοιχείων από το υπάρχον κεφαλαίου μέσω της αύξησης των επενδύσεων. Η επακόλουθη πτώση της ζήτησης, θα επηρεάσει την παραγωγή με κάποια χρονική υστέρηση.

Ο Juglar απέδειξε την ύπαρξη της κυκλικής συσχέτισης μεταξύ των μεγάλων δεικτών. Ο Schumpeter (1939) αλλά και ο Fukuda (2009), διαπίστωσαν ότι η εφαρμογή του κύκλου Juglar γίνεται σε επενδύσεις επιχειρήσεων σε εξοπλισμό και υλικά.

Κύκλος Επενδύσεων Υποδομών Kuznets

Ο Simon Kuznets (1901-1985), ο οποίος το 1971 τιμήθηκε με το βραβείο Νόμπελ Οικονομικών Επιστημών, θεωρεί ότι οι κύκλοι συνδέονται τόσο με την κατασκευαστική δραστηριότητα όσο και με τις επενδύσεις στις μεταφορές. Επίσης στην μελέτη του λαμβάνεται υπόψη και η επίδραση των δημογραφικών διεργασιών. Επί παραδείγματι οι χαμηλά αμειβόμενες θέσεις εργασίας καλύπτονται γρήγορα από οικονομικούς μετανάστες, και με αυτό τον τρόπο διευρύνονται οι εισοδηματικές διαφορές. Στην βιβλιογραφία, οι κύκλοι του Kuznets, απαντώνται και ως Δημογραφικοί κύκλοι.

Συνοπτικά λοιπόν ο Kuznets μελέτησε τους κύκλους στην παραγωγή και τους κύκλους στις τιμές και προσδιόρισε την περίοδο ενός κύκλου παραγωγής στα 22 έτη περίπου, ενώ για τις τιμές είναι περίπου 23 έτη.

Το 1954 ο Simon Kuznets στην ομιλία του στην αμερικανική ένωση οικονομολόγων διατύπωσε την άποψη ότι σε μία οικονομία που αναπτύσσεται, για ένα διάστημα η

ανισότητα αυξάνεται και αφού φτάσει ένα μέγιστο σημείο, έπειτα βαίνει μειούμενη, σχηματίζοντας έτσι διαγραμματικά μία καμπύλη σε σχήμα καμπάνας, παρόμοια με την καμπύλη Laffer (πηγή: Association of International & European Affairs, odeth.eu).

Μακρά τεχνολογικά κύματα Kondratieff

Ο Νικολαΐ Κοντράτιεφ (Nikolai Kondratieff, 1892-1938) ήταν Ρώσος οικονομολόγος, ανέπτυξε την θεωρία 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).

Ο Kondratieff διακρίνει 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

Με χρήση στατιστικής ανάλυσης βασικών οικονομικών δεικτών (επίπεδο τιμών χονδρικής πώλησης, επιτόκια, μισθούς, 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. Κατόπιν έκανε εφαρμογή της μεθόδου διπλής διάσπασης για τη μέτρηση των μακρών κυμάτων.

Επικριτής της θεωρίας του Kondratieff υπήρξε ο Gavry (1943) όπως και ο Maddison (1991) αφού θεωρεί ότι δεν μπορεί να αποδείξει την ύπαρξη μεγάλων κυμάτων σε άλλες οικονομικές δραστηριότητες πέρα από τις τιμές χονδρικής πώλησης.

Επιχειρηματικοί κύκλοι

Οι Οικονομολόγοι Arthur F. Burns και Wesley C. Mitchell, το 1946 έδωσαν τον πιο σαφή και διαδεδομένο ορισμό των επιχειρηματικών κύκλων: είναι ένας τύπος διακύμανσης που ανακαλύφθηκε στη συνολική οικονομική δραστηριότητα των εθνών που οργανώνουν την εργασία τους, κυρίως σε εμπορικές επιχειρήσεις. Ένας κύκλος αποτελείται από επεκτάσεις που συμβαίνουν περίπου την ίδια ώρα σε πολλές οικονομικές δραστηριότητες, και ακολουθούνται από παρόμοιες γενικές υφέσεις, και ανακάμψεις που συγχωνεύονται στη φάση της επέκτασης του επόμενου κύκλου.

Η διάρκεια των επιχειρηματικών κύκλων, κυμαίνεται από ένα έτος μέχρι δέκα ή δώδεκα έτη. Δεν διαιρούνται σε μικρότερους κύκλους με παρόμοια χαρακτηριστικά και έκταση που προσεγγίζει τη δική τους. Οι Burns & Mitchell (1946) θεωρούν ότι οι επιχειρηματικοί κύκλοι δεν είναι απλώς διακυμάνσεις στη συνολική οικονομική δραστηριότητα, αλλά το κύριο τους στοιχείο που τους διαχωρίζει από εμπορικές αυξομειώσεις που έλαβαν χώρα σε προηγούμενες χρονικά οικονομίες ή ακόμη και από τις πρόσφατες μικρότερης διάρκειας διακυμάνσεις, αφορά το γεγονός ότι οι διακυμάνσεις διαχέονται στην οικονομία, στη βιομηχανία της, στις εμπορικές συναλλαγές της και στην εμπλοκή των οικονομικών.

Αναφορά θα πρέπει να γίνει στο Εθνικό Γραφείο Οικονομικών Ερευνών (National Bureau of Economic Research, NBER) της Αμερικής, το οποίο οριοθετεί τις ημερομηνίες των μεγάλων διακυμάνσεων των οικονομικών κύκλων. Ο ορισμός της ύφεσης που δίνεται από το ανωτέρω Γραφείο (NBEP) είναι η σημαντική απόκλιση της οικονομικής δραστηριότητας διάρκειας μερικών μηνών και εκτεινόμενης σε όλη την οικονομία. Δεν χαρακτηρίζεται δηλαδή η ύφεση από τον συνήθη όρο των δυο συνεχόμενων τριμήνων πτώσης του.²

² <https://www.hellasfin.gr/news/ti-einai-yfesi-kai-poi-os-tin-orizei>

Οικονομικές Διακυμάνσεις και η συσχέτιση με την Αγορά Ακινήτων

Η αγορά ακινήτων, στρέφεται γύρω από μια σειρά δραστηριοτήτων κυκλικού χαρακτήρα (Tiwari, 2014). Αυτά μπορούν να εντοπιστούν στα εξής:

- ο κύκλος ενοικίασης ακινήτων (real estate rental cycle)
- ο κύκλος επενδύσεων (investment cycle)
- ο κύκλος κατασκευαστικού κλάδου (development cycle)

Το Royal Institution of Chartered Surveyors περιγράφει τον κύκλο των ακινήτων (real estate cycle) ως επαναλαμβανόμενοι, οι οποίοι 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).

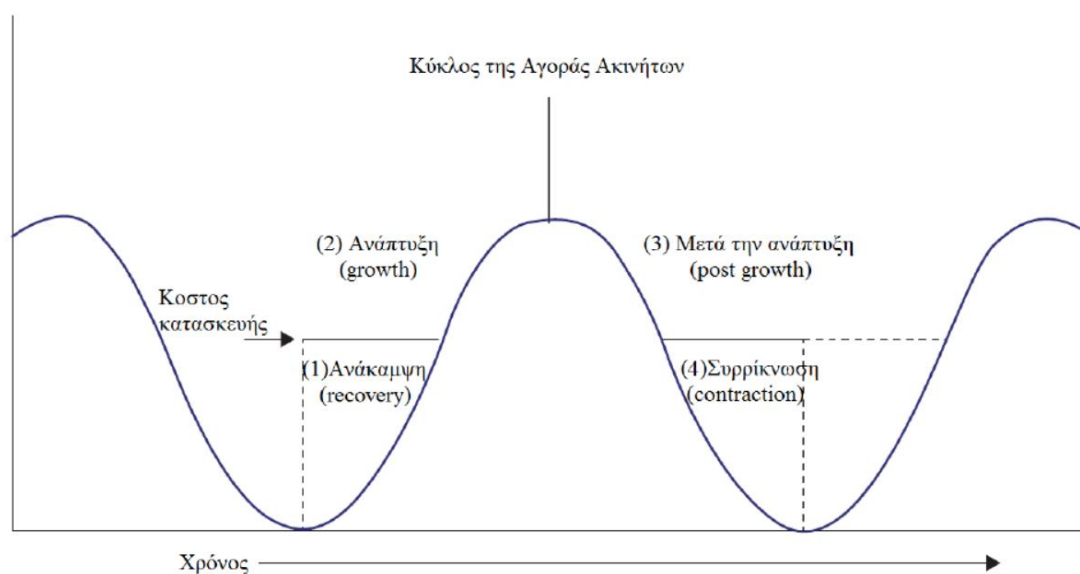
Κύκλοι στην Αγορά Χρήσης (κύκλοι ενοικίασης ακινήτων)

Οι παράγοντες που προκαλούν τους κύκλους στην αγορά χρήσης είναι τοπικοί και σχετίζονται με τη ζήτηση και την προσφορά για χρήση του χώρου. Σε ένα δεδομένο χρονικό σημείο, οι αγορές επηρεάζονται από διαφορετικές συνθήκες όσον αφορά την αύξηση και μείωση των ενοικίων. Η θέση της αγοράς ακινήτων, αναπαρίσταται με μια διαγραμματική παρουσίαση των αγορών με μια ενδεικτική θέση της αγοράς σε συγκεκριμένο χρονικό σημείο. Αυτός ο τρόπος προβολής της θέσης της αγοράς καλείται “property clock” βάσει Jones Lang LaSalle και “property cycle” (RREEF, 2006). Τα διαγράμματα αυτά δεν αναλύουν και δεν παρουσιάζουν ούτε την κορυφή (peak) και το πλάτος (amplitude) του κύκλου των ακινήτων, αλλά ούτε το επίπεδο αύξησης των τιμών ενοικίασης. Ωστόσο είναι χρήσιμα «εργαλεία»

για την παρουσίαση της πορείας, ανοδικής ή καθοδικής προς στην οποία αναμένεται να μετακινηθούν τα μελλοντικά ενοίκια (Tiwari & White, 2014).

Στο διάγραμμα που παρατίθεται παρακάτω, μπορεί να αποτυπωθεί ο κύκλος ενοικίασης για αγορά γραφείων. Κατά την φάση της ανάκαμψης τα ποσοστά κενών χώρων (vacancy rates) που είναι υψηλά αρχίζουν να μειώνονται ενώ την ίδια στιγμή παρατηρείται αύξηση στα ενοίκια των διαθέσιμων χώρων.

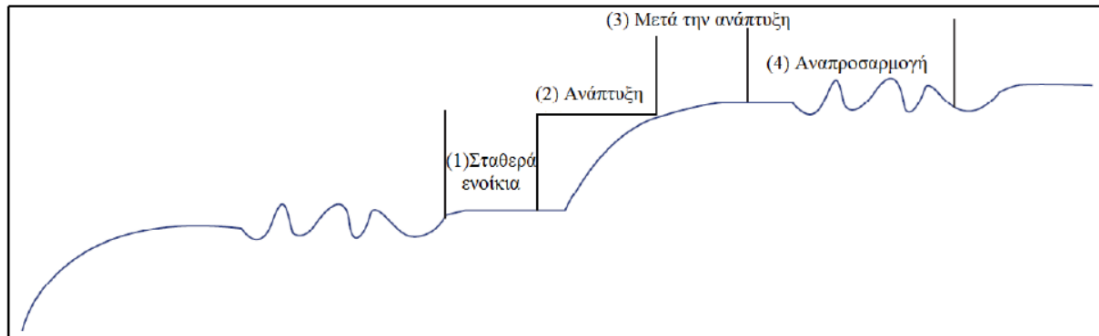
Τα χαμηλά ενοίκια και η μείωση του ποσοστού κενών χώρων παρατηρείται στην φάση ανάπτυξης, όπου σταδιακά τα ενοίκια παρουσιάζουν αύξηση και κατ' επέκταση υπάρχει ανοδική πορεία στον κατασκευαστικό τομέα. Μετά την ανάπτυξη ακολουθεί η φάση όπου υπάρχουν χαμηλά αλλά αυξανόμενα ποσοστά κενών χώρων και υψηλά μισθώματα. Στην φάση συρρίκνωσης εμφανίζονται υψηλά επίπεδα κενών χώρων, με αποτέλεσμα την μείωση των ενοικίων.



Διάγραμμα 7 Κύκλος ενοικίασης αγοράς γραφείων. Πηγή Jones Lang LaSalle, Tiwari & White, 2014

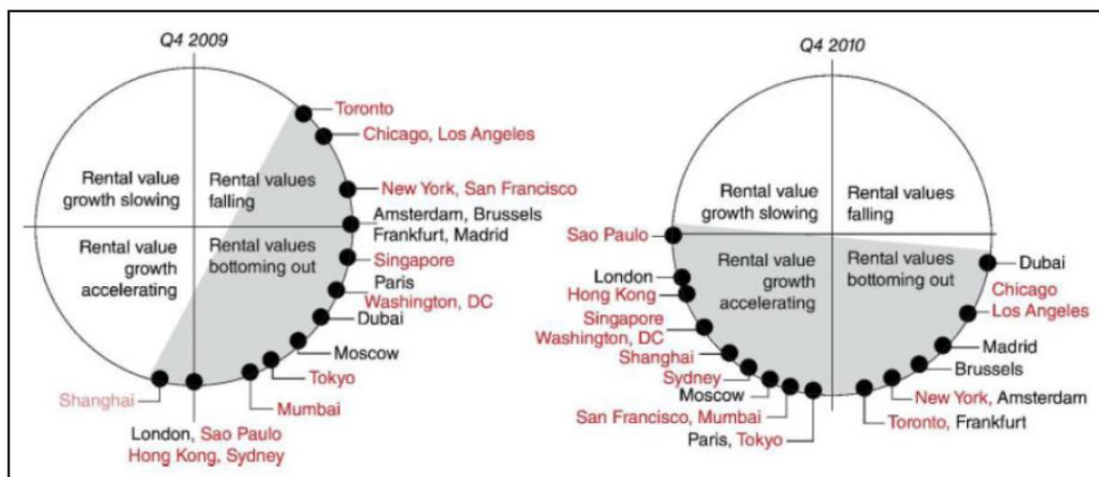
Με αντίστοιχο τρόπο επηρεάζεται η αγορά ακινήτων λιανικής πώλησης, η οποία έχει επίσης κύκλους, ωστόσο δεν είναι τόσο έντονα αποτελέσματα όσο οι κύκλοι στην αγορά γραφείων. Στο παρακάτω διάγραμμα παρατηρούνται στην πρώτη φάση, σταθερά ενοίκια και ανάκαμψη των καταναλωτικών δαπανών. Στη δεύτερη φάση, όπου υπάρχει η φάση της ανάπτυξης, τα ενοίκια αυξάνονται και υπάρχει έντονη καταναλωτική δαπάνη και ζήτηση λιανικής αγοράς. Στη τρίτη φάση τα ενοίκια πλέον σταθεροποιούνται ενώ ο ρυθμός της κατανάλωσης επιβραδύνεται. Στη

τέταρτη φάση της αναπροσαρμογής, τα ενοίκια είναι σταθερά ή αρχίζουν να μειώνονται, ενώ οι καταναλωτικές δαπάνες είναι αντίστοιχα αργές ή μειούμενες (Tiwari & White, 2014).



Διάγραμμα 8 Κύκλος ενοικίασης ακινήτων λιανικής πώλησης στην Ευρώπη. Πηγή: RREEF,

Στον κύκλο της αγοράς γραφείων, η θέση των μεγάλων αγορών ακινήτων παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα, όπου τα δύο ρολόγια αναπαριστούν τις αξίες μίσθωσης κατά την διάρκεια του κύκλου ενοικίασης από το τέταρτο τρίμηνο του 2009 έως το τέταρτο τρίμηνο του 2010.

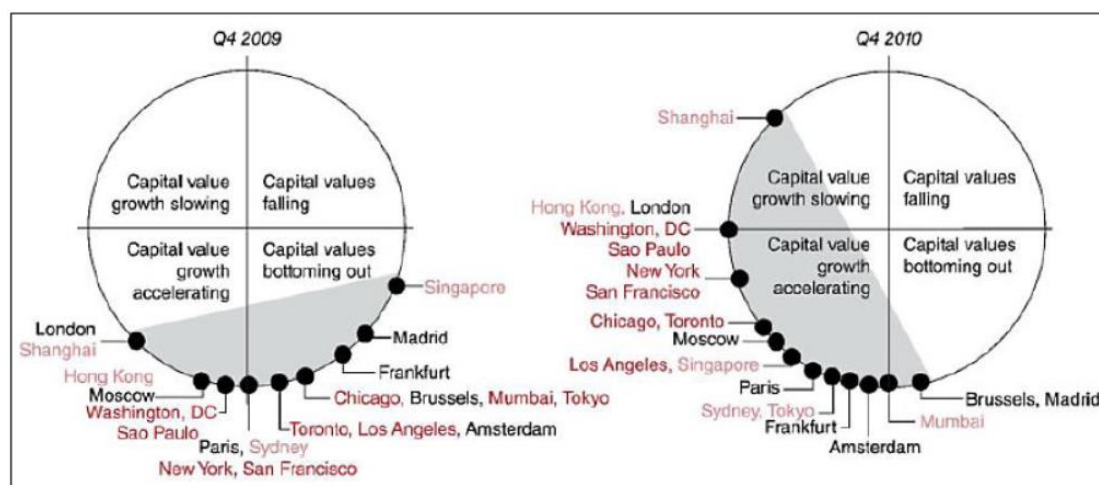


Διάγραμμα 9 «Ρολόι» ενοικίασης γραφειακών χώρων (Office rental clock). Πηγή Jones Lang LaSalle, Tiwari & White, 2014

Κύκλοι στην Επενδυτική Αγορά (κύκλοι επενδύσεων)

Κύκλοι, λαμβάνουν χώρα και στις αξίες κεφαλαίου, καθώς τόσο τα ενοίκια όσο και οι αποδόσεις αυτών επηρεάζονται άμεσα από την αγορά των ακινήτων. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται ένα «ρολόι» κεφαλαιακής αξίας γραφειακών

χώρων στο τέλος του τέταρτου τριμήνου του 2009 και του τέταρτου τριμήνου του 2010.



Διάγραμμα 10 Ρολόι κεφαλαιακής αξίας γραφειακών χώρων (Office capital value clock). Πηγή Jones Lang LaSalle, Tiwari & White, 2014

Κύκλοι στην Αγορά Κατασκευαστικού κλάδου

Ο κατασκευαστικός κλάδος είναι προφανώς τομέας κυκλικής φύσης. Ο λόγος για νέες κατασκευές είναι ουσιαστικά η ζήτηση από την αγορά, η οποία ξεπερνά την προσφορά διαθέσιμων ακινήτων σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Η κατασκευαστική δραστηριότητα λαμβάνει χώρα όταν οι κεφαλαιακές αξίες είναι μεγαλύτερες από το κόστος ανάπτυξης (development cost). Βεβαίως δεν είναι δεδομένο το κόστος κατασκευής ενός Τεχνικού Έργου, καθώς δεν μπορεί να κοστολογηθεί επακριβώς, αλλά ούτε να εκτιμηθούν οι τιμές κεφαλαίου. Συνάμα η απόδοση της επένδυσης γίνεται με χρονική υστέρηση (lag) δηλαδή τον χρόνο αποπεράτωσης ώστε να διατεθεί στην Αγορά.

Το ύψος ενοικίου και αποδόσεων έχουν κυκλική συμπεριφορά, όπου οι υστερήσεις και οι προπορεύσεις των κύκλων (leads and lags) σε συνδυασμό με τους εξωγενείς και ενδογενείς παράγοντες είναι δύσκολο να σταθμιστούν και να γίνουν ασφαλείς εκτιμήσεις επί των τιμών της μελλοντικής αγοραίας τους αξίας. Αποτέλεσμα αυτού είναι να δημιουργείται μια Αγορά όπου οι επιδιώξεις / προσδοκίες των επενδυτών να στηρίζονται πολλές φορές σε παρωχημένες και αυξημένες τιμές, οι οποίες δεν επιβεβαιώνονται στην πράξη.

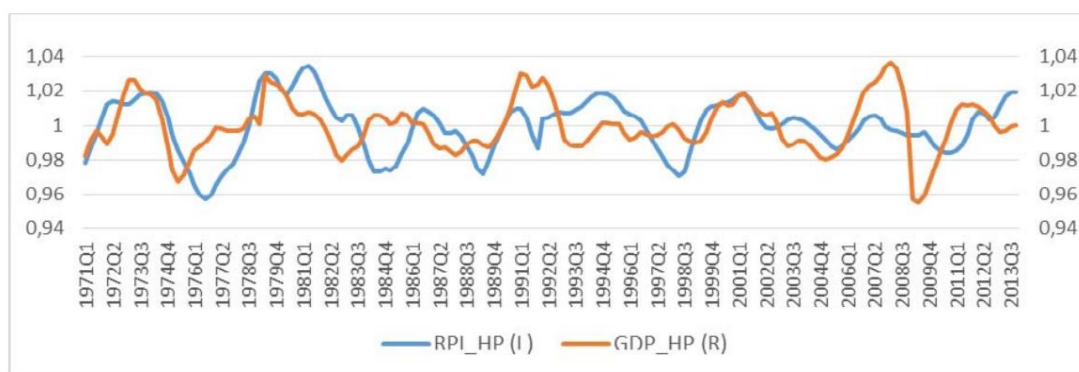
Σε περίπτωση όπου υπάρχει σημαντική απόκλιση από τις εγγενείς τιμές, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε εξασθενημένους κύκλους και πολύ υψηλή μεταβλητότητα («φούσκες» ή κύκλοι ανόδου-καθόδου) (Tiwari & White, 2014).

Κεφάλαιο 3

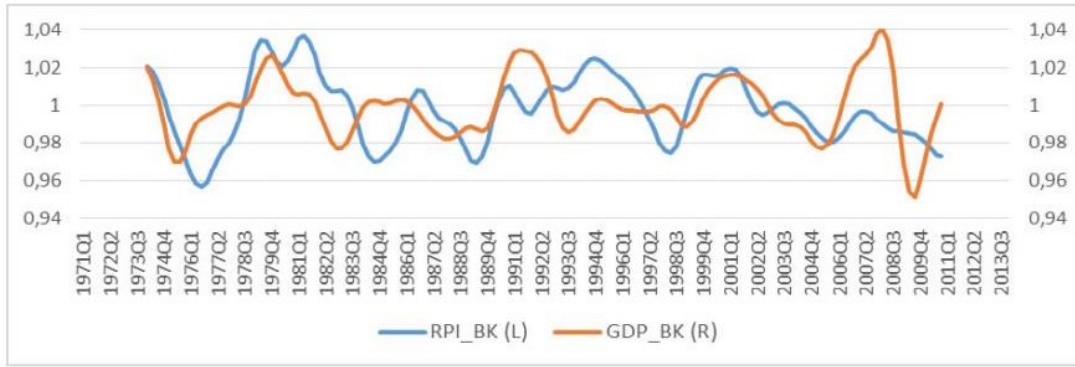
Συσχέτιση Επιχειρηματικού Οικονομικού Κύκλου και Κύκλου Αγοράς Ακινήτων Κατοικίας

Η συσχέτιση του Επιχειρηματικού Οικονομικού Κύκλου με τον Κύκλο Αγοράς ακινήτων κατοικίας παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς η Αγορά των ακινήτων κατοικίας παίζει ηγετικό ρόλο στην συνολική Εθνική Οικονομία των σύγχρονων κρατών. Στηριζόμενοι στην μελέτη που έχει γίνει για την Γερμανία, την Γαλλία, την Βρετανία, την Ιρλανδία και την Πολωνία από τον Żelazowski (2017) θα παρουσιαστούν τα διαγράμματα συσχέτισης. Η μελέτη αφορά το χρονικό διάστημα από το 3ο τρίμηνο του 2005 έως το 3ο τρίμηνο του 2015 για την Πολωνία ενώ για τις υπόλοιπες χώρες αφορά το 1ο τρίμηνο του έτους 1971 μέχρι το 4ο τρίμηνο του 2013. Δεν συμπεριλαμβάνεται η κρίση που έλαβε χώρα στην Ευρώπη μετά το 2008, ωστόσο το εύρος της μελέτης είναι μεγάλο και δίνει αξιόπιστα αποτελέσματα.

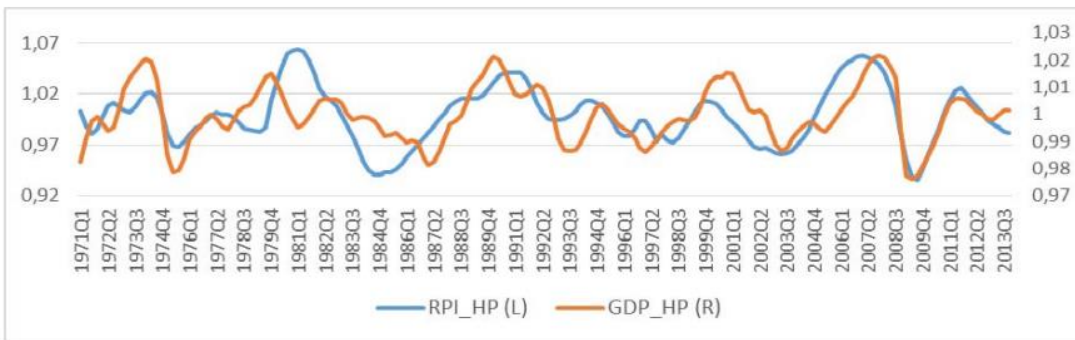
Η μελέτη επιλύθηκε με την χρήση φίλτρου Hodrick-Prescott (HP) και φίλτρου συχνότητας Baxter-King (BK). Η μελέτη που αφορά την Πολωνική Οικονομία, λόγω μικρότερου χρονικού εύρους επιλύθηκε με την χρήση του φίλτρου Hodrick-Prescott.



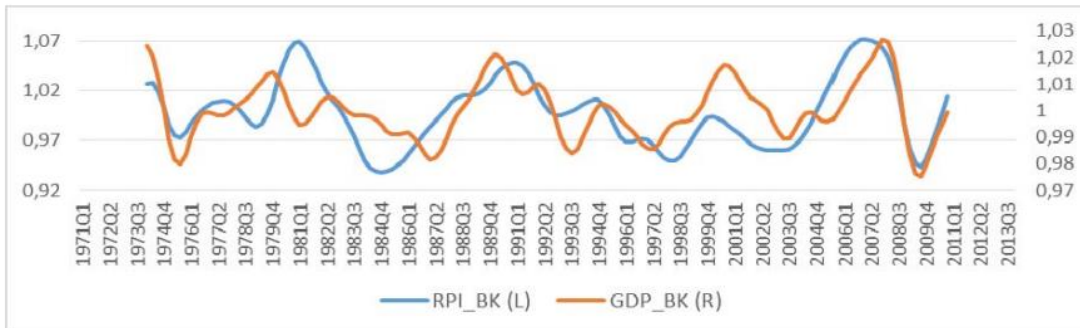
Διάγραμμα 11 Οικονομία Γερμανίας με την χρήση φίλτρου Hodrick-Prescott (HP)



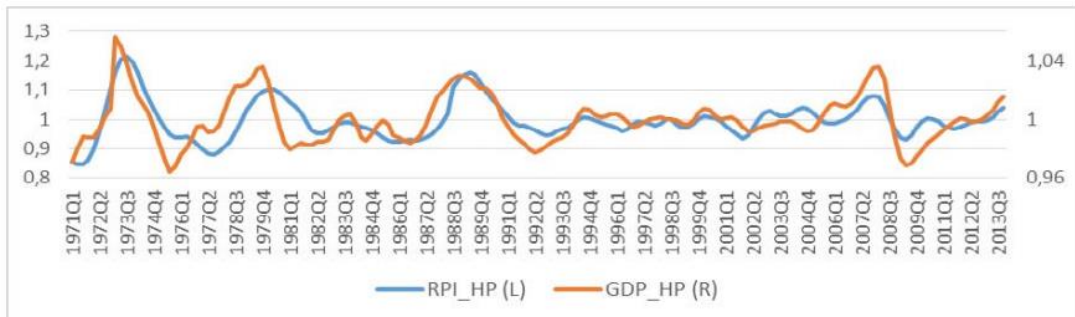
Διάγραμμα 12 Οικονομία Γερμανίας με την χρήση φίλτρου Baxter-King (BK)



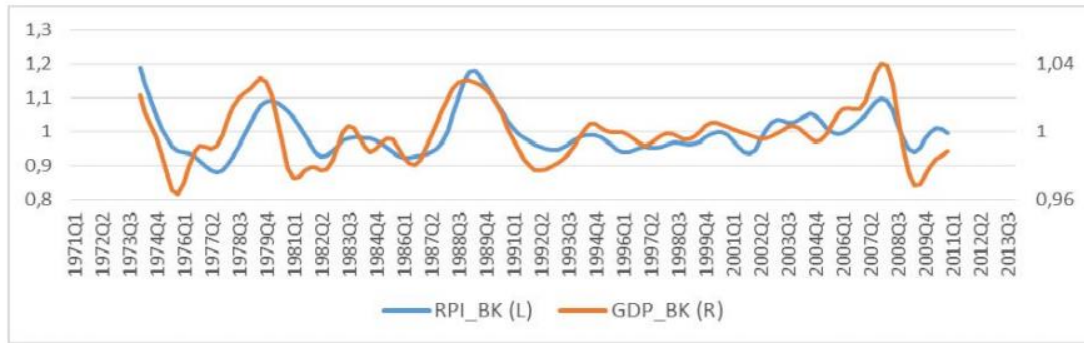
Διάγραμμα 13 Οικονομία Γαλλίας με χρήση φίλτρου Hodrick-Prescott (HP)



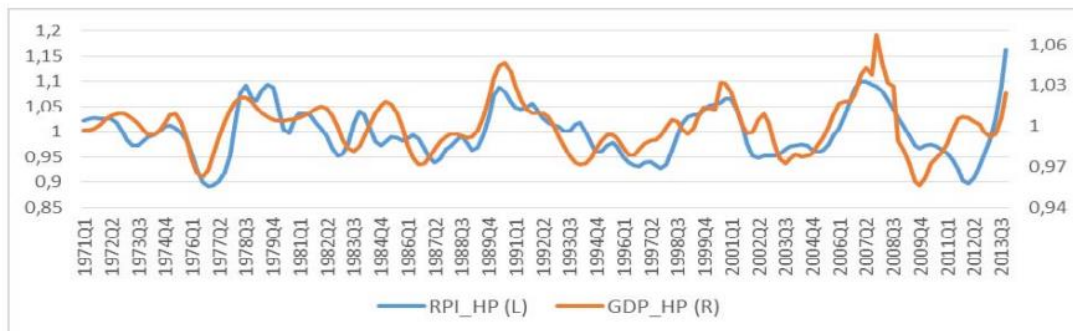
Διάγραμμα 14 Οικονομία Γαλλίας με χρήση φίλτρου Baxter-King (BK)



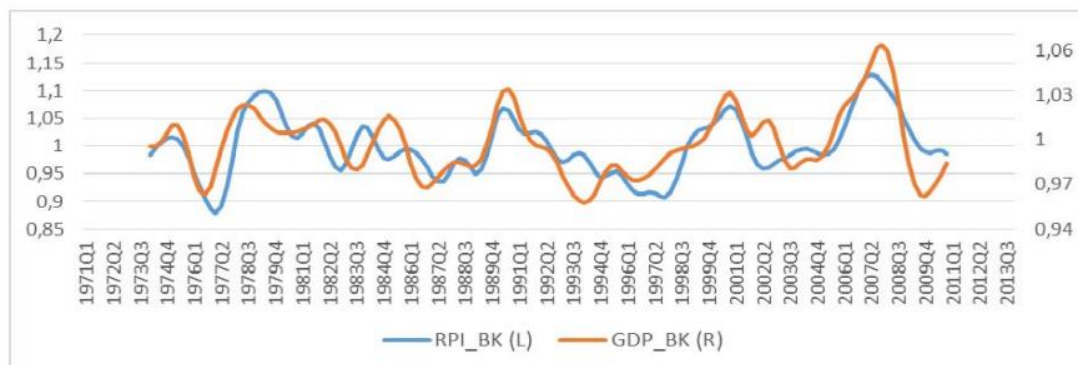
Διάγραμμα 15 Οικονομία Μεγάλης Βρετανίας με την χρήση φίλτρου Hodrick-Prescott (HP)



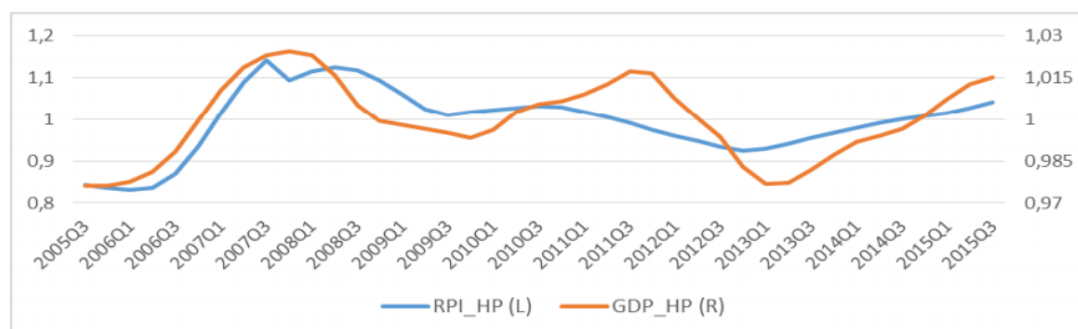
Διάγραμμα 16 Οικονομία Μεγάλης Βρετανίας με την χρήση φίλτρου Baxter-King (BK)



Διάγραμμα 17 Οικονομία Ιρλανδίας με χρήση φίλτρου Hodrick-Prescott (HP)



Διάγραμμα 18 Οικονομία Ιρλανδίας με χρήση φίλτρου Baxter-King (BK)



Διάγραμμα 19 Οικονομία Πολωνίας

Όπως διαπιστώνεται και στην ανάλυση των αποτελεσμάτων από τον Żelazowski (2017), οι συντελεστές διασύνδεσης υπερβαίνουν το επίπεδο του 0,6, με εξαίρεση τη Γερμανική οικονομία.

Οι απομονωμένοι κύκλοι συσχετίστηκαν περισσότερο στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου και στην Ιρλανδία. Στις περισσότερες περιπτώσεις, ο κύκλος της αγοράς κατοικίας είχε ταυτόχρονη απόκριση, είτε είχε σχετική καθυστέρηση ενός τετάρτου στον επιχειρηματικό κύκλο. Τουλάχιστον στο 60% του χρόνου ανάλυσης, οι κύκλοι επιχειρήσεων και οι κύκλοι της αγοράς κατοικιών παρέμειναν στην ίδια φάση του κύκλου, δηλαδή ήταν είτε σε άνοδο είτε σε πτώση.

Οι υψηλότεροι δείκτες αντιστοιχίας καταγράφηκαν για την Πολωνία (78%) και για το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου στην επίλυση του φίλτρου Hodrick-Prescott ήταν 76,7% και 75% για την επίλυση με την χρήση φίλτρου Baxter-King.

Όπως προκύπτει υπάρχει ομοιότητα στην μορφή της καμπύλης των κύκλων της αγοράς κατοικιών και των επιχειρηματικών κύκλων στις εξεταζόμενες Εθνικές Οικονομίες. Η ομοιότητα αυτή στο σχήμα καμπύλης καταδεικνύει την εξάρτηση των δύο οικονομικών μεγεθών μεν, ωστόσο δεν υπάρχει ταύτιση και άμεση απόκριση της αγοράς των ακινήτων στην ευρύτερη οικονομία, και όπως σημειώνει ο Żelazowski (2017) η αγορά κατοικιών επηρεάζεται όχι μόνο από μακροοικονομικούς παράγοντες αλλά και από "ειδικές δυνάμεις στον τομέα των ακινήτων". Στην μελέτη δεν μπορούν να αναλυθεί η επιρροή της ποσοτικής και ποιοτικής δομής του αποθέματος κατοικιών, το σύστημα χρηματοδότησης, η θεσμική λειτουργία αλλά και πολιτιστικοί παράγοντες.

Κεφάλαιο 4

Έρευνα πρόσφατου Οικονομικού Κύκλου

Η πολυεθνική εταιρεία με δραστηριοποίηση σε 32 χώρες στην Αγορά Ακινήτων BNP Paribas Real Estate, σε συνδυασμό με την Ipsos MORI, εκπόνησαν έρευνα σχετικά με το μέλλον της αγοράς ακινήτων από την σκοπιά των οικονομικών κύκλων. Η μελέτη έγινε σε χρονική περίοδο όπου δύο γεγονότα μπορούν να θεωρηθούν ιστορικά: από την μία η απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου να απενταχθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση αλλά και από την εκλογή του Ντόναλντ Τράμπ ως προέδρου των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Για την έρευνα χρησιμοποιήθηκαν ερωτηματολόγια σε επαγγελματίες του ευρύτερου χώρου Αγοράς Ακινήτων.

Η έρευνα στηρίχθηκε στα στοιχεία από τον Οργανισμό IPD (Property Index & Sub Indices) για την περίοδο από το 2007 μέχρι το 2010.

	August 2007	November 2008	November 2009	November 2010	Actual
2005					12.7
2006					12.6
2007	3.2				(7.3)
2008	-0.4	-21.8			(25.9)
2009	-0.3	-11.5	-9.7		(3.3)
2010		-0.8	2.4	6.4	8.3
2011			2.2	-1.5	2.1
2012				2.3	(2.1)

Source: BNP Paribas/IPF Consensus Forecasts

Πίνακας 1 Consensus Forecasts vs actual outturn

Τον Αύγουστο του 2007, η πρόβλεψη οικονομικής μεγέθυνσης για το 2008 ήταν -0,3% ενώ στην πραγματικότητα ήταν η μείωση που σημειώθηκε στην αγορά έφτασε το -25,9%. Προφανώς πρόκειται για μια εκτίμηση, η οποία θα πρέπει να διερευνηθεί η απόκλιση της, καθώς είχε ήδη λάβει χώρα η μεγάλη κρίση στην Αγορά των ακινήτων της Αμερικής και κατ' επέκταση στο Τραπεζικό Σύστημα (κρίση η οποία εντοπίζεται αρχικά γύρω από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα Lehman Brothers).

Τον Νοέμβριο του 2008, η πρόβλεψη για το έτος 2009 ήταν μείωση κατά 11,5% ωστόσο δεν επιβεβαιώθηκε, αφού η μείωση έκλεισε με ποσοστό μείωσης

3,3%. Εύρημα είναι και η διαφορά στην ακρίβεια μεταξύ της πρόβλεψης ενοικίων και αξιών κεφαλαίου.

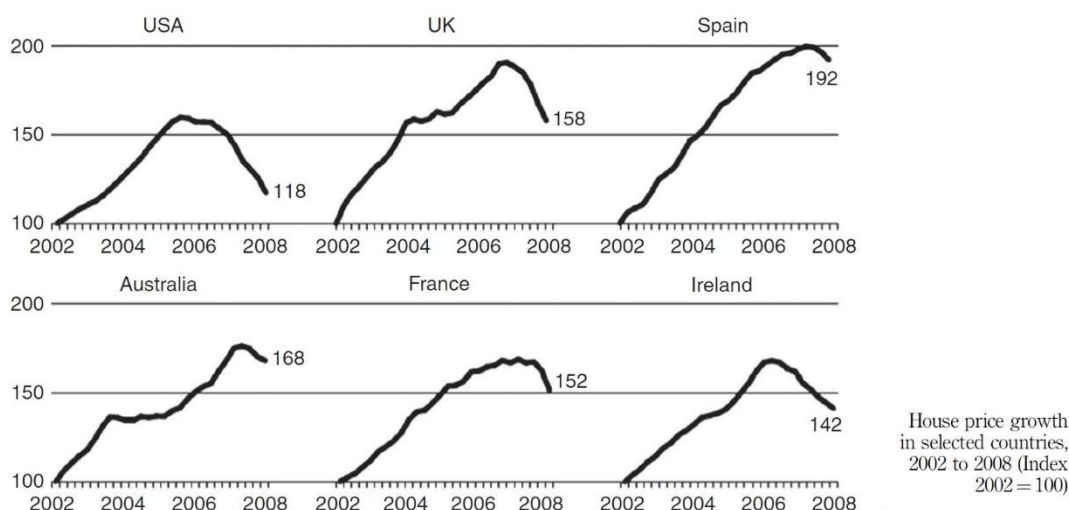
Η έρευνα πλαισιώνεται με τον ακόλουθο Πίνακα 2, που δείχνει ότι η απόδοση εισοδήματος είναι ο κυρίαρχος μοχλός των μακροπρόθεσμων επιδόσεων, με αύξηση κεφαλαίου που μεταδίδει την αστάθεια της αγοράς σε συνολικές αποδόσεις, με έσοδα που έχουν πολύ χαμηλότερη μεταβλητότητα από την αύξηση κεφαλαίου όπως αναμενόταν.

	Total return % pa	Capital growth % pa	Income return % pa
All property 1981-2016 (standing investments only)	9.2	2.8	6.3
SD 1981-2016	9.5	9.1	1.0

Source: BNP Paribas/Ipsos MORI Cycology/MSCI

Πίνακας 2 Annual Property index – all property 1981-2016 (standing investments only)

Στο ακόλουθο σχήμα φαίνεται συνοπτικά η επίδραση της πρωτοφανούς κρίσης της αγοράς της Αμερικής σε άλλες χώρες: Μεγάλη Βρετανία, Ισπανία, Αυστραλία, Γαλλία και Ιρλανδία.



Διάγραμμα 20 House price growth in selected countries, 2002 to 2008

Τα ερωτηματολόγια κατέληξαν στα εξής συμπεράσματα, τα οποία παρατίθενται:

- Οι επαγγελματίες επενδυτές είναι πλέον περισσότερο εξελιγμένοι, άρα η διαχείριση κινδύνων είναι τώρα καλύτερη (από ό, τι στον προηγούμενο κύκλο) και η στρατηγική ανάλυση είναι καλύτερη. Ο τρόπος λειτουργίας και η κατανομή των κεφαλαίων των επιχειρήσεων έχει βελτιωθεί.
- Οι εμπλεκόμενοι έχουν συνειδητοποιήσει ότι πρέπει να γίνονται περισσότερα μοντέλα σεναρίων – τι θα άλλαζε στο στις αν είχε καταγραφεί 40 ή 50% πτώση στις τιμές. Πλέον οι εμπλεκόμενοι έχουν γίνει πολύ περισσότερο συντηρητικοί.

Το πιο σημαντικό μέρος της έρευνας της BNP Paribas Real Estate, εστιάζεται στο αν ο εξεταζόμενος κύκλος θα είναι διαφορετικός από τους προηγούμενους. Η γενική θεώρηση είναι πως πράγματι, θα είναι διαφορετικός, λαμβάνοντας βεβαίως υπόψη το γεγονός ότι όλοι οι κύκλοι οριοθετούνται και επηρεάζονται από μια σειρά από διαφορετικούς παράγοντες. Το κύριο χαρακτηριστικό θα είναι οι γρήγορα κινούμενες επιρροές με άνευ προηγουμένου συνέπειες για τη ζήτηση ακινήτων. Αυτή η παραδοχή, ουσιαστικά αποδυναμώνονται τα «εργαλεία» ερμηνείας των κύκλων που γίνονται με «παραδοσιακές» τεχνικές πρόβλεψης, σε ένα οικονομικό γίγνεσθαι το οποίο είναι συνεχώς μεταβαλλόμενο.

Οι κύριες αναφορές από την Έκθεση «BNP Paribas Real Estate / Ipsos MORI Cycology» παρατίθενται στην συνέχεια:

- Οι κύκλοι γίνονται διαφορετικοί και ένας από τους λόγους είναι η σπουδαιότητα των παγκόσμιων κεφαλαιακών ροών. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι το παρελθόν ίσως δεν είναι καλός «προφήτης» (predictor) για το μέλλον.
- Το μεγαλύτερο πρόβλημα δεν είναι νέο, είναι η συνεχιζόμενη κλιμάκωση του χρέους από όλες τις δυτικές χώρες. Δεν βρισκόμαστε σε έναν παγκόσμιο κόσμο λιτότητας, αλλά βγαίνουμε από 40 χρόνια παρακμής. Το βιοτικό μας επίπεδο είναι υψηλό μόνο επειδή όλες οι χώρες δανείζονται τόσο πολύ. Αυτή είναι η φούσκα που θα εκραγεί σύντομα και θα οδηγήσει σε παγκόσμια κατάθλιψη. Το Brexit και ο Trump είναι απλώς «καρέκλες» στον Τιτανικό (chairs on the Titanic).

Κεφάλαιο 5

Κρίσεις στην Αγορά Ακινήτων και Χρηματοπιστωτική Κρίση

Ως χρηματοπιστωτική κρίση (Financial Crisis) ορίζεται «η αιφνίδια και σύντομη χειροτέρευση όλων ή ενός συνόλου χρηματοοικονομικών δεικτών, όπως τα βραχυχρόνια τραπεζικά επιτόκια, οι τιμές των χρεογράφων, η χρηματοοικονομική θέση των ιδιωτικών επιχειρήσεων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Χαρακτηριστικό γνώρισμα των κρίσεων αποτελούν οι πτωχεύσεις επιχειρήσεων, οι πανικοί στα ταμεία των τραπεζών και στο χρηματιστήριο και γενικότερα, η αποτυχία του χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας» (Καπόπουλος, Λαζαρέτου, 1997).

Η χρηματοπιστωτική κρίση τις περισσότερες φορές ξεκινά είτε με μειώσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (μετοχών, ομολόγων και ακινήτων), είτε με χρεοκοπίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ή και με συνδυασμό των δύο.

Οι μειώσεις τιμών, αποτελούν συνήθως το τέλος μιας περιόδου «ευμάρειας» ή ως αποτέλεσμα «φούσκας» στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή της υπερβολικής και χωρίς λόγο αύξησης της τιμής τους (Mankiw, Laurence et al., 2013)

Οι χρεοκοπίες των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων επέρχονται είτε α) επειδή έχουν αρνητικά ίδια κεφάλαια είτε β) για λόγους ρευστότητας.

Τα αρνητικά ίδια κεφάλαια, μπορεί να σημαίνουν κακή διαχείριση, είτε κάποια οικονομική κρίση που απομείωσε την αξία των περιουσιακών στοιχείων (πχ ακινήτων, μετοχών) στα οποία είχε επενδύσει, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Οι ζημιές μπορεί να εκμηδενίσουν το μετοχικό κεφάλαιο της Ιδρύματος. Το Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα αδυνατεί να ανταποκριθεί στις συμβατικές του υποχρεώσεις, κάτι που οδηγεί σε ευρύτερες κρίσεις στην Αγορά (πελάτες, συνεργαζόμενα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα κλπ).

Η έλλειψη ρευστότητας, η οποία μπορεί να συμβεί σε ένα Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα ανεξάρτητα της κερδοφορίας του, ακόμα και από εξωγενείς παράγοντες. Αν κλονιστεί η εμπιστοσύνη των καταθετών, και μαζικά γίνονται αναλήψεις ώστε να διασωθούν οι καταθέσεις τους. Μάλιστα η αμφισβήτηση για την αξιοπιστία των

καταθέσεων προς ένα Ίδρυμα, είναι πιθανόν να δημιουργήσεις αλυσιδωτές αντιδράσεις και σε καταθέτες άλλων Ιδρυμάτων, δημιουργώντας έτσι μια κρίση.

Συνοπτική περιγραφή της Ελληνικής ύφεσης

Η αγορά ακινήτων συνέβαλε καθοριστικά στους υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης που παρουσίασε η Ελληνική Οικονομία επί σειρά ετών (Benos, Karagiannis and Vlamis, 2011). Αποτελεί μια γενική εκτίμηση, που για πολλά χρόνια εξέφρασε τον προσανατολισμό των επενδύσεων στον Ελλαδικό κυρίως χώρο.

Ωστόσο η «φούσκα» στην αγορά κατοικίας στην Αμερική και τα συνδεδόμενα με αυτή οικονομικά γεγονότα, δηλαδή η αλόγιστη και χωρίς έλεγχο χορήγηση δανείων και η μη ορθή χρήση των χρηματο-οικονομικών εργαλείων, διαμόρφωσαν σε μεγάλο βαθμό την παγκόσμια κρίση της περιόδου 2007-2009. Είναι η μεγαλύτερη κρίση μετά την Μεγάλη Ύφεση της περιόδου 1929-1933, και επηρεάζει όλες τις οικονομίες της υφηλίου, ακόμη και τις ισχυρές Ευρωπαϊκές χώρες. Την περίοδο αυτή (2009) όπως σημειώνει στο Ενημερωτικό Δελτίο της Τράπεζας Ελλάδος ο οικονομολόγος και κατόπιν Υπουργός Οικονομικών (Ιούνιος 2010 μέχρι τον Ιανουάριο του 2015) Γκίκας Χαρδούβελης, « η Ελλάδα δεν προδόθηκε από την αγορά κατοικίας της, όπως έγινε σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, όπως η Ισπανία, το Ην. Βασίλειο ή η Ιρλανδία, όπου η πτώση υπήρξε μεγάλη και απότομη. Ο λόγος των τιμών των κατοικιών προς την απόδοσή τους (ενοίκια) παραμένει περίπου στα ίδια επίπεδα από το 2002, όταν είχε πλέον σβήσει ο ενθουσιασμός της εισόδου μας στη ζώνη του ευρώ και είχε σταματήσει η προηγούμενη πτώση των επιτοκίων και του πληθωρισμού. Στην Ελλάδα δεν διανύσαμε περίοδο “φούσκας” στα ακίνητα, ενώ διαχρονικά οι επενδύσεις σε κατοικίες έχουν αποφέρει υψηλά κέρδη.

Η πρόβλεψη αυτή, περί υψηλών κερδών, προφανώς εδράζονταν στο γεγονός ότι στην μεταπολεμική Ελλάδα, οι δυνατότητες επένδυσης στρέφονταν κυρίως στην αγορά ακινήτων ως προστασία στον πληθωρισμό σε συνδυασμό με την απαξίωση της Βιομηχανικής παραγωγής αλλά και της απώλειας ευρύτερης και συγκροτημένης

πολιτικής για εξωστρέφεια στην αγροτική / ζωϊκή παραγωγή και στον τομέα των τροφίμων.

Βάσει εκτιμήσεων της Eurobank EFG Research, το 81,8% των περιουσιακών στοιχείων είχε επενδυθεί σε ακίνητα, το 17% σε καταθέσεις και μόλις 1,7% σε μετοχές. Ένας ακόμη παράγοντας που είναι αξιοσημείωτος, είναι το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης (80,10%) που είναι το δεύτερο υψηλότερο στην Ευρώπη.

Το κλίμα αλλάζει άρδην στις 8 Μαΐου 2010, με την Δανειακή Σύμβαση μεταξύ της Ελληνικής Δημοκρατίας, των υπολοίπων κρατών της Ευρωζώνης και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), προκειμένου να χορηγηθεί οικονομική βοήθεια προς την Ελλάδα με μορφή δανείου, ύψους 110.000.000.000 ευρώ. Το έλλειμμα ρευστότητας, η μείωση μισθών, η αλλαγή στην εργασιακές σχέσεις, οι απολύσεις στον Ιδιωτικό Τομέα αλλά και η καθολική παύση προσλήψεων στον Δημόσιο Τομέα, θα φέρει ασφυξία στην γενικότερη οικονομία και προφανώς και στην Αγορά Ακινήτων.

Από το 2008 έως το 2018 η μείωση στις τιμές των ακινήτων ήταν 40,8% ή 45,1% σε πραγματικές τιμές. Το ΑΕΠ της χώρας κατά το έτος 2008 συρρικνώθηκε κατά ποσοστό 0,3 το έτος 2009 το ποσοστό υπερδιπλασιάζεται σε 4,3%, το 2010 σε 5,5%, ενώ το έτος 2011 στο υψηλότερο ποσοστό 9,1%, το 2012 μειώνεται ελαφρώς 7,3% ενώ το 2013 είναι 3,2%.

Μετά από μια βραχύβια ανάκαμψη το 2014, η οικονομία της Ελλάδας επέστρεψε σε ύφεση το 2015, με το ΑΕΠ να συρρικνώνεται κατά 0,4% και κατά 0,2% το 2016.

Οι Βουμβάκη, Κουτούζου, Σακκάς, Κωνσταντοπούλου, (2018) σε έρευνα της Διεύθυνσης Οικονομικής Ανάλυσης της «Εθνικής Τραπέζης Ελλάδος» σημειώνουν: «η ελληνική αγορά ακινήτων, ύστερα από μία δεκαετία πτωτικής πορείας (της τάξης του 35%-45% σωρευτικά σε όρους τιμών), εμφανίζει ορατά σημάδια ανάκαμψης. Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία, οι τιμές όλων των κατηγοριών ακινήτων σημειώνουν άνοδο σε σχέση με τα περσινά τους επίπεδα (+2,5% για τις κατοικίες το τρίτο τρίμηνο 2018 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2017). Εξίσου ενθαρρυντικό είναι το γεγονός ότι οι νέες άδειες για κατοικίες έχουν

επιστρέφει σε ανοδική πορεία (15% σωρευτικά κατά την τελευταία διετία, έναντι πτώσης 93% κατά το διάστημα 2006-2015)».

Οικονομικοί κύκλοι της Ελληνικής Οικονομίας

Θα εξεταστούν οι οικονομικοί κύκλοι για την περίπτωση της Ελληνικής οικονομίας, στηριζόμενοι κυρίως στην μελέτη των Μπαλαφούσια και Παπαγεωργίου, η οποία δημοσιεύτηκε στο υπ' αριθμ. 47 Οικονομικό Δελτίο της Τράπεζας Ελλάδος. Εξετάζεται η περίοδος από το α' τρίμηνο του 1970 έως το δ' τρίμηνο του 2017. Στη μελέτη παρουσιάζονται εκτιμήσεις βραχυχρόνιων και μεσοχρόνιων κύκλων (short and medium-term frequency cycles) για τις βασικές μεταβλητές της ελληνικής οικονομίας. Εξετάζονται οι οικονομικοί αλλά και οι χρηματοοικονομικοί κύκλοι (real and financial cycles). Η μελέτη εξετάζει οχτώ χρονολογικές σειρές:

- του πραγματικού ΑΕΠ
- της πραγματικής συνολικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα
- της πραγματικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών
- της πραγματικής χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων
- του δείκτη τιμών κατοικιών
- του δείκτη τιμών μετοχών
- του ονομαστικού μακροπρόθεσμου επιτοκίου
- του περιθωρίου επιτοκίου.

Τα στοιχεία αυτά είναι τριμηνιαία και καλύπτουν την περίοδο από το α' τρίμηνο του έτους 1970 έως το δ' τρίμηνο του έτους 2017, ενώ το ονομαστικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο μακροπρόθεσμο επιτόκιο ταυτίζεται με το επιτόκιο των δεκαετών κρατικών ομολόγων. Ορίζεται επίσης ως περιθώριο επιτοκίου η διαφορά μεταξύ του μακροπρόθεσμου επιτοκίου και του τριμηνιαίου βραχυπρόθεσμου επιτοκίου. Τόσο το ΑΕΠ, οι μεταβλητές χρηματοδότησης όσο και οι τιμές των κατοικιών έχουν αποπληθωριστεί με τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ. Πλην του μακροπρόθεσμου επιτοκίου και του περιθωρίου επιτοκίου, όλες οι μεταβλητές έχουν εκφραστεί σε λογαρίθμους.

Εξετάστηκε επίσης η περιοδικότητα της κάθε χρονολογικής σειράς. Η ανάλυση έγινε με πέντε μεθοδολογίες:

- την ανάλυση σημείων καμπής
- το ζωνοπερατό φίλτρο
- το φίλτρο Hodrick-Prescott
- μονομεταβλητά διαρθρωτικά υποδείγματα χρονολογικών σειρών
- πολυμεταβλητά διαρθρωτικά υποδείγματα χρονολογικών σειρών

Οι κύκλοι συγκρίθηκαν κατά χρονοσειρά, μεθοδολογία και συχνότητα και παρουσιάστηκαν τα κύρια χαρακτηριστικά τους και η μεταξύ τους συμμεταβολή (comovement).

Η μελέτη χρησιμοποιεί μια διευρυμένη γκάμα εργαλείων ανάλυσης των Οικονομικών Κύκλων, όπως το ζωνοπερατό φίλτρο (bandpass filter) το οποίο είναι μια ακόμη περισσότερο σύνθετη οικονομετρική τεχνική, με ολοένα και πιο συχνή εφαρμογή στην εκτίμηση των κυκλικών συνιστωσών διαφόρων οικονομικών χρονολογικών σειρών. Επίσης χρησιμοποιήθηκαν διαρθρωτικά υποδείγματα χρονολογικών σειρών, τόσο μονομεταβλητά όσο και πολυμεταβλητά, τα οποία είναι παρεμφερή με τα ζωνοπερατά φίλτρα.

Όπως αναφέρουν οι μελετητές, «τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι μεσοχρόνιες διακυμάνσεις κυριαρχούν έναντι των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων για όλες τις μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένου του ΑΕΠ. Ανάλογα με τη μεθοδολογία, η μέση διάρκεια του κύκλου του ΑΕΠ σε μεσοχρόνιες συχνότητες είναι μεταξύ 32 και 55 τριμήνων, πολύ μεγαλύτερη από την περίοδο 8-32 τριμήνων που η οικονομική θεωρία αναφέρει κατά κανόνα ως συχνότητα του οικονομικού κύκλου. Η αντίστοιχη διάρκεια για τις τρεις μεταβλητές χρηματοδότησης είναι σχεδόν διπλάσια, επιβεβαιώνοντας ότι οι χρηματοοικονομικοί κύκλοι είναι γενικά πολύ μεγαλύτεροι από τους πραγματικούς κύκλους».

Επίσης στις μεσοχρόνιες συχνότητες υπάρχει υψηλός βαθμός συσχέτισης μεταξύ των κυκλικών συνιστωσών των χρονολογικών σειρών, ενώ οι προπορεύσεις και οι υστερήσεις που διαπιστώνονται στο χρονισμό (leads and lags), είναι σύμφωνη με την οικονομική θεωρία.

Μέθοδος Ανάλυσης Σημείων Καμπής

Χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος ανάλυσης σημείων καμπής (turning point analysis) των Burns and Mitchell (1946), όπως αυτή τροποποιήθηκε από τους Bry and Boschan (1971), ώστε να ανιχνευτούν κυκλικά μέγιστα και ελάχιστα σημεία σε μια χρονολογική σειρά. Αρχικά εντοπίζονται τα τοπικά μέγιστα και ελάχιστα σημεία και κατόπιν αυτά φιλτράρονται με την χρήση ενός αλγόριθμου με σκοπό να εξασφαλίζεται μια σειρά από συνθήκες. Αυτές εντοπίζονται στην συγκεκριμένη ελάχιστη διάρκεια κύκλου, στην εναλλαγή μεταξύ μέγιστων και ελάχιστων σημείων, στην ελάχιστη διάρκεια φάσης. Επίσης διασφαλίζεται ότι κάθε ελάχιστο (μέγιστο) σημείο είναι χαμηλότερο (υψηλότερο) από το αμέσως προηγούμενο μέγιστο (ελάχιστο).

Κατόπιν βάσει των Harding and Pagan (2002) και Drehmann et al. (2012), ανιχνεύονται οι βραχυχρόνιες και μεσοχρόνιες κυκλικές διακυμάνσεις. Η μελέτη των Μπαλφούσια και Παπαγεωργίου ορίζει για τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις ως τοπικά μέγιστα (ελάχιστα) τα σημεία εκείνα όπου η χρονολογική σειρά λαμβάνει κατά το χρόνο t τη μέγιστη (ελάχιστη) τιμή εντός διαστήματος πέντε τρίμηνων με κέντρο το σημείο t . Συγχρόνως αυτά τα σημεία ορίζονται ως μέγιστα (ελάχιστα) του κύκλου όταν συντρέχουν δύο χαρακτηριστικά: η ελάχιστη διάρκεια του κύκλου είναι πέντε τρίμηνα και κάθε φάση δύο τρίμηνα.

Ωστόσο ο αλγόριθμος μεταβάλλεται με μέγιστη διάρκεια τα 32 τρίμηνα και τα τοπικά μέγιστα και ελάχιστα σημεία εντός ενός διαστήματος οκτώ τριμήνων ώστε να διαπιστωθούν κύκλοι μεγαλύτερης διάρκειας. Όπως αναφέρουν οι μελετητές Μπαλφούσια και Παπαγεωργίου, *με αυτή την μεθοδολογία λαμβάνουμε ένα υποσύνολο των μέγιστων και ελάχιστων σημείων που προέκυψαν από τη βραχυχρόνια εξειδίκευση του αλγόριθμου ανάλυσης σημείων καμπής.*

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης παρουσιάζονται στα παρακάτω διαγράμματα με τις οχτώ χρονολογικές σειρές. Με πράσινο χρώμα υποδεικνύονται οι περίοδοι συρρίκνωσης και με γκρι οι περίοδοι επέκτασης. Ως μέγιστο του κύκλου, εμφανίζεται το τελευταίο σημείο της γκρίζας περιοχής. Ως ελάχιστο του κύκλου, το τελευταίο

σημείο της πράσινης περιοχής. Επίσης συγκεντρωτικά αποτελέσματα της ανάλυσης των διαγραμμάτων παρουσιάζονται σε Πίνακα με την διάρκεια των βραχυχρόνιων και μεσοχρόνιων κύκλων.

Από την ανάλυση των Διαγραμμάτων της μεθόδου ανάλυσης σημείων καμπής προκύπτουν μια σειρά από αποτελέσματα που παρατίθενται στην μελέτη των Μπαλφούσια και Παπαγεωργίου (2018). Όπως προαναφέρθηκε στην παρούσα Διπλωματική Εργασία παρουσιάζεται μόνον η μέθοδος ανάλυσης σημείων καμπής και η ανάλυση των στοιχείων της. Βάσει της προαναφερόμενης μελέτης, *υπάρχει μια σειρά βραχύβιων περιόδων ύφεσης κατά το πρώτο ήμισυ του δείγματος, οι οποίες ακολουθούνται από μια σαφώς πιο παρατεταμένη περίοδο ύφεσης κατά την πρόσφατη κρίση, ενώ η ανάλυση εντοπίζει έξι σύντομες περιόδους ύφεσης που έλαβαν χώρα μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990 και μια πιο παρατεταμένη ύφεση που ξεκίνησε στις αρχές του 2007 και συμπίπτει χρονικά με τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση.*

Στο δεύτερο διάγραμμα, η χρήση του αλγορίθμου εξασφαλίζει την απαλοιφή των κυκλικών μεταβολών με μικρή διάρκεια, ενώ τονίζονται τα κύρια σημεία της καμπύλης. Η μελέτη της πορείας του ΑΕΠ, καταδεικνύει μεγάλη μείωση από το 2007 μέχρι να φτάσει στο ελάχιστο σημείο του κύκλου το έτος 2015. Η παρατήρηση για την πρώιμη περίοδο αντίστοιχα δείχνει ότι στις αρχές της δεκαετίας του 1980 υπήρχε μια περίοδος συρρίκνωσης με διάρκεια μέχρι την δεκαετία του 1990. Ακολούθησε μια περίοδος ανάκαμψης από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 μέχρι το 2007. Οι παρατηρήσεις αυτές επικυρώνονται από τις μέχρι τώρα τεκμηριωμένες μελέτες και αποτελέσματα ερευνών της Ελληνικής Οικονομίας.

Να τονιστεί ότι οι Μπαλφούσια και Παπαγεωργίου (2018), μνημονεύουν την ταύτιση των αποτελεσμάτων της μελέτης τους με τα αποτελέσματα που παρουσιάζει η Tsouma (2014), όσον αφορά την χρονικά όρια του Ελληνικού Οικονομικού Κύκλου αλλά και με τον Gogos et al. (2014), όσον αφορά την συρρίκνωση του ΑΕΠ στις αρχές της δεκαετίας του 1980 μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990 αλλά και την «περίοδο ταχείας ανάκαμψης» μετά την δεκαετία του 1990.

Στα ευρήματα της μελέτης συμπεριλαμβάνεται και ο συσχετισμός των του διαγράμματος ΑΕΠ με τις υπόλοιπες χρηματοοικονομικών μεταβλητών. Το σημείο καμπής της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης ανιχνεύεται σε όλα τα διαγράμματα. Επίσης παρατηρείτε ότι για τις βραχυχρόνιες συχνότητες, στα

διαγράμματα της συνολικής χρηματοδότησης και ΑΕΠ, υπάρχει ταύτιση στις χρονολογίες των μέγιστων και ελάχιστων σημείων του κύκλου.

Για τις μεσοχρόνιες συχνότητες, στα διαγράμματα της συνολικής χρηματοδότησης και της χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων υπάρχει μείωση στην δεκαετία 1980, συνέπεια της παρατεταμένης ανάκαμψης, των μέσω της δεκαετίας του 1990. Το επιτόκιο και το περιθώριο επιτοκίου αυξάνονται το χρονικό διάστημα της κρίσης δημόσιου χρέους με μέγιστες τιμές το 2012.

Απόρροια της επεξεργασίας των διαγραμμάτων είναι η παρουσίαση αριθμητικών τιμών διάρκειας των βραχυχρόνιων και μεσοχρόνιων κύκλων αλλά και της αντίστοιχης μέσης διάρκειας των υφέσεων και των ανακάμψεων. Όπως σημειώνουν οι Μπαλφούσια και Παπαγεωργίου (2018), «η μέση διάρκεια των βραχυχρόνιων κύκλων του ΑΕΠ είναι 23,2 τρίμηνα, παραπλήσια με εκείνη των βραχυχρόνιων κύκλων που ανιχνεύθηκαν στη συνολική χρηματοδότηση, τις τιμές των μετοχών και το περιθώριο επιτοκίου», ωστόσο «σε γενικές γραμμές οι μεταβλητές χρηματοδότησης εμφανίζουν σημαντικά μεγαλύτερης διάρκειας κύκλους από ό,τι το ΑΕΠ, οι οποίοι κυμαίνονται μεταξύ 25 και 46,5 τριμήνων».

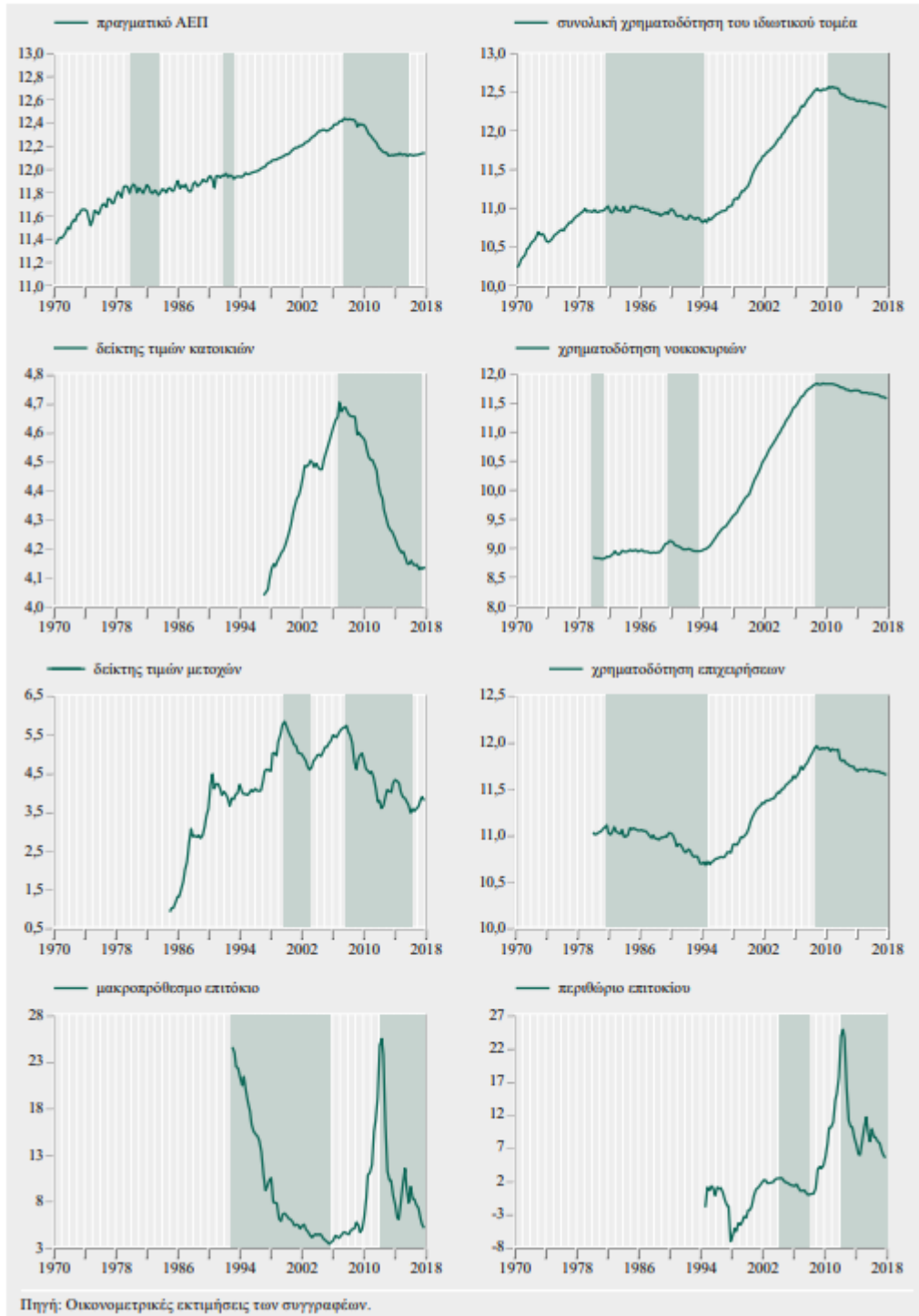
Αντίστοιχα στους μεσοχρόνιους κύκλους, η μέση διάρκεια των κύκλων του ΑΕΠ είναι 54,5 τρίμηνα. Τέλος τονίζεται ότι ενώ οι μεσοχρόνιοι κύκλοι του ΑΕΠ και της χρηματοδότησης νοικοκυριών έχουν ανάλογη πορεία, οι μεσοχρόνιες διακυμάνσεις του δείκτη τιμών μετοχών και του περιθωρίου επιτοκίου είναι πολύ σύντομες.

Διάγραμμα 1 Ανάλυση σημείων καμπής – Βραχυχρόνιες συχνότητες
(α' τρίμ. 1970 - δ' τρίμ. 2017)



Διάγραμμα 21 Ανάλυση σημείων καμπής-Βραχυχρόνιες συχνότητες (α' τρίμηνο 1970 – δ' τρίμηνο 2017). Πηγή: Οικονομτρικές Εκτιμήσεις Μπαλφούσα & Παταγεωργίου (2018)

Διάγραμμα 2 Ανάλυση σημείων καμψής – Μεσοχρόνιες συχνότητες
(α' τρίμ. 1970 - δ' τρίμ. 2017)



Διάγραμμα 22 Ανάλυση σημείων καμψής – Μεσοχρόνιες συχνότητες (α' τρίμ. 1970 – δ' τρίμηνο 2017). Πηγή: Οικονομικές Εκτιμήσεις Μπαλφούσια & Παταγεωργίου (2018)

Συμπεράσματα

Η μελέτη των οικονομικών κύκλων είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα από τη σκοπιά της μακρο-οικονομικής παρατήρησης, κυρίως οι περίοδοι ύφεσης αφού έχουν άμεσα αντιληπτά αποτελέσματα. Οι οικονομικοί κύκλοι λαμβάνουν χώρα σε όλες τις ανεπτυγμένες οικονομίες και συνήθως διαρκούν για μια περίοδο 2 έως 10 ετών, η οποία χαρακτηρίζεται από ευρεία επέκταση ή ύφεση στους περισσότερους κλάδους της οικονομίας.

Ο κύκλος των ακινήτων συνδέεται με τον κύκλο της οικονομικής και πιστωτικής αγοράς. Η οικονομική ανάπτυξη και η πιστωτική επέκταση συνδέονται άρρηκτα. Η αύξηση της ζήτησης των χρηστών (occupation demand) είναι από τους σημαντικότερους παράγοντες που δημιουργούν κυκλικές διακυμάνσεις στις αγορές ακινήτων. Η αύξηση της ζήτησης ακινήτων προφανώς δεν καλύπτεται άμεσα από την προσφορά ακινήτων, έτσι έχουμε συνακόλουθη αύξηση των ενοικίων με ταυτόχρονη μείωση των διαθέσιμων χώρων και μείωση των αποδόσεων. Η αύξηση των τιμών στην Αγορά των ακινήτων έχει ως άμεση συνέπεια την διάθεση οικονομικών κεφαλαίων για νέες κατασκευές. Η κατασκευαστική δραστηριότητα παρουσιάζει χρονική υστέρηση κι αυτό ενισχύει περαιτέρω τον οικονομικό κύκλο (Barras, 1994).

Η άνοδος της κατασκευαστικής δραστηριότητας συνδέεται με την άνοδο της πιστωτικής και οικονομικής ανάπτυξης. Η ζητούμενη πίστωση έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των επιτοκίων και οδηγούν σε οικονομική ύφεση. 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 την σε ύφεση. Η πτώση των ακινήτων συμπίπτει με την οικονομική και την πιστωτική κρίση. Αυτό οδηγεί σε υπερβολική πτώση των περιουσιακών στοιχείων.

Το πιο σημαντικό μέρος της έρευνας της BNP Paribas Real Estate, εστιάζεται στο αν ο εξεταζόμενος κύκλος θα είναι διαφορετικός από τους προηγούμενους. Η γενική θεώρηση είναι πως πράγματι, θα είναι διαφορετικός, λαμβάνοντας βεβαίως υπόψη το γεγονός ότι όλοι οι κύκλοι οριοθετούνται και επηρεάζονται από μια σειρά από διαφορετικούς παράγοντες. Το κύριο χαρακτηριστικό θα είναι οι γρήγορα κινούμενες επιρροές με άνευ προηγουμένου συνέπειες για τη ζήτηση ακινήτων. Αυτή η παραδοχή, ουσιαστικά αποδυναμώνονται τα «εργαλεία» ερμηνείας των κύκλων που γίνονται με «παραδοσιακές» τεχνικές πρόβλεψης, σε ένα οικονομικό γίγνεσθαι το οποίο είναι συνεχώς μεταβαλλόμενο.

Οι κύριες αναφορές από την Έκθεση «BNP Paribas Real Estate / Ipsos MORI Cyclopedia» παρατίθενται στην συνέχεια:

- Οι κύκλοι γίνονται διαφορετικοί και ένας από τους λόγους είναι η σπουδαιότητα των παγκόσμιων κεφαλαιακών ροών. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι το παρελθόν ίσως δεν είναι καλός «δείκτης» (predictor) για το μέλλον.
- Το μεγαλύτερο πρόβλημα δεν είναι νέο, είναι η συνεχιζόμενη κλιμάκωση του χρέους από όλες τις δυτικές χώρες. Δεν βρισκόμαστε σε έναν παγκόσμιο κόσμο λιτότητας, αλλά βγαίνουμε από 40 χρόνια οικονομικών προβλημάτων. Το βιοτικό μας επίπεδο είναι υψηλό μόνο επειδή όλες οι χώρες δανείζονται τόσο πολύ. Αυτή είναι η φούσκα που θα εκραγεί σύντομα και θα οδηγήσει σε παγκόσμια ύφεση.

Από την ανάλυση των Διαγραμμάτων της μεθόδου ανάλυσης σημείων καμπής προκύπτουν μια σειρά από αποτελέσματα που παρατίθενται στην μελέτη των Μπαλφούσια και Παπαγεωργίου (2018). Όπως προαναφέρθηκε στην παρούσα Διπλωματική Εργασία παρουσιάζεται μόνον η μέθοδος ανάλυσης σημείων καμπής και η ανάλυση των στοιχείων της. Βάσει της προαναφερόμενης μελέτης, *υπάρχει μια σειρά βραχύβιων περιόδων ύφεσης κατά το πρώτο ήμισυ του δείγματος, οι οποίες ακολουθούνται από μια σαφώς πιο παρατεταμένη περίοδο ύφεσης κατά την πρόσφατη κρίση, ενώ η ανάλυση εντοπίζει έξι σύντομες περιόδους ύφεσης που έλαβαν χώρα μέχρι*

τα μέσα της δεκαετίας του 1990 και μια πιο παρατεταμένη ύφεση που ξεκίνησε στις αρχές του 2007 και συμπίπτει χρονικά με τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση.

Στο δεύτερο διάγραμμα, η χρήση του αλγορίθμου εξασφαλίζει την απαλοιφή των κυκλικών μεταβολών με μικρή διάρκεια, ενώ τονίζονται τα κύρια σημεία της καμπύλης. Η μελέτη της πορείας του ΑΕΠ, καταδεικνύει μεγάλη μείωση από το 2007 μέχρι να φτάσει στο ελάχιστο σημείο του κύκλου το έτος 2015. Η παρατήρηση για την πρόμημη περίοδο αντίστοιχα δείχνει ότι στις αρχές της δεκαετίας του 1980 υπήρχε μια περίοδος συρρίκνωσης με διάρκεια μέχρι την δεκαετία του 1990. Ακολούθησε μια περίοδος ανάκαμψης από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 μέχρι το 2007. Οι παρατηρήσεις αυτές επικυρώνονται από τις μέχρι τώρα τεκμηριωμένες μελέτες και αποτελέσματα ερευνών της Ελληνικής Οικονομίας.

Να τονιστεί ότι οι Μπαλφούσια και Παπαγεωργίου (2018), μνημονεύουν την ταύτιση των αποτελεσμάτων της μελέτης τους με τα αποτελέσματα που παρουσιάζει η Tsouma (2014), όσον αφορά την χρονικά όρια του Ελληνικού Οικονομικού Κύκλου αλλά και με τον Gogos et al. (2014), όσον αφορά την συρρίκνωση του ΑΕΠ στις αρχές της δεκαετίας του 1980 μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990 αλλά και την «περίοδο ταχείας ανάκαμψης» μετά την δεκαετία του 1990.

Στα ευρήματα της μελέτης συμπεριλαμβάνεται και ο συσχετισμός των του διαγράμματος ΑΕΠ με τις υπόλοιπες χρηματοοικονομικών μεταβλητών. Το σημείο καμπής της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης ανιχνεύεται σε όλα τα διαγράμματα. Επίσης παρατηρείτε ότι για τις βραχυχρόνιες συχνότητες, στα διαγράμματα της συνολικής χρηματοδότησης και ΑΕΠ, υπάρχει ταύτιση στις χρονολογίες των μέγιστων και ελάχιστων σημείων του κύκλου.

Για τις μεσοχρόνιες συχνότητες, στα διαγράμματα της συνολικής χρηματοδότησης και της χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων υπάρχει μείωση στην δεκαετία 1980, συνέπεια της παρατεταμένης ανάκαμψης, των μέσω της δεκαετίας του 1990. Τα επιτόκια αυξάνονται το χρονικό διάστημα της κρίσης δημόσιου χρέους με μέγιστες τιμές το 2012.

Απόρροια της επεξεργασίας των διαγραμμάτων είναι η παρουσίαση αριθμητικών τιμών διάρκειας των βραχυχρόνιων και μεσοχρόνιων κύκλων αλλά και της αντίστοιχης μέσης διάρκειας των υφέσεων και των ανακάμψεων. Όπως

σημειώνουν οι Μπαλφούσια και Παπαγεωργίου (2018), «η μέση διάρκεια των βραχυχρόνιων κύκλων του ΑΕΠ είναι 23,2 τρίμηνα, παραπλήσια με εκείνη των βραχυχρόνιων κύκλων που ανιχνεύθηκαν στη συνολική χρηματοδότηση, τις τιμές των μετοχών και το περιθώριο επιτοκίου», ωστόσο «σε γενικές γραμμές οι μεταβλητές χρηματοδότησης εμφανίζουν σημαντικά μεγαλύτερης διάρκειας κύκλους από ό,τι το ΑΕΠ, οι οποίοι κυμαίνονται μεταξύ 25 και 46,5 τριμήνων».

Αντίστοιχα στους μεσοχρόνιους κύκλους, η μέση διάρκεια των κύκλων του ΑΕΠ είναι 54,5 τρίμηνα. Τέλος τονίζεται ότι ενώ οι μεσοχρόνιοι κύκλοι του ΑΕΠ και της χρηματοδότησης νοικοκυριών έχουν ανάλογη πορεία, οι μεσοχρόνιες διακυμάνσεις του δείκτη τιμών μετοχών και του περιθωρίου επιτοκίου είναι πολύ σύντομες.

Βιβλιογραφία

- Arnott R., 1996 Encyclopedia of Economics, Volume 1, Regional and Urban
- Arthur O'Sullivan, 2011, Αστική Οικονομική, επιμέλεια Γιάννης Ψυχάρης, Αντώνης Ροβολής, Εκδόσεις Κριτική ΑΕ.
- Association of International & European Affairs, ΟΜΙΛΟΣ ΔΙΕΘΝΩΝ & ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΘΕΜΑΤΩΝ*, Εισοδηματική Ανισότητα: Η προσέγγιση του Kuznets, Πηγή στην ιστοσελίδα: odeth.eu
- Barras, R. (1994). Property and the Economic Cycle: Building Cycles Revisited. *Journal of Property Research*, 11(3), 183–197
- Benos, N., S. Karagiannis and P. Vlamis (2011), “Spatial Effects of the Property Sector Investment on Greek Economic Growth”, *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 29, No. 3, 233-50.
- Burns, A. and W. Mitchell (1946), *Measuring Business Cycles*, National Bureau of Economic Research.
- Burns, A. F., & Mitchell, W. C. (1946). *Measuring Business Cycles* (2nd ed.). New York: National Bureau of Economic Research.
- Bry, G. and C. Boschan (1971), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, Technical Paper 20, National Bureau of Economic Research.
- Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2012). How Do Business and Financial Cycles Interact? *Journal of International Economics*, 87(1), 178–190.
- Cootner, P.H., 1962. Stock Prices: Random Vs Systematic Changes, *Industrial Management Review* 3
- DiPasquale D., & Wheaton W. (1992), The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework, *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, Vol. 20, No. 1, pp. 181-197
- DiPasquale, D., & Wheaton, W. (1996). *Urban Economics and Real Estate Markets* (1st ed.). Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall.

- Drehmann, M., C. Borio and K. Tsatsaronis (2012), “Characterising the financial cycle: don’t lose sight of the medium term!”, BIS Working Paper No. 380, Bank for International Settlements.
- Dudukovic, S. (2007). Harmonic Analysis of the Real Business Cycles. In *Oxford Business and Economics Conference*. Oxford, UK.
- Durkin S, Cycology – what has been learnt from previous real estate cycles?, BNP Paribas Real Estate, London, UK Economics, Part 1-2, Richard, Harwood Academic Publishers, Massachusetts
- Fama, E. (1965). Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*, 21(5), pp.55- 59.
- Fama, E., & Blume, E. (1966). Filter rules and stock market trading. *The Journal of Business*, 39(1), p.p. 226–241
- Fukuda, K. (2009). Measuring major and minor cycles in univariate economic time series. *Economic Modelling*, 26(5), 1093–1100.
- Simon Kuznets (1901-1985)
- 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.
- Harding, D. and A. Pagan (2002), “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, 49(2), 365-381.
- Jadevicius, A., & Huston, S. (2013). A “family of cycles” – major and auxiliary business cycles. *Journal of Property Investment & Finance*, 32(3), 306–323.
- Su (1996)
- Geltner DM, Miller NG, Clayton J, Eichholtz P (2007) *Commercial real estate analysis and investments*, 2nd edn. Thomson South-Western Publishing, Mason
- Gogos, S., N. Mylonidis, D. Papageorgiou and V. Vassilatos (2014), “1979-2001: A Greek great depression through the lens of neoclassical growth theory”, *Economic Modelling*, 36, 316-331.
- Karousos, E. and P. Vlamis (2008), “The Greek Construction Sector: An Overview of Recent Developments”, *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 1, No. 3, 254-66.
- Kondratieff, N. D., & Stolper, W. F. (1935). The Long Waves in Economic Life, Source. *The Review of Economic Statistics*, 17(6), 105–115.

- Kitchin, J. (1923). Cycles and trends in economic factors. *The Review of Economic Statistics*, 5(1), 10–16.
- 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.
- MacGregor, Band Schwann, G (1999), Common feature in UK commercial property returns, ERES conference Paper
- MacGregor, B (1994), *Property and the Economy*, RICS Commercial Property Conference, Cardiff
- Maddison, A. (1991). Business Cycles, Long Waves and Phases of Capitalist Development. Retrieved January 11, 2017, from www.ggdc.net/Maddison/ARTICLES/Business_Cycles.pdf
- Mankiw Gregory N και Laurence M. Ball, 2013, Μακροοικονομική και το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Εκδόσεις Gutenberg, Επιστημονική επιμέλεια Γιώργος Χορταρέας, Μετάφραση Ανδρέας Σοκοδήμος, σελ776-777
- 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
- Muller, G.R. (2002), What Will the Next Real Estate Cycle Look Like?, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 8, No. 2, pp. 115-125
- 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.
- Reiter, M., & Woitek, U. (1999). *Are there Classical Business Cycles? Discussion Papers in Economics*. Glasgow
- Roulac St. (1996), Real Estate Market Cycles, Transformation Forces and Structural Change, *The Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 2, No. 1, pp. 1-17
- RREEF. (2006). *European property cycle monitor*. RREEF Limited. London.

Rovolis, A., & Tragaki, A. (2006). Ethnic Characteristics and Geographical Distribution of Immigrants in Greece. *European Urban and Regional Studies*, 13(2), 99–111.

Schumpeter, J. (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York, NY: McGraw-Hill

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.

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

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

Tsouma, E. (2014), “Dating business cycle turning points: The Greek economy during 1970-2012 and the recent recession”, *OECD Journal: Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, Vol. 2014/1, 1-24.

Zarnowitz, V. (1992). *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting*. Chicago, IL: University of Chicago Press

Żelazowski K., 2017, Housing market cycles in thw context of business cycles, University of Lodz (2017)

Βουμβάκη Τ, Κουτούζου Α., Σακκάς Γ., Κωνσταντοπούλου Ν., Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις: Έρευνα Συγκυρίας Ειδικό θέμα: Αγορά ακινήτων, 2018)

Δρακόπουλος, Σ. και Καραγιάννης, Α. 2003. *Ιστορία Οικονομικής Σκέψης: Μία Επισκόπηση*, Αθήνα, Εκδ. Κριτική

Ζεντέλης Π, 2015, *Real Estate, Αξία, Εκτίμηση, Ανάπτυξη, Επενδύσεις, Διαχείριση, Ελληνικά Ακαδημαϊκά Ηλεκτρονικά Συγγράματα και Βοηθήματα*. Ηλεκτρονική Διάθεση: <http://hdl.handle.net/11419/4235>

Καπόπουλος Π. και Σ. Λαζαρέτου, 1997, *Νομισματικές Σχέσεις Διεθνούς Τραπεζική και Χρηματοδότηση*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, σελ 210

Κιόχος Π. (2010), Εισαγωγή στην Εκτίμηση των ακινήτων και μέθοδοι αποτίμησης της αξίας αυτών, εκδόσεις Κίοχου Έλενα

Μπαλαφούσια Χ. και Παπαγεωργίου Χ, υπ' αριθμ. 47 Οικονομικό Δελτίο της Τράπεζας Ελλάδος

Ροβολής Αντώνης, Επιθεώρηση Χωρικής Ανάπτυξη, Σχεδιασμού και Περιβάλλοντος, 20-21/2003/ SSN 1105-3267

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

Χαρδούβελης, Γ. (2009), “Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία”, στο Αγορές ακινήτων: εξελίξεις και προοπτικές, Ομιλίες Ημερίδας 29 Απριλίου, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα, 13-57

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ ΤΙΣ ΟΠΟΙΕΣ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΣΑ

- <https://data.worldbank.org>
- <http://www.statistics.gr>
- <https://www.bankofgreece.gr>
- <http://www.nber.org/books/burn46-1>
- http://en.wikipedia.org/wiki/Business_cycle
- http://en.wikipedia.org/wiki/Kondratiev_wav
- <https://www.dailyeconomics.gr>
- <https://oikonomikesdiakymanseis.weebly.com/omicroniota-omicroniotakappaomicronnuomicronmuiotakappaomicron943-kappa973kappalambdaomicroniota.html>
- Cambridge Dictionary, Meaning of "liquidity" in the English Dictionary, Διαθέσιμο στο <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/liquidity>
- Οικονομικά της Καθημερινότητας, Χρηματοπιστωτική Κρίση, Διαθέσιμο στο: <https://www.dailyeconomics.gr/oikonomikoi-oroi/chrhmatopistwtikh-krish>
- <https://oikonomikesdiakymanseis.weebly.com/omicroniota-omicroniotakappaomicronnuomicronmuiotakappaomicron943-kappa973kappalambdaomicroniota.html>