

Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2012



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

**Η αγορά ακινήτων
στην πρόσφατη
χρηματοοικονομική κρίση**

Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2012



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

www.bankofgreece.gr

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. ++30 210 320 2393

Fax ++30 210 323 3025

Επιμέλεια έκδοσης, σελιδοποίηση, εκτύπωση και βιβλιοδεσία:
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISBN 978-960-7032-57-7

Στον παρόντα τόμο περιλαμβάνονται κυρίως οι επιστημονικές εργασίες που παρουσιάστηκαν στο 2ο Συνέδριο το οποίο διοργάνωσε το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της Τράπεζας της Ελλάδος στην Αθήνα στις 2 Δεκεμβρίου 2011, με θέμα “Η αγορά ακινήτων στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση”. Οι εργασίες απηχούν τις απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ’ ανάγκην και της Τράπεζας της Ελλάδος.

Περιεχόμενα

Χαιρετισμός από τον Υποδιοικητή κ. Ιωάννη Παπαδάκη	9
Τα ακίνητα ως μέρος της περιουσίας του νοικοκυριού: διεθνείς διαφορές και ο ρόλος της καινοτομίας	11
<i>Μιχάλης Χαλιάσος</i>	
Προοπτικές και κίνδυνοι στη διεθνή αγορά ακινήτων	31
<i>Σωτήρης Τσολάκος</i>	
Η ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης	41
<i>Θεοδόσιος Σαμπανιώτης</i>	
<i>Γκίκας Α. Χαρδούβελης</i>	
Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων και πρωτοβουλίες της Τράπεζας της Ελλάδος	77
<i>Θεόδωρος Μητράκος</i>	
<i>Καλλιόπη Ακαντζιλιώτου</i>	
Οικονομική κρίση, η ελληνική αγορά ακινήτων και πολιτικές ανάπτυξης	135
<i>Πρόδρομος Βλάμης</i>	
Η αβεβαιότητα ως προς τις εκτιμήσεις ακινήτων	163
<i>Ιωάννης Χρ. Γκάνος</i>	
Εκτίμηση απόδοσης και κινδύνου σε χαρτοφυλάκιο επαγγελματικών ακινήτων	179
<i>Αναστάσιος Καραγάνης</i>	
<i>Μαρία Τσίγκα</i>	

Χαιρετισμός από τον Υποδιοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος **κ. Ιωάννη Παπαδάκη**

Κυρίες και κύριοι σύνεδροι,

Αγαπητοί προσκεκλημένοι,

Η Τράπεζα της Ελλάδος σάς καλωσορίζει στο σημερινό συνέδριο με θέμα: **“Η αγορά ακινήτων στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση”**.

Θέλω εν πρώτοις να σας μεταφέρω το χαιρετισμό του Διοικητή κ. Προβόπουλου και τις ευχαριστίες του για την εδώ παρουσία σας. Είχε προγραμματίσει να παρευρίσκεται στη σημερινή συνάντηση. Η μετάθεση, όμως, της ημερομηνίας διεξαγωγής του συνεδρίου ανέτρεψε τον αρχικό προγραμματισμό του.

Ίσως δεν θα ήταν άτοπο να θυμίσω ότι, στην ιστορική διαδρομή της ελληνικής οικονομίας, υπήρξαν περίοδοι στις οποίες η αγορά ακινήτων δρούσε ως ισχυρός καταλύτης, αν όχι και πυροδότης, της αναπτυξιακής διαδικασίας. Όποτε συνέβαινε αυτό, οφειλόταν στον εγγενή δυναμισμό της αγοράς αυτής και των περισσότερων από τους παραγωγικούς κλάδους που με τον ένα ή τον άλλο τρόπο συνδέονται με την αγορά ακινήτων. Βεβαίως, ο δυναμισμός αυτός δεν εκδηλωνόταν πάντοτε χωρίς αρνητικές παρενέργειες, π.χ. για το φυσικό περιβάλλον, τις αστικές υποδομές ή τις άλλες σημαντικές παραμέτρους. Οι σημαντικότερες αδυναμίες, όμως, δεν οφείλονταν στην ίδια την αγορά ακινήτων, αλλά στο πλαίσιο θεσμών, κανόνων και διοικητικής οργάνωσης μέσα στο οποίο η αγορά αυτή ασκούσε τη δραστηριότητά της.

Γι’ αυτό ακριβώς η ΤτΕ έχει την άποψη ότι, ακόμη και στις σημερινές, εξαιρετικά αντίξοες μακροοικονομικές συνθήκες, η αξιοποίηση των δυνατοτήτων της αγοράς ακινήτων, αυτή τη φορά όμως με ολοκληρωμένο τρόπο, θα μπορούσε να βοηθήσει σημαντικά στην ανάταξη της ελληνικής οικονομίας και στην αναστροφή της πορείας ύφεσης που διανύουμε. Ως παράδειγμα μόνο θα αναφέρω τα ωφελήματα που θα μπορούσαν να προκύψουν από την κατάλληλη αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου και από τη συντεταγμένη ανάπτυξη της τουριστικής και παραθεριστικής κατοικίας. Και στους δύο αυτούς τομείς, η ταχεία πρόοδος είναι εφικτή, κυρίως διότι σήμερα πλέον σχεδόν όλοι οι εμπλεκόμενοι φορείς κατανοούν τα δρώμενα καλύτερα από ό,τι στο παρελθόν.

Θέλοντας να συμβάλει στην καλύτερη κατανόηση των δρωμένων στην ελληνική αγορά ακινήτων, η Τράπεζα της Ελλάδος τα τελευταία τρία χρόνια έχει αναλάβει συγκεκριμένες πρωτοβουλίες. Όπως γνωρίζετε, το 2008 δημιουργήσαμε μια ανεξάρτητη υπηρεσιακή μονάδα με ειδικό αντικείμενο τη συστηματική καταγραφή, επεξεργασία, ανάλυση και διάχυση των σχετικών με την αγορά ακινήτων στατιστικών στοιχείων. Συνεισφορά της μονάδας αυτής είναι η οργάνωση εκδηλώσεων διαλόγου όπως η σημερινή. Σημαντική επίσης συνεισφορά είναι η δημοσίευση ενός επίσημου και επιστημονικά καταρτιζόμενου Δείκτη Τιμών των Οικιστικών Ακινήτων, ο οποίος βασίζεται σε αναλυτικά στοιχεία και πληροφορίες που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας.

Ο δείκτης δημοσιεύεται ανά τρίμηνο και αφορά τόσο το σύνολο της χώρας και των οικισμάτων όσο και ειδικότερες κατηγορίες, όπως τα “νεόδομητα” και τα “παλαιά” διαμερίσματα, καθώς και τις επιμέρους γεωγραφικές περιοχές (Αθήνα, Θεσσαλονίκη, άλλες μεγάλες πόλεις, λοιπές περιοχές). Οι απαιτούμενες προετοιμασίες για την επέκταση του έργου αυτού, ώστε να καλύψει και τα επαγγελματικά ακίνητα, βρίσκονται ήδη σε προχωρημένο στάδιο. Εκτιμώ ότι και η προσπάθεια αυτή σύντομα θα αποδώσει τους πρώτους καρπούς, περιορίζοντας έτσι ακόμη ένα σημαντικό έλλειμμα πληροφόρησης, εκείνο που αφορά την αγορά των επαγγελματικών ακινήτων.

Σχετικά με τα ελλείμματα πληροφόρησης, θα ήταν ίσως κοινοτυπία να πω ότι “αποτελεσματική” αγορά μπορεί να είναι μόνο μια “καλά ενημερωμένη” αγορά. Και ότι “καλή ενημέρωση” σημαίνει πληροφορίες επίκαιρες, ποσοτικά επαρκείς και υψηλής ποιότητας. Γνωρίζω ότι, λέγοντας αυτά σε ένα ακροατήριο όπως το σημερινό, απλώς κομίζω γλαύκα στην Αθήνα. Το κάνω μόνο για να θυμίσω ότι στη χώρα μας, μόλις λίγα χρόνια πριν, τα δεδομένα που τροφοδοτούσαν το δημόσιο διάλογο για την αγορά ακινήτων ήταν τις περισσότερες φορές αποσπασματικά. Αυτό οδηγούσε σε θολές εντυπώσεις και ανασφαλή συμπεράσματα, δίνοντας έτσι λαβή για αιτιάσεις που συχνά ήταν στην ουσία αστήρικτες, καθώς είχαν σαθρή θεμελίωση.

Πιστεύω ότι τα αποτελέσματα της σημερινής εκδήλωσης θα συμβάλουν στο να μειωθεί ακόμα περισσότερο το σχετικό έλλειμμα πληροφόρησης.

Σας ευχαριστώ και πάλι για την παρουσία σας.

Τα ακίνητα ως μέρος της περιουσίας του νοικοκυριού: διεθνείς διαφορές και ο ρόλος της καινοτομίας*

Μιχάλης Χαλιάσος

Goethe University Frankfurt, CFS, CEPR και NETSPAR

1 Εισαγωγή

Η μελέτη των περιουσιακών στοιχείων και της συμπεριφοράς των νοικοκυριών σε σχέση με την αποταμίευση και το δανεισμό αναπτύχθηκε ως γνωστικό πεδίο μόλις την τελευταία εικοσαετία, πολύ αργότερα από τον αντίστοιχο κλάδο που αναφέρεται στις εταιρίες. Σήμερα το πεδίο αυτό είναι διεθνώς γνωστό ως household finance και αναπτύσσεται με πολύ δυναμισμό, παράλληλα με το προϋπάρχον πεδίο του corporate finance. Βασική αιτία της σχετικής καθυστέρησης είναι ότι τα περιουσιακά στοιχεία των νοικοκυριών στερούνταν ενδιαφέροντος μέχρι τη δεκαετία του 1980, μια και αποτελούνταν συνήθως μόνον από τραπεζικούς λογαριασμούς και ίσως μια κατοικία. Ξεκινώντας από τη δεκαετία του 1980, αλλά κυρίως στη δεκαετία του 1990, τα νοικοκυριά άρχισαν να εμπλουτίζουν τα χαρτοφυλάκιά τους με σημαντική ποικιλία χρηματοοικονομικών τίτλων (π.χ. μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικά σχέδια με απόδοση που δεν είναι εγγυημένη, αλλά εξαρτάται από τις κινήσεις της αγοράς, ενυπόθηκα δάνεια, πιστωτικές κάρτες, πιστωτικά όρια έναντι ακίνητης περιουσίας), αυξάνοντας ταυτόχρονα και την έκθεσή τους σε κίνδυνο.

Βασική αιτία για τον εμπλουτισμό των χαρτοφυλακίων ήταν και είναι η ραγδαία εισαγωγή καινοτομιών στο χρηματοπιστωτικό τομέα, συνδυαζόμενη με το τεράστιο δημογραφικό πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι περισσότερες από τις προηγμένες χώρες. Το πρόβλημα συνίσταται στην αύξηση του αριθμού των συνταξιούχων σε σχέση με τους εργαζομένους που θα χρηματοδοτήσουν τις συντάξεις μέσω των εισφορών τους στο κρατικό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης.

* Η εργασία βασίζεται σε ομιλία που προετοίμασε ο συγγραφέας για το συνέδριο της Τράπεζας της Ελλάδος σχετικά με την κατοικία και την ακίνητη περιουσία (Αθήνα, 2 Δεκ. 2011). Ευχαριστίες στον Jian Li για τη βοήθειά του στην ανάλυση στοιχείων, στους διοργανωτές και τους συμμετασχόντες στο συνέδριο για τα σχόλιά τους, στους Θεόδωρο Μητράκο και Γιώργο Συμιγιάννη για επιμέλεια και χρήσιμα σχόλια και ιδίως στους Δημήτρη Γεωργαράκο και Δημήτρη Χριστέλη για εποικοδομητική συνεργασία και πολλές συζητήσεις σχετικά με διεθνείς συγκρίσεις στο πλαίσιο της πρόσφατης έρευνητικής συνεργασίας τους με το συγγραφέα. Η ευθύνη για οποιαδήποτε λάθη βαρύνει το συγγραφέα. Το άρθρο απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκη της ΤτΕ.

λίσης. Η ανεπάρκεια των συντάξεων που μπορούν να χρηματοδοτηθούν με αυτόν τον τρόπο ουσιαστικά επιβάλλει στα νοικοκυριά να αποταμιεύουν ώστε να μπορούν να συμπληρώνουν τις αναμενόμενες χαμηλές συντάξεις. Πολλές κυβερνήσεις, που έχουν συνειδητοποιήσει το πρόβλημα, ενθαρρύνουν τη συμμετοχή σε ιδιωτικά προγράμματα αποταμίευσης για την τρίτη ηλικία (π.χ. individual retirement accounts), προσφέροντας όχι μόνο πληροφορίες και γνώσεις αλλά και φορολογικές απαλλαγές για εισφορές σε τέτοια προγράμματα και μετατόπιση της φορολόγησης από το παρόν στο χρόνο λήψης της σύνταξης.

Ενόψει του αυξημένου ενδιαφέροντος των πολιτών και της ενθάρρυνσης της πολιτείας, ο χρηματοπιστωτικός τομέας προσφέρει όλο και μεγαλύτερη ποικιλία προϊόντων για αποταμίευση αλλά και για δανεισμό, παρέχοντας μεν ευκαιρίες στα νοικοκυριά αλλά ταυτόχρονα περιπλέκοντας τις επιλογές τους. Απτά παραδείγματα είναι διάφορα συνταξιοδοτικά προγράμματα, τύποι υποθηκών για απόκτηση ακίνητης περιουσίας, καθώς και δυνατότητες εξασφάλισης ρευστών πόρων για χρηματοδότηση της κατανάλωσης έναντι ακίνητης περιουσίας χωρίς να χρειάζεται να πωληθεί η περιουσία αυτή.

Η μεταφορά ευθύνης από το κράτος στα νοικοκυριά για τη χρηματοδότηση των δαπανών διαβίωσης των ηλικιωμένων, αλλά και η σημαντική αύξηση της δυνατότητας (και δυσκολίας) επιλογής χρηματοοικονομικών προϊόντων, συντέιναν στη δημιουργία μεγάλων διαφορών ως προς το επίπεδο και τη σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών διαφορετικών δημογραφικών ομάδων, τόσο μέσα σε μια χώρα όσο και διεθνώς. Με την ανάπτυξη μεγάλων βάσεων δεδομένων και των δυνατοτήτων για διεθνείς συγκρίσεις, οι ερευνητές είναι πλέον σε θέση να εντοπίζουν και να μελετούν τέτοιες διαφορές ως προς τα περιουσιακά στοιχεία και τα δάνεια των νοικοκυριών, συμπεριλαμβανομένων αυτών που σχετίζονται με την ακίνητη περιουσία.

Τα ακίνητα παραμένουν το μεγαλύτερο περιουσιακό στοιχείο των περισσότερων νοικοκυριών σχεδόν σε όλες τις χώρες. Ο όγκος και η περιορισμένη ρευστότητα των επενδύσεων σε ακίνητα τα καθιστούν ιδιαίτερος σημαντικά για το συνολικό επίπεδο των καθαρών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών, την έκθεσή τους σε κίνδυνο, το βαθμό στον οποίο μπορούν να καλύψουν τις ανάγκες τους μετά τη συνταξιοδότηση και το κατά πόσον είναι σε θέση να μεταβιβάσουν πλούτο στις ερχόμενες γενεές. Ο συνδυασμός τους με άλλα περιουσιακά στοιχεία, καθώς και το ποσοστό κατά το οποίο είναι υποθηκευμένα, αποτελούν πλέον βασικά ερωτήματα για τη σύγχρονη επιστημονική έρευνα και για το σχεδιασμό οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής.

Η μελέτη αυτή αξιοποιεί πρόσφατα, διεθνώς συγκρίσιμα δεδομένα για τα περιουσιακά στοιχεία και δάνεια των νοικοκυριών με μέλη ώριμης ηλικίας (50+) σε αρκετές χώρες της Ευρώπης και στις ΗΠΑ, ώστε να καταδείξει το σημαντικό ρόλο που παίζουν τα ακίνητα, τόσο ως μέρος του καθαρού πλούτου των νοικοκυριών όσο και ως καθοριστικό στοιχείο για τις επιπτώσεις των πολιτικών λιτότητας που ακολουθούνται στο πλαίσιο της πρόσφατης δημοσιονομικής κρίσης του Ευρωπαϊκού Νότου. Οι διαφορές, κυρίως όσον αφορά την ακίνητη περιουσία και τα δάνεια

που τη χρηματοδοτούν, ανάμεσα σε νότιες και βόρειες ευρωπαϊκές χώρες, αλλά και ανάμεσα στα νοικοκυριά της Ευρώπης και των ΗΠΑ με ώριμης ηλικίας μέλη είναι ιδιαίτερα σημαντικές. Η δυνατότητα είσπραξης φόρων που βασίζονται στην ακίνητη περιουσία εξαρτάται από το μέγεθος των ρευστών περιουσιακών στοιχείων που διαθέτουν τα νοικοκυριά. Αυτή η εξάρτηση είναι ακόμη μεγαλύτερη σε περιόδους κατά τις οποίες η ρευστότητα των νοικοκυριών συμπιέζεται από μειώσεις μισθών και καταστάσεις ανεργίας ή μειωμένης απασχόλησης.

Η σημασία των στοιχείων αυτών για τη χάραξη οικονομικής πολιτικής γίνεται ακόμη μεγαλύτερη όταν η εν λόγω πολιτική διαμορφώνεται όλο και πιο έντονα σε ευρωπαϊκό επίπεδο, πιθανόν στη βάση διαφορετικών εμπειριών από άλλες χώρες ως προς τα περιουσιακά στοιχεία νοικοκυριών με ώριμα μέλη, αλλά και εξαιτίας εσφαλμένων αντιλήψεων για τη φύση αυτών των στοιχείων στην Ελλάδα ή σε άλλες χώρες του Νότου. Άγνοια των εν λόγω διαφορών προκαλεί στην καλύτερη περίπτωση παρεξηγήσεις ανάμεσα σε δανειζομένους και δανειστές, ενώ στη χειρότερη επιβαρύνει με τεράστιο κόστος ευπαθείς κοινωνικές ομάδες των νοτιοευρωπαϊκών χωρών, κάτι που μπορεί να τις οδηγήσει σε μαζικές βεβιασμένες πωλήσεις ακινήτων ή σε χρεοκοπία.

Το δεύτερο μέρος της μελέτης περιγράφει τη φύση των νέων στατιστικών δεδομένων, ενώ το τρίτο παρουσιάζει διεθνείς συγκρίσεις ως προς το επίπεδο και τη ρευστότητα του πλούτου των νοικοκυριών σε διάφορα σημεία της κατανομής του καθαρού πλούτου (πλουσιότερα και λιγότερο πλούσια νοικοκυριά σε διάφορες χώρες). Το τέταρτο μέρος αναφέρεται στα αποτελέσματα μιας πρόσφατης συγκριτικής μελέτης, που χρησιμοποιεί σύγχρονες στατιστικές μεθόδους ώστε να απομονώσει τις διαφορές περιουσιακών στοιχείων και δανείων που οφείλονται σε διαφορές πληθυσμιακών χαρακτηριστικών και να συγκρίνει έτσι τη συμπεριφορά παρόμοιων νοικοκυριών σε διάφορες χώρες της Ευρώπης και στις ΗΠΑ. Στο πέμπτο μέρος παρατίθενται συμπεράσματα.

2 Τα στατιστικά δεδομένα για τη μελέτη περιουσιακών στοιχείων και δανείων

2.1 Η φύση των δεδομένων

Πριν εξεταστεί τι δείχνουν τα διεθνή δεδομένα ως προς τα περιουσιακά στοιχεία και τα δάνεια των νοικοκυριών σε διαφορετικές χώρες, αξίζει να γίνει σύντομη αναφορά στη φύση των προς ανάλυση δεδομένων. Πώς μπορεί να συγκριθεί η σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών διαφόρων δημογραφικών ομάδων και χωρών; Αν και είναι εφικτή η χρήση μακροοικονομικών χρονοσειρών ως προς το συνολικό μέγεθος της ακίνητης περιουσίας των νοικοκυριών και των επενδύσεων σε μετοχές ή αμοιβαία κεφάλαια, καθώς και για το συνολικό ύψος των υποθηκών και των χρεών μέσω πιστωτικών καρτών, μια ανάλυση μακροοικονομικών δεδομένων δεν αντικατοπτρίζει τις διαφοροποιήσεις και την ετερογένεια των νοικοκυριών.

Συγκεκριμένα, τα μακροοικονομικά στοιχεία δεν μπορούν να καταδείξουν τις διαφοροποιήσεις μεταξύ των νοικοκυριών ως προς την τάση τους να κατέχουν συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία ή δάνεια και ως προς τα μεγέθη αυτών. Δεν επιτρέπουν μελέτη της συσχέτισης ανάμεσα σε χαρακτηριστικά του νοικοκυριού και σε περιουσιακά στοιχεία, καθώς και του βαθμού στον οποίο διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία και δάνεια συνυπάρχουν στο χαρτοφυλάκιο κάποιου νοικοκυριού. Η ετερογένεια και οι σχέσεις αυτές μπορούν να αναλυθούν μόνο με τη χρήση μικροοικονομικών στοιχείων που συλλέγονται σε επίπεδο νοικοκυριών ή κάποτε και ατόμων, αν το καθεστώς ιδιοκτησίας και η μορφή των δεδομένων επιτρέπουν τη συσχέτιση περιουσιακών στοιχείων με συγκεκριμένο μέλος του νοικοκυριού.

Η συλλογή μικροοικονομικών δεδομένων που περιγράφουν τη γενική εικόνα των χαρτοφυλακίων των νοικοκυριών σε μια χώρα απαιτεί τη διεξαγωγή μεγάλης δημοσκοπικής έρευνας με προσεκτικό καθορισμό του δείγματος των νοικοκυριών ώστε να αντιμετωπιστεί πληθώρα στατιστικών προβλημάτων που μπορούν κατόπιν να δυσχεράνουν την οικονομετρική ανάλυση. Ένα σημαντικό πρόβλημα, καθώς εξετάζονται εδώ τα περιουσιακά στοιχεία, είναι η απροθυμία κάποιων νοικοκυριών να τα δηλώσουν. Άλλο πρόβλημα προκύπτει από το γεγονός ότι ο πλούτος είναι αρκετά συγκεντρωμένος σε σχετικά μικρό αριθμό νοικοκυριών. Στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, περίπου το ένα τρίτο του πλούτου των νοικοκυριών ανήκει στο πλουσιότερο 1% του πληθυσμού, ενώ το επόμενο ένα τρίτο στο 9% του πληθυσμού. Ο μικρός αριθμός “πλουσίων” σημαίνει ότι μια τυχαία δειγματοληπτική έρευνα θα περιέχει πολύ λίγα νοικοκυριά αυτής της κατηγορίας και ότι τα αποτελέσματα μπορεί να είναι πολύ ευαίσθητα ως προς το ποια ακριβώς πλούσια νοικοκυριά περιλαμβάνονται στο δείγμα.

Αν και υπάρχουν τρόποι αντιμετώπισης αυτών των προβλημάτων, ο σχεδιασμός μιας δειγματοληπτικής έρευνας περιουσιακών στοιχείων και η συλλογή και προκαταρκτική επεξεργασία των δεδομένων κοστίζουν και χρήμα (που συνήθως υπερβαίνει το ένα εκατομμύριο ευρώ για μια σοβαρή έρευνα του συνολικού πληθυσμού) και χρόνο, επειδή χρειάζονται περίπου δύο χρόνια για συλλογή, “καθαρισμό” και συμπλήρωση των ελλιπών δεδομένων με σύγχρονες στατιστικές μεθόδους. Η πραγματοποίηση διεθνών συγκρίσεων δημιουργεί επιπρόσθετες προκλήσεις, π.χ. ως προς τη συγκρισιμότητα των ερωτηματολογίων και του στατιστικού σχεδιασμού της έρευνας σε διάφορες χώρες, το συγχρονισμό διεξαγωγής της έρευνας, την εξασφάλιση πρόσβασης σε στοιχεία χωρών με διαφορές ως προς το νομοθετικό πλαίσιο προστασίας ατομικών δεδομένων και πολλά άλλα.

2.2 Οι νέες βάσεις δεδομένων

Λόγω αυτών των δυσκολιών, δεν είναι περίεργο ότι ήταν μέχρι πριν από λίγο καιρό αδύνατον να γίνουν διεθνείς συγκρίσεις ικανού αριθμού χωρών με βάση μικροοικονομικά δεδομένα για τα περιουσιακά στοιχεία των νοικοκυριών. Από τα μέσα της δεκαετίας του 2000, όμως, άρχισαν να συλλέγονται υψηλής ποιότητας, διεθνώς συγκρίσιμα στοιχεία για νοικοκυριά με

ηλικία 50 ετών και άνω του προσώπου που διαχειρίζεται και ομιλεί για τα οικονομικά του νοικοκυριού. Τέτοιου είδους δεδομένα, τα οποία θα αξιοποιηθούν και στην παρούσα μελέτη, επιτρέπουν να συγκριθεί ο καθαρός πλούτος των ωριμότερων σε ηλικία νοικοκυριών ανάμεσα σε διάφορες χώρες.

Για την Ευρώπη, η βάση δεδομένων που αξιοποιείται στην παρούσα μελέτη ονομάζεται SHARE (Survey of Health and Retirement in Europe). Χρησιμοποιούνται τα πρώτα στοιχεία που συλλέχθηκαν, τα οποία αναφέρονται στο 2004/5 καλύπτοντας 11 χώρες, καθώς και η δεύτερη δέσμη στοιχείων, που αναφέρονται στο 2006-7, δηλαδή λίγο πριν από την κρίση δανείων στις ΗΠΑ και τη δημοσιονομική κρίση στην Ευρώπη. Όταν γίνει αναφορά στις ΗΠΑ, θα χρησιμοποιηθούν στοιχεία από τη βάση δεδομένων HRS (Health and Retirement Study), που είναι ευθέως συγκρίσιμα, καθώς η SHARE χρησιμοποίησε την HRS ως πρότυπο. Τα στοιχεία από την Αγγλία (και όχι από όλο το Ηνωμένο Βασίλειο) αναφέρονται στο 2004 και προέρχονται από τη βάση δεδομένων ELSA (English Longitudinal Survey on Ageing), που επίσης ακολούθησε το πρότυπο της HRS. Όλα τα στοιχεία εκφράζονται σε κοινό νόμισμα και είναι προσαρμοσμένα ώστε να αντιπροσωπεύουν την ίδια αγοραστική αξία άσχετα με τη χώρα στην οποία αναφέρονται.

Τα νοικοκυριά των ηλικιών 50 και άνω κατέχουν τη συντριπτική πλειονότητα των περιουσιακών στοιχείων του πληθυσμού μιας χώρας, λόγω της προχωρημένης φάσης του κύκλου ζωής στην οποία βρίσκονται. Αν και η παράλειψη των νεότερων νοικοκυριών από τη συλλογή δεδομένων δεν μειώνει ουσιαστικά τη δυνατότητα του συγγραφέα να περιγράψει και να αναλύσει τη διακράτηση περιουσιακών στοιχείων, πρέπει να επισημανθεί ότι, με την παράλειψη αυτή, η εικόνα των δανείων σε μια χώρα είναι ελλιπής, καθώς τα νεότερα νοικοκυριά αναπτύσσουν τη μεγαλύτερη δραστηριότητα σε αυτόν τον τομέα.¹ Είναι, ωστόσο, εφικτό να εξεταστεί ο βαθμός στον οποίο τα μεγαλύτερα σε ηλικία νοικοκυριά έχουν εξοφλήσει τα ενυπόθηκα και άλλα δάνεια που έχουν λάβει, καθώς πλησιάζουν τη συνταξιοδότηση. Οι διεθνείς διαφορές σ' αυτόν τον τομέα είναι εντυπωσιακές.

Οι βάσεις δεδομένων επιτρέπουν επιλογή των κριτηρίων σύγκρισης. Μπορούν να συγκριθούν νοικοκυριά που βρίσκονται στην ίδια κατάταξη ως προς την κατανομή πλούτου, αλλά σε διαφορετικές χώρες. Η σύγκριση μπορεί επίσης να βασιστεί στην κατανομή αξίας του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου που μελετάται (π.χ. η πρώτη κατοικία ή το δάνειο απόκτησής της). Οι όποιες συστηματικές σχέσεις υπάρχουν ανάμεσα στα περιουσιακά στοιχεία και δάνεια και στα βασικά χαρακτηριστικά των νοικοκυριών (π.χ. δημογραφικά, επίπεδο εκπαίδευσης, κατάσταση υγείας) μπορούν επίσης να ληφθούν υπόψη, ώστε οι συγκρίσεις να γίνονται ανάμεσα σε παρόμοια νοικοκυριά που βρίσκονται σε διαφορετικές χώρες.

¹ Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα συντονίζει τη συλλογή στοιχείων από όλες τις χώρες της ευρωζώνης για τα περιουσιακά στοιχεία και τα δάνεια των νοικοκυριών όλων των ηλικιών. Τα στοιχεία προβλέπεται να είναι διαθέσιμα στους ερευνητές στο πρώτο ήμισυ του 2013.

Είναι η ακίνητη περιουσία προνόμιο των πλουσίων σε όλες τις χώρες ή μόνο σε κάποιες από αυτές; Είναι οι φτωχότεροι υπερχρεωμένοι στις μεγάλες ηλικίες; Πώς συγκρίνονται τα ώριμα ελληνικά νοικοκυριά με τα γερμανικά, τα ισπανικά ή τα ιταλικά που βρίσκονται σε αντίστοιχο σημείο της κατανομής πλούτου μ' αυτά; Η απάντηση στα εν λόγω ερωτήματα δεν έχει μόνο επιστημονικό ενδιαφέρον αλλά και ζωτική σημασία για τη χάραξη οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής, ιδίως μέσα σε μια δημοσιονομική κρίση, όπως αυτή που διέρχεται ο Ευρωπαϊκός Νότος.

3 Η σημασία των ακινήτων για τον καθαρό πλούτο των νοικοκυριών διεθνώς

Ο καθαρός πλούτος των νοικοκυριών είναι η συνολική αξία όλων των περιουσιακών τους στοιχείων, από καταθέσεις, μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια μέχρι κατοικίες και ιδιωτικές επιχειρήσεις, αφού αφαιρεθούν τα ποσά τα οποία οφείλουν νοικοκυριά για την εξόφληση των διαφορών δανείων που έχουν λάβει (από καταναλωτικά δάνεια και πιστωτικές κάρτες μέχρι ενυπόθηκα δάνεια).² Είναι σαφές ότι ο καθαρός πλούτος είναι διακριτός ως έννοια από το εισόδημα ενός νοικοκυριού, επειδή αναφέρεται σε συσσωρευμένα περιουσιακά στοιχεία και όχι σε ροή εισοδημάτων ανά έτος. Έτσι, δεν είναι αυτονόητο ότι τα νοικοκυριά με μεγαλύτερο εισόδημα θα έχουν και μεγαλύτερο πλούτο. Ο καθαρός πλούτος μπορεί να είναι μηδενικός ή και αρνητικός για επιμέρους στοιχεία ή και για το σύνολο, όταν τα ρευστά και μη ρευστά περιουσιακά στοιχεία του νοικοκυριού δεν επαρκούν για να αποπληρώσει τα υφιστάμενα χρέη του. Το πρόσφατο παράδειγμα νοικοκυριών στις ΗΠΑ με χρέος σε στεγαστικά δάνεια μεγαλύτερο από την αξία του υποθηκευμένου ακινήτου (negative equity) είναι ενδεικτικό.

Ο Πίνακας 1, στις πρώτες τρεις στήλες του, παρουσιάζει τα επίπεδα του καθαρού πλούτου νοικοκυριών σε διαφορετικά σημεία της κατανομής του πλούτου αυτού. Τα νοικοκυριά στο δείγμα κάθε χώρας κατατάσσονται ανάλογα με το μέγεθος του καθαρού τους πλούτου, όπως αυτός υπολογίζεται από τα στοιχεία που παρέχουν. Η στήλη με την ένδειξη “25” παρουσιάζει τα δεδομένα του νοικοκυριού που βρίσκεται στο 25% της κατανομής, δηλαδή ενός νοικοκυριού με καθαρό πλούτο μεγαλύτερο από εκείνον του 25% του πληθυσμού των ώριμων νοικοκυριών (ηλικίας 50+) και μικρότερο από τον πλούτο του 75% αυτού του πληθυσμού στη συγκεκριμένη χώρα και χρονική στιγμή.³ Όλα τα στοιχεία αντιστοιχούν σε χιλιάδες ευρώ του 2005 και λαμβάνουν υπόψη διαφορές ως προς αγοραστική αξία του χρήματος ανάμεσα σε χώρες, ώστε να είναι κατά το δυνατόν συγκρίσιμα διεθνώς.

² Αν και ορισμένοι ερευνητές περιλαμβάνουν στον υπολογισμό του καθαρού πλούτου και την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών συντάξεων, στην παρούσα μελέτη δεν επιχειρείται κάτι τέτοιο, διότι τα στοιχεία που διαθέτει ο συγγραφέας θα απαιτούσαν αρκετές αυθαίρετες υποθέσεις, που θα μπορούσαν να επηρεάσουν το αποτέλεσμα.

³ Η αντίστοιχη στήλη με την ένδειξη 50 αναφέρεται στο νοικοκυριό που βρίσκεται ακριβώς στο μέσον της κατανομής του καθαρού πλούτου, ενώ η στήλη 75 αναφέρεται στο νοικοκυριό που είναι πλουσιότερο από ό,τι το 75% του σχετικού πληθυσμού.

Πίνακας 1

Ο καθαρός πλούτος των νοικοκυριών
Στοιχεία SHARE, 2006-7
(Χιλιάδες ευρώ του 2005 προσαρμοσμένα για διαφορές ως προς την αγοραστική αξία)

	Καθαρός πλούτος			Καθαρή αξία κατοικίας			Καθαρή ακίνητη περιουσία		
	25	50	75	25	50	75	25	50	75
Αυστρία	30,5	130,5	252,2	2,0	79,2	205,6	2,0	79,2	205,6
Γερμανία	21,0	136,2	287,5	0,0	95,3	219,3	0,0	95,3	219,3
Σουηδία	39,6	135,3	292,0	0,0	76,0	213,7	0,0	87,0	213,7
Ολλανδία	14,0	170,5	335,2	0,0	125,6	261,6	0,0	125,6	274,4
Ισπανία	124,4	228,6	419,8	114,2	207,3	286,6	114,2	207,3	305,6
Ιταλία	69,8	190,3	347,8	57,7	157,6	295,2	57,7	171,1	295,2
Γαλλία	91,0	234,3	433,4	32,7	200,3	310,7	32,7	211,8	357,5
Δανία	41,5	157,8	337,9	22,0	92,3	151,2	22,0	108,1	206,4
Ελλάδα	65,3	132,0	245,3	53,5	114,0	189,5	59,4	124,6	209,7
Ελβετία	53,4	206,9	454,4	10,1	117,4	208,3	19,4	117,4	396,2
Βέλγιο	122,6	244,5	413,3	83,2	229,8	304,6	93,2	229,8	304,6

Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα με χρήση των πρωτογενών στοιχείων.

Από την επικέντρωση, κατ' αρχάς, στις στήλες που φέρουν τον τίτλο "50", δηλαδή στα ώριμα νοικοκυριά που βρίσκονται ακριβώς στο μέσον της κατανομής του καθαρού πλούτου, προκύπτει ότι τα νοικοκυριά στις "πλούσιες" χώρες του Βορρά δεν έχουν κατ' ανάγκην το μεγαλύτερο καθαρό πλούτο. Αντίθετα, μάλιστα, τα ώριμα νοικοκυριά σε νότιες χώρες όπως η Ισπανία, η Ιταλία και η Ελλάδα έχουν μεγαλύτερο ή συγκρίσιμο καθαρό πλούτο στο μέσον της κατανομής σε σχέση με αυτόν που έχουν τα ώριμα νοικοκυριά της Γερμανίας και της Αυστρίας που βρίσκονται στο αντίστοιχο σημείο της κατανομής πλούτου των χωρών τους. Για παράδειγμα, το ελληνικό νοικοκυριό άνω των 50 που βρίσκεται στο μέσον της κατανομής του καθαρού πλούτου στην Ελλάδα διαθέτει γύρω στις 132.000 ευρώ σε καθαρά περιουσιακά στοιχεία, σε σύγκριση με 136.000 ευρώ του αντίστοιχου νοικοκυριού στη Γερμανία και 130.000 στην Αυστρία.

Η αρχική αυτή εντύπωση επιτείνεται αν εξεταστούν φτωχότερα νοικοκυριά. Το ώριμο ελληνικό νοικοκυριό που έχει μεγαλύτερο καθαρό πλούτο από το 25% των νοικοκυριών αυτών στην Ελλάδα διαθέτει καθαρά περιουσιακά στοιχεία αξίας περίπου 65.000 ευρώ, ενώ το αντίστοιχο γερμανικό μόνον 21.000 ευρώ. Η Ιταλία παρουσιάζει παρόμοια εικόνα, ενώ στην Ισπανία ο καθαρός πλούτος σ' αυτό το σημείο της κατανομής είναι περίπου εξαπλάσιος από αυτόν στη Γερμανία. Πλούσιες σε εισοδήματα χώρες, όπως η Ελβετία, η Σουηδία και η Ολλανδία, δεν συγκρίνονται με τις προβληματικές χώρες του Νότου σ' αυτό το σημείο της κατανομής (δηλαδή υστερούν από αυτές)!

Η εικόνα στα πιο εύπορα νοικοκυριά, που είναι πλουσιότερα από το 75% της ηλικιακής αυτής κατηγορίας, είναι λιγότερο παράδοξη, αλλά ακόμη και εκεί τα γερμανικά νοικοκυριά βρίσκονται μόνο λίγο επάνω από την Ελλάδα και πολύ κάτω από τον καθαρό πλούτο των αντίστοιχων νοικοκυριών στην Ισπανία και την Ιταλία.

Το κλειδί γι' αυτά τα απροσδόκητα αποτελέσματα είναι οι διαφορές ως προς την ιδιοκτησία ακινήτων μεταξύ νότιων και βόρειων χωρών. Στις νότιες χώρες, τα νοικοκυριά αυτών των ηλικιών δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στην απόκτηση ακίνητης περιουσίας, π.χ. για την περίοδο γήρανσής τους ή για τους απογόνους τους. Αυτό αποτυπώνεται στις επόμενες τρεις στήλες του Πίνακα 1, που δείχνουν την καθαρή αξία της κύριας κατοικίας. Παρατηρείται ότι αυτό το ποσόν αποτελεί σχεδόν το σύνολο του καθαρού πλούτου των φτωχότερων νοικοκυριών στις νότιες χώρες και το συντριπτικά μεγαλύτερο μέρος του καθαρού πλούτου των πλουσιότερων νοικοκυριών. Για παράδειγμα, το ελληνικό νοικοκυριό στο 25% της κατανομής έχει καθαρή αξία πρώτης κατοικίας ίση με 53.500 ευρώ, σε σύνολο καθαρού πλούτου 65.300 ευρώ. Αντίθετα, το γερμανικό νοικοκυριό στην αντίστοιχη θέση της κατανομής καθαρού πλούτου δεν διαθέτει κύρια κατοικία.

Με τη μετακίνηση στο μέσον της κατανομής (στήλη “50”), παρατηρείται ότι και το ελληνικό και το γερμανικό νοικοκυριό διαθέτουν πρώτη κατοικία, αλλά το ελληνικό νοικοκυριό έχει επενδύσει μεγαλύτερο ποσό σε αυτήν (114.000, σε σύγκριση με 95.300 ευρώ του γερμανικού). Όμως, στο ανώτερο σημείο της κατανομής το γερμανικό νοικοκυριό έχει επενδύσει μεγαλύτερο ποσό σε κατοικία (219.300, έναντι 189.500 ευρώ του ελληνικού). Παρατηρείται επίσης ότι αυτά τα συμπεράσματα ισχύουν και για τα αντίστοιχα ιταλικά και ισπανικά νοικοκυριά, συνθέτοντας μια εικόνα του Ευρωπαϊκού Νότου που διαφέρει από αυτήν του Βορρά, με κύριο άξονα την ιδιοκατοίκηση.

Οι επόμενες τρεις στήλες (“25, 50, 75”) του πίνακα παρουσιάζουν την καθαρή ακίνητη περιουσία των νοικοκυριών στα τρία αυτά σημεία της κατανομής του καθαρού πλούτου, συμπεριλαμβανομένων άλλων κατοικιών και ακινήτων. Η εικόνα δεν αλλάζει ιδιαίτερα. Ακόμη και στο κατώτερο μέρος της κατανομής, τα νότια νοικοκυριά κάποτε έχουν επιπρόσθετη ακίνητη περιουσία πέραν της πρώτης κατοικίας και αυτό τείνει να οξύνει τις διαφορές τους από τα αντίστοιχα νοικοκυριά του Βορρά.

Μια δεύτερη διαφορά Βορρά και Νότου παρατηρείται στον Πίνακα 2, με βάση τις στήλες που αναφέρονται στα στεγαστικά δάνεια που τυχόν χρηματοδοτούν την πρώτη κατοικία και ειδικά στο ποσό που το ώριμο νοικοκυριό δεν έχει ακόμη εξοφλήσει. Βόρειες χώρες με μεγάλα εισοδήματα, όπως η Γερμανία, η Ολλανδία, η Σουηδία, η Δανία και η Ελβετία, παρουσιάζουν μεγάλα ανεξόφλητα ποσά σε στεγαστικά δάνεια πρώτης κατοικίας, σε ηλικίες που οι αντίστοιχοι Νότιοι έχουν ήδη εξοφλήσει τα συναφή ενυπόθηκα δάνεια.⁴

⁴ Τα μηδενικά ποσά στο χαμηλότερο μέρος της κατανομής πλούτου των βόρειων χωρών δεν ανατρέπουν αυτό το συμπέρασμα, διότι οφείλονται στην απουσία ιδιόκτητης πρώτης κατοικίας και όχι στην εξόφληση του δανείου απόκτησής της.

Πίνακας 2

Αξία πρώτης κατοικίας και στεγαστικών δανείων των νοικοκυριών
Στοιχεία SHARE, 2006-7
(Χιλιάδες Ευρώ του 2005 προσαρμοσμένα για διαφορές ως προς την αγοραστική αξία)

	Καθαρός πλούτος			Αξία πρώτης κατοικίας			Οφειλόμενο ποσό στεγαστικού			Καθαρή αξία πρώτης κατοικίας		
	25	50	75	25	50	75	25	50	75	25	50	75
Αυστρία	30,5	130,5	252,2	2,0	79,2	205,6	0,0	0,0	0,0	2,0	79,2	205,6
Γερμανία	21,0	136,2	287,5	0,0	111,1	231,0	0,0	11,8	11,8	0,0	95,3	219,3
Σουηδία	39,6	135,3	292,0	0,0	85,3	245,2	0,0	31,5	31,5	0,0	87,0	213,7
Ολλανδία	14,0	170,5	335,2	0,0	170,3	286,5	0,0	24,9	24,9	0,0	125,6	274,4
Ισπανία	124,4	228,6	419,8	124,8	207,3	286,6	10,6	0,0	0,0	114,2	207,3	305,6
Ιταλία	69,8	190,3	347,8	57,7	176,8	295,2	0,0	0,0	0,0	57,7	171,1	295,2
Γαλλία	91,0	234,3	433,4	32,7	200,3	320,5	0,0	9,7	9,7	32,7	211,8	357,5
Δανία	41,5	157,8	337,9	22,0	131,8	187,2	0,0	36,0	36,0	22,0	108,1	206,4
Ελλάδα	65,3	132,0	245,3	57,0	114,0	189,5	3,5	0,0	0,0	59,4	124,6	209,7
Ελβετία	53,4	206,9	454,4	47,4	205,6	328,7	37,3	120,4	120,4	19,4	117,4	396,2
Βέλγιο	122,6	244,5	413,3	95,6	229,8	307,5	12,4	2,9	2,9	93,2	229,8	304,6

Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα με χρήση των πρωτογενών στοιχείων.

Η διαφορά αυτή ως προς τη δανειακή συμπεριφορά μπορεί να έχει πολλές αιτίες. Για παράδειγμα, μπορεί να οφείλεται εν μέρει σε μεγαλύτερη τάση των Νοτίων να κληροδοτούν ή γενικότερα να δωρίζουν κατοικίες στα παιδιά τους. Μπορεί επίσης να οφείλεται σε μεγαλύτερη κινητικότητα των Βορειοευρωπαίων, που εκδηλώνεται εν μέρει με αναβάθμιση της πρώτης κατοικίας (π.χ. μετακόμιση σε ακριβότερη κατοικία, με δανεισμό τον οποίο αυτή η αλλαγή συνεπάγεται). Μπορεί, τέλος, να αντικατοπτρίζει μια πιο ανεπτυγμένη αγορά δανείων στο Βορρά⁵ ή ακόμη και απλώς τη φύση των δανείων. Για παράδειγμα, ένας διαδεδομένος τύπος στεγαστικών δανείων στις βόρειες χώρες επιτρέπει τη μη εξόφληση του κεφαλαίου μέχρι τη λήξη του δανείου, με πληρωμή κυρίως τόκων κατά τη διάρκειά του.

Οι συγκρίσεις του καθαρού πλούτου, η επισήμανση της μεγαλύτερης τάσης των Νοτιοευρωπαίων να έχουν ιδιόκτητη πρώτη κατοικία, καθώς και της τάσης να μη ξεπερνούν τα 50 τους χρόνια με ανοικτά ενυπόθηκα δάνεια αντιβαίνουν πλήρως στη διαμορφωμένη εντύπωση σε πολλές βορειοευρωπαϊκές χώρες, ότι δηλαδή οι Νότιοι είναι υπερχρεωμένοι, άσωτοι και απρόσεκτοι στα οικονομικά τους. Αυτή η εντύπωση οφείλεται στην ταύτιση της οικονομικής δια-

⁵ Όσον αφορά την Ελλάδα, η έλλειψη υποχρεώσεων από στεγαστικά δάνεια για την 'ώριμη' ηλικία το 2006/07 μπορεί σε κάποιο βαθμό να αντανάκλα και το ότι ήταν σχετικά πιο πρόσφατη η απελευθέρωση του τραπεζικού της συστήματος και της στεγαστικής πίστης.

χείρισης του Δημοσίου με αυτή των ιδιωτικών νοικοκυριών στις νότιες χώρες, που όμως δεν στηρίζεται από τα νέα στατιστικά στοιχεία που παρουσιάζονται στην παρούσα μελέτη.⁶

Μια σημαντική πρόσθετη διαφορά των Νοτιοευρωπαίων με τους Βορειοευρωπαίους σχετίζεται με το μέρος του καθαρού πλούτου που δεν αφορά ακίνητη περιουσία (Πίνακας 1, ως συγκριθεί η τρίτη με την πρώτη τριάδα στηλών). Για τα περισσότερα νοικοκυριά, το ποσόν αυτό αντιπροσωπεύει κυρίως ρευστά περιουσιακά στοιχεία (από καταθέσεις μέχρι μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια)⁷ και τείνει να είναι σημαντικά μικρότερο για τους Νοτιοευρωπαίους. Για παράδειγμα, ο Έλληνας στο 25% της κατανομής του καθαρού πλούτου διαθέτει περίπου 6.000 ευρώ επιπλέον της ακίνητης περιουσίας, ενώ ο αντίστοιχος Γερμανός διαθέτει 21.000 ευρώ. Τα ποσά των Ισπανών και Ιταλών είναι συγκρίσιμα με των Ελλήνων. Στο μέσον της κατανομής, η διαφορά ποσών Γερμανών και Ελλήνων είναι μεγαλύτερη: 7.400 ευρώ για τον Έλληνα και 40.900 ευρώ για το Γερμανό.

Συνδυαζόμενα, τα περιγραφικά αυτά στοιχεία υποδεικνύουν μια μεγαλύτερη τάση των Ελλήνων, Ισπανών και Ιταλών να έχουν ιδιόκτητη και εξοφλημένη πρώτη κατοικία, αλλά και λιγότερα ρευστά στοιχεία από ό,τι οι Γερμανοί και άλλοι Βορειοευρωπαίοι που βρίσκονται σε αντίστοιχη θέση στην κατανομή του καθαρού πλούτου και σε ώριμες ηλικιακές κατηγορίες (50+).

Προκύπτουν τουλάχιστον δύο σημαντικά ερωτήματα. Πρώτον, κατά πόσον η μεγαλύτερη τάση των Νοτίων προς ιδιοκατοίκηση οφείλεται σε διαφορές ως προς τα δημογραφικά και άλλα χαρακτηριστικά των νοικοκυριών του Νότου σε σχέση με αυτά των νοικοκυριών του Βορρά. Δεύτερον, κατά πόσον το μεγαλύτερο ενδιαφέρον των Νοτίων για ιδιοκατοίκηση εξαντλείται στο μεγαλύτερο ποσοστό της ή επεκτείνεται και σε μεγαλύτερο μέγεθος επένδυσης στην πρώτη κατοικία. Τα ίδια ερωτήματα μπορούν να διατυπωθούν και ως προς τη σύγκριση των ευρωπαϊκών νοικοκυριών με τα νοικοκυριά στις ΗΠΑ, όπου το παρατηρούμενο ποσοστό ιδιοκατοίκησης είναι ανάμεσα σε αυτό της Γερμανίας και στα ποσοστά των νότιων χωρών. Στο επόμενο μέρος εξετάζονται αυτά ακριβώς τα ερωτήματα.

4 Πόσο διαφέρει η ακίνητη περιουσία παρόμοιων νοικοκυριών διεθνώς;

Η σύγκριση των τάσεων προς ιδιοκατοίκηση και των ποσών που επενδύονται σ' αυτή διεθνώς είναι πλέον εφικτή με χρήση εξελιγμένων οικονομετρικών μεθόδων. Το μέρος αυτό παρουσιάζει κάποια σχετικά με το θέμα αποτελέσματα, που αντλούνται από την πρώτη ευρείας

⁶ Εδώ αξίζει να επισημανθεί ότι η σημαντική αύξηση των υποθηκών σε κατοικίες που παρατηρήθηκε στην Ελλάδα και σε κάποιες άλλες χώρες ανάμεσα στο 2000 και το 2008 (Claessens, Dell'Ariccia, Igan and Laeven, 2010) υποδηλώνει μεν μια προβληματική εξέλιξη στην αγορά δανείων, αλλά δεν ήταν ικανή να ανατρέψει την τεράστια διαφορά των Ελλήνων σε σχέση με τους Βορειοευρωπαίους των ώριμων ηλικιών ως προς τη λήψη στεγαστικών δανείων και τα συνολικά οφειλόμενα ποσά.

⁷ Σημαντική εξαίρεση αποτελούν πλούσια νοικοκυριά που διαθέτουν μερίδιο σε ιδιωτικές, μη εισηγμένες εταιρίες, αλλά ο αριθμός τους είναι πολύ περιορισμένος στο δείγμα του πληθυσμού ηλικίας 50+.

κλίμακας συγκριτική μελέτη περιουσιακών στοιχείων νοικοκυριών σε ευρωπαϊκές χώρες και στις ΗΠΑ (Christelis, Georgarakos and Haliassos, 2013). Η μελέτη εκείνη καλύπτει επίσης μετοχές και ιδιωτικές επιχειρήσεις και εστιάζεται στο ρόλο του οικονομικού περιβάλλοντος στις διάφορες χώρες.

4.1 Η μέθοδος σύγκρισης

Η οικονομετρική μέθοδος αφαιρεί το μέρος εκείνο των διαφορών (ως προς την τάση ιδιοκατοίκησης ή ως προς τα επενδυμένα ποσά) που μπορεί να αποδοθεί σε ορατές διαφορές χαρακτηριστικών των νοικοκυριών, ώστε να απομονώσει το υπόλοιπο, που αντιπροσωπεύει διαφορές ανάμεσα σε παρόμοια νοικοκυριά. Αυτές οι διαφορές μπορεί να οφείλονται στους θεσμούς και την πολιτική κάθε χώρας ή και σε στοιχεία της κουλτούρας της που δεν αποτυπώνονται ήδη στα ελεγχόμενα ορατά χαρακτηριστικά.⁸

Τα βασικά στοιχεία της μεθόδου είναι τα εξής. Κατ' αρχάς χρησιμοποιείται το δείγμα νοικοκυριών στη χώρα που επιλέγεται ως βάση σύγκρισης (π.χ. Γερμανία για τον ευρωπαϊκό χώρο), ώστε να εκτιμηθεί η συστηματική σχέση ανάμεσα στα χαρακτηριστικά των νοικοκυριών και στην αναλυόμενη οικονομική επιλογή (π.χ. ιδιοκατοίκηση). Η σχέση αυτή μπορεί να εκτιμηθεί είτε για την πιθανότητα ιδιοκατοίκησης (χρησιμοποιώντας το δείγμα όλων των νοικοκυριών) είτε για το ποσό που επενδύεται από ένα νοικοκυριό στην πρώτη κατοικία (χρησιμοποιώντας μόνο δεδομένα για ιδιοκτήτες).

Αφού εκτιμηθούν οι συντελεστές της σχέσης στη χώρα που είναι η βάση σύγκρισης, αντικαθίστανται τα χαρακτηριστικά των νοικοκυριών της χώρας βάσης με εκείνα της συγκρινόμενης με αυτή χώρας (π.χ. της Ελλάδος). Χρησιμοποιώντας τα χαρακτηριστικά της νότιας χώρας και τους συντελεστές της χώρας βάσης, ο ερευνητής εκτιμά στην πρώτη περίπτωση την τάση για ιδιοκατοίκηση που θα επιδείκνυαν τα νοικοκυριά της νότιας χώρας αν αντιμετώπιζαν τις συνθήκες της χώρας βάσης.

Έτσι, η παρατηρούμενη διαφορά μεταξύ Γερμανίας και Ελλάδος ως προς το ποσοστό ιδιοκατοίκησης μπορεί να διαχωριστεί σε δύο μέρη: στο μέρος που οφείλεται σε διαφορές χαρακτηριστικών των δύο πληθυσμών και στο υπόλοιπο, που χαρακτηρίζει νοικοκυριά με παρόμοια ορατά χαρακτηριστικά στις δύο χώρες. Αυτό το δεύτερο μέρος ενδιαφέρει περισσότερο, γιατί αναφέρεται στις τάσεις ή συνθήκες που επικρατούν στη νότια χώρα σε σύγκριση με αυτές που επικρατούν στη χώρα βάσης (θεσμούς, πολιτική, κουλτούρα).

Αντίστοιχη ανάλυση μπορεί να πραγματοποιηθεί και αναφορικά με το ποσόν επένδυσης σε πρώτη κατοικία, ώστε να δοθεί η δυνατότητα να διαμοιραστεί σε δύο τμήματα η διαφορά αξιών

⁸ Φυσικά, μπορεί επίσης να αντικατοπτρίζει χαρακτηριστικά που δεν έχουν ακόμη ελεγχθεί οικονομετρικά, αλλά, με βάση το σημαντικό αριθμό χαρακτηριστικών που περιλαμβάνεται ήδη στην ανάλυση, η πιθανότητα να έχουν παραλειφθεί σημαντικά ορατά χαρακτηριστικά είναι μάλλον μικρή.

σε κάθε σημείο της κατανομής: το τμήμα που προκύπτει από το ότι οι ιδιοκτήτες στις δύο χώρες είναι ανόμοιοι σε χαρακτηριστικά και το άλλο, που προκύπτει διότι παρόμοιοι ιδιοκτήτες αντιμετωπίζουν διαφορετικές συνθήκες στις δύο χώρες.

Έτσι, για να αναλυθεί η διαφορά ως προς τις επενδυμένες αξίες, στα δείγματα των δύο χωρών συμπεριλαμβάνονται μόνον όσοι διαθέτουν πρώτη κατοικία. Κατατάσσονται ανάλογα με την αξία της πρώτης κατοικίας τους (και μόνον), από το μικρότερο προς το μεγαλύτερο ιδιοκτήτη πρώτης κατοικίας σε καθεμιά από τις δύο χώρες. Μετά, υπολογίζεται η διαφορά αξίας της πρώτης κατοικίας ανάμεσα σε άτομα που βρίσκονται στο ίδιο σημείο της κατάταξης στις δύο χώρες (π.χ. η διαφορά αξίας της κατοικίας του μικρότερου ιδιοκτήτη στη Γερμανία έναντι εκείνης του μικρότερου ιδιοκτήτη στην Ελλάδα). Έτσι διαπιστώνεται σε ποια χώρα οι ιδιοκτήτες επενδύουν περισσότερα χρήματα στην κατοικία τους, σε κάθε σημείο της κατανομής των ποσών επένδυσης.

Κατόπιν, εκτιμάται οικονομετρικά η συστηματική σχέση μεταξύ χαρακτηριστικών των νοικοκυριών και αξιών της πρώτης κατοικίας στη χώρα βάσης (π.χ. Γερμανία ή ΗΠΑ), σε διάφορα σημεία της κατανομής των αξιών. Η μέθοδος εκτίμησης είναι αρκετά ευέλικτη, ώστε να επιτρέπει διαφορετική επίδραση κάποιου συγκεκριμένου χαρακτηριστικού ανάλογα με το αν πρόκειται για μικροϊδιοκτήτη ή για μεγαλοϊδιοκτήτη (γενικά, διαφορετική επίδραση για όσους βρίσκονται σε διαφορετικά σημεία της κατανομής αξιών).⁹ Τέλος, αυτοί οι εκτιμημένοι συντελεστές συνδυάζονται με τα χαρακτηριστικά ιδιοκτητών πρώτης κατοικίας στη χώρα σύγκρισης (π.χ. Ελλάδα) και εκτιμάται το ποσόν που θα είχαν επενδύσει στην πρώτη κατοικία ιδιοκτήτες με τα ελληνικά μεν χαρακτηριστικά αλλά με τις συνθήκες που επικρατούν στη χώρα βάσης.

4.2 Ο καταμερισμός των διαφορών

Η μελέτη άντλησε στοιχεία από την ίδια πηγή (SHARE) η οποία χρησιμοποιήθηκε στο προηγούμενο μέρος, καθώς και από την αμερικανική HRS και την αγγλική ELSA, που και αυτές αναφέρονται στα νοικοκυριά ηλικίας 50 και άνω, αλλά για τα έτη 2004-5, δηλαδή λίγο νωρίτερα από τα στοιχεία που παρατέθηκαν πιο πάνω.¹⁰ Άρα, ό,τι αναφέρεται σε αυτό το μέρος αφορά το 2004.

Τα ποσοστά ιδιοκατοίκησης ήταν και το 2004 πολύ διαφορετικά ανάμεσα σε Βορρά και Νότο της Ευρώπης, όπως και ανάμεσα σε κάποιες ευρωπαϊκές χώρες και τις ΗΠΑ. Το ποσοστό ανερχόταν σε 77,3% στις ΗΠΑ, 86,9% στην Ισπανία, 84,3% στην Ελλάδα, 75,1% στην Ιταλία και μόλις 51,2% στη Γερμανία. Από τις 11 ευρωπαϊκές χώρες που εξετάζει η SHARE και την

⁹ Η μέθοδος που χρησιμοποιείται είναι γνωστή στη διεθνή βιβλιογραφία ως quantile regression. Περισσότερες τεχνικές πληροφορίες για τη μέθοδο σύγκρισης παρέχονται στο Christelis, Georgarakos and Haliassos (2013).

¹⁰ Η σύγκριση τουλάχιστον των περιγραφικών στατιστικών των δύο ετών (2004 και 2007) για τη βάση δεδομένων SHARE δεν δείχνει ότι υπάρχουν σημαντικές ποιοτικές διαφορές μεταξύ των δύο ετών όσον αφορά τις συγκρίσεις που επιχειρούνται. Βεβαίως, τα αποτελέσματα που περιγράφονται σε αυτό το τμήμα αναφέρονται στο 2004-5.

Αγγλία (όχι το Ηνωμένο Βασίλειο συνολικά) που εξετάζει η ELSA, μόνο το Βέλγιο, η Ελλάδα και η Ισπανία παρουσιάζουν μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκατοίκησης από ό,τι οι ΗΠΑ.

Όταν εκτιμηθεί οικονομετρικά ο ρόλος των ορατών χαρακτηριστικών των νοικοκυριών ως προς την ιδιοκατοίκηση, διαπιστώνεται ότι τα νοικοκυριά των ΗΠΑ σε αυτές τις ηλικίες έχουν χαρακτηριστικά που συντείνουν σε μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκατοίκησης από ό,τι σε οποιαδήποτε από τις ευρωπαϊκές χώρες (και την Αγγλία) που εξετάστηκαν. Τι συμβαίνει, όμως, αν εξουδετερωθεί στατιστικά η επιρροή των διαφορών ως προς τα χαρακτηριστικά των νοικοκυριών και εκτιμηθεί το μέρος της διαφοράς που αφορά παρόμοια νοικοκυριά εγκατεστημένα σε διαφορετικές χώρες;

Τότε παρατηρείται μια σαφής διαφορά ανάμεσα στο Βορρά και στο Νότο της Ευρώπης και μια πιο ξεκάθαρη διαφορά του Ευρωπαϊκού Νότου με τις ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, τα ώριμα νοικοκυριά σε Ελλάδα, Ισπανία και Ιταλία παρουσιάζουν μεγαλύτερα ποσοστά ιδιοκατοίκησης από νοικοκυριά ανάλογων χαρακτηριστικών στις ΗΠΑ. Από την άλλη πλευρά, η Γερμανία, η Σουηδία, η Δανία, η Ολλανδία, η Αυστρία και η Ελβετία θα είχαν όλες μικρότερο ποσοστό ιδιοκατοίκησης από τις ΗΠΑ ακόμη και αν τα χαρακτηριστικά των νοικοκυριών τους δεν διέφεραν από αυτά των ΗΠΑ.¹¹

Αν εξαιρεθούν οι ΗΠΑ και επαναληφθεί η ανάλυση στο πλαίσιο μόνο της Ευρώπης, με τη Γερμανία ως χώρα βάσης, διαπιστώνεται ότι όλες οι άλλες ευρωπαϊκές χώρες (εκτός της Ελβετίας) παρουσιάζουν (στατιστικά σημαντικό) μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκατοίκησης από τη Γερμανία, είτε χρησιμοποιηθούν τα παρατηρούμενα ποσοστά είτε εξουδετερωθούν οι διαφορές που προέρχονται από τα χαρακτηριστικά των νοικοκυριών. Οι εκτιμώμενες διαφορές είναι ιδιαίτερα μεγάλες για τις τρεις χώρες του Νότου. Το συμπέρασμα είναι ότι η Ελλάδα, η Ισπανία και η Ιταλία επιδεικνύουν μεγάλα ποσοστά ιδιοκατοίκησης, είτε εξεταστούν τα παρατηρούμενα συνολικά ποσοστά είτε εκτιμηθούν τα ποσοστά που θα παρατηρούνταν αν τα ώριμα νοικοκυριά στις διάφορες χώρες ήταν όμοια μεταξύ τους.

Ας στραφεί τώρα η προσοχή στα δάνεια που χορηγούνται με υποθήκευση της πρώτης κατοικίας. Μόνον τέσσερεις χώρες της Ευρώπης παρουσίαζαν μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής σε τέτοια δάνεια από ό,τι οι ΗΠΑ στις ηλικίες αυτές το 2004-5, είτε χρησιμοποιηθούν τα παρατηρούμενα ποσοστά είτε εξουδετερωθούν οι διαφορές λόγω χαρακτηριστικών των νοικοκυριών. Καμιά από αυτές δεν είναι χώρα του Νότου.¹² Αν η σύγκριση γίνει με τη Γερμανία, τότε οι ίδιες χώρες, με την προσθήκη τώρα και της Αγγλίας (αλλά μόνον για τα παρατηρούμενα και όχι για τα προσαρμοσμένα στοιχεία), παρουσιάζουν μεγαλύτερο ποσοστό νοικοκυριών που έχουν οφειλές για δάνεια πρώτης κατοικίας. Πάλι ο Νότος απουσιάζει.

¹¹ Οι διαφορές αυτές είναι και στατιστικά σημαντικές. Εξαίρεση αποτελεί η Αγγλία, της οποίας το προσαρμοσμένο ποσοστό ιδιοκατοίκησης εκτιμάται ως μεγαλύτερο αυτού των ΗΠΑ, όπως και του Ευρωπαϊκού Νότου.

¹² Οι χώρες αυτές είναι: Σουηδία, Δανία, Ολλανδία και Ελβετία.

Παρατηρείται, λοιπόν, μια σαφής διαφορά ως προς τη συμπεριφορά του Ευρωπαϊκού Νότου σε σχέση και με τις ΗΠΑ και με τη Γερμανία τόσο ως προς το ποσοστό ιδιοκατοίκησης όσο και ως προς το ποσοστό συμμετοχής σε δάνεια που εξασφαλίζονται από την πρώτη κατοικία. Στις χώρες του Νότου τείνει σαφώς να προτιμάται από τις μεγαλύτερες ηλικίες η ιδιοκατοίκηση χωρίς λήψη ενυπόθηκου δανείου σε σύγκριση με το Βορρά ή τις ΗΠΑ, ακόμη και όταν λαμβάνονται υπόψη οι διαφορές ως προς τα ορατά χαρακτηριστικά των νοικοκυριών.

Ας στραφεί τώρα το ενδιαφέρον στο ποσόν που επενδύουν τα νοικοκυριά στην πρώτη κατοικία, δηλαδή στην τρέχουσα και διεθνώς συγκρίσιμη πραγματική της αξία, όπως αυτή προκύπτει από την ονομαστική αξία που τα νοικοκυριά αντιλαμβάνονται και δηλώνουν στην έρευνα. Η μελέτη επικεντρώνεται στους ιδιοκτήτες πρώτης κατοικίας στις διάφορες χώρες, πάντοτε στην περίοδο 2004-5 και στην ηλικιακή κατηγορία των 50 και άνω.¹³

Από την εξέταση των διαφορών ως προς την παρατηρούμενη αξία της πρώτης κατοικίας ανάμεσα σε νοικοκυριά που βρίσκονται στο ίδιο σημείο της κατανομής αξιών στις ΗΠΑ και στην αντίστοιχη ευρωπαϊκή χώρα, προκύπτει μια ανάμεικτη εικόνα στον Ευρωπαϊκό Νότο αλλά μια ξεκάθαρη εικόνα στο Βορρά. Σχεδόν σε όλο το εύρος της κατανομής, οι αξίες της πρώτης κατοικίας στην Ελλάδα είναι μικρότερες από αυτές των ΗΠΑ. Για την Ισπανία, αυτό ισχύει μόνο στις ακριβές κατοικίες, ενώ οι Ισπανοί μικροϊδιοκτήτες επενδύουν περισσότερο στην πρώτη κατοικία απ' ό,τι οι μικροϊδιοκτήτες των ΗΠΑ. Τέλος, σχεδόν όλοι οι ιδιοκτήτες πρώτης κατοικίας στην Ιταλία έχουν κατοικίες μεγαλύτερης αξίας απ' ό,τι στις ΗΠΑ, στο αντίστοιχο σημείο της κατανομής αξιών. Στη Βόρεια Ευρώπη, οι αξίες πρώτης κατοικίας των 50+ υπερβαίνουν αυτές των ΗΠΑ, σχεδόν σε όλο το εύρος της κατανομής.

Η ανάμεικτη εικόνα ξεκαθαρίζει αν ληφθούν υπόψη οι διαφορές ως προς τα χαρακτηριστικά των ιδιοκτητών της Ευρώπης και των ΗΠΑ. Τότε, με την εξαίρεση της Σουηδίας και της Δανίας, καθώς και των μεγαλοϊδιοκτητών στην Ελλάδα, οι Ευρωπαίοι επενδύουν στην πρώτη κατοικία περισσότερα χρήματα από τους Αμερικανούς που βρίσκονται στο αντίστοιχο σημείο της κατανομής αξιών πρώτης κατοικίας και έχουν αντίστοιχα χαρακτηριστικά με τους Ευρωπαίους.

Το αξιοσημείωτο ως προς αυτό το εύρημα είναι ότι αφορά μεγάλη ποικιλία χωρών. Αυτό όμως είναι που προκαλεί και μεγάλη δυσκολία ως προς την ερμηνεία του. Θα μπορούσαν να προταθούν εξηγήσεις που αναφέρονται σε ιδιαιτερότητες της Ευρώπης, όπως π.χ. το γεγονός ότι κάποιες ευρωπαϊκές χώρες παρουσίασαν “φούσκες” στις τιμές των ακινήτων τους, ή ότι κάποιες έχουν περιορισμένη γεωγραφική έκταση και άρα στερούνται δυνατοτήτων μεγάλης αύξησης της προσφοράς κατοικιών. Το πρόβλημα με αυτές τις εξηγήσεις είναι ότι αναφέρονται μόνο σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες, ενώ η τάση που πρέπει να εξηγηθεί είναι πολύ πιο

¹³ Η μελέτη έχει μετατρέψει όλες τις αξίες σε ένα νόμισμα (δολάριο του 2004) και έχει λάβει υπόψη τη διαφορά ως προς την αγοραστική αξία του χρήματος ανάμεσα στις χώρες. Έτσι, αν δύο χώρες εμφανίζουν την ίδια αξία πρώτης κατοικίας, αυτό σημαίνει ότι οι κάτοικοί τους θα μπορούσαν να αγοράσουν εναλλακτικά ίση ποσότητα αγαθών στη χώρα τους αν πωλούσαν την κατοικία αυτή.

γενική. Για να δοθεί ένα απλό παράδειγμα, οι τιμές κατοικιών στη Γερμανία ήταν για πολλά χρόνια σταθερές ή παρουσίαζαν και μικρή μείωση μέχρι την περίοδο που εξετάζεται. Και όμως οι Γερμανοί ιδιοκτήτες πρώτης κατοικίας διέθεταν σημαντικά μεγαλύτερες αξίες απ' ό,τι οι αντίστοιχοι Αμερικανοί, αν και στις ΗΠΑ είχε παρατηρηθεί “φούσκα” στις τιμές των ακινήτων πριν από την κρίση του 2007. Δεν έχει επιτευχθεί προς το παρόν καθολική εξήγηση για τις γενικά μεγαλύτερες αξίες της πρώτης κατοικίας στις ευρωπαϊκές χώρες που εξετάστηκαν σε σύγκριση με τις ΗΠΑ.

Αν τώρα επιχειρηθεί αντίστοιχη σύγκριση εντός της Ευρώπης, προκύπτει ότι η αξία πρώτης κατοικίας των Ελλήνων, των Ισπανών και των Ιταλών που βρίσκονται στο 25%, 50% και 75% της κατανομής τέτοιων αξιών είναι μικρότερη από αυτή των Γερμανών στα αντίστοιχα σημεία της κατανομής. Βεβαίως, όπως προαναφέρθηκε, η ιδιοκατοίκηση είναι πολύ πιο διαδεδομένη στον Ευρωπαϊκό Νότο απ' ό,τι στο Βορρά. Είναι δυνατόν αυτή η διαφορά ως προς τις αξίες των κατοικιών να οφείλεται στο ότι τα γερμανικά νοικοκυριά που διαθέτουν πρώτη κατοικία είναι μια πιο επίλεκτη δημογραφική ομάδα σε σύγκριση με τις αντίστοιχες των χωρών του Νότου;

Αν ληφθούν υπόψη τα ορατά χαρακτηριστικά των ιδιοκτητών και συγκριθούν παρόμοια νοικοκυριά στις διάφορες ευρωπαϊκές χώρες, παρατηρείται ότι για την Ισπανία και την Ελλάδα οι διαφορές μειώνονται κάπως, αλλά δεν αλλάζουν πρόσημο: οι Γερμανοί που έχουν ιδιόκτητη πρώτη κατοικία επενδύουν σε αυτήν περισσότερο, έστω και αν έχουν συγκρίσιμα χαρακτηριστικά με τους Έλληνες και Ισπανούς ιδιοκτήτες στο αντίστοιχο σημείο της κατανομής αξιών.

Η Ιταλία παρουσιάζει ανάμεικτη εικόνα. Ενώ οι διαφορές με τη Γερμανία εξαφανίζονται ουσιαστικά στο 25% και 50% της κατανομής όταν λαμβάνονται υπόψη διαφορές ως προς τα χαρακτηριστικά των νοικοκυριών, οι μεγαλοϊδιοκτήτες Ιταλοί στο 75% της κατανομής τείνουν να επενδύουν περισσότερο σε πρώτη κατοικία από τους εξίσου μεγαλοϊδιοκτήτες Γερμανούς με αντίστοιχα χαρακτηριστικά.

Συγκρινόμενος με τη Γερμανία ως προς τις αξίες πρώτης κατοικίας, ο Νότος είναι αρκετά συμβατός με την πλειοψηφία των ευρωπαϊκών χωρών που εξετάζονται στη μελέτη. Ανάμεσα σε αυτές τις ευρωπαϊκές χώρες, μόνον η Ολλανδία και η Ελβετία, όπως και η περιοχή της Αγγλίας, παρουσιάζουν αξίες πρώτης κατοικίας μεγαλύτερες από τη Γερμανία στο 25%, 50% και 75% της κατανομής αξιών. Το μέγεθος αυτών των διαφορών μετριάζεται κάπως όταν λαμβάνονται υπόψη οι διαφορές ως προς τα χαρακτηριστικά των ιδιοκτητών, αλλά σε καμία περίπτωση δεν αλλάζει πρόσημο και δεν παύει να είναι στατιστικά σημαντικό.

Αν εξεταστούν τα δάνεια στα οποία χρησιμοποιείται η πρώτη κατοικία ως εξασφάλιση και καταταγούν οι χρεώστες με βάση το μέγεθος της οφειλής τους κατά το 2004-5, προκύπτει ένα ξεκάθαρο συμπέρασμα: το μεγαλύτερο μέγεθος των οφειλών των νοικοκυριών στις ΗΠΑ από ό,τι στην Ευρώπη, συνδυαζόμενο με τις χαμηλότερες αξίες κατοικιών στις ΗΠΑ, υπογραμμίζει το μέγεθος του προβλήματος που αντιμετώπιζαν οι ΗΠΑ στα πρόθυρα της πρόσφατης κρίσης των ενυπόθηκων δανείων, που οδήγησε πάμπολλα νοικοκυριά στην πτώχευση, αφού τα οφει-

λόμενα ποσά ξεπέρασαν την αξία του ακινήτου. Με την εξαίρεση της Δανίας (όπου οι διαφορές είναι ασήμαντες) και της Ελβετίας (όπου οι διαφορές αντιστρέφονται), τα ώριμα νοικοκυριά των ΗΠΑ που είχαν ακόμη τέτοια δάνεια όφειλαν μεγαλύτερα ποσά γι' αυτά από ό,τι τα νοικοκυριά των ευρωπαϊκών χωρών στο αντίστοιχο σημείο της κατανομής των δανείων. Είναι αξιοσημείωτο ότι το συμπέρασμα αυτό ουδόλως επηρεάζεται από το κατά πόσον λαμβάνονται υπόψη οι διαφορές ως προς τα χαρακτηριστικά των οφειλετών στις διάφορες χώρες. Αυτό σημαίνει ότι ώριμα νοικοκυριά στις ΗΠΑ είχαν καταλήξει να οφείλουν ποσά σε ενυπόθηκα δάνεια που ήταν αρκετά μεγαλύτερα σε σύγκριση με Ευρωπαίους που είχαν τα ίδια χαρακτηριστικά με εκείνους, παρά την τάση των εν λόγω αμερικανικών νοικοκυριών να έχουν πρώτη κατοικία μικρότερης αξίας από την ευρωπαϊκή.

Ο Νότος διακρίνεται για το μικρό ύψος των ενυπόθηκων δανείων των νοικοκυριών του σε σύγκριση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες που εξετάστηκαν, αλλά σε δύο από τις τρεις περιπτώσεις αυτό οφείλεται στα χαρακτηριστικά των νοικοκυριών του. Οι χώρες με μεγαλύτερες οφειλές σε ενυπόθηκα δάνεια το 2004-5 σε σύγκριση με τη Γερμανία ήταν η Σουηδία, η Δανία, η Ολλανδία και η Ελβετία. Αυτές οι διαφορές σε κάποιες περιπτώσεις αυξάνονται αν συνυπολογιστούν οι διαφορές των χαρακτηριστικών των οφειλετών ανάμεσα στις συγκρινόμενες ευρωπαϊκές χώρες, αλλά σίγουρα δεν εξαφανίζονται και παραμένουν στατιστικά σημαντικές.

Ο Ευρωπαϊκός Νότος έχει μικρότερα δάνεια από τη Γερμανία σε όλη την κατανομή των δανείων, αλλά οι διαφορές στην Ιταλία και Ισπανία εξαφανίζονται όταν ληφθούν υπόψη τα χαρακτηριστικά των νοικοκυριών. Στην περίπτωση της Ελλάδος, όμως, οι διαφορές παραμένουν σχεδόν αμετάβλητες και στατιστικά σημαντικές. Η χώρα με το πλέον χρεωμένο Δημόσιο της Ευρώπης παρουσιάζει και τη μικρότερη τάση συμμετοχής σε ενυπόθηκα δάνεια και τα μικρότερα χρέη όσων συμμετέχουν, τουλάχιστον στις ευρωπαϊκές χώρες που συγκρίθηκαν με τη Γερμανία, στις ηλικίες 50+ και στην περίοδο 2004, πριν από το ξέσπασμα της δημοσιονομικής κρίσης.

5 Συμπεράσματα για την άσκηση οικονομικής πολιτικής σε σχέση με τα ακίνητα

Η πρόσφατη βαθειά δημοσιονομική κρίση που έπληξε την Ευρώπη, ιδίως την ευρωζώνη, αντιμετωπίζεται σε αρκετές χώρες με επανειλημμένες και οριζόντιες μειώσεις μισθών και συντάξεων, αλλά και με φορολόγηση της ακίνητης περιουσίας. Αν και τα μέτρα αυτά προκρίνονται σε μεγάλο βαθμό εξαιτίας της αδυναμίας των δημοσιονομικά προβληματικών χωρών να διευρύνουν σημαντικά τη φορολογική βάση με καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και ανάπτυξη παραγωγικής υποδομής, συχνά παρουσιάζονται ως μέτρα που πλήττουν κυρίως τους “πλουσίους”, καθώς αυτοί διαθέτουν μεγάλους μισθούς και ακίνητη περιουσία.

Ωστόσο, τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν εδώ τεκμηριώνουν μεγάλα ποσοστά ιδιοκατοίκησης σχεδόν σε όλη την κατανομή του καθαρού πλούτου των νοτιοευρωπαϊκών χωρών, τουλάχιστον όσον αφορά τις ηλικίες 50+, για τις οποίες διεθνείς συγκρίσεις μεγάλης κλίμακας είναι εφικτές. Αυτά τα ποσοστά με τη σειρά τους υποδηλώνουν ότι μέτρα φορολόγησης ακινήτων δεν πλήττουν μόνον εκείνους με μεγάλα εισοδήματα και πλούτο, αλλά και ευρέα στρώματα του πληθυσμού μεγαλύτερων ηλικιών με μικρή δυνατότητα εξασφάλισης ρευστότητας μέσω δανεισμού ή προσαρμογής των ωρών εργασίας.

Από τα στοιχεία προκύπτει επίσης πόσο περιορισμένα είναι τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία των Νοτιοευρωπαίων, σε αντίθεση με τους Βορειοευρωπαίους. Ο μικρός βαθμός ρευστότητας περιορίζει σημαντικά τη δυνατότητα των Νοτιοευρωπαίων, που υφίστανται προγράμματα λιτότητας στο πλαίσιο της δημοσιονομικής κρίσης, να αντεπεξέλθουν σε μεγάλες και διαρκείς μειώσεις μισθών και συντάξεων, αυξήσεις φόρων και επιδείνωση της ανεργίας.

Η εκτεταμένη ιδιοκατοίκηση, σε συνδυασμό με την περιορισμένη ρευστότητα του πλούτου των Νοτίων, είναι παράγοντας που πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη στο σχεδιασμό των μέτρων που συνοδεύουν το δανεισμό από βόρειους εταίρους, αλλά αυτό δεν θα συμβεί αυτόματα. Χωρίς γνώση των πρόσφατων διεθνών συγκριτικών στοιχείων, οι υποθέσεις των δανειστών για το τι επικρατεί στις νότιες χώρες τείνουν να βασίζονται στις εμπειρίες τους από τις βόρειες. Όπως προαναφέρθηκε, αυτές οι εμπειρίες είναι εντελώς διαφορετικές από εκείνες των νότιων χρεωστών. Παρατηρείται επίσης η τάση να επεκτείνεται και στους ιδιώτες η εμπειρία των Βορείων σχετικά με την υπερχρέωση του κράτους των Νοτίων και να θεωρείται ότι και οι ιδιώτες χαρακτηρίζονται από ανεύθυνη οικονομική συμπεριφορά. Αυτό το διπλό πρόβλημα επικοινωνίας ανάμεσα σε δανειστές και δανειζομένους, όσον αφορά την περιουσία και την αξιοπιστία, πρέπει να λυθεί με συστηματική μελέτη των νέων στατιστικών δεδομένων.

Η μελέτη αυτών των δεδομένων έχει και μιαν άλλη πτυχή. Η σημαντική ακίνητη περιουσία των Νοτιοευρωπαίων θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως μοχλός για την απόκτηση ρευστότητας και την αντιμετώπιση των φοροεισπρακτικών μέτρων, της μείωσης μισθών και της αυξημένης ανεργίας που χαρακτηρίζουν την περίοδο λιτότητας. Τα ίδια τα νοικοκυριά του Νότου ενδέχεται να κινηθούν προς αυτήν την κατεύθυνση αν οι πολιτικές λιτότητας και η ύφεση διαρκέσουν πολύ. Μια τέτοια εξέλιξη, όμως, ενέχει αρκετούς κινδύνους.

Πώς μπορούν μη ρευστά περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι η ακίνητη περιουσία, να παράσχουν ρευστότητα σε χειμαζόμενα νοικοκυριά; Η τεχνογνωσία υπάρχει και βασίζεται στις σημαντικές καινοτομίες που εισήχθησαν στην αγορά δανείων στις ΗΠΑ κατά την περίοδο πριν από τη χρηματοοικονομική κρίση. Οι καινοτομίες αυτές ουσιαστικά επιτρέπουν τη μερική ρευστοποίηση ακίνητου πλούτου χωρίς πώληση. Τα “home equity loans” και “home equity lines of credit (HELOC)” δίνουν τη δυνατότητα σε νοικοκυριά να δανείζονται, ακόμη και για σκοπούς κατανάλωσης, έναντι του μέρους της ακίνητης περιουσίας που έχουν εξοφλήσει. Αν ληφθεί υπόψη ότι είναι σχετικά περιορισμένο το ποσοστό συμμετοχής των Νοτίων σε στεγαστικά

δάνεια και τα οφειλόμενα ποσά είναι μικρά, όπως παρουσιάστηκε πιο πάνω, υπάρχει αρκετό περιθώριο περαιτέρω δανεισμού.

Αν και τα καινοτόμα αυτά προϊόντα επιλύουν το πρόβλημα ρευστότητας νοικοκυριών που δεν επιθυμούν να πωλήσουν ολόκληρη την κατοικία τους, είναι πολύ αμφίβολο αν μπορεί και πρέπει να ενθαρρυνθεί η χρήση τους στις χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου σε συνθήκες βαθείας ύφεσης. Ένας βασικός λόγος ανησυχίας είναι ότι δεν είναι εύκολο να ελεγχθεί το αποτέλεσμα της χρήσης καινοτόμων χρηματοοικονομικών προϊόντων, επειδή εξαρτάται αποφασιστικά από τις επιλογές των ίδιων των νοικοκυριών (βλ. π.χ. τα άρθρα των Shiller, Case, Smith και Ackermann στο Haliassos, 2013). Δεν είναι υπερβολή να λεχθεί ότι τα καινοτόμα χρηματοοικονομικά προϊόντα ομοιάζουν κατ' αυτό με τα φάρμακα, που, αν καταναλωθούν από ασθενείς για τους οποίους δεν ενδείκνυνται ή και υπερκαταναλωθούν, οδηγούν σε επιπλοκές ή και σε θάνατο.

Η εμπειρία των νοικοκυριών στις ΗΠΑ, στα οποία δόθηκαν τέτοιες ευκαιρίες κατά τη δεκαετία του 2000, ήταν ιδιαίτερα αρνητική. Η μακρόχρονη αυξητική πορεία των τιμών των ακινήτων δημιούργησε στα νοικοκυριά την προσδοκία ότι οι τιμές δεν θα υποχωρούσαν ποτέ και στις τράπεζες την εντύπωση ότι αυτός ο παράγοντας δεν ήταν σημαντικός για τους δικούς τους υπολογισμούς. Εκμεταλλευόμενα τα χαμηλά επιτόκια και την καινοτομία του χρηματοπιστωτικού τομέα, πολλά νοικοκυριά στις ΗΠΑ χρησιμοποίησαν την ακίνητη περιουσία τους ως “αυτόματη ταμειακή μηχανή” στη δεκαετία του 2000 και υποθήκευσαν μεγάλα ποσοστά της, ακόμη και για καταναλωτικούς σκοπούς (Chen, Michaux and Roussanov, 2012). Όταν κατόπιν οι τιμές των ακινήτων αντέστρεψαν τη μακρόχρονη αυξητική τους πορεία, πολλά νοικοκυριά με υποθήκες που κάλυπταν σχεδόν όλη την πρότερη αξία του ακινήτου κατέληξαν με αρνητική ακίνητη περιουσία (χρέος μεγαλύτερο της αξίας της) και τελικά χρεοκόπησαν.¹⁴

Τα νοικοκυριά των ΗΠΑ και οι τράπεζές τους διακατέχονταν από ευφορία πριν από την κρίση: έβλεπαν τις δυνατότητες δανεισμού και παρασύρθηκαν από την προσδοκία ότι οι τιμές των ακινήτων τους θα συνέχιζαν την ανοδική τους πορεία επ' άπειρον. Τα νοικοκυριά του Νότου διακατέχονται από απελπισία μέσα στην κρίση και ο τραπεζικός τομέας στερείται ρευστότητας, εν μέρει λόγω της φυγής κεφαλαίων. Μπορούν και οι Νοτιοευρωπαίοι να στραφούν αργά ή γρήγορα στο δανεισμό έναντι της ακίνητης περιουσίας τους;

Με βάση την εικόνα που παρουσιάζουν τα χαρτοφυλάκια των νοικοκυριών και οι οικονομίες των νότιων χωρών, δεν είναι βέβαιο ότι θα υπάρξει η αναγκαία προσφορά ή ζήτηση για τέτοια προϊόντα, ώστε να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα ρευστότητας των νοικοκυριών του Νότου με τέτοιον τρόπο. Λόγω έλλειψης ρευστότητας, τα τραπεζικά συστήματα του Νότου έχουν περιορισμένη δυνατότητα για δάνεια, καθώς και απροθυμία να τα προσφέρουν, εξαιτίας του αβέβαιου μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Από την πλευρά της ζήτησης, αναφέρθηκε πιο

¹⁴ Οι οίονοι της τότε επικείμενης χρεοκοπίας είναι ορατοί στα στοιχεία του 2004-5 που αναφέρθηκαν πιο πάνω για τον υπερβολικό δανεισμό των νοικοκυριών στις ΗΠΑ σε σύγκριση με αντίστοιχα νοικοκυριά στην Ευρώπη.

πάνω ότι τα νότια νοικοκυριά δεν διατηρούν υποθήκες σε μεγάλη ηλικία, ακόμη και σε σύγκριση με βόρεια νοικοκυριά της Ευρώπης που διαθέτουν ιδιόκτητη πρώτη κατοικία και αντίστοιχα λοιπά χαρακτηριστικά. Όμως, παρά τις εδραιωμένες αντιλήψεις και πρακτικές των νοικοκυριών του Νότου, δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο προσπάθειας ρευστοποίησης της ακίνητης περιουσίας από τα ίδια τα νοικοκυριά αν η ύφεση συνεχιστεί για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Το τελευταίο πράγμα που χρειάζεται ο Νότος είναι μια μεγάλη κρίση ιδιωτικών δανείων μετά την κρίση του δημόσιου χρέους. Πριν τα νοικοκυριά καταφύγουν στην υποθήκευση ακίνητης περιουσίας για να αντιμετωπίσουν την κρίση, το κράτος πρέπει να είναι έτοιμο για εκστρατεία διαφώτισης του κοινού ως προς τους κινδύνους υπερχρέωσης και για παρακολούθηση των ενεργειών αλλά και της ποιότητας των συμβουλών που δίνονται από το χρηματοπιστωτικό τομέα προς τα νοικοκυριά. Το σπουδαιότερο, όμως, είναι να συνειδητοποιήσουν οι κυβερνήσεις των χωρών του Νότου ότι η μόνη μακροπρόθεσμα βιώσιμη λύση είναι η υιοθέτηση μεταρρυθμίσεων που τονώνουν την παραγωγή και διευρύνουν την παραγωγική και φορολογική βάση, ώστε να ανυψώσουν το βιοτικό επίπεδο και να προσφέρουν ρευστότητα χωρίς να υποθηκεύσουν (με την κυριολεκτική και τη μεταφορική έννοια) την ακίνητη περιουσία των νοικοκυριών.

Βιβλιογραφία

Chen, H., M. Michaux and N. Roussanov (2012), “Houses as ATMs? Mortgage Refinancing and Macroeconomic Uncertainty”, Working Paper.

Christelis, D., D. Georgarakos and M. Haliassos (2013), “Differences in Portfolios across Countries: Economic Environment versus Household Characteristics”, *Review of Economics and Statistics*, forthcoming.

Claessens, S., G. Dell’Ariccia, D. Igan and L. Laeven (2010), “Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis”, IMF Working Paper 10/44.

Haliassos, M. (ed.) (2013) *Financial Innovation: Too Much or Too Little?*, Cambridge, MA: MIT Press, forthcoming.

Προοπτικές και κίνδυνοι στη διεθνή αγορά ακινήτων*

Σωτήρης Τσοθάκος

Διευθυντής Ευρωπαϊκών Ερευνών, PPR

1 Εισαγωγή

Η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση από το φθινόπωρο του 2007 συνεχίζει να έχει πολύπλευρες επιπτώσεις στην αγορά ακινήτων στην Ευρώπη, και όχι μόνο, και ασφαλώς στην Ελλάδα. Εκτός των άλλων, έχει επέλθει μια γεωγραφική πόλωση στην αγορά, ένας σαφής διαχωρισμός των ακινήτων ως προς τα φυσικά χαρακτηριστικά τους και τους όρους μίσθωσης. Είναι προφανές ότι η ανάλυση των κινδύνων στην αγορά έχει ενταθεί. Επαναξιολογούνται οι στρατηγικές που οδήγησαν στη διαμόρφωση χαρτοφυλακίων τα οποία στηρίχθηκαν σε δανεισμό χωρίς καμία πρόνοια για τις επιπτώσεις από μια ύφεση στην αγορά και πιθανή πτώση των τιμών. Οι προοπτικές για την αγορά εξετάζονται σε μια αρκετά επιφυλακτική βάση, ενώ τα σενάρια υψηλών κινδύνων είναι πλέον συνήθη και περιορίζουν τη διάθεση για επένδυση σε ακίνητα. Σ' αυτήν την κατάσταση, που έχει επηρεάσει τους επενδυτές και την προσφορά κεφαλαίων για επενδύσεις σε ακίνητα, η έρευνα επικεντρώνεται στα θεμελιώδη της αγοράς, δηλ. στην ελαστικότητα των τιμών και τις μεταβολές στις πεποιθήσεις και τις προσδοκίες των επενδυτών.

Σ' αυτό το γενικό περιβάλλον, το παρόν άρθρο, εκτός από την εισαγωγή (πρώτη ενότητα), αποτελείται από τέσσερις ακόμα ενότητες. Στη δεύτερη ενότητα παρουσιάζεται συνοπτικά πώς έχει διαμορφωθεί και πώς μεταβάλλεται η αγορά ακινήτων στην Ευρώπη κατά τη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης. Στην τρίτη ενότητα συζητούνται οι προοπτικές για τις αγορές του Ευρωπαϊκού Νότου και της Ιρλανδίας, δηλαδή των χωρών που βρέθηκαν στο μάτι του κυκλώνα, ενώ στην τέταρτη παρουσιάζεται ένα σενάριο δυσμενών εξελίξεων για την αγορά, όπως το έχει επεξεργαστεί η Property and Portfolio Research (PPR). Τέλος, στην πέμπτη ενότητα τίθενται θέματα, εν μέσω αυτής της κρίσης, για την επένδυση στην αγορά ακινήτων στην ευρωζώνη του αύριο, που άπτονται και της ελληνικής αγοράς.

* Το άρθρο απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκη της Τράπεζας της Ελλάδος. Ευχαριστίες εκφράζονται σε όλους όσους συνέβαλαν με τα χρήσιμα σχόλιά τους. Επισημαίνεται ότι η μελέτη είχε συνταχθεί το φθινόπωρο του 2011, με βάση τις τότε διαθέσιμες πληροφορίες και εκτιμήσεις.

2 Κρίση, αγορά ακινήτων και επενδυτικό περιβάλλον στην Ευρώπη

Η δυσχερής οικονομική συγκυρία, η οποία άρχισε με τα προβλήματα των τιτλοποιημένων δανείων ακινήτων (CMBS και RMBS) στις ΗΠΑ και συνεχίστηκε με την πτώση της Lehman Brothers και την κρίση δημοσιονομικού χρέους στην ευρωζώνη, οδήγησε τις οικονομίες σε βαθιά ύφεση (-4,3% στην ευρωζώνη το 2009), έχοντας σημαντική επίπτωση στη ζήτηση ακινήτων. Για παράδειγμα, η μεταβολή της ζήτησης για γραφειακούς χώρους στην Ευρώπη, όπως αυτή προσδιορίζεται από την καθαρή μεταβολή (net absorption)¹ του αποθέματος των χρησιμοποιούμενων γραφειακών χώρων, ήταν θετική, 7,5 εκατ. τ.μ., το 2007, παρέμεινε θετική, αν και συρρικνώθηκε κατά περίπου 3 εκατ. τ.μ., το 2008, αλλά ήταν αρνητική, στο επίπεδο των -1,1 εκατ. τ.μ., το 2009. Όπως ακριβώς έχει συμβεί και σε προηγούμενους κύκλους στην αγορά ακινήτων, η μείωση της ζήτησης συνέπεσε με μεγάλη προσφορά ακινήτων,² που ήταν το αποτέλεσμα της ύπαρξης εύρωστης αγοράς τα προηγούμενα χρόνια και της εύκολης αλλά και φθηνής χρηματοδότησης.

Στο επενδυτικό τμήμα της αγοράς, οι συναλλαγές διεθνώς σημείωσαν δραματική καθίζηση. Στην Ευρώπη υποχώρησαν από σχεδόν 250 δισεκ. ευρώ το 2007 στα 130 δισεκ. ευρώ και 70 δισεκ. ευρώ το 2008 και το 2009 αντίστοιχα. Οι καθαρές αρχικές αποδόσεις (net initial yields), ένα μέγεθος που απεικονίζει και την εμπιστοσύνη των επενδυτών, αυξήθηκαν στην καλύτερη περίπτωση κατά 120 μονάδες βάσης, υποδηλώνοντας σημαντική πτώση των τιμών.

Είναι ενδιαφέρον όμως να επισημανθεί ότι η οικονομική ανάπτυξη επανήλθε σε θετικούς ρυθμούς το 2010 και το 2011, με αύξηση του ΑΕΠ στην ευρωζώνη κατά 1,9% και 1,5% αντίστοιχα. Εκτιμάται ότι η ύφεση δεν συνεχίστηκε για αρκετά μεγάλο διάστημα και με μεγάλη ένταση ώστε να έχει μια καθολικά πιο αρνητική επίδραση στην αγορά μισθώσεων, δηλαδή να καταγραφεί μεγάλη πτώση της ζήτησης ακόμα και στην κατηγορία Α της αγοράς (prime or Grade A space). Δημιουργήθηκε βέβαια πόλωση στην αγορά και αυτή οδήγησε στην αγορά δύο ταχυτήτων: κατηγορία Α (τμήμα αγοράς με τα καλύτερης ποιότητας κτήρια, συνήθως σε κεντρικά σημεία) και την αγορά κατώτερης ποιότητας κτηρίων (prime και secondary market, αντίστοιχα).

Μια άλλη διαπίστωση είναι ότι η κατηγορία Α της αγοράς παρέμεινε ελκυστική για τους επενδυτές. Όπως σημειώθηκε νωρίτερα, παρά την ύφεση, σ' αυτό το τμήμα της αγοράς υπήρχε ζήτηση για μισθώσεις, κάτι που έλειπε από την ευρύτερη αγορά με αντικείμενο τα κατώτερης ποιότητας κτήρια. Στη δεύτερη κατηγορία ήταν και είναι δύσκολο να αναπληρωθεί η απώλεια ενός ενοικιαστή.

¹ Η καθαρή ζήτηση ή απορρόφηση (net absorption) ορίζεται ως η διαφορά του όγκου των μισθωμένων ακινήτων κατά το χρόνο t από τον όγκο μισθωμένων ακινήτων κατά τον προηγούμενο χρόνο (t-1, occupied stock t-occupied stock t-1).

² Για παράδειγμα, η προσφορά γραφειακών χώρων στις 40 μεγαλύτερες αγορές στην Ευρώπη ανήλθε στα 6,8 εκατ. τ.μ. το 2009 από 5,9 εκατ. τ.μ. το 2008 και 5 εκατ. τ.μ. το 2007.

Οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι πλέον υπεισέρχονται έντονα στην αξιολόγηση του επιπρόσθετου κινδύνου (risk premium). Ο επιπρόσθετος κίνδυνος διαφέρει σημαντικά κατά γεωγραφική περιοχή, κατηγορία και τύπο ακινήτων. Αρκετοί σχολιαστές προτείνουν ότι η διαφορά αποδόσεων (spreads) των κρατικών ομολόγων θα έπρεπε να διέπει και τις σχετικές διαφορές ως προς τις αποδόσεις στην αγορά ακινήτων ως ένας δείκτης συστημικού κινδύνου. Για τα καλύτερης ποιότητας ακίνητα όμως, οι διαφορές αποδόσεων ήταν και παραμένουν εμφανώς μικρότερες από εκείνες των κρατικών ομολόγων, γεγονός που υποδηλώνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών για τέτοια περιουσιακά στοιχεία, αν και μπορεί να υπονοεί και ότι υπάρχει έλλειψη δραστηριότητας στην αγορά, που εμποδίζει την προσαρμογή των τιμών.

Οι διαχειριστές κεφαλαίων έχουν χαρακτηρίσει κάποιες αγορές ως ασφαλή καταφύγια, όπως είναι η κατηγορία Α στις δημοσιονομικά πιο ασφαλείς χώρες της ευρωζώνης ή στις χώρες εκτός της ευρωζώνης, όπου η ανεξάρτητη νομισματική πολιτική θεωρείται ασπίδα κατά της κρίσης. Είναι πάντως ενδιαφέρον να επισημανθεί ότι η κατηγορία Α της αγοράς θεωρήθηκε πράγματι προορισμός επενδύσεων εν μέσω αβέβαιου οικονομικού κλίματος, καθώς δεν υπήρξε πανικός φυγής από την αγορά ακινήτων και αυτό σημαίνει ότι τα ακίνητα θεωρούνται ακόμα ένα σχετικά αξιόπιστο τμήμα του χαρτοφυλακίου.

Στο εξής, η αξιολόγηση της κατάστασης των αγορών επικεντρώνεται στην αξιολόγηση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και του επιπρόσθετου κινδύνου και αποδόσεων. Η παραπάνω ανάλυση θέτει τις παραμέτρους και τις βάσεις ώστε μια αγορά όπως η ελληνική να βρεθεί και πάλι στο ενδιαφέρον των διεθνών επενδυτών, αν αυτός είναι βέβαια ο στόχος, στο νέο περιβάλλον που έχει διαμορφωθεί.

3 Οι προοπτικές για τις αγορές της περιφέρειας

Στην παρούσα μελέτη, η ανάλυση της κατάστασης της αγοράς ακινήτων γίνεται αποκλειστικά στη βάση σεναρίων για το μέλλον των χωρών της περιφέρειας αλλά και της ευρωζώνης. Και αυτό διότι θα πρέπει να προεξοφληθούν σημαντικά γεγονότα και κίνδυνοι που πιθανά θα επηρεάσουν τις οικονομίες και τις αγορές. Τρία κύρια σενάρια κυριαρχούν στις αναλύσεις για την αγορά ακινήτων και είναι αυτά που επεξεργάζεται και η PPR.

i. Η ευρωζώνη παραμένει ενιαία, ακόμα και αν η Ελλάδα χρεοκοπήσει. Η Πορτογαλία και η Ιρλανδία δεν ζητούν περαιτέρω βοήθεια και οι αποδόσεις των ομολόγων για την Ιταλία και την Ισπανία δεν θα υπερβαίνουν το 6% σε μόνιμη βάση. Η πιθανότητα κατά την PPR (φθινόπωρο 2011) για την υλοποίηση αυτού του σεναρίου είναι 85%.

ii. Κλιμάκωση της έντασης στην Ιταλία και την Ισπανία, στο βαθμό που ζητούν βοήθεια. Αυτό θα είχε μεγάλο αντίκτυπο στην ευρωζώνη και θα υπήρχαν επιπτώσεις στη Γαλλία και πιθανώς στο Βέλγιο. Η πιθανότητα πραγματοποίησης του σεναρίου αυτού κυμαίνεται γύρω στο 10%.

iii. Αποχώρηση μελών της ευρωζώνης. Δίδεται πιθανότητα μέχρι 5% για την αποχώρηση της Ελλάδος, της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας, της Ισπανίας και της Ιταλίας. Σ' αυτήν την περίπτωση οι επιπτώσεις στην οικονομία και σε όλες τις αγορές θα ήταν σημαντικά υφεσιακές για τρία χρόνια.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται ορισμένες προβλέψεις οι οποίες βασίζονται στην υπόθεση ότι θα επικρατήσουν οι συνθήκες του πρώτου σεναρίου. Ειδικότερα παρουσιάζονται οι προβλέψεις που έκανε η PPR τον Οκτώβριο του 2011 για τα μισθώματα των γραφείων σε επτά πόλεις της περιφέρειας της ευρωζώνης.

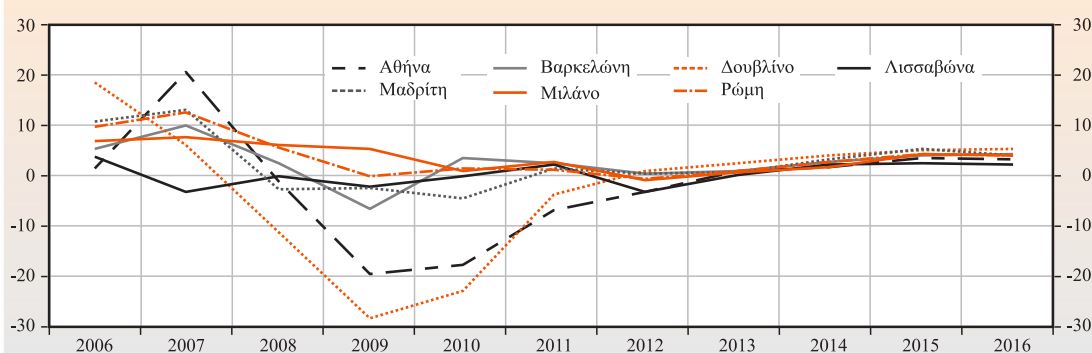
Από τα στοιχεία του Διαγράμματος 1 παρατηρείται ότι οι αγορές της Ιταλίας και της Ισπανίας δεν σημείωσαν την αναμενόμενη πτώση. Επισημαίνεται, βεβαίως, ότι το παραπάνω διάγραμμα παρουσιάζει τις τάσεις στην κατηγορία Α, δηλαδή για το τμήμα της αγοράς που αντιστάθηκε στην κρίση. Στο Δουβλίνο και την Αθήνα τα ενοίκια γραφείων έχουν υποστεί σημαντική πτώση, αθροιστικά πάνω από 50% σε μια περίοδο τεσσάρων χρόνων, από το 2008 έως και το 2011.

Το Διάγραμμα 1 παρέχει και προβλέψεις. Κατά το βασικό σενάριο, τα ενοίκια θα σταθεροποιηθούν το 2013 και μικρή θετική μεταβολή προβλέπεται μετά το 2014.

Στο Διάγραμμα 2 απεικονίζονται οι προβλέψεις για την κατηγορία των καταστημάτων (κατηγορία Α) σχετικά με την πορεία των τιμών τους αντί των ενοικίων. Οι τιμές στο Δουβλίνο έχουν παρουσιάσει πραγματική καθίζηση. Η Αθήνα ακολουθεί, αλλά απέφυγε τη μεγάλη πτώση που κατέγραψε το Δουβλίνο το 2008, καθώς και οι αποδόσεις αυξήθηκαν, από 2,4% σε 6,6%, σε διάστημα τριών ετών. Στη Λισσαβόνα οι τιμές έχουν καταγράψει μικρή αρνητική μεταβολή, ενώ στις υπόλοιπες πόλεις παρατηρείται σταθερότητα. Οι προβλέψεις ως προς τις τιμές των καταστημάτων (κατηγορία Α) σημειώνουν μικρές θετικές μεταβολές μετά το 2014. Θα πρέπει να σημειωθεί και πάλι ότι οι χρονοσειρές και οι προβλέψεις στο Διάγραμμα 2 αφορούν την

Διάγραμμα 1

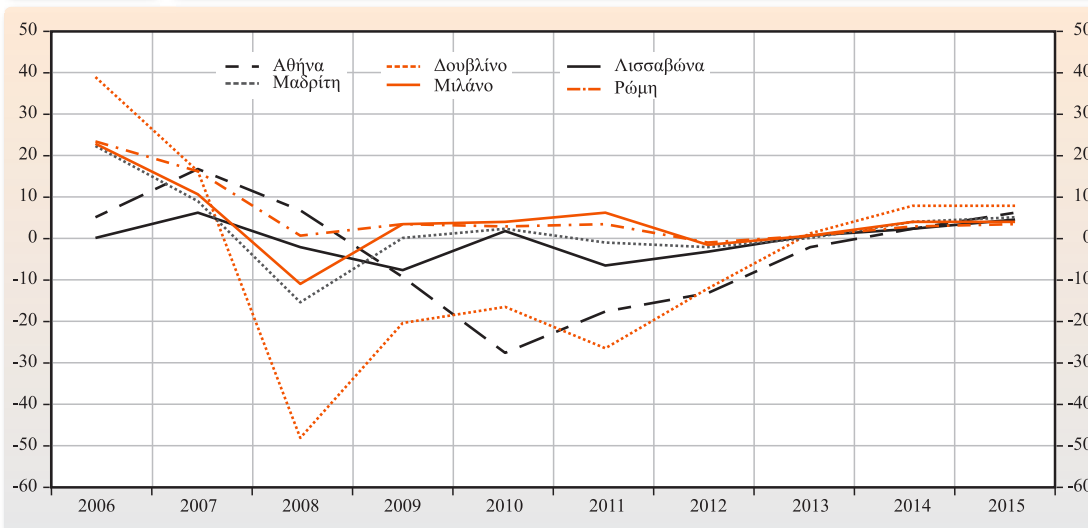
**Πρόσφατες τάσεις και προβλέψεις για τα ενοίκια γραφειακών χώρων
(Εκατοστιαίες μεταβολές)**



Πηγή: PPR (προβλέψεις Οκτωβρίου 2011).

Διάγραμμα 2

Πρόσφατες τάσεις και προβλέψεις για τις τιμές των καταστημάτων
(Εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: PPR (προβλέψεις Οκτωβρίου 2011).

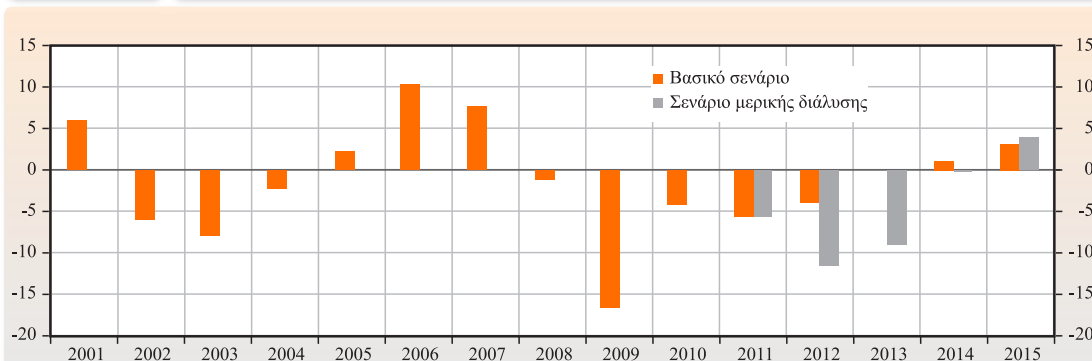
κορυφή της αγοράς (κατηγορία Α) και δεν απεικονίζουν τη μέση κατάσταση στην αγορά καταστημάτων, όπου παρουσιάζονται σημαντικές δυσκολίες τόσο στην Ιταλία όσο και στην Ισπανία. Επίσης, υπενθυμίζεται ότι οι προβλέψεις εξαρτώνται σημαντικά από τις αναθεωρήσεις των μακροοικονομικών δεδομένων, που ήταν συχνές στα τελευταία τρία χρόνια.

Πάντως, τα Διαγράμματα 1 και 2 επιβεβαιώνουν την εκτίμηση που διατυπώθηκε νωρίτερα ότι η αγορά για τα καλύτερης ποιότητας ακίνητα ήταν και είναι ανθεκτική στην περίοδο της κρίσης, ακόμα και στις πιο αδύναμες χώρες (Ιταλία και Ισπανία). Δεν υπήρξε αύξηση (τουλάχιστον σημαντική) της διαθεσιμότητας σ' αυτό το τμήμα της αγοράς και επιπλέον καταγράφεται ικανοποιητική δραστηριότητα για μισθώσεις. Γι' αυτό το λόγο, η πιο πάνω αγορά αποτέλεσε και προορισμό για τους επενδυτές σε ακίνητα.

Οι κίνδυνοι βέβαια για εξελίξεις προς το χειρότερο δεν έχουν εκλείψει. Άλλωστε, ας μη λησμονείται ότι προηγούμενες οικονομικές προβλέψεις ήταν άστοχες, λόγω γεγονότων και εξελίξεων που επήλθαν και σχετίζονταν με μια ευμετάβλητη οικονομία και πολλούς άλλους απροσδόκητους παράγοντες. Τα σενάρια των αρνητικών εξελίξεων παρέχουν μια εικόνα για τους μεγαλύτερους κινδύνους.

4 Το σενάριο της μερικής διάλυσης της ευρωζώνης

Στην περίπτωση της μερικής διάλυσης της ευρωζώνης (5% πιθανότητα στα σενάρια της PPR), ο νέος πυρήνας της ευρωζώνης δεν θα μείνει ανεπηρέαστος, αλλά εκτιμάται ότι θα υπο-

Διάγραμμα 3**Ενοίκια γραφείων στις χώρες που εξήλθαν της ευρωζώνης
(Εκατοστιαίες μεταβολές)**

Πηγή: PPR (προβλέψεις Οκτωβρίου 2011).

στεί συνέπειες. Υπάρχουν αρκετές αναλύσεις για τις οικονομικές επιπτώσεις μιας τέτοιας έκβασης.³ Οι εκτιμήσεις της PPR υποδηλώνουν ότι μια ύφεση της τάξης του 2% στην Ιταλία και την Ισπανία θα προκαλέσει ύφεση και στον πυρήνα της ευρωζώνης, με πιθανότητα περίπου 80%. Στο Διάγραμμα 3 παρουσιάζονται οι επιπτώσεις στην αγορά γραφείων στο βασικό σενάριο και στο σενάριο της διάλυσης τμήματος της ευρωζώνης.

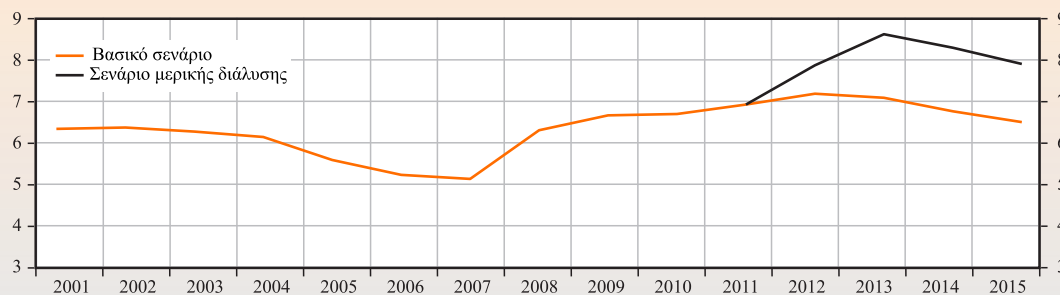
Με βάση τα στοιχεία αυτά παρατηρείται ότι ως προς την κεντρική πρόβλεψη για τα ποιοτή-
τας Α γραφεία καταγράφεται περαιτέρω μείωση 5% στην περίπτωση του βασικού σεναρίου για
το 2012 και το 2013. Στην περίπτωση που η ευρωζώνη διασπαστεί, θα υπάρξει επιπλέον μείωση
των ενοικίων, που θα φθάσει το 20%, κάτι βέβαια που είναι αναμενόμενο. Ωστόσο, στο Διά-
γραμμα 3 ποσοτικοποιείται η επίπτωση αυτού του σεναρίου για τις χώρες που εξέρχονται από
τη ζώνη του ευρώ. Βέβαια, στις χώρες που θα πληγούν περισσότερο από την έξοδο (πιθανότατα
η Ελλάδα) η προσαρμογή θα είναι ακόμα πιο οδυνηρή. Πάντως, και η μικρότερη τότε ευρωζώνη
δεν θα αποφύγει τις επιπτώσεις, καθώς οι προβλέψεις καταγράφουν μείωση των ενοικίων του-
λάχιστον κατά 5% συνολικά. Αν και αυτή η μεταβολή δεν είναι μεγάλη, θα πρέπει να συγκριθεί
με το βασικό σενάριο, που προβλέπει αύξηση των ενοικίων κοντά στο 7% μέχρι το 2014.

Η διάσπαση της νομισματικής ένωσης είναι προφανές ότι θα αυξήσει τις απαιτούμενες απο-
δόσεις για τους επιπλέον κινδύνους. Το πώς ακριβώς θα συμπεριφερθούν οι επενδυτές θα κρι-
θεί και από το πρόγραμμα οικονομικής πολιτικής και προσαρμογής εκτός του ευρώ. Στο Διά-
γραμμα 4 γίνεται η υπόθεση ότι οι οικονομίες δεν οδηγούνται σε ανεξέλεγκτες καταστάσεις και
ότι η επανάκτηση της ανεξάρτητης νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής οδηγεί τις
χώρες σε ανάπτυξη. Μια μετριοπαθής πρόβλεψη για τις αρχικές αποδόσεις καταγράφει αύξηση

³ Οίκοι οικονομικών προβλέψεων όπως η Oxford Economics Forecasting και η Economist Intelligence Unit, αλλά και οργανι-
σμοί όπως η UBS, έχουν επεξεργαστεί τις επιπτώσεις τέτοιων σεναρίων.

Διάγραμμα 4

Αποδόσεις γραφείων στις χώρες που τυχόν θα εξέλθουν από την ευρωζώνη (Εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: PPR (προβλέψεις Οκτωβρίου 2011).

των αποδόσεων κατά 1,5%. Ωστόσο, οι απαιτούμενες αποδόσεις θα παρέμεναν υψηλότερα για αρκετά χρόνια σ' αυτό το σενάριο.

5 Η ευρωπαϊκή αγορά αύριο και η θέση της ελληνικής αγοράς

Σ' αυτήν την τελευταία ενότητα γίνεται η υπόθεση ότι η κρίση θα διαρκέσει και ότι θα χρειαστεί χρόνος αλλά και περισσότερες ενέργειες από την Ευρώπη ώστε να εξαλειφθούν οι φόβοι των αγορών περί διάλυσης του ευρώ. Αν και η θέση μερικών σχολιαστών είναι ότι η ευρωζώνη θα διαλυθεί λόγω της αδυναμίας να αντιμετωπιστούν δομικά προβλήματα που δεν συνάδουν απόλυτα με τις αρχές μιας νομισματικής ένωσης,⁴ ο συγγραφέας υποστηρίζει ότι η ευρωζώνη θα συνεχίσει να υπάρχει και αύριο. Θα είναι όμως μια διαφορετική ευρωζώνη, η οποία θα καταστήσει την επένδυση στην αγορά ακινήτων πιο ελκυστική.

Ο μακροοικονομικός κίνδυνος θα παραμείνει υψηλά στον κατάλογο των επενδυτών και όχι μόνο στην αγορά ακινήτων. Μετά την κρίση, ο μακροοικονομικός κίνδυνος θα είναι μικρός στην ευρωζώνη και θα την κατατάξει στις γεωγραφικές περιοχές όπου οι κίνδυνοι θα είναι πολύ περιορισμένοι σε σχέση με άλλες περιφέρειες. Η ευρωζώνη θα χαρακτηρίζεται από διαφοροποιημένες και σχετικά υψηλότερες από ό,τι πριν από την κρίση αποδόσεις, προσαρμοσμένες στους συστηματικούς κινδύνους (risk adjusted returns) των επιμέρους χωρών της ζώνης.

Πρώτον, θα έχει επιτευχθεί η επιθυμητή δημοσιονομική εξυγίανση, ενώ η πειθαρχία που θα επέλθει χάρη στο Σύμφωνο Δημοσιονομικής Σταθερότητας (fiscal pact) θα είναι σε βάθος χρόνου. Οι δημοσιονομικές παρεκκλίσεις εκτιμάται ότι θα περιοριστούν σημαντικά στη ζώνη του

⁴ Άρθρα δημοσιευμένα στον καθημερινό τύπο, αλλά και στοιχεία από δεξαμενές γνώσης, όπως π.χ. το CEBR στο Ην. Βασίλειο.

ευρώ. Οι επενδυτές θα γνωρίζουν ότι επενδύουν σε ένα χώρο δημοσιονομικής πειθαρχίας. Ακόμα και στην περιφέρεια της ζώνης θα υπάρχει βεβαιότητα ότι τα φαινόμενα του 2000-2009 δεν θα προκύψουν και πάλι. Αυτό που θα έπρεπε να είχαν κάνει οι αγορές και οι οίκοι αξιολόγησης θα το πράξει πιο αξιόπιστα η ευρωζώνη, και μάλιστα προληπτικά και όχι εκ των υστέρων, μέσω νέων θεσμικών οργάνων που θα ιδρυθούν.

Δεύτερον, θα υπάρχουν πιο αποτελεσματικοί μηχανισμοί πρόβλεψης δυσμενών εξελίξεων ως προς τα δημοσιονομικά μεγέθη, αλλά και στον τραπεζικό τομέα, στο βαθμό βέβαια που τέτοια γεγονότα είναι προβλέψιμα. Η επιτήρηση σε ευρωπαϊκό επίπεδο θα επεκταθεί με ενιαίο τρόπο και στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Με τον τρόπο αυτό εκτιμάται ότι θα γίνει πιο αποτελεσματική η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και θα περιοριστεί η έκθεσή του στην αγορά ακινήτων ή γενικά η έκθεσή του που θέτει σε κίνδυνο την κεφαλαιοποίησή του.

Τρίτον, θα δοθεί έμφαση στην ανταγωνιστικότητα και την ανάπτυξη. Τέτοιες προτάσεις υπάρχουν και για την ελληνική οικονομία. Ο μέσος μακροχρόνιος ρυθμός ανάπτυξης της ευρωζώνης θα είναι πιο διατηρήσιμος. Το αποτέλεσμα θα είναι να προκύψουν περισσότερες θέσεις εργασίας και να υπάρξει ανάκαμψη στις επενδύσεις, που είναι θετικοί παράγοντες για την αγορά ακινήτων.

Τέταρτον, η νομισματική πολιτική θα συνεχίσει να είναι διαφορετική σε σύγκριση με άλλες περιφέρειες παγκοσμίως και θα αποδίδεται διαρκής έμφαση στην εξέλιξη του πληθωρισμού αλλά όχι μόνο. Η εκτύπωση πληθωριστικού χρήματος με τον ένα ή τον άλλο τρόπο θα συνεχίσει να αποτρέπεται.

Πέμπτον, το ευρώ θα παραμείνει μέσον για αποθεματοποίηση συναλλάγματος. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα να εισρέουν κεφάλαια στη ζώνη του ευρώ για να επιτευχθεί η διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων και να υπάρξει ασφάλιση έναντι κρίσεων ως προς συναλλαγματικά αποθεματικά σε άλλα νομίσματα. Κάτι τέτοιο θα ασκήσει θετική επίδραση και στις κτηματαγορές της περιφέρειας, αν και οι τιμές και οι αποδόσεις θα διαφέρουν χαρακτηριστικά εντός της ευρωζώνης.

Εκτιμάται ότι η ευρωζώνη τελικά θα είναι μια περιφέρεια με σημαντική ρευστότητα. Αυτό αποδείχθηκε στη διάρκεια και της τρέχουσας κρίσης, αν και, βέβαια, η ρευστότητα συμπίεστηκε κυρίως στην κορυφή της αγοράς. Αυτό δεν σημαίνει ότι όλες οι αγορές θα διαθέτουν άφθονη ρευστότητα, αλλά ότι θα υπάρχει επαρκής, που θα καλύψει και τις οικονομικά ασθενέστερες χώρες, για να επιτευχθούν μεγαλύτερες αποδόσεις. Αυτό βέβαια προϋποθέτει απομάκρυνση του μακροοικονομικού κινδύνου από την περιφέρεια και επιστροφή στην οικονομική ανάπτυξη.

Ασφαλώς υπάρχουν κίνδυνοι για την ευρωζώνη, που συζητούνται εκτενώς. Σ' αυτούς συμπεριλαμβάνονται η δυσχέρεια εξεύρεσης των απαιτούμενων κεφαλαίων για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, το ότι είναι χαμηλή η αύξηση των θέσεων απασχόλησης, το δημογραφικό πρόβλημα και, ασφαλώς, η αβεβαιότητα ως προς τη λήψη των μέτρων που απαιτούνται για μια βιώσιμη ευρωζώνη. Αλλά εάν η Ελλάδα παραμείνει μέλος της ευρωζώνης και τα

δημοσιονομικά προβλήματα επιλυθούν, η περιφέρεια και η ελληνική αγορά ακινήτων θα επωφεληθούν από τις παραπάνω εξελίξεις. Ασφαλώς και υπάρχουν θέματα που πρέπει να αντιμετωπιστούν, όπως π.χ. η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος, η φορολογία, η διαφάνεια κ.λπ. Αλλά το ευρύτερο περιβάλλον, βέβαια με βάση το σενάριο διατήρησης του ευρώ, δημιουργεί αισιόδοξες προοπτικές. Οι προοπτικές αυτές δεν θα αφορούν το άμεσο μέλλον, θα γίνονται όμως σταδιακά θετικές.

Η ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης*

Θεοδόσιος Σαμπανιώτης

Οικονομικός Αναλυτής, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών
& Προβλέψεων Ομίλου Eurobank EFG

Γκίκας Α. Χαρδούβελης

Καθηγητής, Τμήμα Χρηματοοικονομικής
& Τραπεζικής Διοικητικής Πανεπιστημίου Πειραιώς¹

1 Εισαγωγή

Η χρηματοπιστωτική κρίση, που ξεκίνησε στις ΗΠΑ το 2007 με επίκεντρο την αγορά ακινήτων και τα στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages), γρήγορα επεκτάθηκε και απέκτησε διεθνείς διαστάσεις. Τότε αποκαλύφθηκαν οι αδυναμίες και οι ανισοροπίες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού τομέα και όλο το διεθνές σύστημα απειλήθηκε με κατάρρευση. Ιδίως τα γεγονότα που ακολούθησαν τη χρεοκοπία της Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008 ήταν κρίσιμα αλλά και διδακτικά για τους κινδύνους που ενέχει η απορρύθμιση των αγορών και η υποτίμηση, από τις εποπτικές αρχές αλλά και τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, των συσσωρευμένων κινδύνων στους ισολογισμούς υπερμολχλεμένων τραπεζών. Η κρίση μεταφέρθηκε, μέσω του περιορισμού των πιστώσεων, στο διεθνές εμπόριο και την πραγματική οικονομία. Μετατράπηκε σε παγκόσμια ύφεση.

Στην Ελλάδα, με το ξεκίνημα της παγκόσμιας ύφεσης, η επερχόμενη εγχώρια ύφεση ήταν τότε σχετικά προβλέψιμη.² Οι αδυναμίες και οι ανισοροπίες της ελληνικής οικονομίας ήταν γνωστές στους ειδικούς, αφού ήταν βαθιές και χρόνιες, και είναι αυτές που τελικά αποκαλύφθηκαν στο ελληνικό και το διεθνές κοινό μετά τη διεθνή κρίση και σταδιακά οδήγησαν στις σημερινές δυσκολίες. Τα μεγάλα και διαρκή δημοσιονομικά ελλείμματα, που δεν επέτρεψαν να μειωθεί το δημοσιονομικό χρέος, αλλά και το πρόβλημα ανταγωνιστικότητας, δεν είχαν ποτέ αντιμετωπιστεί αποφασιστικά με τις απαραίτητες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Αντιθέτως, η

* Το άρθρο απηχεί τις απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' ανάγκην της Τράπεζας της Ελλάδος.

¹ Κατά τη διάρκεια συγγραφής του παρόντος άρθρου ο Καθηγητής κ. Γκίκας Χαρδούβελης ήταν Διευθυντής του Οικονομικού Γραφείου του Πρωθυπουργού.

² Βλ. Χαρδούβελης (2008), όπου ο συγγραφέας ανέφερε ότι η Ελλάδα ήταν πιθανό να παραμείνει σε στασιμότητα μακράς διαρκείας.

συμμετοχή της χώρας στη ζώνη του ευρώ με τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού και η άγνοια των ελληνικών προβλημάτων από τους συμμετέχοντες στις ξένες αγορές επέτρεψαν στο Δημόσιο να δανείζεται απερίσκεπτα και προκάλεσαν εφesusχασμό ευδαιμονίας στους πολίτες και τους πολιτικούς.³ Κατά συνέπεια, οι ρίζες της ελληνικής ύφεσης και κρίσης δεν εντοπίζονται στην αγορά ακινήτων ούτε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως έγινε με τη διεθνή κρίση. Και οι δύο αυτοί κλάδοι της οικονομίας είναι κατά κύριο λόγο θύματα της ελληνικής ύφεσης και κρίσης, παρά η γενεσιουργός αιτία της.

Στο παρόν άρθρο περιγράφονται οι εξελίξεις και οι προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων στην εποχή της κρίσης. Στην Ενότητα 2 επισκοπούνται οι εξελίξεις των τελευταίων ετών – από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 – στην αγορά ακινήτων στην Ευρώπη και την Ελλάδα. Περιγράφονται η διαχρονική εξέλιξη των τιμών των κατοικιών και του όγκου των συναλλαγών, αλλά και η μεγάλη πτώση στις επενδύσεις κατασκευών και την οικονομική δραστηριότητα μετά το 2007. Γίνεται επίσης ανάλυση των επενδύσεων και της απασχόλησης στον κατασκευαστικό κλάδο στα χρόνια της κρίσης, από το 2007 έως το 2011, για τις χώρες της Ευρώπης.

Στην Ενότητα 3 αναλύονται τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς ακινήτων, σε μια προσπάθεια να εκτιμηθούν οι προοπτικές της. Περιγράφονται οι παράγοντες που οδήγησαν την αγορά προς τα εμπρός έως το 2008, ενώ αναλύεται κατά πόσον η προηγούμενη άνοδος των τιμών των κατοικιών ήταν φαινόμενο “φούσκας”, όπως συνέβη σε πολλές χώρες του εξωτερικού. Αναλύονται και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς, καθώς και των νοικοκυριών που έχουν επενδύσει στη συγκεκριμένη αγορά.

Στην Ενότητα 4 σκιαγραφείται το μέλλον της ελληνικής αγοράς ακινήτων, με άντληση στοιχείων από τη διεθνή εμπειρία και έρευνα αλλά και με βάση τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Περιγράφονται πρώτα οι σχετικοί με την αγορά ακινήτων δείκτες εμπιστοσύνης. Στη συνέχεια γίνεται ανάλυση της αγοράς ακινήτων σε σχέση με την οικονομία και περιγράφονται οι κυκλικές διακυμάνσεις της. Η ενότητα κλείνει με μια καταγραφή των θετικών και αρνητικών παραγόντων που θα επηρεάσουν την αγορά στο μέλλον.

Τέλος, στην Ενότητα 5 συνοψίζονται τα κύρια συμπεράσματα της ανάλυσης.

2 Οι εξελίξεις στην αγορά ακινήτων

2.1 Διεθνής εμπειρία

Ο ρόλος της αγοράς ακινήτων διαφέρει από χώρα σε χώρα, αφού κάθε οικονομία αντιμετωπίζει διαφορετικές προκλήσεις και προβλήματα. Στη διάρκεια της διεθνούς κρίσης 2007-

³ Βλ. Χαρδούβελης (2007).

2009, η αγορά ακινήτων έπαιξε έναν ιδιαίτερο ρόλο, αφού σ' αυτή την αγορά ξεκίνησε η κρίση στις ΗΠΑ, η οποία στη συνέχεια επεκτάθηκε στις υπόλοιπες αναπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης.

Το σημείο μηδέν ήταν η ιδιαίτερη αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages) στις **ΗΠΑ**. Η υπερτίμηση ("φούσκα") και η μετέπειτα πτώση των τιμών των ακινήτων σε πολλές αμερικανικές πολιτείες, σε συνδυασμό με τα πολλαπλά παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα που είχαν δομηθεί σε μορφή αντεστραμμένης πυραμίδας με βάση τις τιμές αυτές, και μάλιστα επί δανείων χαμηλής εξασφάλισης, οδήγησαν σε ένα ντόμινο πανικού και έλλειψης ρευστότητας στην τραπεζική αγορά, το οποίο, σε συνδυασμό με την υψηλή μόχλευση, προξένησε την παρ' ολίγον κατάρρευση του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη μετέπειτα ύφεση.⁴

Στην **Ιρλανδία**, το σκάσιμο της "φούσκας" στην αγορά ακινήτων προκάλεσε τη χρεοκοπία των μεγαλύτερων τραπεζών της χώρας, οι οποίες ήταν ιδιαίτερα εκτεθειμένες στη στεγαστική πίστη. Για τη διάσωση των ιρλανδικών τραπεζών απαιτήθηκαν κρατικά κεφάλαια ύψους 62,8 δισεκ. ευρώ ή 40,2% του ΑΕΠ μέχρι τα μέσα του 2011.⁵ Αποτέλεσμα αυτού ήταν να εκτοξευθεί το δημόσιο χρέος της χώρας σε μη βιώσιμα επίπεδα. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 2007 το χρέος της γενικής κυβέρνησης ήταν μόλις 24,8% του ΑΕΠ, ενώ εκείνη τη χρονιά η χώρα είχε δημοσιονομικό πλεόνασμα 0,06% του ΑΕΠ. Σε αντιδιαστολή, τρία χρόνια μετά την κρίση, το 2010, τα μεγέθη αυτά εκτινάχθηκαν στο 92,5% και το -31,2% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Η προσφυγή στη βοήθεια από το ΔΝΤ και την ΕΕ ήταν αναπόφευκτη.

Στην περίπτωση της **Ισπανίας**, τα προβλήματα στην αγορά ακινήτων έθεσαν τη χώρα σε τροχιά ύφεσης. Στα πρώτα χρόνια της κρίσης, οι μεγάλες ισπανικές τράπεζες δεν επηρεάστηκαν από την πτώση της αγοράς ακινήτων. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι από τις αρχές της δεκαετίας του 2000 οι εν λόγω τράπεζες είχαν εξαναγκαστεί από τον επόπτη τους, την κεντρική τράπεζα, σε σημαντική αύξηση των προβλέψεών τους σε σχέση με την υπερβολική τους έκθεση στη στεγαστική πίστη. Έτσι, η "φούσκα" ακινήτων δεν τις επηρέασε άμεσα, παρά μόνο τις μικρές τράπεζες, τις γνωστές cajas. Η κρίση άρχισε να επηρεάζει εμφανώς τις μεγάλες ισπανικές τράπεζες το 2012, καθώς αυξανόταν το προβληματικό δανειακό χαρτοφυλάκιό τους στην επιχειρηματική στεγαστική πίστη, η παρούσα αξία του ενεργητικού τους συνέχιζε να μειώνεται και η χρηματοδότηση του ενεργητικού αυτού να δυσχεραίνεται, με αποτέλεσμα τόσο τη συρρίκνωση της ρευστότητας των τραπεζών όσο και τη σταδιακή μείωση των ιδίων κεφαλαίων τους, σε σημείο που να μην καλύπτονται πλέον από πολλές τράπεζες οι ελάχιστοι δείκτες εποπτικών κεφαλαίων.

⁴ Για ένα χρονολόγιο της κρίσης και περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. Χαρδούβελης (2011) και το σχετικό site της Federal Reserve Bank of St. Louis: <http://timeline.stlouisfed.org/>.

⁵ Σύμφωνα με τα στοιχεία των Laeven and Valencia (2008), στις 124 συστημικές τραπεζικές κρίσεις μεταξύ των ετών 1970 και 2007, η ιρλανδική τραπεζική κρίση κατατάσσεται ως η έκτη μεγαλύτερη από άποψη δημοσιονομικού κόστους (% ΑΕΠ).

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

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

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

Η **Ιταλία** αποτελεί την τρίτη μεγαλύτερη οικονομία της ζώνης του ευρώ. Τα προβλήματα ανταγωνιστικότητας, αν και μικρότερα σε σχέση με αυτά των υπόλοιπων χωρών του Νότου, συνδυάζονται με ένα τεράστιο δημόσιο χρέος, 103,1% του ΑΕΠ το 2007 (120,1% το 2011), που είναι το δεύτερο μεγαλύτερο στη ζώνη του ευρώ μετά από την Ελλάδα. Το απόλυτο μέγεθος του ιταλικού χρέους, 1,96 τρισεκ. ευρώ το 2011, η έλλειψη (επαρκούς) ευελιξίας στην εγχώρια αγορά εργασίας, σε συνδυασμό με τους φόβους για ύφεση ή για χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ τα επόμενα χρόνια, που θα πλήξουν τη χαμηλής ανταγωνιστικότητας ιταλική οικονομία, είναι οι αιτίες των προβλημάτων που αντιμετωπίζει η Ιταλία στις διεθνείς αγορές.

Στην **Ελλάδα**, οι αδυναμίες της οικονομίας της αντανακλώνται στα σημαντικά ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στις δημοσιονομικές ανισορροπίες, δηλαδή υψηλά δημόσια ελλείμματα και χρέος. Οι κυριότερες αδυναμίες είναι η χαμηλή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και η οργανωτική ανεπάρκεια του ελληνικού κράτους. Η αγορά ακινήτων δεν προκάλεσε την κρίση. Η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σήμερα ένα φαινομενικό

αδιέξοδο, που οφείλεται στις χρόνιες μακροοικονομικές ανισορροπίες και στην ανεπάρκεια της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής επί δεκαετίες.⁶

Τα “δίδυμα” ελλείμματα της ελληνικής οικονομίας είναι από τα μεγαλύτερα στη ζώνη του ευρώ. Αντίστοιχα υψηλά είναι και το δημόσιο και το εξωτερικό χρέος, καθώς αποτελούν διαχρονική συσσώρευση των αντίστοιχων ετήσιων ελλειμμάτων.⁷ Βεβαίως, αυτές δεν είναι οι μόνες διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Για παράδειγμα, η ανεργία στην Ελλάδα παρέμενε σε υψηλά επίπεδα, ιδίως ανάμεσα στους νέους και τις γυναίκες, πολύ πριν από την κρίση και παρά τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η υψηλή ανεργία και η χαμηλή απασχόληση συμβαδίζουν και με μεγάλη ανισότητα ως προς την κατανομή του πλούτου. Η ανάγκη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στο δημόσιο τομέα γίνεται εμφανής και από το ότι οι κοινωνικές παροχές επιδρούν ελάχιστα στα ποσοστά κινδύνου φτώχειας.⁸

2.2 Η εξέλιξη των τιμών των κατοικιών

Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζεται η εξέλιξη των τιμών των κατοικιών τα τελευταία 15 χρόνια στις οικονομίες που βρίσκονται στο επίκεντρο της κρίσης. Τα στοιχεία είναι τριμηνιαία και αφορούν ονομαστικές τιμές κατοικιών. Εξαιρούνται, δηλαδή, τα εμπορικά ακίνητα. Οι δείκτες ξεκινούν με βάση το 100, στο 1^ο τρίμηνο του 1997.⁹

Στην Ιρλανδία παρουσιάζεται η μεγαλύτερη έξαρση των τιμών των κατοικιών. Οι τιμές κορυφώθηκαν στο τέλος του 2006, παρουσιάζοντας αύξηση 267% σε σχέση με τις αρχές του 1997, και υποχώρησαν σωρευτικά κατά περίπου 45% από το 2007 έως τα τέλη του 2011, επιστρέφοντας στα επίπεδα του 2000.

Παρόμοια είναι η εικόνα σε Ην. Βασίλειο και Ισπανία, αν και το εύρος της ανόδου και της πτώσης των τιμών είναι πολύ μικρότερο. Παρατηρείται κορύφωση των τιμών για το Ην. Βασίλειο στο 3^ο τρίμηνο του 2007 (+198%) και πτώση 18,8% μέχρι το τέλος του 2011. Η κορύφωση των τιμών στην Ισπανία γίνεται στο 1^ο τρίμηνο του 2008 (+190%), ενώ έκτοτε η πτώση είναι 18,6% μέχρι το τέλος του 2011.

Αντίθετη εικόνα παρουσιάζουν οι τιμές των κατοικιών σε Ιταλία και Πορτογαλία, όπου η άνοδος ήταν πολύ μικρότερη, 74% και 50% αντίστοιχα έως και το 4^ο τρίμηνο του 2008. Οι

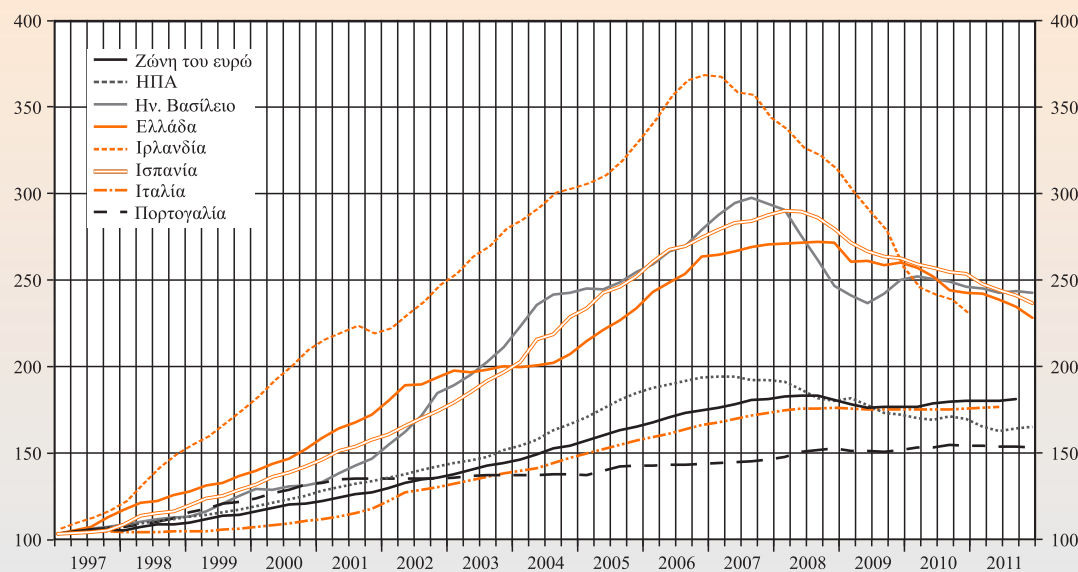
⁶ Οι Buitier και Rahbari (2011) εξετάζουν την ελληνική κρίση στο πλαίσιο της ONE και τονίζουν ότι για τα προβλήματα της Ελλάδος δεν είναι υπαίτια η διεθνής ύφεση αλλά οι οικονομικές ανισορροπίες της χώρας, τις οποίες αποκάλυψε η κρίση.

⁷ Το πρόβλημα των ανισορροπιών της ελληνικής αναπτυξιακής πορείας είχε απασχολήσει πολλούς ερευνητές στο παρελθόν. Βλ. Χαρδούβελης (2007, 2008) για τη σχετική βιβλιογραφία.

⁸ Το 2010 το ποσοστό των πολιτών σε κίνδυνο φτώχειας πριν από τις παροχές ανερχόταν στην Ελλάδα σε 23,8% και μετά τις παροχές σε 20,1%. Στην ΕΕ-15 τα ίδια μέσα ποσοστά ήταν 26,1% και 16,2% αντίστοιχα (πηγή: Eurostat). Με άλλα λόγια, οι κοινωνικές παροχές στην Ελλάδα είναι ελάχιστα αποτελεσματικές ως προς τη μείωση του κινδύνου φτώχειας σε σχέση με την ΕΕ-15.

⁹ Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζεται και η εξέλιξη των μέσων τιμών και σε περιοχές όπως οι ΗΠΑ και η ζώνη του ευρώ. Η ερμηνεία της πορείας των τιμών στις δύο περιοχές χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή. Οι δύο αγορές δεν είναι ομοιογενείς. Οι συγκεκριμένοι δείκτες αποτελούν στην ουσία σταθμισμένο μέσο όρο των επιμέρους εθνικών/πολιτειακών αγορών ακινήτων. Η “φούσκα” στις τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ δεν αντανακλάται απόλυτα στην πορεία του εθνικού δείκτη. Το πρόβλημα ήταν μεγαλύτερο σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές. Το ίδιο ισχύει και για τη ζώνη του ευρώ, όπως είναι φανερό και από τις διαφορές μεταξύ των χωρών που παρουσιάζονται εδώ.

Διάγραμμα 1

Δείκτης τιμών κατοικιών
(1997 α' τρίμηνο=100)

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΚΤ, ΟΦΗΕΟ, ΗΒΟΣ.

τιμές και στις δύο χώρες έπεσαν ελάχιστα τα επόμενα τρίμηνα και, αντίθετα με τις υπόλοιπες χώρες, ανέκαμψαν πολύ γρήγορα. Στα μέσα του 2011 βρίσκονταν σε ακόμα υψηλότερα επίπεδα. Αξίζει να τονιστεί εδώ ότι η Πορτογαλία αντιμετώπιζε σοβαρά προβλήματα πολύ πριν από την έναρξη της διεθνούς κρίσης, καθώς ήταν παγιδευμένη σε χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης για σχεδόν μια δεκαετία, κάτι που φυσικά δεν ευνόησε και την αγορά ακινήτων.

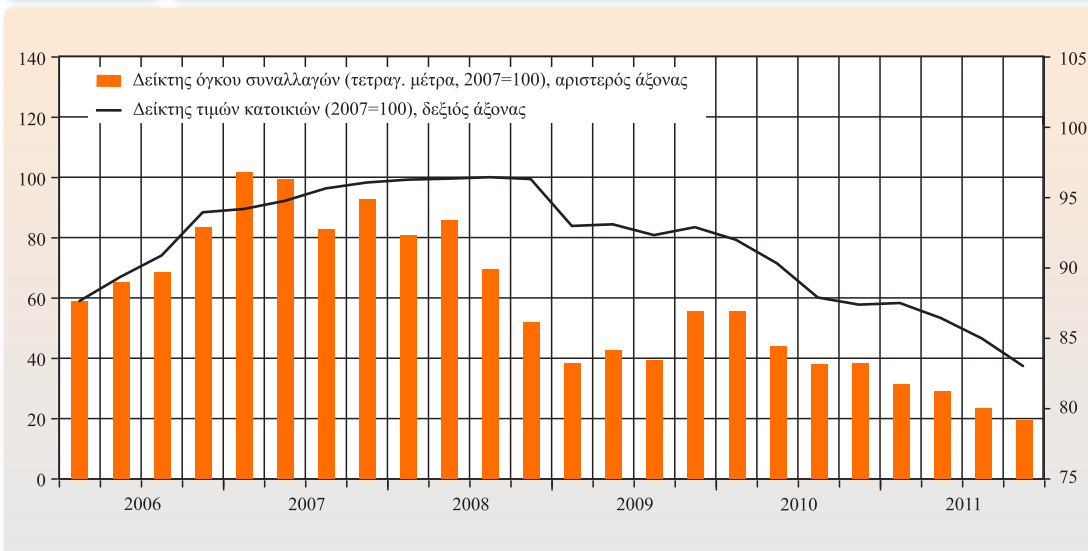
Οι ονομαστικές τιμές των κατοικιών στην Ελλάδα παρουσίασαν σωρευτική αύξηση 170,4% από το 1^ο τρίμηνο του 1997 μέχρι και το 4^ο τρίμηνο του 2007. Ακολούθως, κατά τη διάρκεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι τιμές παρουσίασαν σταθεροποιητικές τάσεις και έφθασαν στο υψηλότερο σημείο τους το 3^ο τρίμηνο του 2008 (+171,6%).¹⁰ Στο 4^ο τρίμηνο του 2011 οι τιμές είχαν ήδη μειωθεί κατά 16,4% σε σχέση με τα υψηλότερα επίπεδά τους και είχαν επιστρέψει στα επίπεδα του τέλους του 2005. Τα στοιχεία δείχνουν επιπλέον ότι η πτώση των τιμών είναι μεγαλύτερη για παλαιά διαμερίσματα (χρόνος κατασκευής μεγαλύτερος των πέντε ετών), όπου η πτώση είναι 17,8%, από ό,τι για νεότερα διαμερίσματα (χρόνος κατασκευής μικρότερος των πέντε ετών), όπου η πτώση είναι 14,1%.

Στο επόμενο διάγραμμα, 2, παρουσιάζεται η εξέλιξη τόσο του όγκου των συναλλαγών (μετρούμενου σε τετραγωνικά μέτρα) όσο και των τιμών τα τελευταία έξι χρόνια στην Ελλάδα. Παρατηρείται σημαντική πτώση και του όγκου των συναλλαγών. Ο αριθμός (απόλυτος) των

¹⁰ Στοιχεία που συλλέγει η Τράπεζα της Ελλάδος από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Διάγραμμα 2

Ελλάδα, τιμές και όγκος συναλλαγών



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

συναλλαγών έπεσε επίσης, από 39,7 χιλιάδες το 1^ο τρίμηνο του 2007 σε περίπου 7,5 χιλιάδες το 4^ο τρίμηνο του 2011. Παράλληλα, παρατηρήθηκε σταδιακή στροφή του ενδιαφέροντος των αγοραστών προς πιο μικρές και πιο φθηνές κατασκευές. Συγχρόνως, δημιουργήθηκε μεγάλο απόθεμα αδιάθετων κατοικιών (νέων και παλαιότερων), που όμως δείχνει να έχει σταθεροποιηθεί το 2010 και το 2011 μετά την υποχώρηση της κατασκευαστικής δραστηριότητας (βλ. επόμενη ενότητα).¹¹

2.3 Επενδύσεις & απασχόληση στις κατασκευές

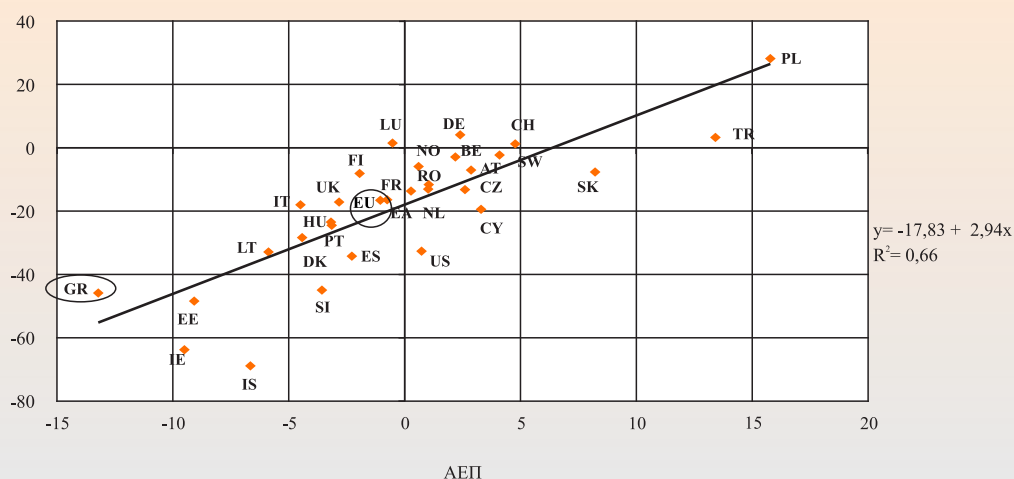
Η πτώση των τιμών των ακινήτων που περιγράφηκε στην προηγούμενη ενότητα σχετίζεται και με την εξέλιξη της οικοδομικής και γενικότερης οικονομικής δραστηριότητας. Μάλιστα, η σχέση μεταξύ τιμών των ακινήτων και οικονομικής δραστηριότητας είναι αμφίδρομη.¹² Οι τιμές των ακινήτων επιδρούν θετικά στην οικονομική δραστηριότητα, κυρίως μέσω των νέων επενδύσεων σε κατοικίες (λόγω αύξησης της κερδοφορίας) και της μεγαλύτερης κατανάλωσης (λόγω αύξησης του πλούτου των νοικοκυριών). Σημαντικό ρόλο στη σχέση αυτή παίζουν και τα θεσμικά χαρακτηριστικά της αγοράς κατοικίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος κάθε χώρας. Αντιστρόφως, η οικονομική δραστηριότητα επιδρά θετικά στις τιμές. Δημιουργείται με άλλα λόγια ένα πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα από την αμφίδρομη αυτή σχέση, είτε ένας ενάρτετος είτε ένας φαύλος κύκλος. Η κρίση που ξεκίνησε το 2008 στην Ελλάδα δημιούρ-

¹¹ Η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά το απόθεμα απώλειων κατοικιών σε 150-180 χιλ. στα τέλη του 2011. Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος το εκτιμά επίσης σε περίπου 175 χιλ. (Mylonas and Magginas, 2011) την ίδια περίοδο.

¹² Εκτενέστερη περιγραφή και ανάλυση αυτής της σχέσης βλ. στο Χαρδούβελης (2009).

Διάγραμμα 3

Μεταβολή των επενδύσεων στις κατασκευές και μεταβολή του ΑΕΠ
(Πραγματικές τιμές, εκατοστιαία μεταβολή 2011/2007)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

γησε φαύλο κύκλο. Βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη και αφήνει τα σημάδια της στην αγορά ακινήτων και κατασκευών, είτε αυτή αποτελούσε μέρος του προβλήματος είτε όχι.

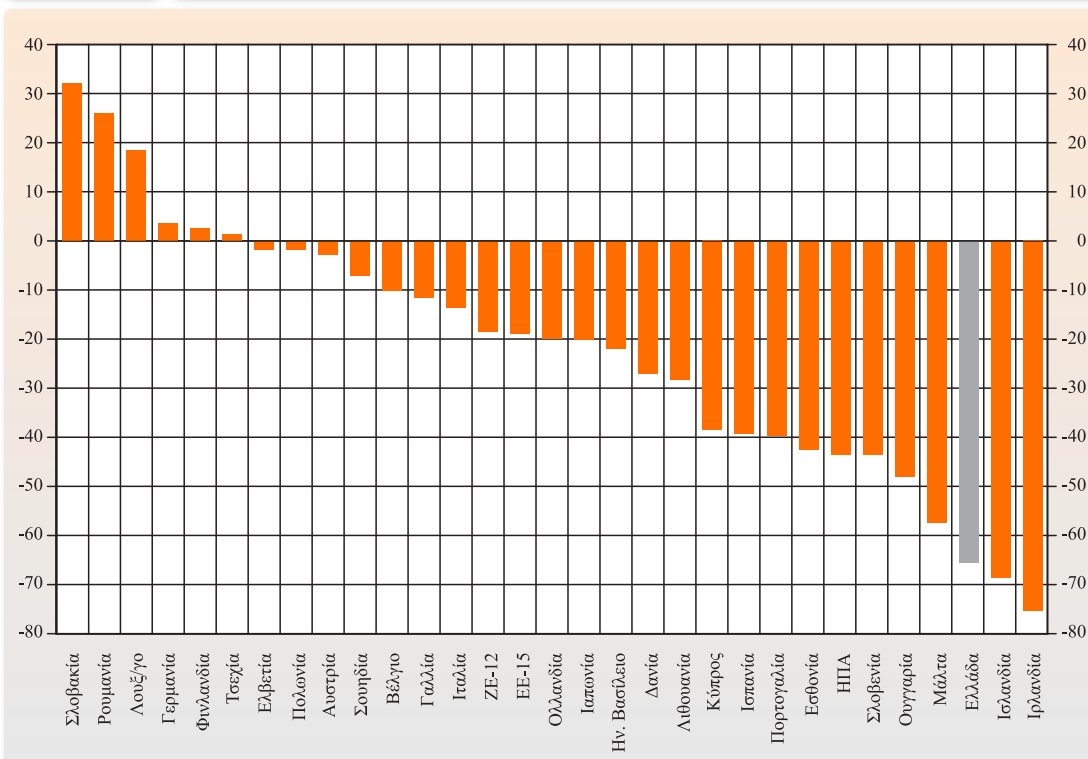
Ο σημερινός φαύλος κύκλος ανάμεσα στην αγορά κατοικίας και την οικονομική δραστηριότητα γίνεται εμφανής στο Διάγραμμα 3, όπου απεικονίζεται η εξέλιξη των δύο μεγεθών στις διάφορες ευρωπαϊκές χώρες στη διάρκεια της κρίσης από το 2007 έως και το 2011. Στο διάγραμμα παρατηρείται ότι η εκατοστιαία μεταβολή, σε σταθερές τιμές, των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου στις κατασκευές, που μετρείται στον κάθετο άξονα, μεταξύ του 2007 και του 2011 ήταν πολύ μεγαλύτερη — σχεδόν τρεις φορές — από την αντίστοιχη μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ, που μετρείται στον οριζόντιο άξονα.¹³ Με άλλα λόγια, στη διάρκεια της κρίσης, ο τομέας των κατασκευών πλήρη αναλογικά περισσότερο από ό,τι η συνολική οικονομία.

Στο Διάγραμμα 3 η Ελλάδα εμφανίζει τη μεγαλύτερη σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες σωρευτική πτώση του ΑΕΠ από το 2007 έως και το 2011 (οριζόντιος άξονας). Εμφανίζει, συγχρόνως, μια από τις μεγαλύτερες πτώσεις των επενδύσεων στις κατασκευές, όχι όμως και τη μεγαλύτερη (κάθετος άξονας). Οι επενδύσεις στις κατασκευές (κατοικίες και μη) κατέγραψαν σωρευτική πτώση 45,8% (σε σταθερές τιμές 2005) την περίοδο 2007-2011, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ. Αυτή η πτώση είναι αποτέλεσμα της τεράστιας μείωσης των επενδύσεων σε κατοικίες, που έφθασε το 65,6% σωρευτικά την ίδια περίοδο. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε κατασκευές πλην κατοικιών αυξήθηκαν σωρευτικά κατά 20,9% την ίδια περίοδο.

¹³ Ιδιαίτερη προσοχή χρειάζεται στην ερμηνεία του διαγράμματος, καθώς παρουσιάζεται η *συσχέτιση* μεταξύ των δύο μεγεθών και όχι αναγκαστικά η αιτιότητα.

Διάγραμμα 4

Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, κατοικίες
(Σταθερές τιμές 2005, εκατοστιαία μεταβολή 2011/2007)



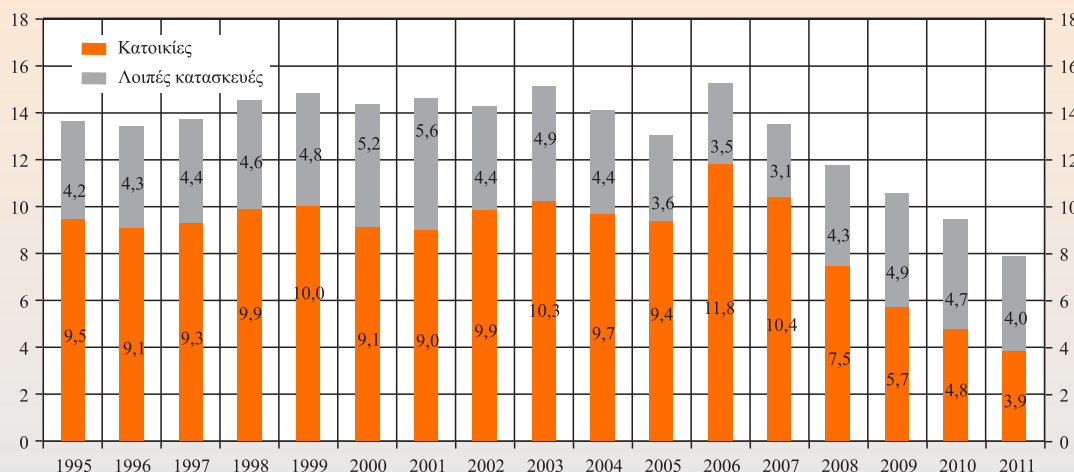
Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Την περίοδο 2007-2011 παρατηρείται γενική πτώση των επενδύσεων στις κατασκευές. Αυτό είναι εμφανές στο Διάγραμμα 3, όπου μόνο πέντε από τις 29 εμφανιζόμενες χώρες καταγράφουν σωρευτική αύξηση. Περίπου η ίδια εικόνα παρουσιάζεται και στο επόμενο διάγραμμα, 4, όπου αποτυπώνεται η μεταβολή των επενδύσεων σε έναν υποτομέα των κατασκευών, τις κατοικίες. Η μεταβολή αυτή είναι αρνητική στις περισσότερες χώρες. Η Ελλάδα παρουσιάζει την τρίτη μεγαλύτερη πτώση, 65,6%, μετά την Ισλανδία και την Ιρλανδία, οικονομίες που επίσης αντιμετωπίζουν σημαντικά προβλήματα ρευστότητας του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η πτώση στο σύνολο της ζώνης του ευρώ είναι 18,5%.

Από το Διάγραμμα 3 πιο πάνω προέκυψε σαφώς ότι την τετραετία 2007-2011 οι επενδύσεις στις κατασκευές μειώθηκαν περισσότερο από ό,τι το συνολικό ΑΕΠ στις περισσότερες χώρες όπως και στην Ελλάδα. Έτσι, οι κατασκευές μειώθηκαν ως ποσοστό του ΑΕΠ, δηλαδή μειώθηκε και η σχετική σημασία τους στο σύνολο της οικονομίας. Για την Ελλάδα, αυτό απεικονίζεται σαφώς και στη διαχρονική εξέλιξη των επενδύσεων στις κατασκευές ως ποσοστό του ΑΕΠ, βλ. Διάγραμμα 5. Η πτώση μετά το 2006 οφείλεται κυρίως στη μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες, οι οποίες έφθασαν το 11,8% του ΑΕΠ το 2006 και υποχώρησαν στο 3,9% το 2011,

Η ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης

Διάγραμμα 5

Επενδύσεις στις κατασκευές
(Ποσοστά % του ΑΕΠ)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

το χαμηλότερο σημείο της τελευταίας δεκαπενταετίας. Οι επενδύσεις σε κατασκευές πλην κατοικιών σημείωσαν πολύ μικρότερη πτώση.¹⁴

Ενδεικτική της πτώσης των επενδύσεων στις κατασκευές στην Ελλάδα είναι και η πορεία του αριθμού των οικοδομικών αδειών.¹⁵ Τα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ. για τον αριθμό των οικοδομικών αδειών δείχνουν μεγάλη πτώση των αδειών για ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα. Οι άδειες αυτές βρίσκονται σε συνεχή πτώση από το 2006 τόσο σε αριθμό όσο και σε εμβαδόν (τετραγωνικά μέτρα) και όγκο (κυβικά μέτρα). Το 2011 η πτώση σε σχέση με το 2010 ήταν ακόμα πιο απότομη: -28,4% ως προς τον αριθμό των αδειών (-10,9% το 2010), -41,4% ως προς τα τετραγωνικά μέτρα (-19,8% το 2010) και -37,7% ως προς τα κυβικά μέτρα (-23,7% το 2010).

Η πτώση των επενδύσεων στις κατασκευές έχει επιπτώσεις και στην απασχόληση, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 6. Η εκατοστιαία μεταβολή μεταξύ 2007 και 2011 της απασχόλησης στον τομέα των κατασκευών σε χώρες της ΕΕ μετρείται στον κάθετο άξονα και η εκατοστιαία μεταβολή, σε σταθερές τιμές, των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου στις κατασκευές μετρείται στον οριζόντιο άξονα. Η συσχέτιση μεταξύ των δύο μεγεθών είναι θετική.¹⁶

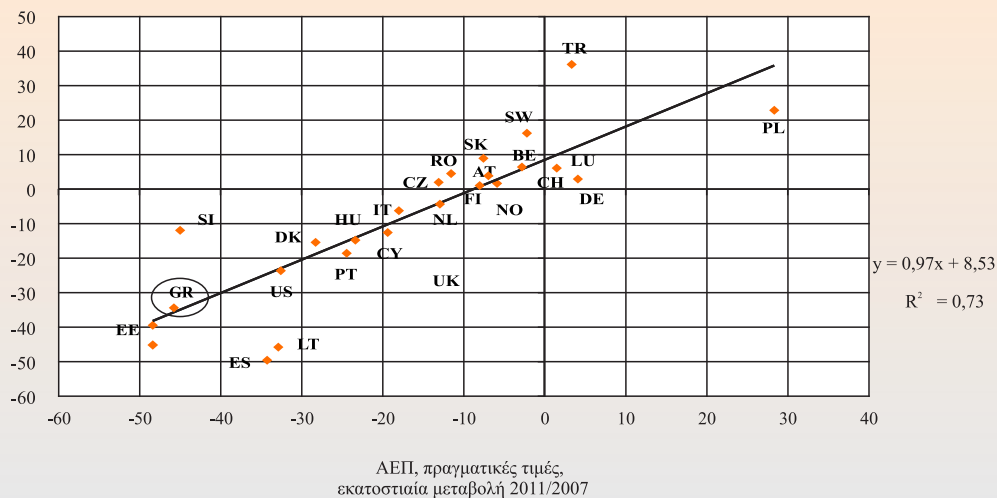
¹⁴ Την προηγούμενη πενταετία, 2003-2007, στην Ελλάδα το μερίδιο των επενδύσεων σε κατοικίες ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν από τα υψηλότερα στην ΕΕ. Επίσης, σε όλες τις περιόδους στην Ελλάδα, οι επενδύσεις σε κατοικίες υπερτερούσαν των επενδύσεων στις λοιπές κατασκευές, αφού αποτελούσαν πάνω από το ήμισυ του συνόλου των κατασκευών (όπως και σε άλλες προηγμένες οικονομίες, π.χ. Γερμανία, Βέλγιο, Ολλανδία).

¹⁵ Ο αριθμός των οικοδομικών αδειών αποτελεί ένδειξη για την πραγματική τρέχουσα οικοδομική δραστηριότητα. Η έκδοση μιας οικοδομικής άδειας δεν συνεπάγεται την άμεση έναρξη της κατασκευής, μπορεί να περάσουν μήνες ή και χρόνια. Η μείωση που καταγράφεται το 2007 συνδέεται και με την έναρξη εφαρμογής του καθεστώτος επιβολής ΦΠΑ επί των νέων ακινήτων/αδειών.

¹⁶ Ιδιαίτερη προσοχή χρειάζεται στην ερμηνεία του διαγράμματος, καθώς παρουσιάζει τη *συσχέτιση* των δύο μεγεθών και όχι αναγκαστικά την αιτιότητα.

Διάγραμμα 6

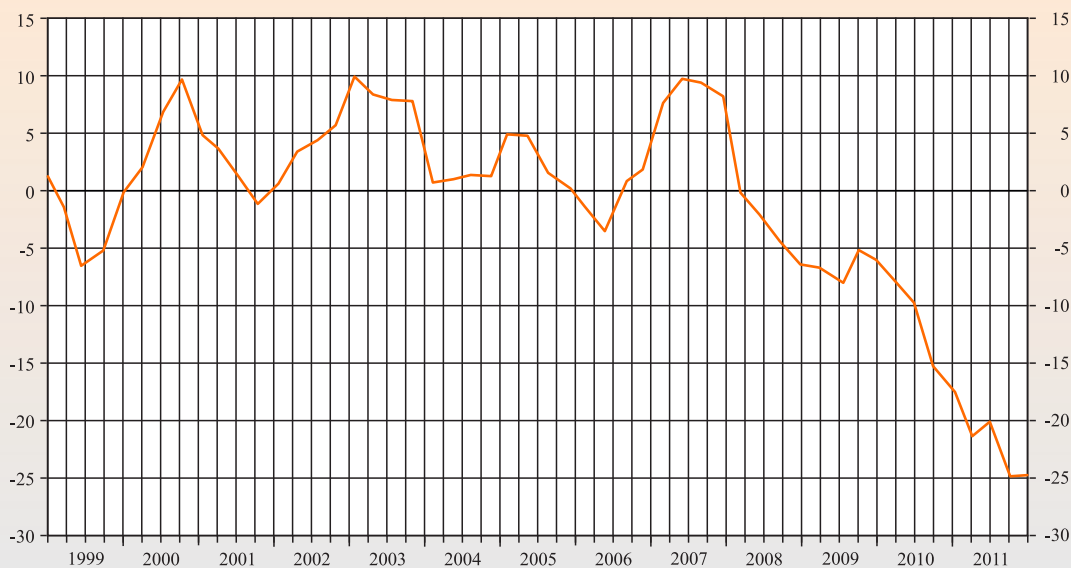
Μεταβολή της απασχόλησης και των επενδύσεων στις κατασκευές
(Εκατοστιαία μεταβολή 2011/2007)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Διάγραμμα 7

Ελλάδα, απασχόληση στις κατασκευές
(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή, 1999 α' τρ.-2011 δ' τρ.)



Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

Στην Ελλάδα η απασχόληση στις κατασκευές βρίσκεται σε ελεύθερη πτώση από τα μέσα του 2007 (Διάγραμμα 7). Σημειώνεται ότι στα μεγέθη αυτά δεν περιλαμβάνονται άτομα που απασχολούνται σε εργασίες σχετικές με τον κλάδο των κατασκευών, όπως π.χ. μεσιτικά γραφεία,

τμήματα στεγαστικών δανείων των τραπεζών, δικηγόροι, εταιρίες εξοπλισμού οικιών κ.λπ. Η απασχόληση μειώθηκε σωρευτικά κατά 43,2% από το 4^ο τρίμηνο του 2007 έως και το 4^ο τρίμηνο του 2011. Σύμφωνα με την ΕΛ.ΣΤΑΤ, το 4^ο τρίμηνο του 2011 στον τομέα των κατασκευών απασχολούνταν 227 χιλιάδες άτομα.¹⁷ Η απασχόληση στις κατασκευές ως ποσοστό της συνολικής απασχόλησης βρίσκεται στο 5,8% (4^ο τρίμηνο 2011) σε σύγκριση με το 8,8% όπου βρισκόταν το 4^ο τρίμηνο του 2007. Το αντίστοιχο ποσοστό στη ζώνη του ευρώ ανέρχεται σε 7,2%.

3 Ελληνική αγορά ακινήτων: ιδιαίτερα χαρακτηριστικά

Στην προηγούμενη ενότητα περιγράφηκαν οι επιπτώσεις της κρίσης στην αγορά ακινήτων διεθνώς και στην Ελλάδα την πενταετία 2007-2011. Η ανάλυση συνεχίζεται στην παρούσα ενότητα, όπου οι συγγραφείς εμβαθύνουν στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς ακινήτων προκειμένου να κατανοηθούν οι τρέχουσες εξελίξεις και στη συνέχεια να σκιαγραφηθούν οι προοπτικές της.

Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα, η ελληνική αγορά κατοικιών γνώρισε σημαντική άνοδο των τιμών, ιδίως την τελευταία δεκαετία (Διάγραμμα 1). Εύλογα λοιπόν γεννάται το ερώτημα κατά πόσον η άνοδος υπήρξε μια “φούσκα” ως προς τις τιμές των κατοικιών στην ελληνική αγορά.¹⁸ Είναι βέβαιο ότι η αγορά κατοικιών δεν φέρει την κύρια ευθύνη για τα σημερινά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, αλλά το ερώτημα παραμένει κατά πόσον η πτώση των τιμών των κατοικιών θα επερχόταν έτσι και αλλιώς λόγω της ύπαρξης προηγούμενων παραγόντων που οδήγησαν σε φαινόμενα “φούσκας” και έτσι θα επηρέαζε αρνητικά την ελληνική οικονομία, ακόμη και χωρίς την ύπαρξη κρίσης.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των ακινήτων είναι, σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες (ECB, 2003, Borio and McGuire, 2004), συνοπτικά οι ακόλουθοι:

- i. το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών,
- ii. τα πραγματικά επιτόκια,
- iii. παράγοντες που αφορούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τη διαθεσιμότητα πιστώσεων,
- iv. δημογραφικοί παράγοντες,
- v. παράγοντες (μεταβλητές) που αφορούν την προσφορά και
- vi. οι σχετικοί φόροι και οι επιδοτήσεις, καθώς και άλλες δημόσιες πολιτικές για την κατοικία.

¹⁷ Τα στοιχεία για την απασχόληση πιθανόν υποεκτιμούν τον απόλυτο αριθμό των απασχολούμενων, ιδίως στον τομέα των κατασκευών, εξαιτίας της αδήλωτης εργασίας. Κύριες αιτίες είναι η φοροδιαφυγή και η εισφοροδιαφυγή, καθώς και η απασχόληση παράνομων λαθρομεταναστών.

¹⁸ Στη διάρκεια μιας ραγδαίας αύξησης των τιμών, είναι πολλές φορές δύσκολο να διαπιστωθεί αν πρόκειται για “φούσκα” ή όχι. Πολλές φορές οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αυξάνονται επειδή τα απαιτούμενα ασφάλιστρα κινδύνου των επενδυτών μειώνονται. Συνεπώς, η διάκριση μεταξύ δικαιολογημένων και αδικαιολόγητων μεταβολών των τιμών είναι δύσκολη (Detken and Smets, 2004, Filardo, 2004, Gurkaynak, 2005, Trichet, 2005).

Το εισόδημα εκτιμάται ως ο πιο σημαντικός παράγοντας (θετική σχέση), ενώ τα πραγματικά επιτόκια είναι ο δεύτερος (αρνητική σχέση) και ακολουθούν οι δημογραφικοί παράγοντες. Στους παραπάνω παράγοντες μπορούν να προστεθούν η ανεργία (Schnure, 2005), ο πληθωρισμός (Tsatsaronis and Ziu, 2004) και οι τιμές των μετοχών (Sutton, 2002).

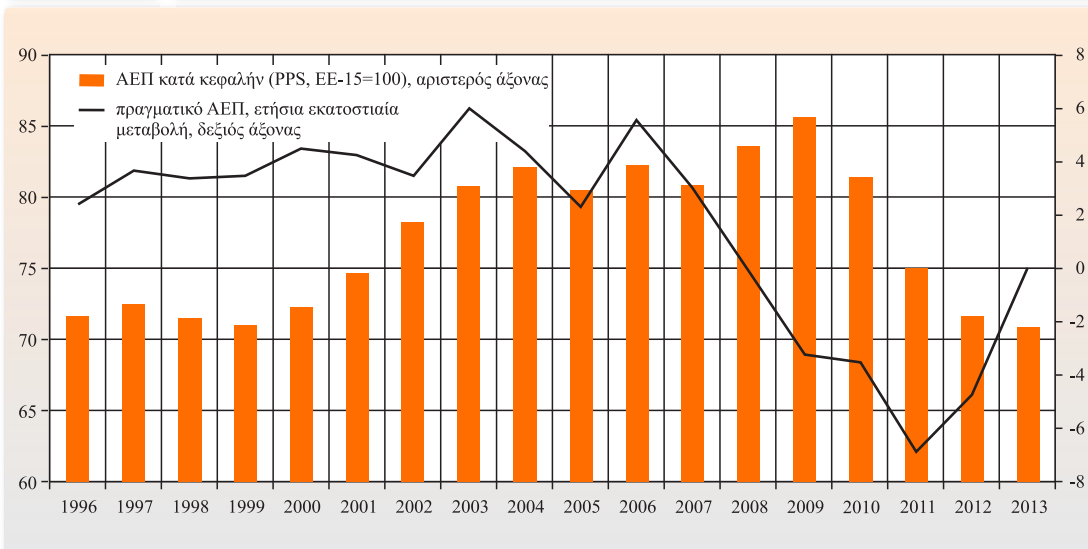
3.1 Διαθέσιμο εισόδημα, οικονομική ανάπτυξη

Η ελληνική οικονομία γνώρισε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης από τα μέσα της δεκαετίας του '90 μέχρι και το 2007 (Διάγραμμα 8). Οι ρυθμοί αυτοί ήταν υψηλότεροι των ευρωπαϊκών. Η ελληνική οικονομία αναπτυσσόταν με πραγματικούς ρυθμούς, κατά μέσον όρο, 3,8% την περίοδο 1996-2007, όταν ο μέσος όρος στη ζώνη του ευρώ ήταν 2,3%. Φυσική συνέπεια ήταν η σύγκλιση του βιοτικού επιπέδου της Ελλάδος με το μέσο όρο της (παλαιάς) ΕΕ-15 (Διάγραμμα 8), τάση που φυσικά έχει ήδη αντιστραφεί.

Όταν αυξάνεται το ΑΕΠ, αυξάνεται και το διαθέσιμο εισόδημα, γεγονός που οδηγεί σε άνοδο της ζήτησης για ακίνητα και αύξηση της τιμής τους. Εμπειρικές έρευνες (McCarthy and Peach, 2004, Meen, 2002, Annett, 2005) έχουν δείξει ότι μια αύξηση κατά 1% του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος συνεπάγεται αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών κατά 3,2% στις ΗΠΑ, 2,5% στο Ηνωμένο Βασίλειο και 0,7% στη ζώνη του ευρώ. Φυσικά, τα αποτελέσματα διαφέρουν από μελέτη σε μελέτη, ανάλογα με την εξεταζόμενη περίοδο και τη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται. Μάλιστα, σε περιπτώσεις που η προσφορά κατοικιών είναι περιορισμένη ή δεν μπορεί να αυξηθεί όσο γρήγορα αυξάνεται η ζήτηση, η αύξηση των τιμών είναι ιδιαίτερα έντονη και απότομη.

Διάγραμμα 8

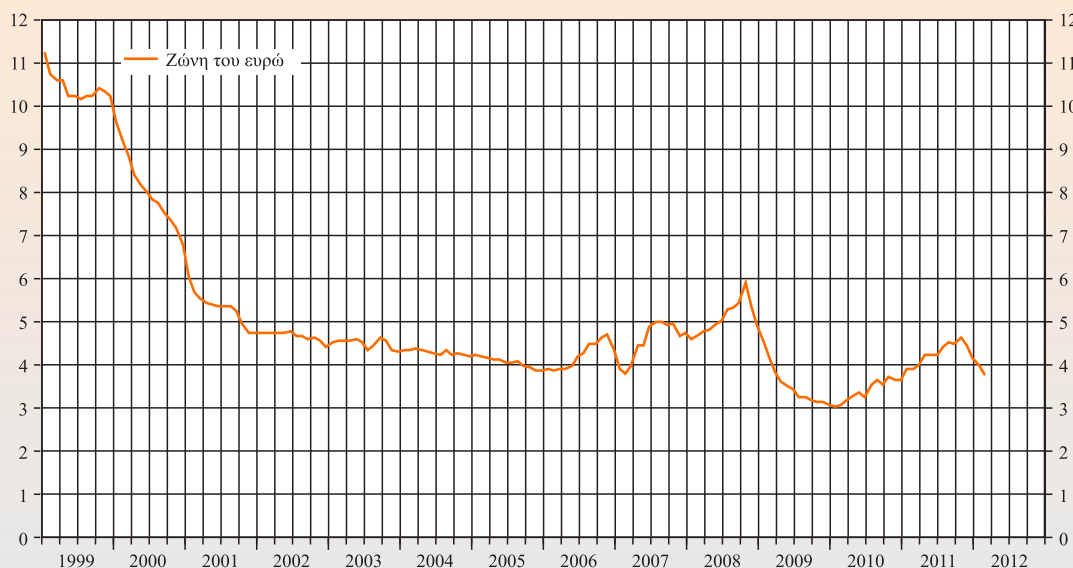
Ελλάδα: ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης και σύγκλιση βιοτικού επιπέδου



Σημείωση: Τα στοιχεία για το 2012 και το 2013 αποτελούν προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Μάιος 2012 (European Economic Forecast – Spring 2012).
Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Διάγραμμα 9

**Επιτόκια για νέα στεγαστικά δάνεια στην Ελλάδα
(Εκατοστηαίες μονάδες)**



Σημείωση: Επιτόκιο νέων τραπεζικών δανείων από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα προς ιδιώτες/νοικοκυριά-κατοίκους της ζώνης του ευρώ. Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος.
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

3.2 Επιτόκια & πιστωτική επέκταση

Σημαντικό ρόλο για την αγορά ακινήτων έπαιξε στην Ελλάδα η πιστωτική επέκταση.¹⁹ Όπως μπορεί να διαπιστωθεί και από το Διάγραμμα 9, τα επιτόκια για νέα στεγαστικά δάνεια σε νοικοκυριά αποκλιμακώθηκαν με ταχείς ρυθμούς στα τέλη της δεκαετίας του '90 και παρέμειναν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα όλη την πρώτη δεκαετία του 21ου αιώνα. Τον Ιανουάριο του 2010 έπεσαν στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 3,05%. Ακολούθησε μια ανοδική περίοδος, με τα επιτόκια να βρίσκονται στο 3,77% το Φεβρουάριο του 2012.

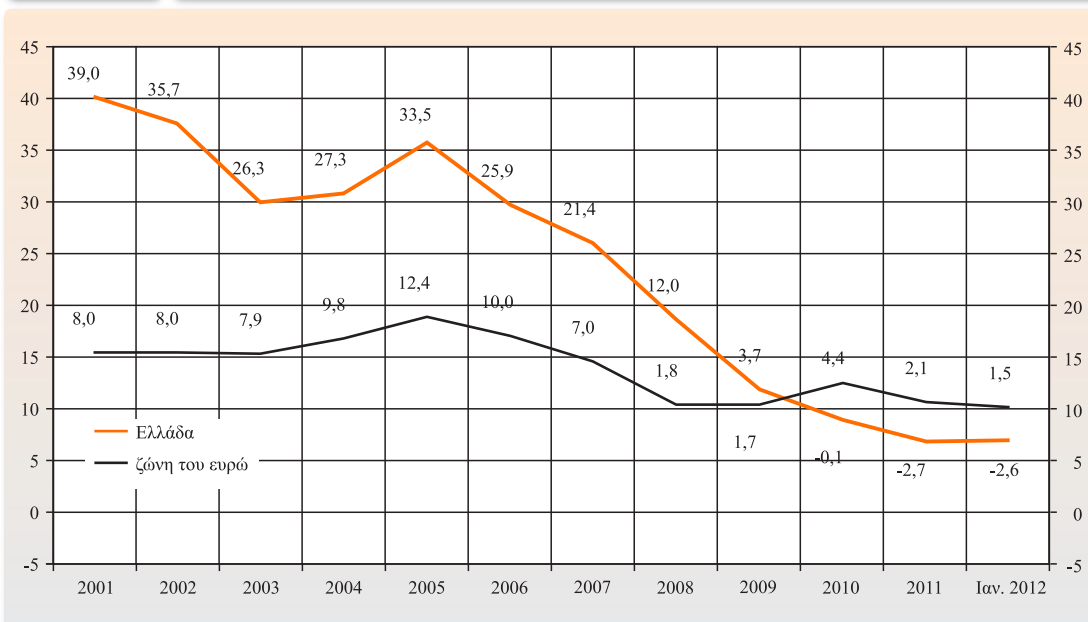
Η μείωση αυτή των επιτοκίων οφείλεται κυρίως στη σταδιακή απελευθέρωση της ελληνικής τραπεζικής αγοράς τη δεκαετία του '90, στον έντονο ανταγωνισμό που αναπτύχθηκε μεταξύ των τραπεζών, στην αποκλιμάκωση του κόστους του χρήματος εξαιτίας της πορείας εισόδου στην ΟΝΕ και της τελικής επιτυχίας αυτής, στη συγκράτηση του πληθωρισμού και, φυσικά, στη διεθνή συγκυρία: παγκόσμια ανάπτυξη, υψηλή ρευστότητα, χαμηλά επιτόκια.

Η πιστωτική επέκταση, όσον αφορά την πλευρά της προσφοράς, ήταν θεαματική την ίδια περίοδο για τους ίδιους λόγους με την αποκλιμάκωση των επιτοκίων. Τα χαμηλότερα επιτόκια, σε συνδυασμό με την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, δημιούργησαν παράλληλα και υψηλή ζήτηση για στεγαστικά δάνεια. Η αύξηση της ζήτησης ήταν και αποτέ-

¹⁹ Για τον ιδιαίτερο ρόλο που παίζει το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην αγορά ακινήτων, βλ. Χαρδούβελης (2009), Ενότητα 3.4.

Διάγραμμα 10

Ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης, Ελλάδα και ζώνη του ευρώ
(Στεγαστικά δάνεια, ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

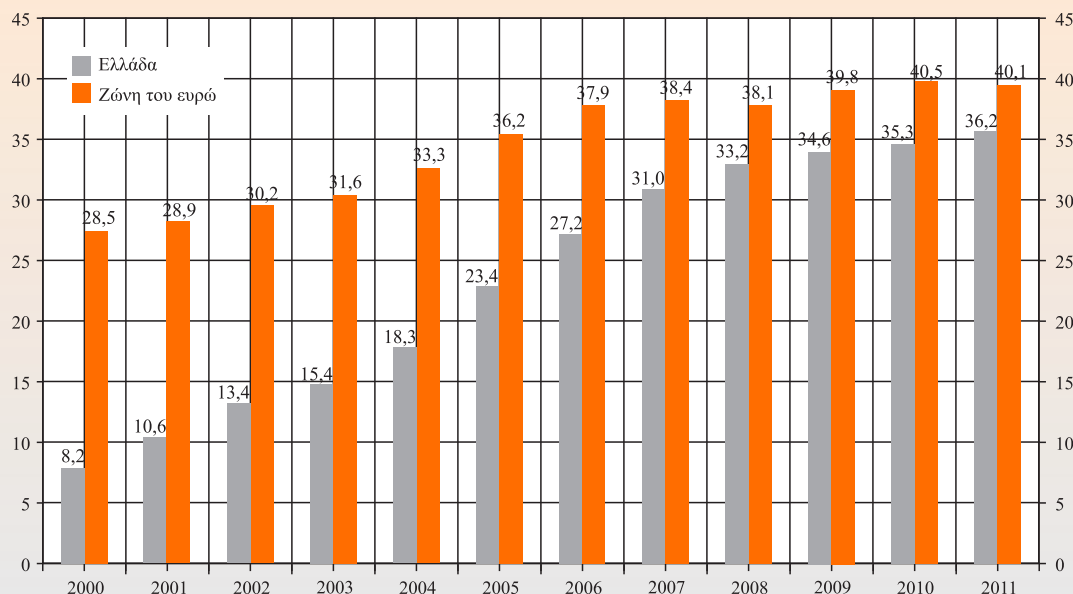
λεσμα της προτίμησης των νοικοκυριών να επενδύουν τις αποταμιεύσεις τους σε ακίνητα ως τη διαχρονικά πιο ασφαλή μορφή επένδυσης, αλλά και της προτίμησής τους για ιδιοκατοίκηση (βλ. Ενότητα 3.4).

Τα στεγαστικά δάνεια στην Ελλάδα αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς την τελευταία δεκαετία, πολύ υψηλότερους από αυτούς στη ζώνη του ευρώ, λόγω και του χαμηλότερου επιπέδου εκκίνησης (Διάγραμμα 10). Εξαιτίας της πρωτοφανούς ύφεσης και της δημοσιονομικής κρίσης στην Ελλάδα, τα τελευταία δύο χρόνια η ζήτηση στεγαστικών δανείων έπεσε, αλλά η πτώση ήταν μικρότερη του αναμενομένου. Η μείωση ξεκίνησε στα μέσα του 2010 (2010: -0,09% ετησίως). Το 2011 τα στοιχεία δείχνουν αύξηση του ρυθμού απομόχλευσης (-2,7% ετησίως). Αυτή η τάση οφείλεται τόσο, από την πλευρά της ζήτησης, στην απροθυμία των νοικοκυριών να προχωρήσουν, σ' αυτές τις συνθήκες αβεβαιότητας, στην αγορά κατοικίας όσο και, από την πλευρά της προσφοράς, στην αυστηροποίηση των πιστωτικών κριτηρίων που χρησιμοποιούν οι τράπεζες για τη χορήγηση δανείων και στους περιορισμούς ρευστότητας που αντιμετωπίζουν.

Η αύξηση της στεγαστικής πίστης ήταν μεγάλη. Τα υπόλοιπα των στεγαστικών δανείων το 2000 ήταν 11,2 δισεκ. ευρώ (8,2% του ΑΕΠ) και το 2011 έφθασαν τα 78 δισεκ. ευρώ (36,2% του ΑΕΠ). Στη ζώνη του ευρώ αντιστοίχως το 2000 τα υπόλοιπα των στεγαστικών δανείων ήταν 1.875,8 δισεκ. ευρώ (28,5% του ΑΕΠ) και το 2011 είχαν φθάσει τα 3.784,3 δισεκ. ευρώ (40,1% του ΑΕΠ). Έτσι, η απόκλιση από το αντίστοιχο επίπεδο της ζώνης του ευρώ είναι πλέον μικρή. Ουσιαστικά η Ελλάδα έχει πλέον συγκλίνει με τη ζώνη του ευρώ (Διάγραμμα 11).

Διάγραμμα 11

**Πιστωτική επέκταση: σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ
(Στεγαστικά δάνεια, % του ΑΕΠ)**



Σημείωση: Δάνεια εγχώριων ΝΧΙ (εκτός της Τράπεζας της Ελλάδος και του Ευρωσυστήματος) προς κατοίκους εσωτερικού, υπόλοιπα τέλους περιόδου, ιδιώτες & ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα, περιλαμβάνονται και τα τιτλοποιημένα δάνεια και εταιρικά ομόλογα που έχουν αφαιρεθεί από τη λογιστική κατάσταση.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΚΤ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

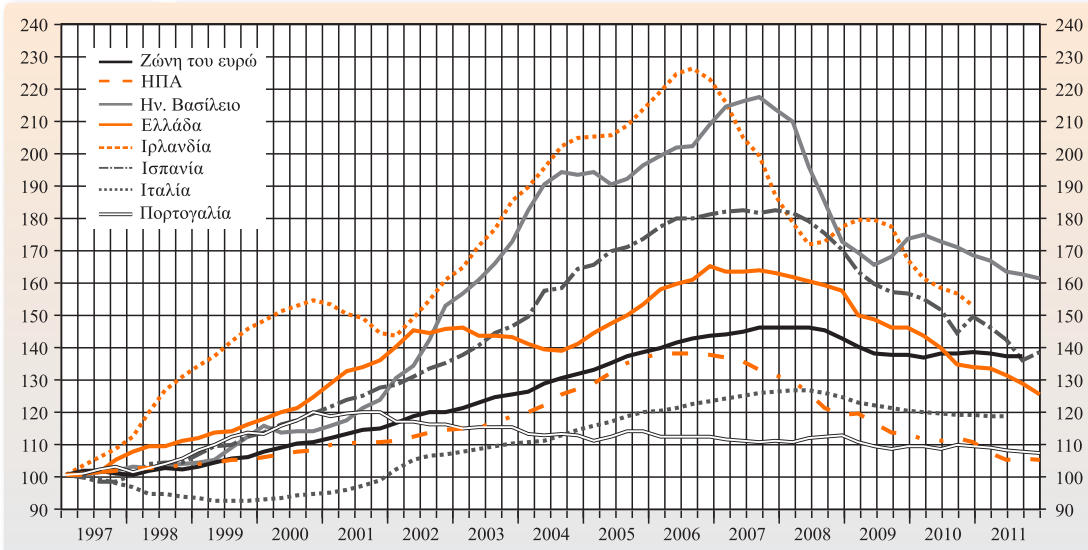
Εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει τη σχέση μεταξύ πιστωτικής επέκτασης και αγοράς ακινήτων, όσον αφορά τόσο τις τιμές όσο και την επενδυτική δραστηριότητα (ECB, 2009, Muellbauer, 2007, White, 2007). Ένα σημαντικό εύρημα πιο πρόσφατων ερευνών είναι η σχέση μεταξύ υψηλής μόχλευσης και της ανταπόκρισης μιας οικονομίας σε μια εξωτερική διαταραχή (Iacoviello and Pavan, 2011). Όταν η μόχλευση είναι υψηλή σε μια οικονομία, το χρέος, η αξία των ακινήτων και το ΑΕΠ αντιδρούν λιγότερο σε θετικές διαταραχές, όπως την περίοδο πριν από την τωρινή κρίση, αλλά ταυτόχρονα είναι περισσότερο ευάλωτα σε αρνητικές διαταραχές, επιδεινώνοντας την ύφεση, όπως κατά τη διάρκεια της τωρινής κρίσης. Οι Iacoviello και Pavan βρίσκουν επίσης ότι μια κρίση που απομειώνει την αξία των ακινήτων κατά 20% οδηγεί σε αύξηση των χρεοκοπιών (έως και 10%), σε αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου και σε απότομη πτώση του χρέους, του ΑΕΠ και των επενδύσεων σε κατοικίες.

3.3 Λόγος τιμών προς ενοίκια

Η εξέλιξη του εισοδήματος των νοικοκυριών και των διαθέσιμων πιστώσεων υποστήριξε την άνοδο των τιμών των ακινήτων που περιγράφηκε στην Ενότητα 2.2. Το ερώτημα είναι αν η άνοδος αυτή ήταν μεγαλύτερη από ό,τι δικαιολογούσαν τα θεμελιώδη μεγέθη της ελληνικής οικονομίας, αν δηλαδή επρόκειτο για δημιουργία “φούσκας” στην ελληνική αγορά ακινήτων.

Διάγραμμα 12

Δείκτης ονομαστικών τιμών κατοικιών προς ενοίκια (P/E)
(α' τρίμηνο 1997=100)



Σημείωση: τριμηνιαία στοιχεία. Οι δείκτες για τα ενοίκια είναι οι σχετικοί υποδείκτες του Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή.
Πηγές: Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΚΤ, ΟΦΗΟ, ΗΒΟΣ.

Πολλοί χρησιμοποιούν το δείκτη τιμών κατοικιών προς τα ενοίκια για να εξετάσουν αν οι τιμές εξελίσσονται ομαλά με την πάροδο του χρόνου (π.χ. Μαλλιαρόπουλος, 2007α).

Στο Διάγραμμα 12 απεικονίζεται η εξέλιξη του δείκτη τιμών των κατοικιών ως προς έναν αντίστοιχο δείκτη ενοικίων για την Ελλάδα και άλλες επτά χώρες. Οι δείκτες ξεκινούν με βάση το 100 στο 1^ο τρίμηνο του 1997 και δείχνουν πόσο παραπάνω από τα ενοίκια αυξήθηκαν οι τιμές των κατοικιών. Αύξηση του λόγου των τιμών προς τα ενοίκια — είτε μεγαλύτερη είτε μικρότερη — παρατηρείται σε όλες τις χώρες στο Διάγραμμα 12 κατά την περίοδο πριν από την εκδήλωση της κρίσης. Είναι εμφανής η διαφορά ως προς την εξέλιξη του δείκτη στην Ιρλανδία και το Ην. Βασίλειο (κορυφαίες καμπύλες) σε αντιδιαστολή με την εξέλιξη στην Ιταλία και την Πορτογαλία (κατώτερες καμπύλες).

Τα ενοίκια περιγράφουν τη μικτή ετήσια απόδοση μιας επένδυσης σε κατοικίες και, κατά συνέπεια, η διαχρονική πρόοδος των ενοικίων επιδρά και στην πρόοδο των τιμών. Τα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ. για τα ενοίκια στην Ελλάδα δείχνουν ότι κατά τη διάρκεια της κρίσης αυτά συνέχισαν να αυξάνονται, αν και με βραδύτερο ρυθμό σε σχέση με την περίοδο πριν από την κρίση. Το 2008 αυξήθηκαν κατά 3,9%, το 2009 κατά 3,6% και το 2010 κατά 2,4%. Το 2011 τα ενοίκια αυξήθηκαν κατά 0,8%, αλλά τους τελευταίους μήνες του έτους άρχισαν να μειώνονται και το Φεβρουάριο του 2012 μειώνονταν κατά 0,5% ετησίως.²⁰

²⁰ Τα στοιχεία αυτά δεν αφορούν τα εμπορικά ακίνητα, όπου, σύμφωνα με αναφορές στον τύπο και πληροφορίες από στελέχη της αγοράς, τα ενοίκια έχουν μειωθεί από 25% έως και 50%, ανάλογα με την περιοχή και το είδος του ακινήτου.

Η αύξηση του λόγου των τιμών προς τα ενοίκια οφείλεται εξ ορισμού είτε σε επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των αναμενόμενων μελλοντικών ενοικίων είτε σε μείωση των μελλοντικών απαιτούμενων αποδόσεων είτε και στα δύο.²¹ Οι απαιτούμενες αποδόσεις των επενδυτών περιλαμβάνουν, εκτός από ένα ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού, τα πιθανά φορολογικά οφέλη από το δανεισμό, το ασφάλιστρο κινδύνου του επενδυτή, κ.ά.

Σημειώνεται ότι, αν και η κρίση ξεκίνησε από την αγορά κατοικίας των ΗΠΑ, οι τιμές εκεί είχαν αυξηθεί κατά μόνο 37% παραπάνω από τα ενοίκια στις αρχές του 2007. Όπως εξηγήθηκε και στην Ενότητα 2.2, το πρόβλημα στις ΗΠΑ αφορούσε κυρίως συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές, γι' αυτό και δεν αντανakλάται στην πορεία του εθνικού δείκτη.

Ο δείκτης για την Ελλάδα σημείωσε σημαντική άνοδο μέχρι το 2002 και έδειξε να σταθεροποιείται μέχρι το 2004, οπότε και κινήθηκε εκ νέου ανοδικά. Από τις αρχές του 2009 βρίσκεται σε πτώση και το 4^ο τρίμηνο του 2011 είχε φθάσει στα επίπεδα του τέλους του 2000. Η πορεία του δείκτη δεν δίνει ξεκάθαρη απάντηση.

Εμπειρικές μελέτες (Συμιγιάννης και Χονδρογιάννης, 2009, Brissimis and Vlassopoulos, 2009, και Μαλλιαρόπουλος, 2007) έχουν δείξει ότι σε γενικές γραμμές οι εξελίξεις ως προς τις τιμές των κατοικιών στην Ελλάδα διαμορφώθηκαν με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της αναπτυσσόμενης ελληνικής οικονομίας και δεν υπήρξε σημαντική υπερτίμηση.

3.4 Ιδιοκατοίκηση

Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς κατοικίας ενισχύουν τον ισχυρισμό ότι δεν υπήρξε σημαντική υπερτίμηση στην αγορά κατοικίας. Ένα από το πιο σημαντικά χαρακτηριστικά είναι το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης. Στην Ελλάδα το 80% των κατοικιών είναι ιδιόκτητες (Διάγραμμα 13).

Σύμφωνα με στοιχεία από τις έρευνες EU-SILC της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στην Ελλάδα το 2010 το 77,2% του πληθυσμού κατοικούσε σε ιδιόκτητο ακίνητο.²² Εξ αυτών το 77,4% (59,8% του συνολικού πληθυσμού) κατοικεί σε ιδιόκτητο ακίνητο το οποίο δεν βαρύνεται με κάποια υποθήκη ή δάνειο. Το υπόλοιπο 22,6% (ή 17,5% του συνολικού πληθυσμού) κατοικεί σε ιδιόκτητη κατοικία η οποία δεν βαρύνεται με κάποιο δάνειο. Το 22,8% του συνολικού πληθυσμού κατοικεί σε ακίνητο για το οποίο καταβάλλει κάποιας μορφής ενοίκιο.

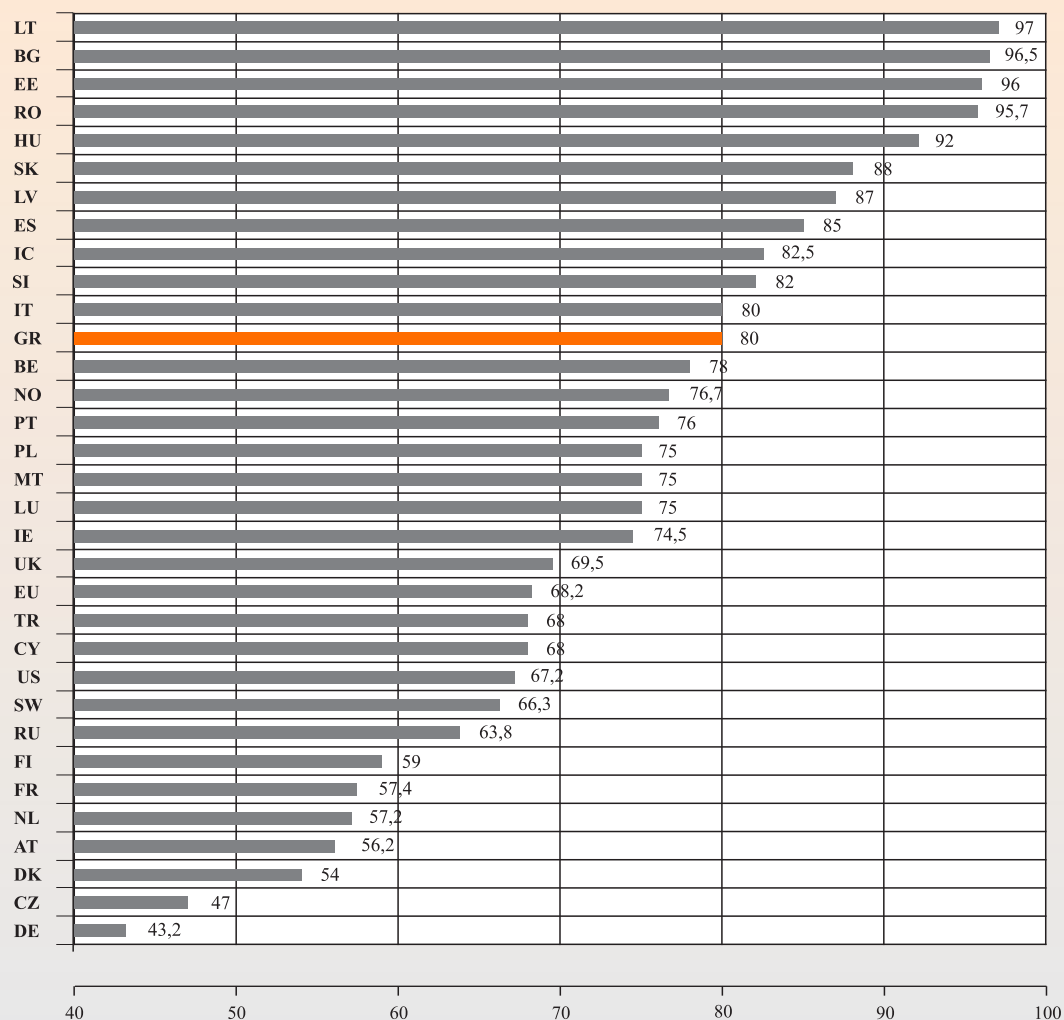
Τα ποσοστά ιδιοκατοίκησης στην Ελλάδα είναι παρόμοια με τις χώρες της Ανατολικής και Νότιας Ευρώπης, για διαφορετικούς όμως λόγους. Στην Ανατολική Ευρώπη τα υψηλά ποσοστά

²¹ Η απλή εξίσωση της ονομαστικής απόδοσης μιας επένδυσης σε ένα ακίνητο μπορεί να μετασχηματιστεί αλγεβρικά και να επαναδιατυπωθεί ως εξίσωση του λογαρίθμου του λόγου των τιμών προς τα ενοίκια. Ο λόγος αυτός ισούται —ως ταυτότητα— με τη διαφορά ανάμεσα στις παρούσες αξίες των μελλοντικών ρυθμών ανόδου των ονομαστικών αποδόσεων της επένδυσης αγοράς κατοικίας (ενοικίων) και των μελλοντικών απαιτούμενων αποδόσεων των επενδυτών (Campbell, Lo and MacKinlay, 1997).

²² Τονίζεται ιδιαίτερα ότι τα στοιχεία αυτά αφορούν ποσοστά επί του συνολικού πληθυσμού και όχι επί των κατοικιών όπως στην προηγούμενη παράγραφο.

Διάγραμμα 13

Ιδιοκατοίκηση
(Ως ποσοστό % του αριθμού των κατοικιών)



Σημείωση: Τα στοιχεία για κάθε χώρα αφορούν διαφορετικά έτη. Ελθιάδα, Αυστρία, Δανία, Ιρλανδία, Ρουμανία, ΗΠΑ: 2009. Εσθονία, Φινλανδία, Λιθουανία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Σλοβακία, Ισπανία, Σουηδία, Ισλανδία: 2008, Βέλγιο, Γαλλία, Λεττονία, Ην. Βασίλειο: 2007, Κύπρος, Μάλτα, Πορτογαλία, Σλοβενία: 2006, Πολωνία: 2004, Ουγγαρία, Ρωσία: 2003, Βουλγαρία, Γερμανία, Ιταλία: 2002, Τσεχία, Νορβηγία, Τουρκία: 2000.

Πηγή: European Mortgage Federation.

ιδιοκατοίκησης είναι κληρονομία των πρώην κομμουνιστικών καθεστώτων (εργατικές κατοικίες κ.τ.λ.), ενώ στη Νότια Ευρώπη τα υψηλά ποσοστά ιδιοκατοίκησης είναι θέμα ιδιοσυγκρασίας και κουλτούρας, αλλά εξαρτώνται και από έναν άλλο σημαντικό παράγοντα. Ιστορικά, τα ακίνητα θεωρούνται στην Ελλάδα ως μια ασφαλής επένδυση, που παρέχει προστασία από τον πληθωρισμό και τις διάφορες πολιτικές και οικονομικές κρίσεις. Συγχρόνως, τουλάχιστον μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990, δεν υπήρχαν επαρκώς ανεπτυγμένες χρηματοοικονομικές αγορές ώστε να υπάρχουν αξιόπιστες εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές.

Το συμπέρασμα αυτό υποστηρίζεται και από τα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας νοικοκυριών που διενήργησε η τράπεζα Eurobank (Δαβραδάκης και Χαρδούβελης, 2006, Μαλλιάρopoulos, 2007β) το 2005 σε δείγμα 1.400 νοικοκυριών. Η έρευνα πραγματοποιήθηκε με την επιστημονική υποστήριξη της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών της τράπεζας. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, οι Έλληνες ιδιοκτήτες ακινήτων τα θεωρούσαν ασφαλή επένδυση, είναι μακροπρόθεσμοι επενδυτές και, επιπλέον, διστάζουν να πωλήσουν, ακόμα και αν θεωρούν τις τιμές υψηλές. Ο κερδοσκοπικός παράγοντας στην αγορά κατοικίας στην Ελλάδα εμφανίζεται μικρός σε σχέση με άλλες αγορές.

Σε αντιδιαστολή με την Ελλάδα, ο τελευταίος παράγοντας υπήρξε, σύμφωνα με πρόσφατες εμπειρικές μελέτες (Haughwout, Lee, Tracy and van der Klaauw, 2011), εξαιρετικά σημαντικός για την κρίση στη στεγαστική αγορά των ΗΠΑ. Σε πολιτείες με τη μεγαλύτερη “φούσκα” στις τιμές ακινήτων βρέθηκε ότι, την περίοδο που σημειώθηκαν οι υψηλότερες τιμές, σχεδόν οι μισές αγορές με στεγαστικά δάνεια πραγματοποιούνταν από επενδυτές που σκόπευαν να εκμεταλλευθούν την αναμενόμενη άνοδο των τιμών επαναπωλώντας το ακίνητο. Συνήθως μάλιστα δήλωναν ψευδώς ότι σκόπευαν να ιδιοκατοικήσουν, με αποτέλεσμα να απολαμβάνουν και υψηλότερη μόχλευση. Οι αγοραστές αυτοί παρουσίασαν και τα μεγαλύτερα ποσοστά πτωχεύσεων όταν οι τιμές άρχισαν να υποχωρούν, επιδεινώνοντας ακόμα περισσότερο την κατάσταση.

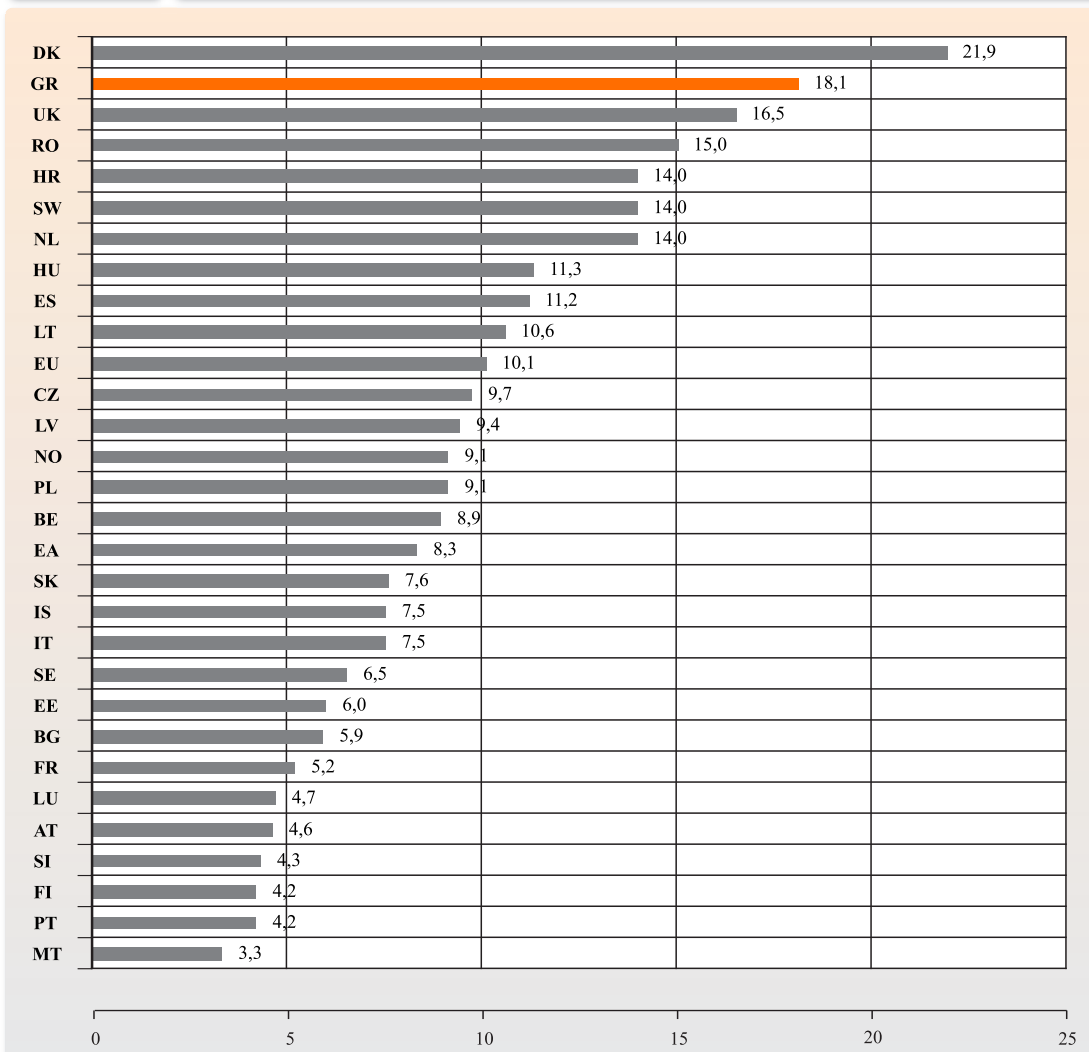
3.5 Πιεσμένα ελληνικά νοικοκυριά

Ένας παράγοντας που επιδρά στην ελληνική αγορά κατοικίας, η εξέλιξη του οποίου αποτελεί και ανησυχητικό προμήνυμα για το μέλλον της αγοράς, είναι οι εισοδηματικές αντοχές των ελληνικών νοικοκυριών. Οι Έλληνες δαπανούν πολλά για το σπίτι τους και, αν το βιοτικό τους επίπεδο παραμείνει πιεσμένο από την κρίση, η κατανάλωση αυτή θα παραμείνει συρρικνωμένη. Τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία από την έρευνα εισοδήματος και συνθηκών διαβίωσης των νοικοκυριών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EU-SILC) για το έτος 2010 δείχνουν ότι το 18,1% του συνολικού πληθυσμού της χώρας ζούσε σε νοικοκυριά που δαπανούσαν 40% ή περισσότερο του εισοδήματός τους για έξοδα σχετικά με την κατοικία (στεγαστικό δάνειο, ενοίκιο, επισκευές, συντήρηση, ρεύμα, νερό κ.τ.λ.). Το ποσοστό αυτό είναι το δεύτερο υψηλότερο στην ΕΕ-27 (Διάγραμμα 14).

Όπως είναι αναμενόμενο, το ποσοστό αυτό του Διαγράμματος 14 για την Ελλάδα κατανέμεται σε 5,5% για το μη φτωχό πληθυσμό και 67,7% για το φτωχό. Επίσης, το ποσοστό είναι μεγαλύτερο γι’ αυτούς που ενοικιάζουν κατοικία (52%) παρά γι’ αυτούς που έχουν λάβει στεγαστικό δάνειο (11,2%). Είναι χαρακτηριστικό ότι ένα μεγαλύτερο ποσοστό από το 18,1%, το 32,4% του συνολικού πληθυσμού, δηλώνει ότι επιβαρύνεται σε μεγάλο βαθμό από τις συνολικές δαπάνες στέγασης. Τα στοιχεία είναι παρόμοια και για το 2009 και αποτελούν ένδειξη ότι τα ελληνικά νοικοκυριά δεν έχουν πολλά περιθώρια περαιτέρω δαπάνης για στέγαση.

Διάγραμμα 14

Επιβάρυνση εισοδήματος λόγω κόστους στέγασης
(Ποσοστό % του συνολικού πληθυσμού που ζει σε νοικοκυριό το οποίο δαπανά 40% ή περισσότερο του ισοδύναμου διαθέσιμου εισοδήματός του για τη στέγασή του)



Πηγή: Eurostat (EU-SILC).

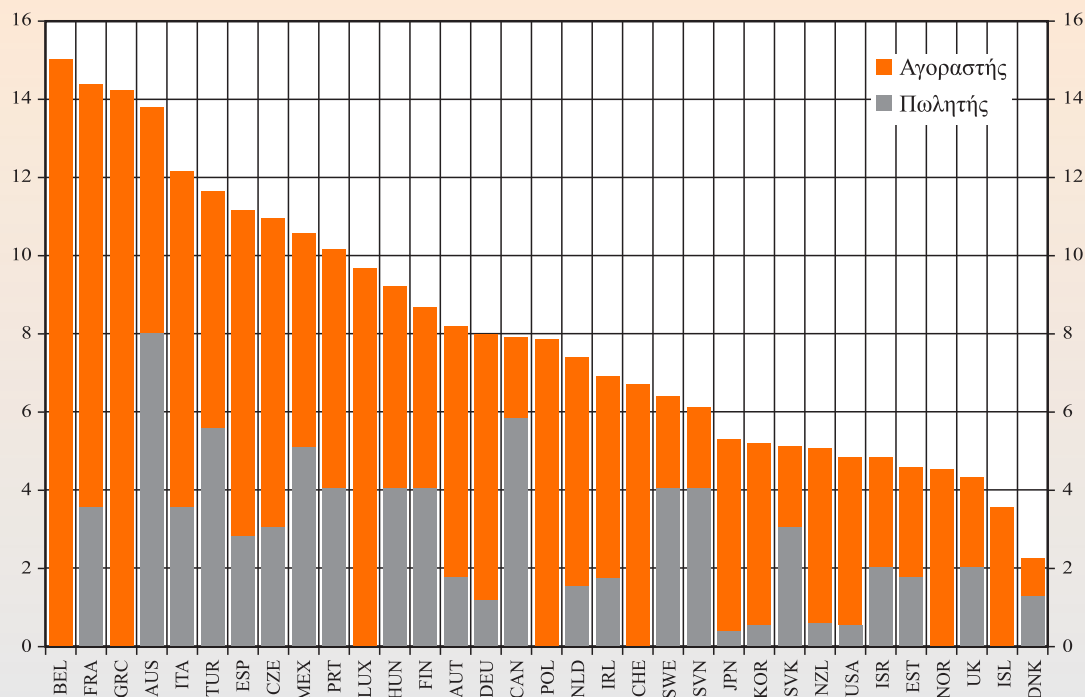
3.6 Υψηλό κόστος συναλλαγών

Ένα ακόμα χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς ακινήτων είναι το ιδιαίτερα υψηλό κόστος των συναλλαγών. Όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 15, το 2009 η Ελλάδα είχε το τρίτο υψηλότερο κόστος συναλλαγών μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ. Το κόστος αυτό επιβάρυνε κατά κανόνα εξολοκλήρου τον αγοραστή.

Τα τελευταία τρία έτη η φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας αυξήθηκε σημαντικά, ενώ μεγάλη είναι η αβεβαιότητα για τυχόν μελλοντικά μέτρα που θα αφορούν την αγορά ακινήτων, όπως η αύξηση των αντικειμενικών αξιών, οι οποίες συνδέονται άμεσα με το κόστος μεταβίβασης (συμβολαιογραφικά έξοδα, έξοδα δικηγόρου κ.τ.λ.). Η μείωση του κόστους των

Διάγραμμα 15

Κόστος συναλλαγών για την αγορά ακινήτου
(Ποσοστό % επί της αξίας του ακινήτου, 2009, χώρες ΟΟΣΑ)



Σημείωση: Το κόστος των συναλλαγών αναφέρεται σε μέσο κόστος. Οι εκτιμήσεις δεν λαμβάνουν υπόψη διάφορες φοροαπαλλαγές που ισχύουν σε κάποιες χώρες για συγκεκριμένα ακίνητα, κάτι που σημαίνει ότι το εκτιμώμενο κόστος μπορεί να αποτελεί υπερεκτίμηση του πραγματικού κόστους σε ορισμένες χώρες, όπως π.χ. η Ιταλία. Επιπλέον, ο ΦΠΑ, όταν ισχύει για συγκεκριμένο κόστος, δεν συμπεριλαμβάνεται λόγω έλλειψης στοιχείων.

Πηγή: Johansson, A. (2011), "Housing Policies in OECD Countries: Survey-based Data and Implications", OECD Economics Department Working Papers.

συναλλαγών θα βοηθούσε στην αύξηση του όγκου τους. Ο εξορθολογισμός και η απλούστευση του φορολογικού πλαισίου που αφορά την αγορά ακινήτων αποτελούν κρίσιμα ζητήματα για το μέλλον της.

3.7 Ανταγωνιστικότητα

Η αγορά ακινήτων δεν είναι ανεπηρέαστη από τα προβλήματα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Η επιχειρηματική δραστηριότητα, εμπορική και επενδυτική, αντιμετωπίζει αρκετά εμπόδια. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Παγκόσμιας Τράπεζας για το 2011, όπως παρουσιάζονται στην Έκθεση "Doing Business 2012", η Ελλάδα καταλαμβάνει μια από τις χαμηλότερες θέσεις στους δείκτες που αφορούν την αγορά ακινήτων. Τα στοιχεία αυτά παρουσιάζονται στον Πίνακα 1. Οι ερωτώμενοι στις έρευνες για την κατάρτιση των δεικτών ανταγωνιστικότητας της Παγκόσμιας Τράπεζας είναι παράγοντες της αγοράς. Σύμφωνα με την έρευνα, το 2011 η Ελλάδα κατατάσσόταν 41η ανάμεσα σε 183 χώρες όσον αφορά τις διαδικασίες έκδοσης κατασκευαστικών αδειών (για την οικοδόμηση μιας αποθήκης), 77η όσον αφορά τη σύν-

Πίνακας 1

Δείκτες ανταγωνιστικότητας "Doing Business 2012"

	Ελλάδα	Γερμανία	Ιρλανδία	Πορτογαλία	ΗΠΑ
Αδειοδότηση κατασκευής (Dealing with Construction Permits)					
Κατάταξη (183 χώρες)	41	15	27	97	17
Διαδικασίες (αριθμός)	14	9	10	14	15
Χρόνος (ημέρες)	169	97	141	255	26
Κόστος (% κατά κεφαλήν εισοδήματος)	3,4	49,7	33,1	47,2	12,8
Ηλεκτροδότηση (Getting Electricity)					
Κατάταξη (183 χώρες)	77	2	90	34	17
Διαδικασίες (αριθμός)	6	3	5	5	4
Χρόνος (ημέρες)	77	17	205	64	68
Κόστος (% κατά κεφαλήν εισοδήματος)	59,2	49,9	91,1	54,6	16,8
Καταγραφή περιουσίας (Registering Property)					
Κατάταξη (183 χώρες)	150	77	81	31	16
Διαδικασίες (αριθμός)	11	5	5	1	4
Χρόνος (ημέρες)	18	40	38	1	12
Κόστος (% κατά κεφαλήν εισοδήματος)	12,0	5,2	6,5	7,3	0,8

Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα.

δεση με το ηλεκτρικό δίκτυο και 150ή όσον αφορά τις διαδικασίες καταγραφής της αλλαγής ιδιοκτησίας. Για λόγους συγκρισιμότητας, στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται και οι αντίστοιχοι δείκτες για τη Γερμανία, την Ιρλανδία, την Πορτογαλία και τις ΗΠΑ.

Τέλος, δεν πρέπει να διαφεύγει της προσοχής ότι η σχέση μεταξύ της αγοράς κατοικιών και της αγοράς εμπορικών ακινήτων είναι στενή (Gyourko, 2009). Και οι δύο αγορές κινούνται επηρεαζόμενες από τα ίδια θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Οι ομοιότητες είναι περισσότερες από τις διαφορές. Ο Gyourko βρίσκει ότι η συσχέτιση μεταξύ των δύο αγορών είναι 40%.

4 Τι επιφυλάσσει το μέλλον για την ελληνική αγορά ακινήτων;

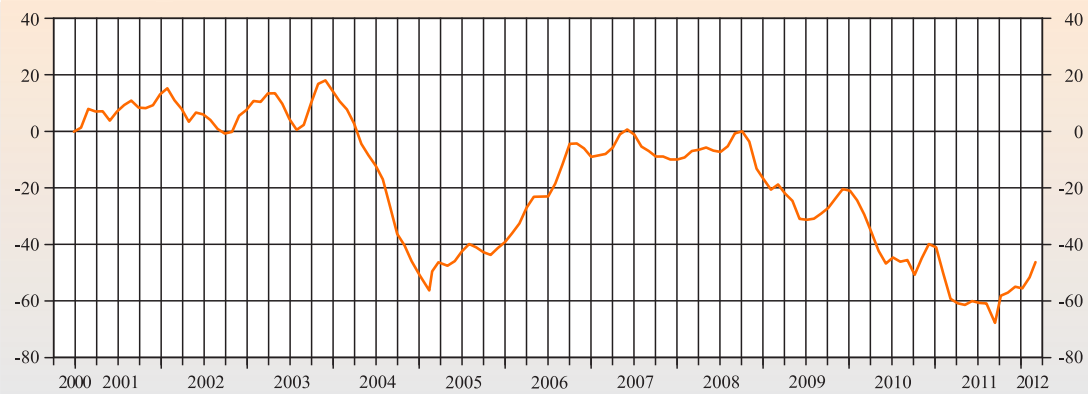
Το μέλλον της ελληνικής αγοράς ακινήτων εξαρτάται άμεσα από την πορεία της εγχώριας οικονομίας. Αυτό δείχνει σειρά μελετών για άλλες χώρες με στατιστικά στοιχεία που ανατρέχουν σε ορίζοντα αρκετών δεκαετιών. Αν η ελληνική οικονομία σταθεροποιηθεί και ακολουθήσει εκ νέου τροχιά ανάπτυξης, από τις πρώτες αγορές που θα ωφεληθούν θα είναι και η αγορά κατοικίας.

4.1 Δείκτες εμπιστοσύνης

Οι δείκτες εμπιστοσύνης της αγοράς ακινήτων εμπεριέχουν κάποιες πρώτες ενδείξεις για τις μελλοντικές βραχυχρόνιες εξελίξεις. Ούτε οι κατασκευαστές (πλευρά της προσφοράς) ούτε οι

Διάγραμμα 16

Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις ιδιωτικές κατασκευές



Σημείωση: Στο διάγραμμα απεικονίζεται ο κινητός μέσος όρος διάρκειας τριών μηνών του δείκτη. Ο δείκτης είναι αριθμητικός μέσος όρος των ισοζυγίων (εποχικά διορθωμένων και σε μορφή εκατοστιαίων μονάδων) των απαντήσεων στις ερωτήσεις που αφορούν:

(α) τα τρέχοντα βιβλία παραγγελιών (πάνω από το κανονικό, κανονικές παραγγελίες, κάτω από το κανονικό) και
(β) τις αναμενόμενες μεταβολές της συνοδικής απασχόλησης στην εταιρία (αύξηση, σταθερή απασχόληση, μείωση).
Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

καταναλωτές (πλευρά της ζήτησης) είναι αισιόδοξοι για το μέλλον.²³ Ο δείκτης προσδοκιών των κατασκευαστών (ιδιωτικές κατασκευές) βρέθηκε στα τέλη του 2011 σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα (Διάγραμμα 16). Η πτώση του δείκτη είναι μεγάλη και συνεχής από τα μέσα του 2008. Ο δείκτης αυτός βασίζεται στο αν οι παραγγελίες προς τους κατασκευαστές είναι αρκετές ή όχι, καθώς και στο αν οι ίδιοι προσδοκούν αύξηση ή μείωση της απασχόλησης στην εταιρία τους στους επόμενους τρεις μήνες.

Παράλληλα, σύμφωνα με στοιχεία του IOBE, οι μήνες εξασφαλισμένη παραγωγής στις κατασκευές κατοικιών έπεσαν στους 2,6 μήνες το Φεβρουάριο του 2012 από 5,1 το 2011, 8,3 το 2010, 11 το 2009 και 11,7 το 2008. Μια παρόμοια δυσμενή εικόνα δείχνουν και οι προσδοκίες των κατασκευαστών για την εκ μέρους τους μελλοντική τιμολόγηση των κατοικιών που θα πωλήσουν. Η πλειοψηφία των κατασκευαστών δηλώνει ότι αναμένουν να χρεώσουν χαμηλότερες τιμές για τις προς πώληση κατοικίες τους επόμενους τρεις μήνες.

Παράλληλα, και οι καταναλωτές εμφανίζονται απρόθυμοι να προχωρήσουν σε επενδύσεις όσον αφορά την αγορά ακινήτων. Τα στοιχεία του IOBE για το 4^ο τρίμηνο του 2011 δείχνουν ότι η πρόθεση για αγορά ή κατασκευή κατοικίας μέσα στους επόμενους 12 μήνες βελτιώθηκε μεν οριακά σε σχέση με το 3^ο τρίμηνο, παραμένει όμως κοντά στα ιστορικά χαμηλά της επίπεδα, καθώς το 93% των ερωτηθέντων δηλώνει “όχι” στη σχετική ερώτηση. Επίσης και η πρόθεση για πραγματοποίηση σημαντικών δαπανών για ανανέωση ή βελτίωση της κατοικίας μέσα στους επόμενους 12 μήνες σημείωσε νέο χαμηλό ρεκόρ, όπου το 86% των ερωτηθέντων δηλώνουν ως καθόλου πιθανή τη διενέργεια μιας τέτοιας δαπάνης.

²³ Τα ερωτηματολόγια της έρευνας απευθύνονται στα ανώτερα στελέχη των επιχειρήσεων.

Πίνακας 2

Διάρκεια κύκλων στην αγορά ακινήτων: η εμπειρία 40 ετών σε 19 χώρες του ΟΟΣΑ (1970 α' τρ. – 2010 α' τρ.)

	Σταθμισμένη διάρκεια (τρίμηνα)			Εύρος μεταβολών (Τιμές, εκατοστιαία μεταβολή)	
	Δείγμα	Μέσος	Τυπική απόκλιση	Μέσος	Τυπική απόκλιση
Ολοκληρωμένες ανοδικές φάσεις	49	24,1	14,8	61,3	56,3
Ολοκληρωμένες & τρέχουσες ανοδικές φάσεις	55	28,0	20,6	66,7	60,1
Ολοκληρωμένες καθοδικές φάσεις	49	18,2	8,7	30,7	24,8
Ολοκληρωμένες & τρέχουσες καθοδικές φάσεις	62	18,4	12,5	28,8	27,5

Πηγή: Bracke, P. (2011), "How Long Do Housing Cycles Last? A Duration Analysis for 19 OECD Countries", IMF Working Paper, October.

4.2 Διάρκεια κύκλων στην αγορά ακινήτων

Σε εμπειρική μελέτη του ΔΝΤ (Bracke, 2011), η ανάλυση στοιχείων των τελευταίων 40 ετών για την αγορά ακινήτων σε 19 χώρες του ΟΟΣΑ (Πίνακας 2) δείχνει ότι οι ανοδικές φάσεις διαρκούν (24 με 28 τρίμηνα) κατά μέσο όρο περισσότερο από ό,τι οι καθοδικές (περίπου 18 τρίμηνα). Αυτή η διαφορά μπορεί να οφείλεται εν μέρει και στο ότι η πιο πρόσφατη ανοδική φάση των τιμών, που προηγήθηκε της σημερινής κρίσης, υπήρξε ασυνήθιστα μακροχρόνια.²⁴

Σημαντικό εύρημα αποτελεί το ότι η πτώση των τιμών είναι μικρότερη σε ποσοστό από ό,τι η άνοδος που προηγήθηκε. Σύμφωνα με τους ερευνητές, ένα σχετικά ασφαλές συμπέρασμα είναι ότι αυτό που πιθανότατα μπορεί να προκαλέσει μια πτώση των τιμών των ακινήτων είναι μια προηγουμένως "υπερθερμασμένη" οικονομία.

Πάντως, πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ (Rousoná and van den Noord, 2011) βρίσκει ότι στην Ελλάδα, μαζί με τις ΗΠΑ, την Ιρλανδία και την Ισπανία, οι πραγματικές (αποπληθωρισμένες) τιμές των ακινήτων θα φθάσουν στο χαμηλότερο σημείο τους μέσα στο 2012. Βασική προϋπόθεση, όμως, όσον αφορά τις τρεις χώρες της ζώνης του ευρώ, σύμφωνα με τους ερευνητές, είναι η εξομάλυνση της μακροοικονομικής κατάστασης και η μείωση των επιτοκίων δανεισμού.

4.3 Αγορά κατοικίας & οικονομική δραστηριότητα

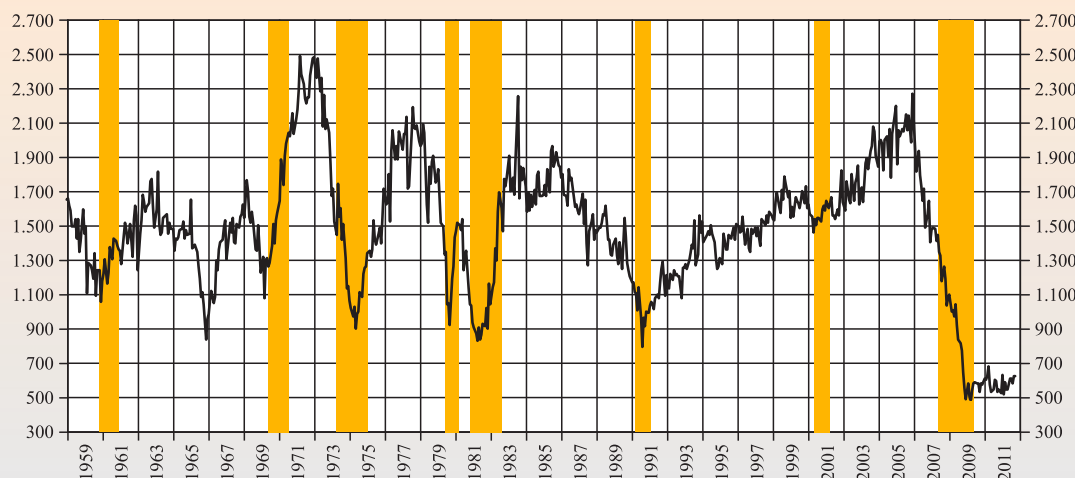
Η σχέση μεταξύ της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας (ΑΕΠ) και της αγοράς κατοικίας είναι αμφίδρομη. Πολλές είναι οι εμπειρικές μελέτες που αναδεικνύουν αυτή την αμφίδρομη σχέση και την ποσοτικοποιούν.²⁵ Πέρα από την αυτονόητη σχέση που προκύπτει από το

²⁴ Η έλλειψη μακροχρόνιων δεδομένων για τις τιμές στην ελληνική αγορά ακινήτων και για άλλα σχετικά με αυτήν μεγέθη, καθώς και το ότι ακόμη και στην περίοδο που καλύπτουν οι υπάρχουσες σειρές είναι η πρώτη φορά που η ελληνική οικονομία εισέρχεται σε ύφεση, αναγκάζει τους συγγραφείς να στραφούν στη διεθνή εμπειρία προσπαθώντας να εκτιμήσουν τη διάρκεια και την ένταση της παρούσας πτώσης των τιμών.

²⁵ Λεπτομερέστερη ανάλυση αυτού του θέματος βλ. σε Χαροδούβελης (2009).

Διάγραμμα 17

Ανεγέρσεις νέων κατοικιών στις ΗΠΑ & οικονομικός κύκλος (Χιλιάδες)



Σημείωση: Η μεταβλητή "Ανεγέρσεις νέων κατοικιών" ή "Housing Starts" είναι εκφρασμένη σε χιλιάδες κατοικίες και αναφέρεται στο ξεκίνημα της κατασκευής. Τα στοιχεία είναι μηνιαία. Οι κάθετες ράβδοι περιγράφουν περιόδους ύφεσης στις ΗΠΑ σύμφωνα με το NBER. Πηγή: U.S. Department of Commerce, NBER.

γεγονός ότι οι επενδύσεις σε κατοικίες είναι υποσύνολο του ΑΕΠ, υπάρχει και κάτι ιδιαίτερο στη σχέση μεταξύ των δύο μεγεθών. Οι επενδύσεις σε κατοικίες αποτελούν πρόδρομο δείκτη της οικονομικής δραστηριότητας. Σύμφωνα με τον Leamer (2007), στις ΗΠΑ οι αυξήσεις των επενδύσεων σε κατοικίες προηγούνται του οικονομικού κύκλου.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 17, μια πτώση του αριθμού ανεγέρσεων νέων κατοικιών στις ΗΠΑ προηγήθηκε όλων των υφέσεων – τις προέβλεψε – εκτός από μία, το 2001. Επίσης, μόνο μία φορά στα μέσα της δεκαετίας του '60 η πτώση των ανεγέρσεων νέων κατοικιών δεν συνοδεύθηκε από ύφεση.²⁶ Μάλιστα, ακόμα και κατά την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης, 1929-1933, η πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες προηγήθηκε της πτώσης του πραγματικού κατά κεφαλήν διαθέσιμου εισοδήματος (Wheelock, 2008).

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται συνοπτικά τα συμπεράσματα πρόσφατης μελέτης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Musso, Neri and Stracca, 2010). Στη μελέτη εξετάστηκε η επίδραση της αγοράς ακινήτων στα μακροοικονομικά μεγέθη των ΗΠΑ και των χωρών της ζώνης του ευρώ. Οι ως άνω συγγραφείς βρίσκουν σημαντικές ομοιότητες μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ. Και στις δύο οικονομίες, η εξέλιξη των επενδύσεων σε κατοικίες, των πραγματικών τιμών των κατοικιών και των στεγαστικών δανείων είναι προκυκλική. Βρίσκουν, επίσης, ότι η εξέλιξη των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου σε κατοικίες είναι προκυκλική και ότι αυτές αρχίζουν να αυξάνονται δύο τρίμηνα πριν αρχίσει να αυξάνεται η συνολική οικονομική δρα-

²⁶ Λόγω της ιδιαίτερα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής που συνδεόταν με τον εν εξελίξει πόλεμο στο Βιετνάμ.

Κυκλικότητα	Προκυκλικότητα	
	ΗΠΑ	Ζώνη του ευρώ
Πραγματικές επενδύσεις σε κατοικίες		
Χρονική υστέρηση/προπόρευση (Lead/lag) σε σχέση με το πραγματικό ΑΕΠ	+2	+2
Πραγματικές τιμές κατοικιών		
Χρονική υστέρηση/προπόρευση (Lead/lag) σε σχέση με το πραγματικό ΑΕΠ	-5	+1
Χρονική υστέρηση/προπόρευση (Lead/lag) σε σχέση με τις πραγματικές επενδύσεις σε κατοικίες	0	0
Στεγαστικά δάνεια σε πραγματικές τιμές		
Χρονική υστέρηση/προπόρευση (Lead/lag) σε σχέση με το πραγματικό ΑΕΠ	+3	+3

Σημειώσεις: Τα στοιχεία αφορούν τα έτη 1986-2008. Χρονική υστέρηση/προπόρευση (Lead/lag) σε τρίμηνα.

Πηγή: Musso, A., S. Neri and L. Stracca (2010), "Housing, consumption and monetary policy. How different are the US and the euro area?", ECB Working Paper Series, No. 1161, February.

στηριότητα. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών έχουν επίσης προκυκλική εξέλιξη, αν και στην περίπτωση των ΗΠΑ αρχίζουν να αυξάνονται πέντε τρίμηνα μετά την αύξηση του ΑΕΠ, ενώ στη ζώνη του ευρώ αυξάνονται σχεδόν ταυτόχρονα. Ωστόσο, από χώρα σε χώρα εντός της ζώνης του ευρώ τα ευρήματα αυτά διαφέρουν. Όσον αφορά τις στεγαστικές πιστώσεις, και αυτές έχουν προκυκλική εξέλιξη και η άνοδός τους προηγείται περίπου κατά τρία τρίμηνα της αύξησης του ΑΕΠ.

Κατά συνέπεια, η άλλη όψη της σημερινής πτώσης των τιμών και των επενδύσεων στην ελληνική αγορά ακινήτων είναι ότι, σε περίπτωση εξομάλυνσης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, η δραστηριότητα στην αγορά κατοικίας θα επανέλθει σε ανοδική τροχιά πριν από την υπόλοιπη οικονομία.

4.4 Καθοριστικοί παράγοντες για τις μακροχρόνιες προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων

Στις προηγούμενες ενότητες παρουσιάστηκαν τόσο οι αντιλήψεις των επιχειρηματιών και των καταναλωτών για τις βραχυχρόνιες προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων όσο και τα συμπεράσματα που μπορούν να εξαχθούν από τη διεθνή εμπειρία όσον αφορά τη διάρκεια της τρέχουσας καθοδικής φάσης του κύκλου της αγοράς ακινήτων και τις επιπτώσεις της στην πραγματική οικονομία. Για να εξειδικευθούν, όμως, οι μακροχρόνιες προβλέψεις με βάση τη σημερινή συγκυρία, υπάρχει ανάγκη ανάλυσης των επιμέρους θετικών και αρνητικών παραγόντων που αναμένεται να επηρεάσουν τις μελλοντικές εξελίξεις (προοπτικές) της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα.

Πίνακας 4

Οι προβλέψεις των ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ για την Ελλάδα

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020
ΑΕΠ πραγματικό (εκατοστιαία μεταβολή)	-3,3	-3,5	-6,9	-4,8	0,0	2,5	3,1	3,0	2,2
Αποπληθωριστής ΑΕΠ (ποσοστά %)	2,8	1,7	1,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,8	1,0	1,9
ΑΕΠ ονομαστικό (€ δισεκ.)	232	227	215	204	203	208	216	225	265
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ποσοστό % του ΑΕΠ)	-7,8	-6,6	-5,8	-4,2	-3,0	-1,7	-0,4	0,8	5,0
Ονομαστικό επιτόκιο δημόσιου χρέους (εκατοστιαίες μονάδες)	4,5	4,4	4,5	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,8
Πραγματικό επιτόκιο δημόσιου χρέους (εκατοστιαίες μονάδες)	1,7	2,7	2,9	3,9	3,9	3,6	2,8	2,7	1,9
Δαπάνες για τόκους (€ δισεκ.)	11,9	13,2	14,9	12,8	13,0	13,8	13,3	14,4	---
Δαπάνες για τόκους (ποσοστό % του ΑΕΠ)	5,1	5,5	6,9	6,3	6,4	6,6	6,1	6,4	---
Πρωτογενείς δαπάνες (ποσοστό % του ΑΕΠ)	48,7	44,6	43,4	43,2	40,4	37,6	35,6	35,6	35,8
Έσοδα γενικής κυβέρνησης (ποσοστό % του ΑΕΠ)	38,0	39,5	41,0	42,2	42,2	42,1	40,1	40,1	40,1
Πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο (ποσοστό % του ΑΕΠ)	-10,6	-5,1	-2,4	-1,0	1,8	4,5	4,5	4,5	4,3
Ισοζύγιο γενικής κυβέρνησης (ποσοστό % του ΑΕΠ)	-15,8	-10,6	-9,3	-7,3	-4,6	-2,1	-1,6	-1,9	---
Ισοζύγιο γενικής κυβέρνησης (€ δισεκ.)	-36,6	-24,1	-20,0	-14,8	-9,4	-4,4	-3,6	-4,3	---
Δημόσιο χρέος (ποσοστό % του ΑΕΠ)	129,1	144,7	165,3	163,2	167,3	160,7	153,1	145,3	116,5
Δημόσιο χρέος (€ δισεκ.)	299,0	329,0	355,8	332,4	339,4	334,1	331,1	327,3	309,0

Πηγές: ΕΛ.ΣΤΑΤ. και IMF Country Report No. 12/57, March 2012.

Στους θετικούς παράγοντες πρέπει να αναφερθεί ο τουρισμός. Η Ελλάδα θα είναι πάντοτε ελκυστικός τουριστικός προορισμός και οι τουριστικές περιοχές της χώρας παρουσιάζουν ιδιαίτερες επενδυτικές ευκαιρίες όσον αφορά τόσο τα τουριστικά καταλύματα όσο και την αγορά δεύτερης (εξοχικής) κατοικίας. Αν η σημερινή κρίση έχει καταφέρει κάτι, αυτό είναι να επιτρέψει σχεδόν σε όλους τους παράγοντες, θεσμικούς και οικονομικούς, να κατανοήσουν τη σημασία της εν λόγω βιομηχανίας. Η Ελλάδα έχει σημαντικό συγκριτικό πλεονέκτημα στον τουριστικό κλάδο.

Το θεσμικό και νομικό πλαίσιο της αγοράς ακινήτων σταδιακά εκσυγχρονίζεται και γίνεται σαφέστερο. Η πρόοδος ως προς την κατάρτιση του Εθνικού Κτηματολογίου και η άρση εκκρε-

μοτήτων που αφορούν θέματα δόμησης (αυθαίρετα, ημιυπαίθριοι κ.τ.λ.) θα βοηθήσουν στην αντιμετώπιση των σημαντικών στρεβλώσεων που έχουν δημιουργηθεί στην αγορά.

Φυσικά, ο κυριότερος παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει θετικά την αγορά ακινήτων είναι η αποκατάσταση της μακροοικονομικής σταθερότητας μέσω της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων και της συμφωνίας για μια νέα αρχιτεκτονική στη ζώνη του ευρώ που θα εξασφαλίσει την σταθερότητα του νομίσματος. Στον Πίνακα 4 παρουσιάζονται οι προβλέψεις της “Τρόικας” για την ελληνική οικονομία μέχρι το 2020, λαμβανομένης υπόψη της επιτυχούς κατάληξης του PSI+ και της εφαρμογής των μέτρων που συμφωνήθηκαν και ψηφίστηκαν το Μάρτιο του 2012. Οι υποθέσεις του προγράμματος χαρακτηρίζονται από μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας. Μια ενδελεχής ανάλυση των προβλέψεων εκφεύγει από τα όρια του άρθρου. Υπάρχουν όμως κάποια χαρακτηριστικά τα οποία είναι κρίσιμα για το πώς διαγράφεται το μέλλον της ελληνικής οικονομίας.

Η ύφεση αναμένεται να συνεχιστεί και το 2012, για πέμπτο συνεχή χρόνο, με -4,8%, ενώ και το 2013 θα υπάρχει στασιμότητα, με μηδενικό ρυθμό ανάπτυξης.²⁷ Η ελληνική οικονομία αναμένεται να αναπτυχθεί με υποτονικούς ρυθμούς την πενταετία 2015-2020, περίπου 2,7%, πολύ χαμηλότερους από ό,τι την περίοδο 1996-2008. Ακόμα και μετά το 2020 η ανάπτυξη αναμένεται να υποχωρήσει στο 1,5%, κυρίως λόγω των δημογραφικών εξελίξεων.

Το κυριότερο χαρακτηριστικό των προβλέψεων, το οποίο αποτελεί και βασικό σημείο όλου του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, είναι η τεράστια μείωση του δημόσιου τομέα. Αυτό γίνεται εμφανές από τη μείωση των πρωτογενών δαπανών από 48,7% του ΑΕΠ το 2009 στο 35,6% το 2015. Το σχετικό μέγεθος του δημόσιου τομέα θα μειωθεί από το 1/2 της οικονομίας στο 1/3 περίπου μέσα σε μόλις πέντε χρόνια. Αυτό υποστηρίζεται με σειρά μέτρων, όπως η μη αναπλήρωση συνταξιοδοτούμενων δημοσίων υπαλλήλων και η κατάργηση δημόσιων οργανισμών. Επιπλέον, προβλέπεται διαδικασία αξιολόγησης των δημόσιων δαπανών (spending review) με κριτήριο τόσο τη σκοπιμότητα και αποτελεσματικότητά τους όσο και την αναπτυξιακή τους προοπτική.²⁸

Ανάμεσα στους αρνητικούς παράγοντες που θα επιδράσουν στη μελλοντική αγορά κατοικίας, κυριότερος είναι το δημογραφικό πρόβλημα. Η γήρανση του πληθυσμού αποτελεί μακροχρόνιο πρόβλημα, που επηρεάζει όχι μόνο την αγορά ακινήτων αλλά και τα δημοσιονομικά, την αγορά εργασίας και τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος. Οι αγορές ακινήτων σε χώρες όπου ο πληθυσμός αυξάνεται μπορούν να προσβλέπουν σε πιο δυναμικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

²⁷ Ήδη πολλοί αναλυτές προβλέπουν ύφεση της τάξεως του 6% για το 2012.

²⁸ Ερωτηματικά δημιουργεί και η υπόθεση ότι, παρά το PSI+ και τις απώλειες τις οποίες αυτό συνεπάγεται για τους ομολογιούχους, οι αγορές θα ξεκινήσουν να δανείζουν εκ νέου την Ελλάδα με λογικά επιτόκια όχι νωρίτερα από το 2015. Αν αυτό δεν γίνει, η Ελλάδα θα συνεχίσει να εξαρτάται από τα δανεικά των εταίρων της, γεγονός που δημιουργεί πρόσθετη αβεβαιότητα. Επιπλέον, για να μειώνεται στο μέλλον ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, υπάρχει ανάγκη δημιουργίας μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων. Το πρόγραμμα προβλέπει τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων ήδη από το 2013, ενώ για την περίοδο 2014-2020 προβλέπει πλεονάσματα ύψους άνω του 4%.

Ένας δεύτερος αρνητικός παράγοντας είναι το ύψος των μελλοντικών εισοδημάτων. Όπως προαναφέρθηκε, το μέλλον της ελληνικής οικονομίας βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα είναι απόλυτα εξαρτημένο από την πραγματοποίηση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και την αντιμετώπιση της κρίσης του ευρώ. Ακόμα όμως και αν επιτευχθεί η μακροοικονομική σταθερότητα σε εγχώριο και ευρωπαϊκό περιβάλλον, αναμένεται να ακολουθήσει μια μακρά περίοδος χαμηλών εισοδημάτων, κάτι που σαφώς δεν θα επιτρέψει επανάληψη των πρόσφατων ρυθμών ανάπτυξης της αγοράς ακινήτων.

Τρίτος αρνητικός παράγοντας είναι η συνεχής μεταβολή του φορολογικού περιβάλλοντος, το οποίο αποτελεί ήδη μεγάλη τροχοπέδη στην αγορά κατοικίας. Το ελληνικό νοικοκυριό θεωρούσε πάντοτε την επένδυση στην ιδιοκατοικούμενη κατοικία του ως τον ασφαλέστερο τρόπο αποταμίευσης (βλ. Ενότητα 3.4). Η σχέση αυτή φαίνεται να έχει διαταραχθεί πρόσφατα, με επιβολή αυξημένης φορολογίας στην ιδιοκτησία ακινήτων, η οποία είναι μεν προσωρινή, αλλά ουδείς γνωρίζει τη διάρκειά της. Το μέλλον της αγοράς ακινήτων, επομένως, θα εξαρτηθεί και από τη μακροπρόθεσμη φορολογική μεταχείριση της αγοράς κατοικίας.

Τέλος, σημαντικοί θα είναι οι περιορισμοί της διαθέσιμης ρευστότητας μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ακόμα και όταν οι συνθήκες εξομαλυνθούν και οι τράπεζες ανακεφαλαιοποιηθούν μετά την απώλεια που προξένησε το PSI+ σε κεφάλαια και ρευστότητα, οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης δεν αναμένεται να είναι ξανά τόσο υψηλοί όσο στο πρόσφατο παρελθόν, καθώς η Ελλάδα έχει ήδη συγκλίνει σε μεγάλο βαθμό με τη ζώνη του ευρώ, όπως αναφέρθηκε και στην Ενότητα 3.2.

5 Κύρια συμπεράσματα

Οι αγορές ακινήτων, σε συνδυασμό με τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα που βασίστηκαν στις αγορές αυτές, έπαιξαν ιδιαίτερο ρόλο στη γένεση της διεθνούς κρίσης, ιδίως στις ΗΠΑ και την Ιρλανδία. Ταυτόχρονα, όμως, έχουν υποστεί και σοβαρότατες συνέπειες. Στη διάρκεια της κρίσης, ο τομέας των κατασκευών επλήγη αναλογικά περισσότερο από ό,τι η συνολική οικονομία. Οι τιμές, που σε πολλές χώρες είχαν αποκτήσει τα χαρακτηριστικά “φούσκας”, κατέρρευσαν. Οι επενδύσεις σε κατοικίες μειώθηκαν, ιδίως στις οικονομίες όπου υπήρχαν και υπερτιμήσεις. Η απασχόληση φυσικά μειώθηκε δραματικά.

Η ελληνική αγορά ακινήτων γνώρισε σημαντική άνοδο τιμών και επενδυτικής δραστηριότητας μετά το 1996 και έως το 2007. Οι τιμές κινήθηκαν σε γενικές γραμμές στηριζόμενες στα θεμελιώδη μεγέθη της ελληνικής οικονομίας. Η ελληνική οικονομία γνώρισε τότε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, τα επιτόκια ήταν χαμηλά, η πιστωτική επέκταση μεγάλη και η σύγκλιση με τη ζώνη του ευρώ ταχεία. Η ιδιοκατοίκηση παρουσιάζει ένα από τα μεγαλύτερα ποσοστά στην Ευρώπη.

Την ελληνική κρίση δεν την προξένησε η αγορά ακινήτων ούτε τα στεγαστικά δάνεια των τραπεζών, όπως έγινε προηγουμένως στο εξωτερικό με τη διεθνή κρίση. Μάλιστα, ο κερδοσκοπικός παράγοντας στην αγορά κατοικίας στην Ελλάδα εμφανίζεται μικρός σε σχέση με άλλες αγορές, καθώς τα ελληνικά νοικοκυριά θεωρούσαν πάντοτε μακροχρόνια και ασφαλή την επένδυση σε ακίνητα. Στην Ελλάδα οι αιτίες που οδήγησαν στην κρίση είναι διαφορετικές, πολύ πιο βαθιές, και σχετίζονται με το σπάταλο δημόσιο τομέα και την έλλειψη ανταγωνιστικότητας της ευρύτερης οικονομίας.

Η αγορά ακινήτων είναι και αυτή ένα από τα θύματα της ελληνικής κρίσης. Οι τιμές υποχωρούν συνεχώς, αν και όχι με δραματικούς ρυθμούς, ενώ οι επενδύσεις και η απασχόληση έχουν υποχωρήσει σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Φυσικά, η αγορά ακινήτων δεν είναι ανεπηρέαστη από τα γενικότερα προβλήματα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Οι σχετικοί δείκτες για την ευκολία του επιχειρείν στον κατασκευαστικό κλάδο είναι χαμηλοί, ενώ και το κόστος συναλλαγών είναι ιδιαίτερα υψηλό. Επιπλέον, η παραοικονομία στο χώρο των κατασκευών συμβάλλει στα δημοσιονομικά ελλείμματα και συνεπώς ο κατασκευαστικός χώρος δεν είναι άμοιρος ευθυνών για την ελληνική πορεία προς την κρίση.

Σύμφωνα με τη διεθνή εμπειρία, οι ανοδικές φάσεις στην αγορά ακινήτων διαρκούν κατά μέσον όρο περισσότερο από ό,τι οι καθοδικές, ενώ η πτώση των τιμών είναι μικρότερη σε ποσοστό από ό,τι η άνοδος που προηγήθηκε. Σημαντικό είναι το εύρημα ότι οι αυξήσεις των επενδύσεων σε κατοικίες προηγούνται του οικονομικού κύκλου. Έτσι, σε περίπτωση εξομάλυνσης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, η δραστηριότητα στην αγορά κατοικίας αναμένεται να επανέλθει σε ανοδική τροχιά πριν από την υπόλοιπη οικονομία.

Οι προοπτικές της αγοράς ακινήτων είναι απόλυτα εξαρτημένες από την άρση της αβεβαιότητας και την αποκατάσταση ενός σταθερού μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Οι Έλληνες κατασκευαστές (προσφορά) δεν είναι αισιόδοξοι για το μέλλον, όπως άλλωστε και οι Έλληνες καταναλωτές (ζήτηση). Οι εισοδηματικές αντοχές των ελληνικών νοικοκυριών είναι σήμερα χαμηλές.

Στους θετικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις μελλοντικές προοπτικές της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα μακροπρόθεσμα περιλαμβάνονται ο τουρισμός, ο εκσυγχρονισμός του θεσμικού και νομικού πλαισίου και η σταδιακή αποκατάσταση ενός σταθερού οικονομικού περιβάλλοντος μέσω της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων και της συμφωνίας για μια νέα αρχιτεκτονική στη ζώνη του ευρώ που θα εξασφαλίσει την σταθερότητα του κοινού νομίσματος.

Στους αρνητικούς παράγοντες περιλαμβάνονται το δημογραφικό πρόβλημα, η συνεχής μεταβολή, ιδίως για την αγορά κατοικίας, του φορολογικού περιβάλλοντος και η αντικειμενική αδυναμία επανάληψης των ρυθμών πιστωτικής επέκτασης της προηγούμενης δεκαετίας. Κυρίως, όμως, τις προοπτικές βαρύνει το ότι το διαθέσιμο εισόδημα των ελληνικών νοικοκυριών στο ορατό μέλλον θα είναι χαμηλότερο από ό,τι την περίοδο πριν από την κρίση.

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται μπροστά σε μεγάλες προκλήσεις. Το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής μπορεί να είναι αυτή τη στιγμή η μόνη διαθέσιμη πολιτική για την επίτευξη

της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών, αλλά το στοίχημα της ανάπτυξης είναι εξίσου κρίσιμο. Οι κίνδυνοι παραμένουν σημαντικοί και ο εκτροχιασμός του προγράμματος δεν είναι καθόλου απίθανος. Η ανάπτυξη θα πρέπει να βασιστεί σε ένα νέο, εξωστρεφές υπόδειγμα, βασισμένο στις επενδύσεις, την καινοτομία και την εκπαίδευση.

Βιβλιογραφία

Α. Ελληνική

Buiter, W. και E. Rahbari (2011), “Η Ελλάδα και η δημοσιονομική κρίση στην ΟΝΕ”, άρθρο Δ.3, στο Καραμούζης, Β. Ν. και Γκ. Α. Χαρδούβελης (επιμ.) *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

Δαβραδάκης, Μ. και Γκ. Α. Χαρδούβελης (2006), “Είναι υπερτιμημένη η αγορά ακινήτων; Διεθνείς τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες”, *Οικονομία και Αγορές*, Eurobank Research, Τόμος 1, Τεύχος 1, Φεβρουάριος.

Μαλλιαρόπουλος, Δ. (2007α), “Ένα υπόδειγμα αποτίμησης της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα”, Κεφάλαιο 7, στο Καραμούζης, Β. Ν. και Γκ. Α. Χαρδούβελης (επιμ.) *Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες*, Εκδόσεις Σάκκουλα.

Μαλλιαρόπουλος, Δ. (2007β), “Χαρακτηριστικά και προοπτικές ανάπτυξης της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα”, Κεφάλαιο 3, στο Καραμούζης, Β. Ν. και Γκ. Α. Χαρδούβελης (επιμ.) *Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες*, Εκδόσεις Σάκκουλα.

Συμιγιάννης, Γ. Θ. και Γ. Χονδρογιάννης (2009), “Τιμές κατοικιών: η πρόσφατη ελληνική εμπειρία” στο *Αγορές Ακινήτων: Εξελίξεις και Προοπτικές*, Ομιλίες Ημερίδας 29 Απριλίου, Τράπεζα της Ελλάδος.

Χαρδούβελης, Γκ. Α. (2007), “Μακροοικονομική Διαχείριση και η Ανάγκη Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων μετά την Είσοδο στη Νομισματική Ένωση”, *Οικονομία & Αγορές*, Eurobank Research, Τόμος II, Τεύχος 8, Οκτώβριος.

Χαρδούβελης, Γκ. Α. (2008), “Η Ελλάδα εν μέσω διεθνούς κρίσης”, Ομιλία στο ετήσιο συνέδριο του Ελληνοαμερικανικού Επιμελητηρίου: Η Ώρα της Ελληνικής Οικονομίας, 24 Νοεμβρίου, <http://www.hardouvelis.gr/FILES/SPEECHES/Binder1.pdf>

Χαρδούβελης, Γκ. Α. (2009), “Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία”, στο *Αγορές Ακινήτων: Εξελίξεις και Προοπτικές*, Ομιλίες Ημερίδας 29 Απριλίου, Τράπεζα της Ελλάδος.

Χαρδούβελης, Γκ. Α. (2011), “Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική”, Εισαγωγή, στο Καραμούζης, Β. Ν. και Γκ. Α. Χαρδούβελης (επιμ.) *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

Β. Ξενόγλωσση

Annett, A. (2005), “House Prices and Monetary Policy in the Euro Area”, Chapter 3 of *Article IV Review of the Euro Area: Selected Issues*, IMF.

Borio, C. and P. McGuire (2004), “Twin Peaks in Equity and Housing Prices?”, *BIS Quarterly Review*, 79-93, March.

Bracke, P. (2011), “How Long Do Housing Cycles Last? A Duration Analysis for 19 OECD Countries”, *IMF Working Paper*, October.

Brissimis, S. and T. Vlassopoulos (2009), “The Interaction between Mortgage Financing and Housing Prices in Greece”, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Springer, vol. 39 (2), 146-64, August.

Campbell, J. Y., A. W. Lo and A. C. MacKinlay (1997), “The Econometrics of Financial Markets”, *Princeton University Press*.

Detken, C. and F. Smets (2004), “Asset price booms and monetary policy”, *ECB Working Paper Series*, No. 364.

ECB (2003), “Structural Factors in the EU Housing Markets”, March.

ECB (2009), “Housing finance in the euro area”, *Occasional Paper Series*, No. 101, March.

Filardo, A. (2004), “Monetary policy and asset price bubbles: calibrating the monetary policy trade-offs”, *BIS Working Papers*, No. 155.

Gurkaynak, R. S. (2005), “Econometric tests of asset price bubbles: taking stock”, *Board Of Governors of the Federal Reserve System*, Finance and Economics Discussion Series, 2005-04, January.

Gyourko, J. (2009), “Understanding Commercial Real Estate: Just How Different from Housing Is It?”, *NBER Working Paper*, No. 14708, February.

Haughwout, A., D. Lee, J. Tracy and W. van der Klaauw (2011), “Real Estate Investors, the Leverage Cycle, and the Housing Market Crisis”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 514, September.

Iacoviello, M. and M. Pavan (2011), “Housing and Debt Over the Life Cycle and Over the Business Cycle”, *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, No. 1032, October.

Johansson, A. (2011), “Housing Policies in OECD Countries: Survey-based Data and Implications”, *OECD Economics Department Working Papers*.

Laeven, L. and F. Valencia (2008), “Systemic Banking Crises: A New Database”, *IMF Working Paper* WP/08/224.

Leamer, E. (2007), “Housing is the Business Cycle”, *NBER Working Paper* 13428, September.

McCarthy, J. and W. R. Peach (2004), “Are Home Prices the Next “Bubble”?”, *FRBNY Economic Policy Review*, December.

Meen, G. (2002), “The Time-series Behaviour of House Prices: A Transatlantic Divide?”, *Journal of Housing Economics*, 11, 1-23.

Muellbauer, J. N. (2007), “Housing, Credit and Consumer Expenditure”, *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium: Housing, housing finance and monetary policy*, Jackson Hole, Wyoming, August 30-September 1.

Musso, A., S. Neri and L. Stracca (2010), “Housing, consumption and monetary policy: how different are the US and the euro area?”, *ECB Working Paper Series*, No. 1161, February.

Mylonas, P. and N. Magginas (2011), “First signs of economic rebalancing, but high uncertainty and a tough fiscal program slow the adjustment process”, *Economy & Market Analysis*, Greece, National Bank of Greece, October.

Rousová, L. and P. van den Noord (2011), “Predicting Peaks and Troughs in Real House Prices”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 882, OECD Publishing.

Schnure, C. (2005), “Boom-Bust Cycles in Housing: the Changing Role of Financial Structure”, *IMF Working Paper* WP/05/200, October.

Sutton, G. (2002), “Explaining Changes in House Prices”, *BIS Quarterly Review*, 46-55, September.

Trichet, J. C. (2005), “Asset Price Bubbles and Monetary Policy”, *ECB Speech by the President of the ECB*, Mas lecture, Singapore, 8 June.

Tsatsaronis, K. and H. Zhu (2004), “What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence”, *BIS Quarterly Review*, 65-78, March.

Wheelock, D. C. (2008), “The Federal Response to Home Mortgage Distress: Lessons from the Great Depression”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90 (3, Part 1), 133-48, May/June.

White, W. R. (2007), “Commentary: The Housing Finance Revolution”, *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium: Housing, housing finance and monetary policy*, Jackson Hole, Wyoming, August 30-September 1.

Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων και πρωτοβουλίες της Τράπεζας της Ελλάδος*

Θεόδωρος Μπτράκος

Τράπεζα της Ελλάδος

Καλλιόπη Ακαντζιλιώτου

Τράπεζα της Ελλάδος

1 Εισαγωγή

Η εμπειρία από την τρέχουσα κρίση έχει αναδείξει τη σημαντική εξάρτηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας από την πορεία της αγοράς ακινήτων. Η αγορά αυτή επηρεάζει άμεσα την οικονομική δραστηριότητα και έχει ιδιαίτερα σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη. Οι μεταβολές των τιμών των ακινήτων, των ενοικίων και των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων επηρεάζουν τη συνολική ζήτηση και τον πληθωρισμό και κατά συνέπεια παίζουν σημαντικό ρόλο στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και τις οικονομικές εξελίξεις. Παράλληλα, τα ακίνητα αποτελούν το κύριο μέσο εξασφάλισης των τραπεζών έναντι των πιστωτικών κινδύνων για τα στεγαστικά δάνεια και για σημαντικό μέρος των επιχειρηματικών δανείων. Για όλους τους προηγούμενους λόγους, έχει μεγάλη σημασία η συστηματική καταγραφή και ανάλυση των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων, καθώς και των πιθανών επιδράσεών τους σε άλλες σημαντικές μεταβλητές, όπως είναι η κατανάλωση και η αποταμίευση των νοικοκυριών, η αξία του πλούτου και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους κ.ά.

Στόχος της παρούσας μελέτης είναι να καταγράψει τα βασικά χαρακτηριστικά και τις πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων, με έμφαση κυρίως στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης. Για την καταγραφή και ανάλυση των εξελίξεων αυτών παρουσιάζεται και αξιολογείται από τη μελέτη μεγάλος αριθμός χρήσιμων βραχυχρόνιων δεικτών και άλλων στοιχείων (δείκτες τιμών και όγκου συναλλαγών, κόστους κατασκευής, επενδύσεων, προσδοκίων κ.ά.) που δημοσιεύονται από διάφορους φορείς, καθώς και τα αποτελέσματα πρωτογενών ερευνών της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ) στα μεγαλύτερα κτηματομεσιτικά γραφεία,

* Οι συγγραφείς είναι στελέχη του Τμήματος Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της Τράπεζας της Ελλάδος. Θερμές ευχαριστίες εκφράζονται προς όλους τους συνεργάτες του Τμήματος. Η μελέτη εκφράζει τις απόψεις των συγγραφέων και βασίζεται σε στοιχεία που ήταν διαθέσιμα ως σχεδόν το τέλος του 2012.

το Εθνικό Κτηματολόγιο και τα συμβολαιογραφικά γραφεία της χώρας. Επίσης, στη μελέτη παρουσιάζονται οι πρωτοβουλίες της ΤτΕ στην προσπάθειά της για μια πιο αξιόπιστη καταγραφή των εξελίξεων αυτών.

Η μελέτη διαρθρώνεται ως εξής. Στην επόμενη ενότητα παρουσιάζονται αναλυτικότερα ορισμένες από τις πρωτοβουλίες της ΤτΕ σχετικά με την παρακολούθηση και ανάλυση της αγοράς ακινήτων. Στην τρίτη ενότητα αναλύονται οι ιδιαιτερότητες και τα χαρακτηριστικά της αγοράς κατοικίας στη χώρα μας. Στην τέταρτη ενότητα παρουσιάζεται η μεταβολή των τιμών και των συναλλαγών στην αγορά των ακινήτων την τελευταία δεκαετία, με έμφαση στην πρόσφατη περίοδο της τρέχουσας κρίσης. Στην πέμπτη ενότητα αναλύονται οι παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση και την προσφορά στην αγορά ακινήτων, ενώ στην επόμενη συνοψίζονται ορισμένοι ακόμα βραχυχρόνιοι δείκτες, ιδιαίτερα χρήσιμοι για την παρακολούθηση και ανάλυση της αγοράς αυτής (κόστος κατασκευής, επιχειρηματικές προσδοκίες στις κατασκευές, χρηματοδότηση της αγοράς ακινήτων, δείκτες χρηματοοικονομικής πίεσης κ.ά.). Παρουσιάζονται επίσης τα πιο σημαντικά αποτελέσματα από την έρευνα της ΤτΕ για την αξιοποίηση των στοιχείων που συγκεντρώνει από τα μεγαλύτερα κτηματομεσιτικά γραφεία της χώρας. Η έβδομη ενότητα αναφέρεται αναλυτικά στη χρηματοδότηση της αγοράς ακινήτων. Τέλος, συνοψίζονται ορισμένα συμπεράσματα σχετικά με τις εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα και διατυπώνονται κάποιες προτάσεις πολιτικής.

2 Πρωτοβουλίες της Τράπεζας της Ελλάδος για την παρακολούθηση και ανάλυση της αγοράς ακινήτων

Είναι προφανές ότι η καταγραφή και κατανόηση των εξελίξεων και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της αγοράς ακινήτων παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον. Με στόχο να καλύψει το έλλειμμα της διαθέσιμης πληροφόρησης, η Τράπεζα της Ελλάδος ίδρυσε το καλοκαίρι του 2008 στη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων, με αντικείμενο την παρακολούθηση και ανάλυση των εξελίξεων στην αγορά αυτή (απόφαση Γενικού Συμβουλίου 28.8.2008).

Μια από τις πρώτες προσπάθειες που κατέβαλαν τα στελέχη του Τμήματος Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων, με τη συμπαράσταση και την προτροπή της Διοίκησης, ήταν η δημιουργία στην ΤτΕ ενός γρήγορου και αξιόπιστου μηχανισμού συγκέντρωσης πρωτογενών στοιχείων και δεικτών που είναι χρήσιμοι για τη συνεχή παρακολούθηση και ανάλυση των τάσεων και προοπτικών της αγοράς ακινήτων στη χώρα μας.¹ Η προσπάθεια συγκέντρωσης των απαραίτητων στοι-

¹ Στην επιτυχία της προσπάθειας αυτής συνέβαλαν καθοριστικά με τις εξειδικευμένες γνώσεις τους οι συνάδελφοι της Διεύθυνσης Πληροφορικής της Τράπεζας της Ελλάδος, οι οποίοι ανέλαβαν την ανάπτυξη ειδικής μηχανογραφικής εφαρμογής συγκέντρωσης και διαχείρισης των πρωτογενών στοιχείων με τις εκτιμήσεις οικιστικών ακινήτων από το τραπεζικό σύστημα.

χείων ξεκίνησε μετά από την έκδοση της Πράξης Διοικητή 2610/31.10.2008 με θέμα “Υποβολή από τα πιστωτικά ιδρύματα στοιχείων σχετικά με τα οικιστικά ακίνητα τα οποία αποτελούν αντικείμενο χρηματοδότησης ή εξασφάλιση χορηγούμενων από τα πιστωτικά ιδρύματα δανείων”. Με την Πράξη αυτή όλα τα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα είναι υποχρεωμένα να υποβάλλουν στο Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ, σε μηνιαία βάση, αναλυτικά στοιχεία σχετικά με την αξία και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των οικιστικών ακινήτων (διαμερίσματα, μονοκατοικίες, οικόπεδα κ.ά.) τα οποία αποτελούν αντικείμενο χρηματοδότησης ή μέσο εξασφάλισης χορηγούμενων δανείων.

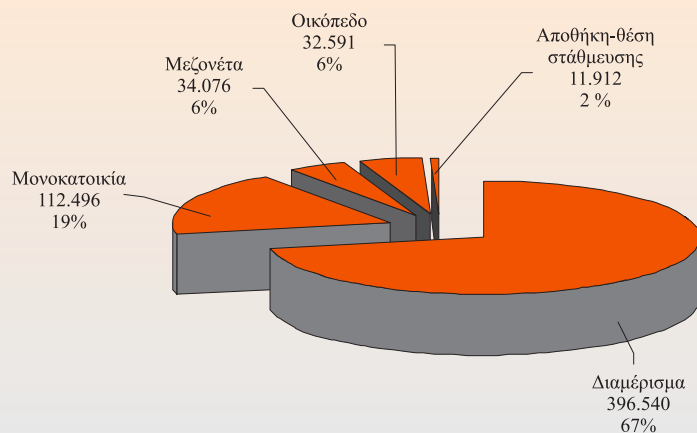
Τα στοιχεία που αναγγέλλονται από τις εμπορικές τράπεζες περιλαμβάνουν τις εκτιμήσεις των τραπεζών για την τρέχουσα εμπορική αξία όλων των οικιστικών ακινήτων, καθώς και πληροφορίες για τα ποιοτικά χαρακτηριστικά τους. Ειδικότερα, τα στοιχεία αυτά αναφέρονται χωριστά σε κάθε εκτίμηση οικιστικού ακινήτου και περιλαμβάνουν τον κωδικό και το είδος του ακινήτου (διαμέρισμα, μονοκατοικία κ.λπ.), τον ακριβή γεωγραφικό προσδιορισμό του (διεύθυνση, όροφος κ.λπ.), την παλαιότητα (έτος κατασκευής και έκδοσης της σχετικής άδειας οικοδομής), την περιγραφή και το εμβαδόν των κύριων και βοηθητικών του χώρων (αποθήκης, θέσεων στάθμευσης κ.λπ.) και τις αντίστοιχες εμπορικές αξίες των χώρων αυτών, τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του (ποιότητα κατασκευής, περιβάλλον χώρος και θέση κ.ά.), το κόστος κατασκευής και την αντικειμενική του αξία, καθώς και τα στοιχεία του δανείου για το οποίο το ακίνητο αποτελεί μοναδική εξασφάλιση (κατηγορία δανείου, ποσό που έχει εγκριθεί και εκταμιευθεί, αξία υποθήκης κ.ά.).²

Ο αριθμός των εκτιμήσεων οικιστικών ακινήτων που έχουν συγκεντρωθεί στη Βάση Δεδομένων της ΤτΕ έχει πλέον προσεγγίσει τις 600 χιλιάδες (67,5% διαμερίσματα, 19,1% μονοκατοικίες, 5,8% μεζονέτες, 5,6% οικόπεδα, 2,0% λοιπά) και αποτελεί έναν πραγματικό πλούτο ιδιαίτερα χρήσιμων πληροφοριών (βλ. Διάγραμμα 1, σελ. 80). Συνεχίζεται η συγκέντρωση αλλά και η βελτίωση της ποιότητας των αναγγελλόμενων στοιχείων για τα οικιστικά ακίνητα με την ενεργοποίηση νέων αυτοματοποιημένων μηχανισμών ελέγχου, την εφαρμογή σύγχρονων τεχνικών ποιοτικού ελέγχου δεδομένων (imputation, outliers κ.ά.), τη συγγραφή τακτικών εκθέσεων ποιότητας (quality reports), αλλά και τις συχνές συναντήσεις με στελέχη των εμπορικών τραπεζών για την αντιμετώπιση των επιμέρους ζητημάτων που προκύπτουν.

Ίσως το πιο σημαντικό επίτευγμα του Τμήματος Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων είναι η **κατάρτιση και δημοσιοποίηση αξιόπιστων και έγκαιρων Δεικτών Τιμών Κατοικιών**, με την αξιο-

² Στην έννοια των οικιστικών ακινήτων περιλαμβάνονται τα διαμερίσματα, οι μονοκατοικίες, οι μεζονέτες, οι αποθήκες και οι χώροι στάθμευσης, καθώς και τα άρτια και οικοδομήσιμα οικόπεδα που προορίζονται για οικιστική χρήση. Η πρώτη υποβολή των εν λόγω στοιχείων στο Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ (Φάση Α' κατά τα οριζόμενα στην ΠΔ/ΤΕ 2610/2008) ολοκληρώθηκε στις 20.1.2009 και αφορούσε τα οικιστικά ακίνητα, η εκτίμηση της αξίας των οποίων πραγματοποιήθηκε κατά την περίοδο από 1.1.2006 έως 31.12.2008. Από το 2009 τα στοιχεία αυτά υποβάλλονται σε μηνιαία πλέον βάση (Φάση Β') εντός δεκαπέντε (15) εργάσιμων ημερών από το τέλος κάθε μήνα.

Για αναλυτική περιγραφή του μηχανισμού αναγγελίας στοιχείων οικιστικών ακινήτων, βλ. Μητράκος (2009).

Διάγραμμα 1**Εκατοστιαία κατανομή εκτιμήσεων για τα οικιστικά ακίνητα κατά είδος ακινήτου (2006-γ' τρίμ. 2012)**

Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

ποίηση των αναλυτικών πληροφοριών και στοιχείων που, όπως προαναφέρθηκε, συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα που δραστηριοποιούνται στη χώρα (εκτιμήσεις των αρμόδιων υπηρεσιών ή των συνεργαζόμενων ιδιωτών πολιτικών μηχανικών-εκτιμητών). Σκοπός των δεικτών αυτών είναι να αποτελέσουν ένα στατιστικό μέτρο αξιόπιστης και διαχρονικά συνεπούς εκτίμησης των μεταβολών των τιμών και της αξίας των ακινήτων μεταξύ δύο χρονικών περιόδων ή γεωγραφικών περιοχών. Στα πλεονεκτήματα των δεικτών αυτών περιλαμβάνονται:³

- επίσημος φορέας εκτίμησης και εφαρμογή σύγχρονης μεθοδολογίας,
- έγκαιρη και τακτική δημοσιοποίηση (έκδοση Δελτίων Τύπου σε προκαθορισμένες ημερομηνίες),
- τριμηνιαία συχνότητα με ελάχιστη χρονική υστέρηση (45 ημέρες μετά το τρίμηνο αναφοράς),
- απογραφική καταγραφή όλων των εκτιμήσεων για τα οικιστικά ακίνητα από όλα τα πιστωτικά ιδρύματα που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα,

³ Ορισμένα σημαντικά χαρακτηριστικά βάσει των οποίων αξιολογούνται οι επιμέρους δείκτες τιμών ακινήτων είναι η περιοδικότητα και η έγκαιρη δημοσιοποίησή τους (δηλ. η συχνότητα δημοσίευσής τους και η ταχύτητα καταγραφής των εξελίξεων των τιμών), ο τρόπος με τον οποίο αξιοποιούν τα επιμέρους χαρακτηριστικά του δείγματος καθώς και τα κριτήρια στρωματοποίησης που εφαρμόζονται ώστε οι δείκτες να απεικονίζουν αξιόπιστα τις μικρές ομοιογενείς περιφερειακές αγορές ακινήτων. Εξετάζονται επίσης ο βαθμός κάλυψης των διαφόρων ειδών ακινήτων, η πληρότητα της γεωγραφικής κάλυψης, η αξιοπιστία ως προς την προσέγγιση της πραγματικής αξίας και τιμής της συναλλαγής, αλλά και η μεθοδολογία κατάρτισης και η αξιοποίηση τεχνικών διόρθωσης για την εξάλειψη τυχόν εποχικών διακυμάνσεων και την ακριβέστερη απεικόνιση των τάσεων της αγοράς (Μητράκος, 2009).

Στην παρούσα φάση το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ, για την εκτίμηση δεικτών τιμών κατοικιών, εφαρμόζει μια παραλλαγή της προσέγγισης της “συνδυασμένης τυποποίησης” (mix adjustment). Για την τυποποίηση των ακινήτων και τον προσδιορισμό δευτερογενών αγορών αποτελούμενων από ομάδες ακινήτων με όμοια, κατά το δυνατόν, χαρακτηριστικά, χρησιμοποιείται η τεχνική της πολλαπλής στρωματοποίησης. Ειδικότερα, με κριτήρια τη γεωγραφική περιοχή, την παλαιότητα και το μέγεθος της κατοικίας δημιουργούνται μικρές ομοιογενείς ομάδες ακινήτων, υπολογίζεται η μέση τιμή (ανά τετραγωνικό μέτρο) για κάθε ομάδα με τη χρήση του γεωμετρικού μέσου και οι τιμές αυτές αθροίζονται, σταθμισμένες με συντελεστή βαρύτητας τη συνολική αξία των συναλλαγών σε κάθε επιμέρους ομάδα. Η αναλυτική μεθοδολογία είναι αναρτημένη στην ιστοσελίδα της ΤτΕ (<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Statistics/realestate/default.aspx>).

- τυποποιημένο, γρήγορο και ασφαλές σύστημα αναγγελίας ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων εκτιμήσεων ακινήτων (εντός 20 ημερών από τη λήξη του μήνα εκτίμησης),
- κάλυψη όλης της χώρας, με δυνατότητα σημαντικής ανάλυσης (Αθήνα, Θεσσαλονίκη, αστικές περιοχές κ.λπ., νέα/μεταχειρισμένα, διαμερίσματα/μονοκατοικίες) και
- καταγραφή των βραχυχρόνιων εξελίξεων, αξιόπιστη και τακτική απεικόνιση των τάσεων της αγοράς.

Τα πρώτα επίσημα αποτελέσματα των εκτιμήσεων Δεικτών Τιμών Κατοικιών ανακοινώθηκαν τον Απρίλιο του 2009, στο 1ο διεθνές συνέδριο που διοργάνωσε το Τμήμα, με θέμα “Αγορά Ακινήτων: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές”. Την εκδήλωση την οποία παρακολούθησαν περισσότερα από 400 άτομα, στελέχη της δημόσιας διοίκησης και των εμπορικών τραπεζών, ερευνητές, εκπρόσωποι φορέων και στελέχη της κτηματαγοράς, εκπρόσωποι των μέσων μαζικής ενημέρωσης, αλλά και πολλοί ιδιώτες. Οι Δείκτες Τιμών Κατοικιών (συνολικά 16 δείκτες) δημοσιεύονται πλέον σε τακτική τριμηνιαία βάση (έκδοση Δελτίων Τύπου), τόσο για το σύνολο της χώρας όσο και αναλυτικά για “νεόδομητα” και “παλαιά” διαμερίσματα, αλλά και για επιμέρους γεωγραφικές περιοχές (Αθήνα, Θεσσαλονίκη, άλλες μεγάλες πόλεις, λοιπές περιοχές).⁴ Ο αριθμός των δεικτών αυτών σταδιακά διευρύνεται.

Με έμφαση στη διάχυση των διαθέσιμων πληροφοριών έχουν επίσης αναληφθεί ορισμένες ακόμα πρωτοβουλίες από την πλευρά της ΤτΕ. Ειδικότερα:

- **Διοργάνωση δύο διεθνών συνεδρίων**, τα οποία παρακολούθησαν περισσότερα από 700 άτομα, στελέχη κεντρικών τραπεζών, της δημόσιας διοίκησης και των εμπορικών τραπεζών, εκπρόσωποι φορέων και στελέχη της κτηματαγοράς, εκπρόσωποι των μέσων μαζικής ενημέρωσης, ερευνητές και πολλοί ιδιώτες. Ειδικότερα, το πρώτο συνέδριο του Τμήματος πραγματοποιήθηκε τον Απρίλιο του 2009 με θέμα “Αγορά Ακινήτων: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές” και το δεύτερο στις 2 Δεκεμβρίου 2011 με θέμα “Η αγορά ακινήτων στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση”. Τη διοργάνωση των συνεδρίων ακολούθησε έκδοση συλλογικών τόμων με τις επιστημονικές μελέτες που παρουσιάστηκαν σε αυτά.

- **Συγκέντρωση και δημοσίευση των κυριότερων διαθέσιμων βραχυχρόνιων δεικτών για την αγορά ακινήτων**. Στην ιστοσελίδα του Τμήματος στο δικτυακό τόπο της ΤτΕ αναρτώνται περίπου 85 βραχυχρόνιοι δείκτες, τα στοιχεία των οποίων συγκεντρώνονται από πολλούς φορείς, όπως ΕΛ.ΣΤΑΤ., IOBE, Δικηγορικός Σύλλογος, Τεχνικό Επιμελητήριο, Υποθηκοφυλακεία κ.ά. Ο πίνακας των διαθέσιμων βραχυχρόνιων δεικτών αναθεωρείται σε μηνιαία βάση, εμπλουτίζεται και διευρύνεται συνεχώς.

- **Διενέργεια πρωτογενών ερευνών και δημοσίευση των αποτελεσμάτων τους**, σχετικά με: (α) κτηματομεσιτικά γραφεία (β) συμβολαιογραφικά γραφεία και (γ) το Εθνικό Κτηματολόγιο.

⁴ Το πρώτο Δελτίο Τύπου της Τράπεζας της Ελλάδος με θέμα: “Δείκτες τιμών και συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων” δημοσιεύθηκε το Δεκέμβριο του 2009 και έκτοτε δημοσιεύεται σε τριμηνιαία βάση 45 ημέρες μετά τη λήξη του τελευταίου μήνα του εκάστοτε τριμήνου αναφοράς.

- **Διοργάνωση συναντήσεων-συζητήσεων με στελέχη της αγοράς ακινήτων και συμβούλους ακίνητης περιουσίας** με στόχο την ανταλλαγή απόψεων και τη διατύπωση προτάσεων για επιμέρους ζητήματα σε σχέση με την αγορά ακινήτων.⁵

- **Συμμετοχή και παρουσιάσεις σε πολλά ελληνικά και διεθνή συνέδρια-ημερίδες** (Helexpo, Prodexpo, Διεθνής Έκθεση Θεσσαλονίκης-RICS Hellas, Πάντειο Πανεπιστήμιο-RICS Hellas κ.ά.) και σε Ομάδες Εργασίας της ΕΚΤ και άλλων διεθνών οργανισμών.

- **Αναλύσεις για την αγορά ακινήτων.** Καταγραφή των πρόσφατων εξελίξεων και προοπτικών της ελληνικής αγοράς ακινήτων στις Εκθέσεις και τα λοιπά κείμενα της ΤτΕ.⁶

Δημιουργία και διαρκής επιμέλεια της ιστοσελίδας του Τμήματος (ελληνικά και αγγλικά) με συχνές ανανεώσεις και πλούσιο στατιστικό υλικό και αναλύσεις.⁷

Τέλος επισημαίνεται ότι το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων έχει μέχρι σήμερα επικεντρώσει την προσπάθειά του στη συγκέντρωση και ανάλυση στοιχείων για τα *οικιστικά ακίνητα* (κατοικίες). Στο επίκεντρο των προσπαθειών του Τμήματος για το επόμενο έτος έχει τεθεί η επέκταση της προσπάθειας αυτής και για τα *επαγγελματικά ακίνητα* (γραφεία, καταστήματα, logistics, βιομηχανικοί/βιοτεχνικοί χώροι κ.λπ.). Φιλοδοξία των στελεχών του Τμήματος είναι να δημιουργηθεί σύντομα ένας ανάλογος μηχανισμός για τη συγκέντρωση πρωτογενών στοιχείων σχετικά με τα επαγγελματικά ακίνητα, με στόχο την εκτίμηση και δημοσίευση δεικτών για τις τιμές, τις αξίες και τις αποδόσεις των ακινήτων αυτών. Η προσπάθεια βρίσκεται ήδη σε εξέλιξη, καθώς, μάλιστα η εγχώρια αγορά έχει σήμερα ιδιαίτερη ανάγκη από αυτήν την αξιόπιστη πληροφόρηση.

3 Ιδιαιτερότητες και χαρακτηριστικά της αγοράς κατοικίας

Για να προσεγγιστούν τα ζητήματα της αγοράς ακινήτων, θα πρέπει κατ' αρχάς να κατανοηθούν σε βάθος οι ιδιαιτερότητες και τα χαρακτηριστικά της εν λόγω αγοράς. Ως τα πιο σημαντικά από αυτά θα μπορούσαν να αναφερθούν τα εξής:

Πρώτον και κύριον, είναι γενικά αποδεκτό ότι αντικείμενο της αγοράς ακινήτων είναι ένα έντονα ετερογενές προϊόν (κατοικία, επαγγελματικό ακίνητο), και το γεγονός αυτό δημιουργεί ιδιαίτερα προβλήματα, κυρίως ως προς την εκτίμηση των δεικτών τιμών. Δεύτερον, είναι χαρακτηριστικό ότι η προσφορά στην αγορά ακινήτων αντιδρά αργά και με σημαντική

⁵ Στο πλαίσιο αυτό, την Πέμπτη 29 Νοεμβρίου 2012 πραγματοποιήθηκε στο Κεντρικό Κατάστημα της Τράπεζας συνάντηση – συζήτηση με τους εκπροσώπους των συνεργαζόμενων κτηματομεσιτικών γραφείων και επαγγελματιών στο χώρο της αγοράς ακινήτων. Σκοπός της συζήτησης ήταν τόσο η αναθέρμανση της σχέσης με τους βασικούς συντελεστές της τριμηνιαίας έρευνας του Τμήματος και η διερεύνηση των δυνατοτήτων βελτίωσης της ποιότητας των στοιχείων που συγκεντρώνονται όσο και η παρουσίαση της πρόθεσης του Τμήματος για τη διεύρυνση της συνεργασίας αυτής και στον τομέα της αγοράς επαγγελματικών ακινήτων.

⁶ Από την *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2008* (Απρίλιος 2009, Πλαίσιο V.I) οι αναλύσεις για την αγορά ακινήτων αποτελούν πλέον μόνιμη ενότητα σχεδόν όλων των Εκθέσεων της Τράπεζας που ακολουθούν.

⁷ Οι ενδιαφερόμενοι για ενημέρωση θα πρέπει, από την αρχική σελίδα της ΤτΕ (www.bankofgreece.gr), να επιλέξουν στη δεξιά στήλη των συντομεύσεων το “Αγορά Ακινήτων” ή να εισέλθουν απευθείας στο σύνδεσμο: www.bankofgreece.gr/Pages/el/Statistics/realestate/default.aspx.

χρονική υστέρηση στα μηνύματα της ζήτησης, κυρίως για αντικειμενικούς λόγους, όπως είναι η έλλειψη οικοπέδων, ο μακρός χρόνος έκδοσης αδείας και κατασκευής, η σύνθετη/πολύπλοκη διαδικασία χρηματοδότησης κ.ά. Σημαντική είναι και η επίδραση της γραφειοκρατίας στη διαδικασία της έκδοσης των σχετικών αδειών στην περίπτωση της Ελλάδος. Τρίτον, το κόστος των συναλλαγών στην Ελλάδα είναι πολύ υψηλό (φορολογία μεταβιβάσεων, συμβολαιογραφικά και δικηγορικά έξοδα, υποχρεωτικά πιστοποιητικά κ.λπ.) και ο όγκος των συναλλαγών πολύ μικρός σε σχέση με το διαθέσιμο απόθεμα.⁸ Ενδεικτικά εκτιμάται ότι μόλις το 0,6% του συνολικού αποθέματος ακινήτων στη χώρα μας μεταβιβάστηκε το 2012 (έναντι 2,6% το 2008 και υπερδιπλάσιου ποσοστού για τις χώρες του Ευρωπαϊκού Βορρά, π.χ. Ην. Βασίλειο, Γερμανία κ.ά.). Τέταρτον, η επίδραση των φορολογικών μέτρων στην αγορά κατοικίας είναι σημαντική, ενώ οι συνθήκες χρηματοδότησης ποικίλλουν (διεθνώς). Πέμπτον, κυρίως σε σχέση με την Ελλάδα, θα πρέπει ακόμα να επισημανθούν η δυσκολία εντοπισμού και καταγραφής της πραγματικής τιμής της συναλλαγής (λόγω φορολογικών επιπτώσεων – αντικειμενικός προσδιορισμός αξιών), το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης, που πλέον ξεπερνά το 80%, η χαμηλή κινητικότητα και βαθμός μεταπώλησης των ακινήτων, καθώς και ο κατακερματισμός του κατασκευαστικού κλάδου (κυρίως στο χώρο της κατοικίας) σε σχέση με άλλες χώρες.

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι τα προηγούμενα χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων έχουν σε σημαντικό βαθμό επηρεάσει τις εξελίξεις στη χώρα μας κατά την τρέχουσα κρίση. Για παράδειγμα, εκτιμάται ότι ο μεγάλος αριθμός των πολύ μικρών επιχειρήσεων (οικογενειακού χαρακτήρα) που δραστηριοποιούνται στην κατασκευή κατοικιών αλλά και το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης στην Ελλάδα συνέβαλαν στη σχετική ανθεκτικότητα των τιμών των κατοικιών, κυρίως κατά τα πρώτα έτη (2009-2011) της τρέχουσας κρίσης (βλ. επόμενη ενότητα).

Τέλος, επισημαίνεται ότι σταθεροποιητικά στην περίοδο της κρίσης λειτούργησε και η κατά παράδοση υψηλή εμπιστοσύνη των νοικοκυριών στην ακίνητη περιουσία, αλλά και οι κοινωνικές αντιλήψεις των ελληνικών νοικοκυριών, τα οποία δεν αντιμετωπίζουν την κατοικία ως επενδυτικό αγαθό, αλλά αντίθετα τη μεταβιβάζουν από τη μία γενεά στην άλλη.

4 Η μεταβολή των τιμών και των συναλλαγών στην ελληνική αγορά ακινήτων

Η συνεχής αποκλιμάκωση των τιμών στην ελληνική αγορά ακινήτων, παρά τη σχετική ανθεκτικότητα που έδειξαν αρχικά, και η δραματική μείωση των συναλλαγών είναι το κύριο

⁸ Από την πρόσφατη μελέτη της European Commission (2012) προκύπτει ότι μόνο στην Ελλάδα, το Βέλγιο και την Ιταλία το ποσοστό της φορολογίας στις μεταβιβάσεις της ακίνητης περιουσίας είναι πάνω από 10%.

χαρακτηριστικό της αγοράς στην περίοδο της τρέχουσας χρηματοοικονομικής κρίσης. Οι εξελίξεις αυτές παρουσιάζονται αναλυτικά στην παρούσα ενότητα.⁹

4.1 Δείκτες τιμών οικιστικών ακινήτων

Η ΤτΕ, αξιοποιώντας το στατιστικό υλικό που συγκεντρώνει από όλα τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας, προχώρησε στην κατάρτιση δεικτών τιμών οικιστικών ακινήτων (από το 2006 και μετά), τόσο για το σύνολο της χώρας όσο και αναλυτικά για “νεόδμητα” και “παλαιά” διαμερίσματα, αλλά και για επιμέρους γεωγραφικές περιοχές (Αθήνα, Θεσσαλονίκη, άλλες μεγάλες πόλεις, λοιπές περιοχές).

Στο Διάγραμμα 2 απεικονίζεται ο δείκτης τιμών κατοικιών (σε ονομαστικούς και πραγματικούς όρους, 2007=100), καθώς και ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας για την περίοδο 2001-2012.¹⁰ Είναι, κατ’ αρχάς, χαρακτηριστικοί οι έντονα αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας στην πρόσφατη περίοδο της τρέχουσας κρίσης, καθώς η έντονη ύφεση έφθασε το -7,1% κατά μέσον όρο το 2011 και -6,7% στα τρία πρώτα τρίμηνα του 2012. Η υψηλή συσχέτιση που προκύπτει μεταξύ των εξελίξεων ως προς το ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και των τιμών στην αγορά ακινήτων είναι προφανής στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης.

Σε σχέση με τις τιμές των διαμερισμάτων, από τα στοιχεία που συγκεντρώνονται στην ΤτΕ προκύπτει συνεχής άνοδος του δείκτη τιμών σε ονομαστικούς όρους έως το 2008, οπότε και ο δείκτης έλαβε την υψηλότερη τιμή του (2008 III: 102,2), και συνεχής μείωση, με όλο και πιο έντονους ρυθμούς, στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης (2012 III: 77,4, προσωρινά στοιχεία). Αθροιστικά η προσαρμογή των τιμών στα τέσσερα πρώτα χρόνια της τρέχουσας κρίσης (2008 III-2012 III) ήταν σημαντική και έφθασε το -24,2% σε ονομαστικούς όρους και το -30,9% σε πραγματικούς όρους.

Πιο αναλυτικά, την τριετία 2006-2008 καταγράφεται συνεχής επιβράδυνση της ανοδικής τάσης των τιμών των κατοικιών, αν και αυτές διατήρησαν ελαφρά θετικούς ρυθμούς μεταβολής (σε ονομαστικούς όρους) και το 2008. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, οι τιμές των κατοικιών στο σύνολο της χώρας αυξήθηκαν κατά 1,7% το 2008, έναντι 5,9% το

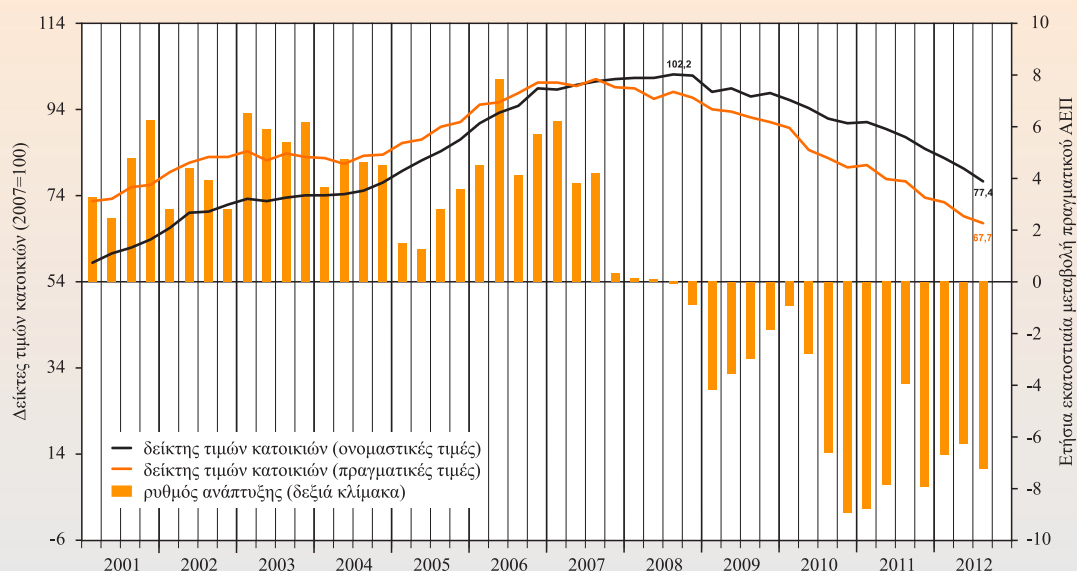
⁹ Για μία πρόσφατη παρουσίαση των εξελίξεων των τιμών στην αγορά κατοικίας στη ζώνη του ευρώ βλ. στο *Μηνιαίο Δελτίο* της ΕΚΤ την ενότητα 3.4 “Euro area residential property prices”, Νοέμβριος 2012 (ECB, 2012). Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά, που παρουσιάζονται στον Πίνακα του Παραρτήματος της μελέτης μας, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των κατοικιών στη ζώνη του ευρώ ήταν -1,5% το δεύτερο τρίμηνο του 2012. Από τα τέλη του 2010 που διαμορφώθηκε γύρω στο 2%, ο ρυθμός μεταβολής των τιμών στη ζώνη του ευρώ επιβραδύνθηκε σταδιακά για να λάβει αρνητική τιμή από το τελευταίο τρίμηνο του 2011.

Επισημαίνεται ότι από το 2010 η ΕΚΤ άρχισε να κατασκευάζει και να δημοσιοποιεί τριμηνιαίο δείκτη τιμών για τις κατοικίες σε επίπεδο ευρωζώνης. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. το Πλαίσιο με τίτλο “Recent housing market developments in the euro area”, στο *Μηνιαίο Δελτίο* της ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2010 (ECB, 2010).

¹⁰ Ως προς την ιστορικότητα της σειράς του δείκτη τιμών διαμερισμάτων για το σύνολο της χώρας πριν από το 2006, ως μια καλή προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης τιμών οικιστικών ακινήτων για το σύνολο των αστικών περιοχών της χώρας. Ο τελευταίος καταρτιζόταν από τη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της ΤτΕ ως ο σταθμικός μέσος όρος των δύο παλαιότερων δεικτών για την Αθήνα και τις λοιπές αστικές περιοχές ή επαρχιακές πόλεις. Από το 2006 και έπειτα ο δείκτης τιμών διαμερισμάτων για το σύνολο της χώρας εκτιμάται με βάση τα συγκεντρωτικά στοιχεία εκτιμήσεων οικιστικών ακινήτων που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας.

Διάγραμμα 2

Δείκτες τιμών κατοικιών και ρυθμός ανάπτυξης
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους)



Πηγές: Δείκτες τιμών κατοικιών: Τράπεζα Ελλάδος, Τμήμα Ανάπτυξης Αγοράς Ακινήτων, και ΑΕΠ: ΕΛ.ΣΤΑΤ., Τριμηνιαίο εθνικό λογαριασμό (εκτιμήσεις), μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

2007 (12,2% και 10,9% για το 2006 και 2005 αντίστοιχα, για το σύνολο των αστικών περιοχών, για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία). Από το α' τρίμηνο του 2009 έως σήμερα ο ρυθμός μεταβολής των τιμών των κατοικιών διαμορφώθηκε σε αρνητικά επίπεδα, με σημαντική επιτάχυνση της καθοδικής τάσης των τιμών τόσο για τα "νέα" όσο και τα για "παλαιά" διαμερίσματα.

Παρά την υπερβάλλουσα προσφορά στην αγορά ακινήτων, με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι τιμές των κατοικιών και κυρίως των νεόδμητων χαρακτηρίζονται από σχετική ανθεκτικότητα κατά τα πρώτα έτη της τρέχουσας κρίσης (2009-2011). Από τα στοιχεία αυτά προκύπτει ότι οι τιμές των διαμερισμάτων υποχώρησαν κατά 3,7% το 2009, 4,7% το 2010 και 5,4% το 2011. Η μείωση των τιμών ήταν ταχύτερη για τα "παλαιά" διαμερίσματα (ηλικίας άνω των 5 ετών: -4,8%, -5,0% και -5,7% το 2009, το 2010 και το 2011 αντίστοιχα) από ό,τι για τα "νέα" (ηλικίας έως 5 ετών: -2,0%, -4,2% και -4,9% το 2009, το 2010 και το 2011 αντίστοιχα). Αυτό αντανάκλα τη σχετικά μεγαλύτερη ανθεκτικότητα των τιμών των νεόδμητων διαμερισμάτων, που κατά κανόνα διατίθενται προς πώληση από τους κατασκευαστές, η οποία ωστόσο φαίνεται να κάμπτεται με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία για το α', β' και γ' τρίμηνο του 2012 (βλ. Πίνακα 1 πιο κάτω).

Στη σχετική ανθεκτικότητα των τιμών των κατοικιών την περίοδο της τρέχουσας κρίσης και έως το τέλος του 2011 εκτιμάται ότι συνέβαλαν το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης (άνω

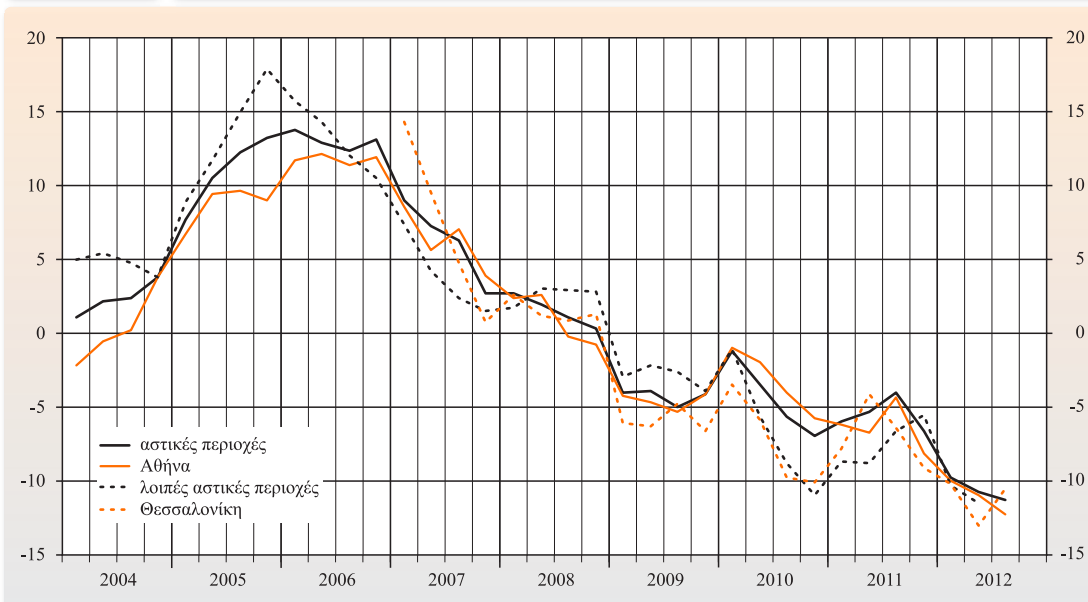
του 80%) στην Ελλάδα, ο μεγάλος αριθμός των πολύ μικρών επιχειρήσεων οικογενειακού χαρακτήρα που δραστηριοποιούνται στην κατασκευή κατοικιών (περίπου 12-15 χιλιάδες), οι οποίες πριν από την τρέχουσα κρίση είχαν αποκομίσει σημαντικά κέρδη, που τους επέτρεψαν να αποφύγουν τον τραπεζικό δανεισμό, καθώς και η χαμηλή συχνότητα μεταπώλησης των ακινήτων. Στην ανθεκτικότητα των τιμών συμβάλλουν επίσης το αυξανόμενο κόστος κατασκευής —κυρίως των υλικών κατασκευής— που δυσχεραίνει την αντικατάσταση του διαθέσιμου αποθέματος κατοικιών, το υψηλό κόστος συναλλαγών (φορολογία μεταβιβάσεων, συμβολαιογραφικά και δικηγορικά έξοδα κ.λπ.), η κατά παράδοση υψηλή εμπιστοσύνη των νοικοκυριών προς την ακίνητη περιουσία, αλλά και οι κοινωνικές αντιλήψεις των ελληνικών νοικοκυριών, τα οποία δεν αντιμετωπίζουν την κατοικία ως επενδυτικό αγαθό, αλλά αντίθετα τη μεταβιβάζουν από τη μία γενεά στην άλλη (γονική παροχή ή κληρονομία από τους γονείς προς τα παιδιά).

Με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία, η αποκλιμάκωση των τιμών στην αγορά των κατοικιών συνεχίστηκε με εντονότερο ρυθμό τους πρώτους εννέα μήνες του 2012, οπότε και φάνηκε να κάμπτεται σημαντικά η σχετική ανθεκτικότητα των τιμών κυρίως των νεόδμητων κατοικιών. Ειδικότερα, με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι τιμές των διαμερισμάτων υποχώρησαν κατά 9,4%, 10,2% και 11,7% το α', β' και γ' τρίμηνο του 2012 αντίστοιχα (βλ. Δελτίο Τύπου ΤτΕ 16.11.2012 με θέμα *Δείκτες τιμών και συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων: γ' τρίμηνο 2012*). Πιο αναλυτικά, η μείωση των τιμών το α', β' και γ' τρίμηνο του 2012 σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2011 ήταν 10,2%, 10,7% και 13,5% για τα “νέα” διαμερίσματα (ηλικίας έως 5 ετών) και 8,6%, 9,8% και 10,5% αντίστοιχα για τα “παλαιά” (ηλικίας άνω των 5 ετών). Πράγματι, από το α' τρίμηνο του 2012 ο ρυθμός μείωσης των τιμών των “νέων” διαμερισμάτων είναι υψηλότερος έναντι των “παλαιών”, γεγονός το οποίο, όπως ήδη επισημάνθηκε, φαίνεται να αντανακλά τη σταδιακή κάμψη της σχετικά μεγαλύτερης “ανθεκτικότητας” των τιμών των νεόδμητων διαμερισμάτων στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης (βλ. Πίνακα 1 στη σελ. 90).

Από την ανάλυση των στοιχείων κατά γεωγραφική περιοχή (Διάγραμμα 3), προκύπτει ότι οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων στην περίοδο της κρίσης (από το γ' τρίμηνο του 2008 έως το γ' τρίμηνο του 2012) μειώθηκαν ταχύτερα στη Θεσσαλονίκη (28,2%) έναντι της Αθήνας (23,9%) και κυρίως των άλλων μεγάλων πόλεων (20,0%). Οι τιμές των διαμερισμάτων τους πρώτους εννέα μήνες του 2012 ήταν μειωμένες σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2011 κατά 11,1% στην Αθήνα, 11,3% στη Θεσσαλονίκη, 9,3% στις άλλες μεγάλες πόλεις και 8,2% στις λοιπές περιοχές της χώρας. Για το σύνολο του 2011, με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία, η μείωση των τιμών στις ίδιες περιοχές σε σχέση με το 2010 ήταν 6,4%, 6,9%, 4,0% και 4,2% αντίστοιχα. Από τα ανωτέρω στοιχεία προκύπτει ότι η μείωση των τιμών των διαμερισμάτων το 2011 και τα πρώτα τρίμηνα του 2012 ήταν μεγαλύτερη στα δύο μεγαλύτερα αστικά κέντρα της χώρας (Αθήνα και Θεσσαλονίκη) έναντι των άλλων

Διάγραμμα 3

**Δείκτες τιμών κατοικιών κατά γεωγραφική περιοχή
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους)**



Πηγές: Για τις λοιπές αστικές περιοχές: Τράπεζα της Ελλάδος (στοιχεία που συλλέγουν τα υποκαταστήματα, κυρίως από μεσιτικά γραφεία, μόνο διαμερίσματα – επεξεργασία από την Υπηρεσία Περιφερειακής Οικονομικής Συγκυρίας της Δ/σης Οικον. Μελετών). Για την Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος, στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα (από το 2006 και μετά, μόνο διαμερίσματα) και επεξεργασία στοιχείων των εταιριών "Property ΕΠΕ" (όλα τα είδη κατοικιών, 1997-2005) και "Δανός & Συνεργάτες" (όλα τα είδη κατοικιών, 1993-1997). Για τις αστικές περιοχές: Τράπεζα της Ελλάδος, στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα (από το 2006 και μετά, μόνο διαμερίσματα) και σταθμισμένος δείκτης με βάση το απόθεμα των κατοικιών στην Αθήνα και τις λοιπές αστικές περιοχές (έως το 2005, όλα τα είδη κατοικιών). Για τη Θεσσαλονίκη: Τράπεζα της Ελλάδος, στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα (από το 2006 και μετά, μόνο διαμερίσματα).

περιοχών.¹¹ Επιπλέον, οι μεγαλύτερες υποχωρήσεις των ζητούμενων τιμών σημειώθηκαν τόσο στις σχετικά πιο ακριβές περιοχές όσο και σε περιοχές με ακίνητα μεγάλου εμβαδού.

Επισημαίνεται πάντως ότι μεγαλύτερη υποχώρηση των τιμών των κατοικιών στην περίοδο της κρίσης καταγράφεται με βάση τις πληροφορίες που συγκεντρώνονται από τα κτηματομεσιτικά γραφεία. Μάλιστα, με βάση τα στοιχεία που συλλέγουν τα υποκαταστήματα της Τράπεζας της Ελλάδος κυρίως από μεσιτικά γραφεία, προκύπτει ότι οι τιμές των κατοικιών στις αστικές περιοχές της χώρας (εκτός της Αθήνας) υποχώρησαν κατά 2,9% το 2009, 6,7% το 2010, 7,5% το 2011, 10,3% το α' τρίμηνο του 2012 και 16,3% το β' τρίμηνο του 2012.¹² Η μείωση

¹¹ Πιο αναλυτικοί πίνακες για τις τιμές των ακινήτων κατά γεωγραφική περιοχή (Αθήνα, Θεσσαλονίκη, άλλες μεγάλες πόλεις, λοιπές περιοχές) και με διάκριση μεταξύ "νέων" (έως 5 ετών) και "παλαιών" (άνω των 5 ετών) διαμερισμάτων δημοσιεύονται στο "Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας" (Πίνακες ΙΙ.7.1 και ΙΙ.7.2) και έχουν αναρτηθεί στο δικτυακό τόπο της ΤτΕ.

¹² Το πρωτογενές στατιστικό υλικό για την κατάρτιση του Δείκτη Τιμών Κατοικιών λοιπών αστικών περιοχών (επαρχιακών πόλεων) συγκεντρώνεται σε τριμηνιαία βάση από τα υποκαταστήματα της ΤτΕ (εκτός Αθηνών) και η κατασκευή του συνολικού δείκτη γίνεται με πληθυσμιακή στάθμιση από την Υπηρεσία Περιφερειακής Οικονομικής Συγκυρίας της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών. Η συλλογή του πρωτογενούς υλικού πραγματοποιείται με την αποστολή κατάλληλου ερωτηματολογίου σε κτηματομεσιτικά γραφεία και γραφεία κατασκευαστών που δραστηριοποιούνται σε πόλεις της επαρχίας όπου λειτουργούν υποκαταστήματα της ΤτΕ. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος από το δ' τρίμηνο του 1993 και εξακολουθεί να δημοσιεύεται στο Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας και στις Εκθέσεις της ΤτΕ με υστέρηση περίπου τριών μηνών από τη λήξη του τριμήνου αναφοράς.

αυτή είναι ακόμα μεγαλύτερη με βάση την έρευνα της ΤτΕ μεταξύ των κτηματομεσιτικών γραφείων (βλ. επόμενη ενότητα).¹³

Διευκρινίζεται ότι, με βάση τη διεθνή εμπειρία και κυρίως τη σύγκριση των διαφόρων δεικτών τιμών ακινήτων για το Ηνωμένο Βασίλειο, οι δείκτες που βασίζονται στις εκτιμήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων για την αξία των ακινήτων παρουσιάζουν σχετική υστέρηση ως προς την καταγραφή της πραγματικής μείωσης των τιμών στην περίοδο της κρίσης, έναντι των δεικτών που βασίζονται σε στοιχεία πραγματικών συναλλαγών ή προσφερόμενων για πώληση κατοικιών (στοιχεία αγγελιών κ.ά., βλ. Silver, 2012). Μια τέτοιου είδους υστέρηση ως προς την καταγραφή των πραγματικών μεταβολών των τιμών των κατοικιών είναι πιθανό να ισχύει και για τους δείκτες της ΤτΕ οι οποίοι βασίζονται στα στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα. Μεσοπρόθεσμα πάντως οι δείκτες αυτοί καταγράφουν πλήρως την πραγματική μείωση των τιμών.

Κατά την περίοδο της κρίσης καταγράφεται στροφή του αγοραστικού ενδιαφέροντος των νοικοκυριών προς ακίνητα μικρότερου εμβαδού, σε μεσαίου κόστους περιοχές, παλαιότερα και κυρίως μικρότερης αξίας. Παρατηρείται επίσης αύξηση του ποσοστού των συναλλαγών σε μετρητά και του μεριδίου των μετρητών στη συνολική χρηματοδότηση της απόκτησης ακινήτων.

Σημειώνεται τέλος ότι οι πτωτικές πιέσεις στις τιμές είναι πιθανό να συνεχιστούν και τα επόμενα τρίμηνα, αν και με περιορισμένο τον κίνδυνο απότομης μεταβολής τους.¹⁴ Εκτιμάται πάντως ότι, μετά τη συνεχή αποκλιμάκωση των τιμών τα τελευταία έτη, η ελληνική αγορά ακινήτων πιθανότατα δεν παρουσιάζει χαρακτηριστικά σημαντικής υπερτίμησης. Πράγματι, όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Διαγράμματος 4, υποχώρησε σημαντικά τα τελευταία πέντε έτη ο λόγος του δείκτη τιμών των κατοικιών προς το δείκτη των ενοικίων (71,4 το γ' τρίμηνο του 2012, 2007=100), ο οποίος συνήθως αξιολογείται μαζί με άλλους παράγοντες (π.χ. επιτόκια, αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων, φάση οικονομικού κύκλου) προκειμένου να διερευνηθεί το ενδεχόμενο υπερεκτίμησης της τρέχουσας αξίας των ακινήτων.¹⁵ Η σημαντική αυτή αποκλι-

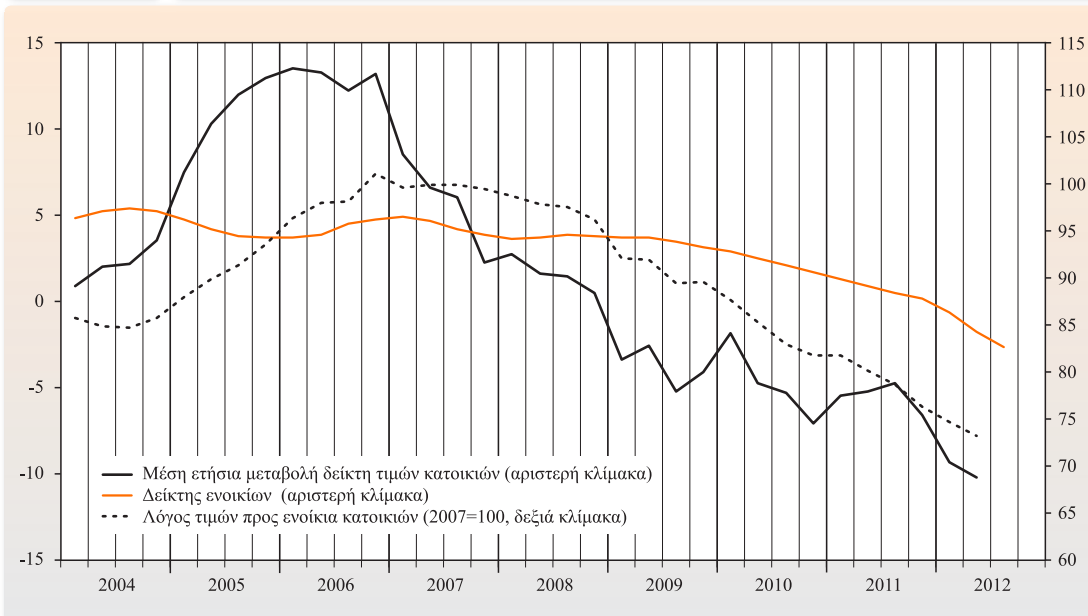
¹³ Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις των δεικτών τιμών των κατοικιών που έγιναν από το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ με βάση εναλλακτικά ηθονικά υποδείγματα ακολουθούν παρόμοιο πρότυπο εξέλιξης των τιμών, ιδίως κατά τη διάρκεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

¹⁴ Την περαιτέρω κάμψη των τιμών στην ελληνική αγορά κατοικίας το 2013 (κατά περίπου 15%) προέβλεψε σε πρόσφατη έκθεσή του ο οίκος αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας Fitch. Η εκτίμηση αυτή προκύπτει ως αποτέλεσμα των παραγόντων οι οποίοι αναμένεται να κυριαρχήσουν κατά το 2013, ειδικότερα της μειωμένης δραστηριότητας χορήγησης στεγαστικών δανείων, της υψηλής ανεργίας, των πιέσεων στα εισοδήματα των νοικοκυριών και της χαμηλής καταναλωτικής εμπιστοσύνης, του υψηλού ποσοστού των επισφαλών δανείων κ.ά. Κατά τον οίκο αξιολόγησης, διατηρείται το 2013 η ανησυχία για τις περιφερειακές αγορές της ευρωζώνης (Ισπανία, Πορτογαλία, Ελλάδα, Ιρλανδία και Ιταλία), όπου αναμένεται ύφεση της στεγαστικής πίστης και συνέχιση της πτωτικής πορείας των τιμών στις κατοικίες, ενώ οι προοπτικές για τις άλλες αγορές είναι πιο σταθερές, κυρίως για τη Γερμανία και την Αυστραλία.

¹⁵ Ο Δείκτης Τιμών Ενοικίων καταρτίζεται και δημοσιεύεται από την ΕΛ.ΣΤΑΤ., σε μηνιαία βάση, για τις ενοικιαζόμενες κατοικίες. Ο δείκτης αυτός συμμετέχει στη διαμόρφωση του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) και του Εναρμονισμένου ΔΤΚ με στάθμιση 3,9% και 3,7% αντίστοιχα. Έως και τα πρώτα έτη της τρέχουσας κρίσης ο ρυθμός μεταβολής του Δείκτη Τιμών Ενοικίων ήταν υψηλότερος του αντίστοιχου ρυθμού μεταβολής του Δείκτη Τιμών Κατοικιών, ενώ ιστορικά δεν φαίνεται να ακολουθεί τις σημαντικές διακυμάνσεις των δεικτών τιμών των κατοικιών, καθώς διατηρείται σχετικά σταθερός, με ελαφρά επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του, ιδίως την περίοδο 2010-11. Παραδόξως πάντως, παρά την έντονη ύφεση στην ελληνική οικονομία, αλλά και τη διάχυτη άποψη για σημαντική πτώση των ενοικίων, ο δείκτης ενοικίων της ΕΛ.ΣΤΑΤ. δεν αποκλιμακώνεται σημαντικά στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης και διατηρεί το θετικό ρυθμό μεταβολής του έως το τέλος του 2011.

Διάγραμμα 4

Δείκτες τιμών κατοικιών και δείκτης ενοικίων



Πηγές: Δείκτης τιμών κατοικιών: Τράπεζα Ελλάδος, Τμήμα Ανάπτυξης Αγοράς Ακινήτων. Δείκτης ενοικίων: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

μάκωση του λόγου του δείκτη τιμών των κατοικιών προς το δείκτη των ενοικίων (-29,5%, 2006 IV-2012 III) αποτελεί ένδειξη αξιολογής διόρθωσης της όποιας αρχικής υπερτίμησης των τιμών των κατοικιών στην Ελλάδα.¹⁶ Ο λόγος αυτός έχει φθάσει πλέον στις τιμές που είχε το 2000 και αναμένεται να συνεχίσει την πτωτική του πορεία και τα επόμενα τρίμηνα, ως αποτέλεσμα της περαιτέρω υποχώρησης των τιμών των κατοικιών. Η συνεχής πτώση του λόγου αυτού τα τελευταία έτη δείχνει επίσης ότι η αγορά κατοικίας είναι πλέον προτιμότερη από την ενοικιάσή της.¹⁷

¹⁶ Η σχέση της αξίας των ακινήτων με τα ενοίκια αναλύεται διεξοδικά στη μελέτη του Μαλλιαρόπουλου (2007) στο πλαίσιο ενός πρωτότυπου υποδείγματος αποτίμησης της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα, στο οποίο οι τιμές των ακινήτων εκτιμώνται ως η προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών ενοικίων. Σύμφωνα με το συγγραφέα, η πτώση στις απαιτούμενες αποδόσεις των επενδύσεων στην Ελλάδα δικαιολογεί σχεδόν πλήρως την άνοδο των τιμών των κατοικιών (σε σχέση με τα ενοίκια) έως το τέλος του 2005, μέχρι και το οποίο ο ως άνω συγγραφέας διέθετε στοιχεία. Σε παρόμοιο συμπέρασμα, ότι οι τιμές των κατοικιών στην Ελλάδα κατά τη χρονική περίοδο 1994-2007 διαμορφώθηκαν με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη, καταλήγουν και οι Συμigiάννης και Χονδρογιάννης (2009), εκτιμώντας οικονομετρικά ένα υπόδειγμα ζήτησης για κατοικία όπου οι πραγματικές τιμές των κατοικιών ερμηνεύονται από το κατά κεφαλήν διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων. Ανάλογα είναι και τα ευρήματα της μελέτης των Brissimis and Vlassopoulos (2009), οι οποίοι διαπιστώνουν ότι οι τιμές των κατοικιών στην Ελλάδα δεν επηρεάζονται μακροχρόνια από το ύψος των στεγαστικών δανείων, αν και βραχυχρόνια φαίνεται να υπάρχει αμφίδρομη σχέση. Ο Χαρδούβελις (2009) διαπιστώνει ότι στην Ελλάδα, οι τιμές των κατοικιών την περίοδο 2003-2008 δεν παρουσίασαν τις υπερβολές που εμφανίστηκαν σε άλλες χώρες. Τέλος, η μελέτη της European Commission (2012) δεν καταγράφει υπερτίμηση των κατοικιών στην Ελλάδα, αν και διαπιστώνει ότι οι τρέχουσες οικονομικές συνθήκες στη χώρα μας εμπεριέχουν κινδύνους.

¹⁷ Ωστόσο, ο λόγος για τον οποίο η αγορά κατοικίας γίνεται λιγότερο προσίτη οφείλεται στην εντονότερη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος σε σύγκριση με την πτώση των τιμών των κατοικιών. Ταυτόχρονα, τα ενοίκια (τουλάχιστον σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία) εμφανίζονται ακόμα ανθεκτικά, με αποτέλεσμα το μερίδιο του εισοδήματος των νοικοκυριών για την εξυπηρέτησή τους να διευρύνεται διαρκώς. Επίσης, η μείωση των επιτοκίων δεν ήταν αρκετή για να αντισταθμίσει την ακόμη μεγαλύτερη συρρίκνωση του διαθέσιμου εισοδήματος, καθώς διατήρησε το κόστος εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων κοντά στο ιστορικά υψηλότερο επίπεδο του 2008.

Πάντως, στον περιορισμό του κινδύνου απότομης μεταβολής των τιμών των κατοικιών έχουν συμβάλει, εκτός των άλλων, τόσο η απαγόρευση των πλειστηριασμών των κατοικιών που αποτελούν την πρώτη κατοικία νοικοκυριών (αντικειμενικής αξίας έως 200 χιλιάδες ευρώ) όσο και η απροθυμία των ιδίων των εμπορικών τραπεζών να εκπλειστηριάσουν τα ακίνητα που αποτελούν εξασφαλίσεις επισφαλών δανείων στην παρούσα φάση της έντονης ύφεσης.

Βεβαίως, η μελλοντική πορεία των τιμών των ακινήτων θα εξαρτηθεί από παράγοντες που επηρεάζουν τόσο την πλευρά της προσφοράς (π.χ. κόστος κατασκευής, πολεοδομικές και φορολογικές ρυθμίσεις) όσο και την πλευρά της ζήτησης (π.χ. μεταβολή του αριθμού των νοικοκυριών, κόστος δανεισμού και ύψος επιτοκίων, σχέση ενοικίων και αξίας ακινήτων), αλλά και τις

Πίνακας 1

Δείκτες τιμών κατοικιών και ενοικίων

Δείκτες	Μέση ετήσια εκατοστιαία μεταβολή							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 Δείκτες τιμών κατοικιών (νέες σειρές)								
Σύνολο διαμερισμάτων (επικράτεια)	-	-	5,9	1,7	-3,7	-4,7	-5,4	-11,7 (γ' τρίμ.)
α. Κατά παλαιότητα								
α1. Νέα (έως 5 ετών)	-	-	7,2	2,3	-2,0	-4,2	-4,9	-13,5 (γ' τρίμ.)
α2. Παλαιά (άνω των 5 ετών)	-	-	5,2	1,3	-4,8	-5,0	-5,7	-10,5 (γ' τρίμ.)
β. Κατά γεωγραφική περιοχή: Σύνολο								
i. Αθήνα	-	-	6,2	0,9	-4,6	-3,2	-6,4	-12,3 (γ' τρίμ.)
ii. Θεσσαλονίκη	-	-	7,0	1,5	-6,0	-7,4	-6,9	-10,6 (γ' τρίμ.)
iii. Άλλες μεγάλες πόλεις	-	-	6,3	1,8	-2,7	-5,3	-4,0	-10,1 (γ' τρίμ.)
iv. Λοιπές περιοχές	-	-	4,6	3,3	-1,9	-5,8	-4,2	-12,4 (γ' τρίμ.)
β1. Κατά γεωγραφική περιοχή: Νέα (έως 5 ετών)								
i. Αθήνα	-	-	9,6	0,0	-3,5	-2,7	-6,6	-14,8 (γ' τρίμ.)
ii. Θεσσαλονίκη	-	-	3,7	3,5	-5,3	-6,8	-8,1	-15,4 (γ' τρίμ.)
iii. Άλλες μεγάλες πόλεις	-	-	7,8	2,4	-2,1	-4,3	-3,0	-12,1 (γ' τρίμ.)
iv. Λοιπές περιοχές	-	-	4,1	5,4	1,0	-5,7	-3,4	-12,4 (γ' τρίμ.)
β2. Κατά γεωγραφική περιοχή: Παλαιά (άνω των 5 ετών)								
i. Αθήνα	-	-	4,5	1,4	-5,2	-3,5	-6,3	-11,0 (γ' τρίμ.)
ii. Θεσσαλονίκη	-	-	8,4	0,6	-6,3	-7,6	-6,3	-8,5 (γ' τρίμ.)
iii. Άλλες μεγάλες πόλεις	-	-	5,3	1,4	-3,2	-6,1	-4,8	-8,5 (γ' τρίμ.)
iv. Λοιπές περιοχές	-	-	5,0	1,4	-4,4	-5,9	-5,0	-12,4 (γ' τρίμ.)
2 Δείκτες τιμών κατοικιών (προηγούμενες σειρές)								
Αστικές περιοχές	10,9	13,0	6,2	1,5	-4,3	-4,4	-5,5	-11,3 (γ' τρίμ.)
α. Αθήνα	8,6	11,7	6,2	0,9	-4,6	-3,2	-6,4	-12,3 (γ' τρίμ.)
β. Λοιπές αστικές περιοχές ¹	13,4	13,0	3,8	2,6	-2,9	-6,7	-7,5	-11,3 (β' τρίμ.)
3 Δείκτης τιμών ενοικίων	4,2	4,4	4,5	3,9	3,6	2,4	0,8	-1,7 (10μηνο)
4 Λόγος δείκτη τιμών κατοικιών προς δείκτη ενοικίων (2007=100)²	90,9	98,7	100,0	97,9	91,0	84,7	79,4	71,4 (γ' τρίμ.)

¹ Στοιχεία που συλλέγονται τα υποκαταστήματα της ΤτΕ, κυρίως από μεσιτικά γραφεία.

² Απόλυτες τιμές.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και Ελληνική Στατιστική Αρχή (δείκτης τιμών ενοικίων).

προσδοκίες των νοικοκυριών για την παραπέρα αποκλιμάκωση των τιμών των κατοικιών και τον περιορισμό της διάχυτης αβεβαιότητας.¹⁸

4.2 Συναλλαγές στην αγορά ακινήτων

Τα στοιχεία που σχετίζονται με τον αριθμό των μεταβιβάσεων ή αγοραπωλησιών ακινήτων αποκτούν ιδιαίτερη χρησιμότητα στην περίοδο της κρίσης, καθώς προσδιορίζουν σε σημαντικό βαθμό το διαθέσιμο απόθεμα των προς πώληση κατοικιών. Παρά τη χρησιμότητά τους τα διαθέσιμα στοιχεία είναι ελλιπή και δημοσιεύονται με σημαντική χρονική υστέρηση. Για την κάλυψη αυτού του ελλείμματος πληροφόρησης ως προς τον αριθμό των συναλλαγών στην ελληνική κτηματαγορά, το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ κατέβαλε συγκεκριμένες προσπάθειες, προσεγγίζοντας το θέμα αυτό από πολλές εναλλακτικές πηγές. Ειδικότερα, εκτός από τον αριθμό των εκτιμήσεων από το τραπεζικό σύστημα, που αποτελεί απλώς προσέγγιση των συναλλαγών που διενεργούνται με τη διαμεσολάβηση των εμπορικών τραπεζών, συγκέντρωσε στοιχεία από το Εθνικό Κτηματολόγιο, το Υποθηκοφυλακείο, το Συμβολαιογραφικό Σύλλογο Αθηνών, το Τεχνικό Επιμελητήριο κ.ά. Τα στοιχεία αυτά παρουσιάζονται στη συνέχεια (βλ. Πίνακα 2 στη σελ. 95).

Ίσως η πιο αξιόπιστη πηγή στοιχείων για τον αριθμό των συναλλαγών στην ελληνική αγορά ακινήτων είναι τα στοιχεία που δημοσιεύει με σχετικά μεγάλη υστέρηση η ΕΛ.ΣΤΑΤ., αξιοποιώντας τα πρωτογενή δεδομένα που συγκεντρώνει απογραφικά σε τριμηνιαία βάση από τα συμβολαιογραφικά γραφεία όλης της χώρας (περίπου 3.000). Τα στοιχεία αυτά για τον αριθμό των αγοραπωλησιών ακινήτων στο σύνολο της χώρας και την περιοχή της Αθήνας στην περίοδο 2004-2012 παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 5 (σελ. 92).¹⁹ Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του διαγράμματος, ο αριθμός των αγοραπωλησιών ακινήτων στην Ελλάδα το 2005 έφθασε τις 215,1 χιλιάδες και ακολούθησε σταθερή αποκλιμάκωση τα επόμενα έτη (συμπεριλαμβάνονται όλα τα είδη επαγγελματικών ή οικιστικών ακινήτων, όπως κατοικίες, καταστήματα, γραφεία, οικόπεδα, αγροτεμάχια, κ.ά.).²⁰ Η πολύ χαμηλή κινητικότητα στην ελληνική κτηματαγορά προκύπτει επίσης από το δείκτη του κύκλου εργασιών που απεικονίζεται στο Διάγραμμα 5 και έχει υπολογιστεί από τους συγγραφείς της παρούσας μελέτης ως ο αριθμός των συναλλαγών ως ποσοστό % του συνόλου των ακινήτων στη χώρα. Είναι χαρακτηριστική η μείωση του δείκτη αυτού στο 0,7% το 2012 έναντι 3,5% που ήταν το 2005.²¹

¹⁸ Η πρόσφατη μελέτη των Hirata et. al. (2012) καταλήγει στο ενδιαφέρον συμπέρασμα ότι οι διακυμάνσεις της αβεβαιότητας φαίνεται να είναι πολύ σημαντικές για την εξήγηση των διακυμάνσεων των διεθνών τιμών των κατοικιών.

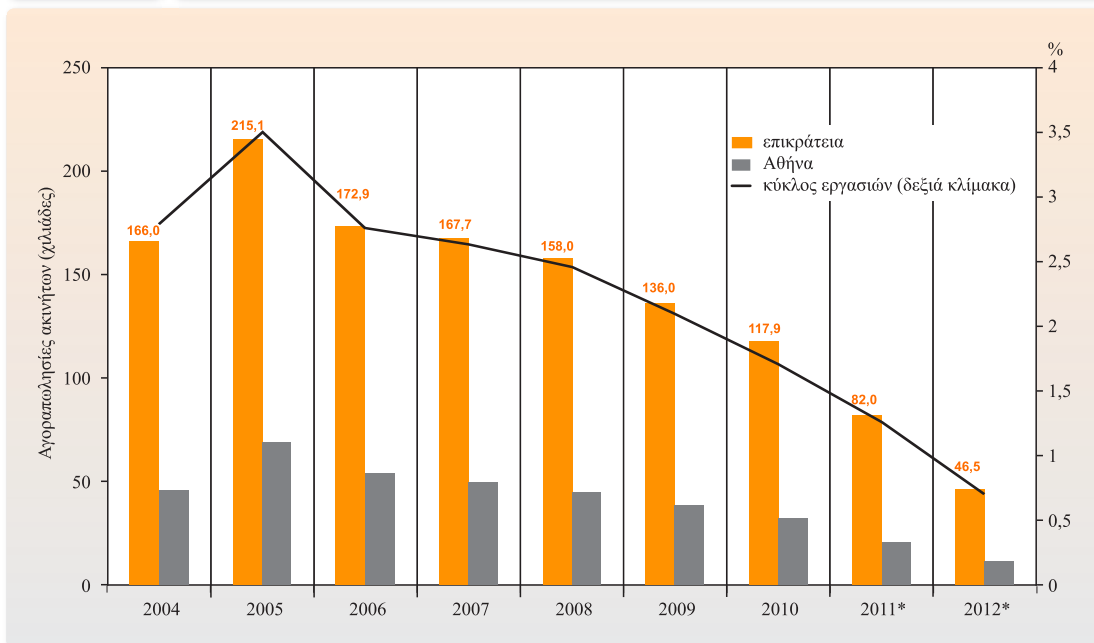
¹⁹ Τα στοιχεία για το 2011 και το 2012 αποτελούν εκτιμήσεις της ΤτΕ με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία από άλλες πηγές (Εθνικό Κτηματολόγιο, Υποθηκοφυλακείο, Δικηγορικό Σύλλογο, αριθμό εκτιμήσεων ακινήτων που διενεργήθηκαν από τράπεζες για τη χορήγηση δανείων, κ.ά.).

²⁰ Ο μεγάλος αριθμός συναλλαγών το 2005 πιθανότατα σχετίζεται με την ανακοίνωση των μέτρων της επιβολής ΦΠΑ στις νέες κατασκευές και της αύξησης των αντικειμενικών αξιών από τις αρχές του 2006.

²¹ Η τιμή του δείκτη αυτού είναι εξαιρετικά μικρότερη από ό,τι σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες και υποδηλώνει ότι για την ανταλλαγή ολόκληρου του διαθέσιμου στην ελληνική κτηματαγορά αποθέματος ακινήτων (περίπου 6,3 εκατομμύρια) απαιτούνται περίπου 140 χρόνια.

Διάγραμμα 5

Διαχρονική μεταβολή του αριθμού αγοραπωλησιών ακινήτων



Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ. (2004-2010) και εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (2011, 2012).

Μετά το 2005 και κυρίως στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης, ο αριθμός των συμβολαιογραφικών πράξεων για αγοραπωλησίες ακινήτων μειώθηκε δραστικά (περίπου στο ¼). Συγκεκριμένα, με βάση τα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ. που συγκεντρώνονται από τα συμβολαιογραφικά γραφεία όλης της χώρας, ο αριθμός των συναλλαγών αυτών από 158,0 χιλιάδες το 2008 μειώθηκε σε 136,0 χιλιάδες το 2009 και σε 117,9 χιλιάδες το 2010. Από τις εκτιμήσεις της ΤτΕ προκύπτει η περαιτέρω εντονότατη αποκλιμάκωση των συναλλαγών σε περίπου 82 χιλιάδες το 2011 (μείωση 30,4%) και μόλις 46,5 χιλιάδες το 2012 (-43,3%).

Ανάλογη ήταν η μείωση του αριθμού των συναλλαγών επί ακινήτων και με βάση τα συμβόλαια που καταχωρήθηκαν στο Εθνικό Κτηματολόγιο.²² Από την ανάλυση των στοιχείων της “Κτηματολόγιο Α.Ε.” – στις περιοχές όπου λειτουργεί το Εθνικό Κτηματολόγιο – προέκυψε ότι ο αριθμός τόσο των συμβολαίων όσο και των ακινήτων που μεταβιβάστηκαν (λόγω αγοραπωλησίας) μειώθηκε σημαντικά το 2011 έναντι του προηγούμενου έτους, κατά 28,1% και 28,8%

²² Το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ, σε συνεργασία με την “Κτηματολόγιο Α.Ε.”, από το τέλος του 2009 και σε τριμηνιαία βάση συγκεντρώνει – κατά περιοχή και νομό – και αναλύει στοιχεία που αφορούν τον αριθμό των συμβολαίων αγοραπωλησίας ακινήτων και των ιδιοκτησιών που μεταβιβάστηκαν σε περιοχές που λειτουργεί το Εθνικό Κτηματολόγιο. Τα στοιχεία αυτά ομαδοποιούνται σε επίπεδο Περιφέρειας και οι ρυθμοί μεταβολής των συμβολαίων και ιδιοκτησιών αναπροσαρμόζονται αφού ληφθεί υπόψη η ένταξη νέων περιοχών στο Εθνικό Κτηματολόγιο. Η έρευνα αυτή συμβάλλει σημαντικά στην άμεση και αξιόπιστη καταγραφή του όγκου των συναλλαγών στην αγορά ακινήτων και τα αποτελέσματά της δημοσιοποιούνται με ανάρτηση στην ιστοσελίδα της ΤτΕ. Μειονέκτημα της προσπάθειας αυτής είναι το ότι μόνο ένα μέρος των περιοχών της χώρας (περίπου το 1/3) έχει έως σήμερα καταχωρηθεί στο Εθνικό Κτηματολόγιο. Για αναλυτικά στοιχεία σε σχέση με τις περιοχές που έχουν ήδη ενταχθεί στο Εθνικό Κτηματολόγιο, καθώς και αυτές που βρίσκονται σε διαδικασία ένταξης, βλ. <http://www.ktimatologio.gr>.

αντίστοιχα, ενώ το 2010 η μείωση ήταν μικρότερη, κατά 9,8% και 13% (2009: -16,3% και -14,0%, αντίστοιχα). Η δραστική αυτή μείωση των συμβολαίων αγοραπωλησίας ακινήτων και των ιδιοκτησιών που μεταβιβάστηκαν συνεχίστηκε με ακόμα εντονότερους ρυθμούς τα πρώτα τρίμηνα του 2012 (κατά 42,8% το γ' τρίμηνο του 2012, βλ. Πίνακα 2 πιο κάτω).

Ακόμα εντονότερη είναι η μείωση των συναλλαγών τα τελευταία έτη για την περιοχή της Αθήνας. Αυτό τουλάχιστον προκύπτει τόσο από τα διαθέσιμα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ. (2009: -14,0%, 2010: -16,8%) όσο και από τα στοιχεία του Εθνικού Κτηματολογίου (2009: -15,2%, 2010: -12,5%, 2011: -34,0%, γ' τρίμηνο 2012: -48,4%). Πιο σημαντική είναι ωστόσο η μείωση των συμβολαίων αγοραπωλησίας ακινήτων με παράσταση δικηγόρου για την περιοχή της Αθήνας, κατά 18,0%, 16,3%, 34,1% και 43,2% το 2009, 2010, 2011 και τους πρώτους εννέα μήνες του 2012 αντίστοιχα, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία από το Δικηγορικό Σύλλογο Αθηνών.²³ Ανάλογη μείωση, κατά 15,5%, 30,5% και 43,0% το 2010, 2011 και τους πρώτους εννέα μήνες του 2012 αντίστοιχα, καταγράφεται και στον αριθμό των μεταγραφέντων συμβολαίων αγοραπωλησίας οικιστικών ακινήτων από το Υποθηκοφυλακείο Αθηνών.²⁴

Για την καλύτερη προσέγγιση του αριθμού των συναλλαγών στην περιοχή της Αθήνας, το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων πραγματοποιεί κατά διαστήματα συναντήσεις-συζητήσεις με τον Πρόεδρο και μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου του Συμβολαιογραφικού Συλλόγου Εφετείων Αθηνών-Πειραιώς-Αιγαίου και Δωδεκανήσου. Στόχος των συναντήσεων αυτών είναι η αξιόπιστη καταγραφή του αριθμού των συναλλαγών ακινήτων, καθώς και των εκτιμήσεων των ίδιων των συμβολαιογράφων για την τρέχουσα κατάσταση και τις προοπτικές της ελληνικής κτηματαγοράς. Από την πιο πρόσφατη συνάντηση, το Φεβρουάριο του 2012, και από τα στοιχεία που συγκεντρώθηκαν από τον εν λόγω συμβολαιογραφικό σύλλογο, προέκυψαν τα εξής:

- Οι μεταβιβάσεις (αγοραπωλησίες) ακινήτων και τα συμβόλαια των οποίων τα δικαιώματα περιέρχονται υποχρεωτικά στο Σύλλογο (τραπεζικά συμβόλαια, συμβάσεις leasing, συμβόλαια ΟΤΑ, ΝΠΔΔ, κλπ.)²⁵ σε ολόκληρο το 2011 ήταν σημαντικά μειωμένες έναντι του προηγούμενου έτους, κατά 57,7%, ενώ το 2010 η αντίστοιχη μείωση ήταν 22,7% και το 2009 περίπου 40%.
- Υπάρχει σημαντική υποχώρηση των ιδιωτικών συμβάσεων μεταβίβασης για νεόδμητα ακίνητα, ειδικότερα για ακίνητα στις ακριβές περιοχές και μεγάλης επιφάνειας, πλέον

²³ Το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ καταρτίζει σε τριμηνιαία βάση δείκτες συμβολαίων αγοραπωλησίας οικιστικών ακινήτων με παράσταση δικηγόρου για την περιοχή της Αθήνας. Τα πρωτογενή στοιχεία συλλέγονται από το Δικηγορικό Σύλλογο Αθηνών και αναφέρονται (α) στον αριθμό των συμβολαίων επί ακινήτων που συνάπτονται με τη διαμεσολάβηση του Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών και (β) στην αξία των εν λόγω συμβολαίων. Έως το τέλος του 2012, η παράσταση δικηγόρου καθίσταται υποχρεωτική στην περίπτωση που η αξία της συναλλαγής είναι για την Αττική άνω των 29.347 ευρώ και για την επαρχία άνω των 11.739 ευρώ. Η αξία συναλλαγής είναι η μεγαλύτερη τιμή μεταξύ της αξίας του συμβολαίου και της αντικειμενικής αξίας.

²⁴ Περιλαμβάνονται οι περιοχές του Δήμου Αθηναίων (έως τη λεωφόρο Κηφισού), Γαλατσίου, Νέου Κόσμου, Πετραλώνων, Μοσχάτου και μέρος του Καματερού.

²⁵ Σύμφωνα με το άρθρο 115 του Ν. 2830/2000 (Κώδικας Συμβολαιογράφων).

των 100 τετραγωνικών μέτρων, ενώ είναι πιο περιορισμένη η υποχώρηση για μικρότερα ακίνητα, επιφάνειας 60-80 τετραγωνικών μέτρων. Για τις ως άνω νεόδμητες κατοικίες μεγάλης επιφάνειας, το ποσοστό μείωσης των αγοραπωλησιών ξεπερνά το 70% την περίοδο 2009-2011. Για τα διαμερίσματα μικρότερης επιφάνειας η μείωση του όγκου (αριθμού) των μεταβιβάσεων είναι μεγαλύτερη από 60% την περίοδο 2009-2011.

- Οι αγοραπωλησίες μεταχειρισμένων ακινήτων από την αρχή της κρίσης (2009) σημειώνουν κάμψη σε ποσοστό άνω του 50%. Σημαντικό είναι το γεγονός ότι την τελευταία διετία οι αγορές ακινήτων από οικονομικούς μετανάστες έχουν σταδιακά σχεδόν μηδενιστεί.
- Η αγορά εξοχικής κατοικίας έχει σημειώσει μεγάλη κάμψη τη διετία 2009- 2011 και ο αριθμός των συναλλαγών καταγράφει μείωση κατά περίπου 80%. Οι αγοραπωλησίες αγροτεμαχίων επιφάνειας μικρότερης των 20 στρεμμάτων έχουν περιοριστεί δραστικά, καθώς επίκειται αλλαγή της νομοθεσίας για την εκτός σχεδίου δόμηση. Αντίθετα, παρουσιάζεται ενδιαφέρον για την αγοραπωλησία εκτάσεων πλέον των 20 στρεμμάτων στη νησιωτική χώρα, καθώς και στις παραθαλάσσιες, αλλά και στις ορεινές περιοχές.

Τέλος, ο αριθμός των συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων που διενεργήθηκαν με τη διαμεσολάβηση του τραπεζικού συστήματος μειώθηκε για το σύνολο της χώρας κατά 42,9% το 2011, έναντι μείωσης 0,2% και 35,7% το 2010 και 2009 αντίστοιχα (στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα – βλ. Πίνακα 2). Ελαφρώς μεγαλύτερη ήταν η αντίστοιχη μείωση τόσο του δείκτη όγκου (με βάση το σύνολο των τετραγωνικών μέτρων, μείωση κατά 40,0% το 2011, 0,1% το 2010 και 38,9% το 2009) όσο και, κυρίως, του δείκτη της συνολικής αξίας (μείωση 39,8% το 2011, 6,2% το 2010 και 40,0% το 2009) των εν λόγω συναλλαγών.²⁶ Το γεγονός ότι οι δείκτες όγκου και αξίας των συναλλαγών την περίοδο της κρίσης μειώθηκαν με ελαφρώς ταχύτερο ρυθμό από ό,τι ο αριθμός των συναλλαγών αντανακλά τη στροφή του αγοραστικού ενδιαφέροντος των νοικοκυριών προς διαμερίσματα μικρότερου εμβαδού και μικρότερης αξίας. Επιπλέον, η σημαντικά μεγαλύτερη μείωση του αριθμού των συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων που, κατά την περίοδο της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, πραγματοποιήθηκαν με τη διαμεσολάβηση του τραπεζικού συστήματος σε σχέση με τον αριθμό του συνόλου των αγοραπωλησιών ακινήτων (στοιχεία Κτηματολογίου) συνάδει με τη διαπίστωση που προέκυψε από την έρευνα της ΤτΕ μεταξύ των κτηματομεσιτικών γραφείων για αύξηση του ποσοστού των συναλλαγών σε μετρητά και του μεριδίου των μετρητών στη συνολική χρηματοδότηση των αγορών ακινήτων.

²⁶ Με βάση τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία οι συναλλαγές-εκτιμήσεις επί οικιστικών ακινήτων που πραγματοποιήθηκαν με τη διαμεσολάβηση του τραπεζικού συστήματος για οποιοδήποτε λόγο (χρηματοδότηση για αγορά, εγγραφή εξασφάλισης για μη στεγαστικά δάνεια, μεταφορά οφειλών πελατών από μια τράπεζα σε άλλη κ.λπ.) έφθασαν το γ' τρίμηνο του 2012 τις 4,9 χιλιάδες, έναντι 6,3 και 6,4 χιλιάδων το α' και το β' τρίμηνο του 2012. Σε σύγκριση με το γ' τρίμηνο του 2011, οι συναλλαγές το γ' τρίμηνο του 2012 ήταν σημαντικά μειωμένες, κατά 48,7% (α' και β' τρίμηνο 2012: -50,7% και -47,2% αντίστοιχα). Σε ολόκληρο το 2011 ο αριθμός των εκτιμήσεων αυτών έφθασε τις 42,5 χιλιάδες έναντι 74,5 χιλιάδων το 2010. Βλ. αναλυτικά Δελτίο Τύπου της ΤτΕ 16.11.2012 με θέμα *Δείκτες τιμών και συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων: γ' τρίμηνο 2012*.

Πίνακας 2

Δείκτες συναλλαγών ακινήτων

Δείκτες	Μέση ετήσια εκατοστιαία μεταβολή							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 Δείκτες συναλλαγών οικιστικών ακινήτων με τη διαμεσολάβηση των ΝΧΙ (ΤτΕ)¹								
α. Αριθμός συναλλαγών	-	-	36,8	-21,7	-35,7	-0,2	-42,9	-48,7 (γ' τρίμ.)
β. Όγκος συναλλαγών (σε τετραγωνικά μέτρα)	-	-	36,6	-23,5	-38,9	-0,1	-40,0	-46,9 (γ' τρίμ.)
γ. Αξία συναλλαγών	-	-	41,1	-20,0	-40,0	-6,2	-39,8	-52,3 (γ' τρίμ.)
2 Δείκτες συμβολαίων αγοραπωλησίας ακινήτων² με παράσταση δικηγόρου: Αθήνα (ΔΣΑ)								
α. Αριθμός συμβολαίων	-	-22,3	1,4	-10,0	-18,0	-16,3	-34,1	-43,2 (9μηνο)
β. Αξία συμβολαίων	-	-2,9	12,5	-2,3	-28,3	-20,8	-43,0	-43,9 (9μηνο)
3 Αριθμός συμβολαιογραφικών πράξεων αγοραπωλησίας ακινήτων² (ΕΛ.ΣΤΑΤ.)								
α. Σύνολο χώρας	29,6	-19,6	-3,0	-5,8	-13,9	-13,3	...	...
β. Αθήνα	49,5	-22,0	-8,2	-9,2	-14,0	-16,8	...	...
4 Αριθμός συμβολαίων αγοραπωλησίας ακινήτων² (Κτηματολόγιο)								
α. Σύνολο χώρας	-	-	-	-	-16,3	-9,8	-28,1	-42,8 (γ' τρίμ.)
β. Αθήνα	-	-	-	-	-15,2	-12,5	-34,0	-48,4 (γ' τρίμ.)
5 Αριθμός ιδιοκτησιών που μεταβιβάστηκαν λόγω αγοραπωλησίας² (Κτηματολόγιο)								
α. Σύνολο χώρας	-	-	-	-	-14,0	-13,0	-28,8	-42,8 (γ' τρίμ.)
β. Αθήνα	-	-	-	-	-8,0	-19,2	-33,6	-47,8 (γ' τρίμ.)
6 Αριθμός μεταγραφέντων συμβολαίων αγοραπωλησίας οικιστικών ακινήτων στο Υποθηκοφυλακείο Αθηνών								
	-	-	-	-	-	-15,5	-30,5	-40,3

1 Οι δείκτες συναλλαγών βασίζονται στις εκτιμήσεις των μηχανικών των αρμόδιων υπηρεσιών των πιστωτικών ιδρυμάτων σχετικά με την αξία και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των οικιστικών ακινήτων τα οποία αποτελούν αντικείμενο χρηματοδότησης ή εξασφάλιση χορηγούμενων από τα πιστωτικά ιδρύματα δανείων. Μέρος των εκτιμήσεων αυτών είναι πιθανό να μη συνδέεται με αγοραπωλησία οικιστικών ακινήτων, αλλά να αφορά επαναδιαπραγμάτευση υφιστάμενων δανείων, εγγραφή εξασφαλίσεων (επί ακινήτων) για μη στεγαστικά δάνεια, μεταφορά οφειλών πελατών από μία τράπεζα σε άλλη, κ.ά.

2 Συμπεριλαμβάνονται όλα τα είδη επαγγελματικών ή οικιστικών ακινήτων (κατοικίες, καταστήματα, γραφεία, οικόπεδα, αγροτεμάχια, κ.ά.).

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ), Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛ.ΣΤΑΤ.), Δικηγορικός Σύλλογος Αθηνών (ΔΣΑ) και Εθνικό Κτηματολόγιο (Κτηματολόγιο).

5 Ζήτηση και προσφορά στην αγορά ακινήτων

Σε όλη την περίοδο της τρέχουσας κρίσης η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από υπερβάλλουσα προσφορά, με πολύ χαμηλή ζήτηση και σημαντικό απόθεμα ακινήτων προς πώληση. Οι επιμέρους παράγοντες που επηρέασαν και διαμόρφωσαν στην περίοδο αυτή τη ζήτηση και την προσφορά στην αγορά ακινήτων παρουσιάζονται στη συνέχεια αυτής της ενότητας.²⁷

²⁷ Η πρόσφατη μελέτη των Igan and Loungani (2012) καταγράφει τα χαρακτηριστικά των οικονομικών κύκλων στην αγορά κατοικίας σε ένα μεγάλο σύνολο χωρών και εξετάζει τους προσδιοριστικούς παράγοντες των διακυμάνσεων των τιμών στην αγορά αυτή. Η εμπειρική ανάλυση της μελέτης δείχνει ότι η πορεία των τιμών των κατοικιών καθορίζεται κυρίως από το εισόδημα και τα δημογραφικά χαρακτηριστικά των νοικοκυριών, αλλά οι διακυμάνσεις στα θεμελιώδη μεγέθη και στις συνθήκες της στεγαστικής πίστης μπορεί να δημιουργήσουν αποκλίσεις από τη μακροχρόνια ισορροπία των τιμών. Η μελέτη των Nishimura and Takáts (2012), βασισμένη σε δεδομένα από 22 ανεπτυγμένες οικονομίες για την περίοδο 1950-2010, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα δημογραφικά χαρακτηριστικά του πληθυσμού αποτελούν τη μακροχρόνια κινητήρια δύναμη της διαδικασίας μεταβολής των τιμών των κατοικιών.

5.1 Η πλεωρία της ζήτησης

Η μειωμένη ζήτηση αποτελεί βασικό χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς ακινήτων στην περίοδο της τρέχουσας οικονομικής κρίσης. Το γεγονός αυτό αντανακλά κυρίως τις γενικότερες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και την προσπάθεια αντιμετώπισης των δημοσιονομικών και διαρθρωτικών προβλημάτων της. Συνδέεται επίσης με τις προσδοκίες των νοικοκυριών για περαιτέρω αποκλιμάκωση των τιμών των κατοικιών και κυρίως την αυξημένη αβεβαιότητά τους σχετικά με την απασχόληση και τα μελλοντικά εισοδήματα. Στη μείωση της ζήτησης εκτιμάται ότι έχει συμβάλει και η πιο προσεκτική και επιλεκτική στάση των τραπεζών κατά τη χορήγηση νέων δανείων. Πράγματι, το υπόλοιπο των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά για αγορά κατοικίας μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,3% το Δεκέμβριο του 2012, έναντι μείωσης 2,9% το Δεκέμβριο του 2011 και 0,3% το Δεκέμβριο του 2010, ενώ είχε αυξηθεί με ετήσιο ρυθμό 3,7% το Δεκέμβριο του 2009 και 11,2% το Δεκέμβριο του 2008.

Η πρόσθετη φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας στη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης έχει επιτείνει την ύφεση στην αγορά ακινήτων και έχει αποθαρρύνει σημαντικά τη σχετική ζήτηση. Στις πιο σημαντικές φορολογικές επιβαρύνσεις των τριών τελευταίων ετών περιλαμβάνονται η επιβολή του έκτακτου ειδικού τέλους ηλεκτροδοτούμενων δομημένων επιφανειών μέσω των λογαριασμών της ΔΕΗ, η σημαντική μείωση του αφορολογήτου για την επιβολή του φόρου ακίνητης περιουσίας και η αύξηση του ΦΠΑ στην αγορά νεόδμητων κτισμάτων και στην αντιπαροχή. Τα μέτρα αυτά επιβάρυναν σημαντικά κυρίως την κατοχή της ακίνητης περιουσίας, ενώ στο παρελθόν η φορολογική επιβάρυνση συγκεντρωνόταν σχεδόν αποκλειστικά στις συναλλαγές και το εισόδημα επί των ακινήτων.

Πέραν της εντονότατης φορολογικής επιβάρυνσης των ακινήτων, οι συχνές αναφορές για πρόσθετα φορολογικά μέτρα (π.χ. περί επιβολής του Φόρου Ακίνητης Περιουσίας και στα εκτός σχεδίου οικοπέδα, κτήματα και αγροτεμάχια που δεν καλλιεργούνται παρατείνουν την αβεβαιότητα ως προς το φορολογικό καθεστώς των ακινήτων και δυσχεραίνουν ακόμη περισσότερο τη μελλοντική ανάκαμψη της ζήτησης που αφορά τόσο στα οικιστικά όσο και στα επαγγελματικά ακίνητα. Στην παρατεταμένη φορολογική αβεβαιότητα κατά την τρέχουσα κρίση συνέβαλαν η έντονη συζήτηση και οι συχνές εξαγγελίες για ενδεχόμενη αύξηση των αντικειμενικών τιμών των ακινήτων, η οποία θα οδηγούσε σε σημαντικές αναπροσαρμογές της φορολογητέας αξίας τους (ιδίως σε περιοχές όπου η διαφορά μεταξύ αντικειμενικών και εμπορικών τιμών είναι μεγάλη), συμπαρασύροντας πολλούς φόρους προς τα πάνω και έτσι επιτείνοντας την έντονη ύφεση στην ελληνική κτηματαγορά. Πράγματι, οι αντικειμενικές αξίες των ακινήτων χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του ύψους διαφόρων επιμέρους φόρων, τελών, εισφορών και προστίμων που σχετίζονται με τα ακίνητα, όπως είναι οι φόροι μεταβίβασης, χρησικτησίας, ανταλλαγής, διανομής, κληρονομιών, γονικών παροχών και δωρεών, το πρόσφατα επιβληθέν ειδικό τέλος στα ηλεκτροδοτούμενα ακίνητα με οικιακή ή εμπορική χρήση, ο φόρος ακίνητης περιουσίας, το τέλος ακίνητης περιουσίας (ΤΑΠ) των

ΟΤΑ κ.ά. Επίσης, η αντικειμενική αξία συνδέεται με το κόστος των συμβολαίων μεταβίβασης (συμβολαιογραφικά έξοδα, παράσταση δικηγόρου, τέλη μεταγραφής κ.ά.) και τα τέλη και τις εισφορές οικοδομικών αδειών, ενώ χρησιμοποιείται και για τον προσδιορισμό των τεκμαρτών εισοδημάτων από ακίνητα και των φορολογικών τεκμηρίων διαβίωσης από ιδιόκτητη ή μισθωμένη κατοικία.²⁸

Επισημαίνεται πάντως ότι το μεγαλύτερο πρόβλημα, αλλά και αντικίνητρο για επενδύσεις στην ακίνητη περιουσία σήμερα, είναι το κόστος διατήρησης του ακινήτου και όχι τόσο το κόστος κτήσης του, το οποίο μπορεί να ληφθεί υπόψη κατά την απόφαση της αγοράς. Ειδικά για την κατηγορία των επαγγελματικών ακινήτων, η αστάθεια του φορολογικού πλαισίου δυσχεραίνει την κατάρτιση μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών προτύπων αξιολόγησης των επενδύσεων στην αγορά ακινήτων. Παράλληλα, η υπέρμετρη φορολόγηση οδηγεί στη συρρίκνωση των υφιστάμενων και προσδοκώμενων επιχειρηματικών αποδόσεων σε επίπεδα συχνά μη βιώσιμα. Επισημαίνεται ότι η φορολογία επί των μεταβιβάσεων και των γονικών παροχών στην Ελλάδα βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με τις άλλες χώρες της ΕΕ, ενώ εκτιμάται ότι η μείωσή της θα αύξανε την πολύ χαμηλή συχνότητα των συναλλαγών στην εγχώρια αγορά ακινήτων.

Επιπλέον, η γραφειοκρατία που χαρακτηρίζει την ελληνική κτηματαγορά (έκδοση αδειών κ.λπ.) και ο μεγάλος αριθμός υποχρεωτικών από το νόμο διαδικασιών και επιβαρύνσεων (παράσταση δικηγόρων, αμοιβές συμβολαιογράφων, πιστοποιητικό μηχανικού, ενεργειακό πιστοποιητικό κ.λπ.), η ασάφεια των πολεοδομικών κανονισμών και οι πολλαπλές παραβάσεις τους, καθώς και η έλλειψη ενός σαφούς πλαισίου χωροταξικού σχεδιασμού και χρήσεων γης, αποτελούν ορισμένους ακόμη παράγοντες που αποθαρρύνουν τη ζήτηση και συχνά αποτρέπουν την ολοκλήρωση συμφωνιών με ενδιαφερόμενους επενδυτές από το εξωτερικό.²⁹ Οι σχετικοί δείκτες για την ευκολία ανάπτυξης επιχειρηματικών σχεδίων στον ελληνικό κατασκευαστικό κλάδο είναι χαμηλοί, το κόστος συναλλαγών είναι ιδιαίτερα υψηλό, ενώ οι δείκτες κόστους κατασκευής, ιδίως των υλικών κατασκευής, διατηρούν θετικούς τους ρυθμούς μεταβολής τους ακόμη και στην τρέχουσα περίοδο της έντονης ύφεσης, δυσχεραίνοντας την αναθέρμανση της ζήτησης και την ανάκαμψη της κτηματαγοράς.

Η ενίσχυση της ζήτησης προϋποθέτει μια σειρά παρεμβάσεων στα ζητήματα της γραφειοκρατίας, των επιβαρύνσεων των πράξεων αγοραπωλησιών και της πολυπλοκότητας του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου. Βασικότερη παράμετρος είναι η οριστικοποίηση και εξασφάλιση ενός σταθερού συστήματος φορολογίας για τα ακίνητα. Το επίπεδο των φόρων θα πρέπει να

²⁸ Πάντως, η πρόσφατη απόφαση για αναβολή της αναπροσαρμογής των αντικειμενικών τιμών στα επίπεδα των τιμών της αγοράς (που προσδιορίζουν την αξία των ακινήτων για φορολογικούς σκοπούς) εκτιμάται ότι περιόρισε μόνο προσωρινά την αβεβαιότητα αυτή.

²⁹ Σε σχέση με το φαινόμενο των πολύ συχνών πολεοδομικών παραβάσεων στην ελληνική κτηματαγορά, σημειώνεται ότι, με βάση τα στοιχεία του αρμόδιου υπουργείου, ο αριθμός των παραβάσεων αυτών ανέρχεται στα περίπου 5 εκατομμύρια. Στο πλαίσιο του πρόσφατου Νόμου 4014/2011 για την τακτοποίηση των ποικίλων πολεοδομικών αυθαιρεσιών, έως τις αρχές του Σεπτεμβρίου του 2012 είχαν κατατεθεί 415.000 αιτήσεις τακτοποίησης και από τα σχετικά πρόστιμα είχαν εισπραχθεί 625 εκατ. ευρώ.

προσαρμοστεί ώστε να ανταποκρίνεται στη φοροδοτική ικανότητα των ιδιοκτητών, ενώ ενδεχομένως η διεύρυνση της φορολογικής βάσης, με ταυτόχρονη μείωση των υφιστάμενων συντελεστών, ιδίως για τη μικρή και μεσαία ιδιοκτησία, είναι η πλέον αποδοτική, από δημοσιονομική άποψη, αντιμετώπιση.

Η πολυπλοκότητα του συστήματος μπορεί να αρθεί μέσω της θέσπισης ενός μοναδικού, ενιαίου φόρου για την ακίνητη περιουσία, ο οποίος μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα με τη χρήση του ακινήτου. Είναι σκόπιμος ο διαχωρισμός σε ακίνητα τα οποία μπορούν να αποφέρουν εισόδημα – και τα οποία μπορούν να φορολογηθούν με υψηλότερους συντελεστές – και εκείνα τα οποία αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα δραστηριοτήτων παραγωγής και παροχής υπηρεσιών.

Τέλος, στο ζήτημα της απλούστευσης των πράξεων αγοραπωλησίας, εκτιμάται ότι τόσο ο περιορισμός των υποχρεωτικών επιβαρύνσεων, οι οποίες δρουν αποτρεπτικά χωρίς να προσθέτουν στα κρατικά έσοδα, όσο και η μείωση της φορολογίας μεταβιβάσεων και γονικών παροχών θα ενισχύσουν την πολύ χαμηλή συχνότητα των συναλλαγών στην εγχώρια αγορά ακινήτων. Σκόπιμη κρίνεται και η αντικατάσταση των αντικειμενικών αξιών από την εμπορική αξία των ακινήτων, ιδίως στην παρούσα οικονομική συγκυρία, ώστε αφενός να περιοριστεί η φοροδιαφυγή μέσω των αγοραπωλησιών ακινήτων και αφετέρου να λαμβάνονται υπόψη οι σημαντικές μεταβολές των αξιών που συντελούνται στην αγορά ακινήτων.

Εν συνόψει, σε όλη την περίοδο της τρέχουσας κρίσης η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από εξαιρετικά περιορισμένη ζήτηση, η οποία μπορεί να αποδοθεί μεταξύ άλλων:

- στην αβεβαιότητα για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας,
- στις έντονες προσδοκίες για περαιτέρω αποκλιμάκωση των τιμών,
- στην αβεβαιότητα των νοικοκυριών για την απασχόληση και τα μελλοντικά τους εισοδήματα,
- στους σημαντικούς περιορισμούς από την πλευρά της τραπεζικής χρηματοδότησης (ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών, αύξηση επισφαλών δανείων κ.ά.) και την έλλειψη ρευστότητας στην αγορά,
- στην υπέρμετρη φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας και τη συνεχιζόμενη αστάθεια του φορολογικού πλαισίου,
- στο γραφειοκρατικό χαρακτήρα (έκδοση αδειών κ.λπ.) και την πολυπλοκότητα του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου,
- στο υψηλό κόστος συναλλαγών (υποχρεωτικές επιβαρύνσεις κ.ά.) και
- στην ασάφεια των πολεοδομικών κανονισμών, την έλλειψη ξεκάθਾਰου πλαισίου χωροταξικού σχεδιασμού και χρήσεων γης, κ.ά.

5.2 Η πλευρά της προσφοράς

Από την πλευρά της προσφοράς, η ελληνική αγορά ακινήτων μετά το 2008 εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από υπερβάλλουσα προσφορά και σημαντικό απόθεμα αδιάθετων (προς

πώληση) ακινήτων.³⁰ Η μείωση μάλιστα της ιδιωτικής κατασκευαστικής δραστηριότητας και των επενδύσεων στην αγορά ακινήτων ήταν στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης περίπου ανάλογη με τη μείωση του αριθμού των αγοραπωλησιών ακινήτων και για το λόγο αυτό εκτιμάται ότι διατηρήθηκε περίπου σταθερό ή αυξήθηκε ελαφρά το πλεονάζον απόθεμα ακινήτων που υπήρχε στο τέλος του 2008. Πράγματι, ο αριθμός των νέων αδειών μειώθηκε κατά 16,1% το 2009, 10,9% το 2010 και 28,4% το 2011, ενώ ο συνολικός αριθμός των ακινήτων που αποτέλεσαν αντικείμενο συμβολαιογραφικών πράξεων μειώθηκε κατά 13,9% το 2009 και 13,3% το 2010 με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ. (βλ. προηγούμενη ενότητα).

Επισημαίνεται ότι στη σχετική διατήρηση του αυξημένου αποθέματος των προσφερόμενων για πώληση κατοικιών (περίπου 160-180 χιλ. σήμερα) έχουν συμβάλει τόσο η απαγόρευση (αρχικά έως το τέλος του 2012 και στη συνέχεια έως το τέλος του 2013) των πλειστηριασμών των κατοικιών που αποτελούν την πρώτη κατοικία νοικοκυριών (αντικειμενικής αξίας έως 200 χιλιάδες ευρώ) όσο και η απροθυμία των ιδίων των εμπορικών τραπεζών να εκπλειστηριάσουν τα ακίνητα που αποτελούν εξασφαλίσεις επισφαλών δανείων στην παρούσα φάση της έντονης ύφεσης, παρά τη σημαντική αύξηση των επισφαλών δανείων. Παράγοντες της αγοράς ακινήτων εκτιμούν ότι η απαγόρευση αυτή ίσως θα πρέπει να παραταθεί, καθώς τυχόν διάθεση μέσω πλειστηριασμών μεγάλου αριθμού ακινήτων στην παρούσα φάση της έντονης ύφεσης και του μειωμένου ενδιαφέροντος των νοικοκυριών και των επενδυτών (λόγω της αβεβαιότητας και της περιορισμένης ρευστότητας που χαρακτηρίζουν την αγορά) θα επιτείνει την κρίση στην κτηματαγορά και θα δυσχεράνει ακόμη περισσότερο την ανάκαμψή της.

Σημειώνεται επίσης ότι η επιφάνεια και ο όγκος της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας και κυρίως η αξία των ακινήτων που μεταβιβάστηκαν στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης μειώθηκαν με υψηλότερους ρυθμούς από ό,τι ο αριθμός των νέων αδειών και των αγοραπωλησιών. Αυτό ερμηνεύεται από τη διαπίστωση που προέκυψε από την έρευνα μεταξύ των κτηματομεσιτικών γραφείων για στροφή του αγοραστικού ενδιαφέροντος των νοικοκυριών προς παλαιότερες, μικρότερου εμβαδού και κυρίως μικρότερης αξίας κατοικίες.³¹ Το γεγονός αυτό εξηγεί έως ένα βαθμό και τη σχετικά σημερινή μεγαλύτερη προσφορά προς πώληση ακινήτων μεγάλου εμβαδού (άνω των 200 τετραγωνικών μέτρων), τα οποία εξάλλου επιβαρύνθηκαν περισσότερο από τις πρόσφατες φορολογικές αλλαγές.

Η ύπαρξη σημαντικού αποθέματος αδιάθετων κατοικιών προς πώληση, σε συνδυασμό με την ασθενή ζήτηση στην αγορά ακινήτων στην περίοδο της κρίσης, έχει οδηγήσει τους εργολάβους οικοδομών σε στάση αναμονής ως προς την ανάληψη νέων επενδυτικών πρωτοβου-

³⁰ Η πρόσφατη μελέτη του Jaccard (2012) τεκμηριώνει ότι οι περιορισμοί από την πλευρά της προσφοράς στην αγορά κατοικίας έχουν σημαντικές συνέπειες στη μεταβλητότητα των τιμών των κατοικιών.

³¹ Ανάλογες διαπιστώσεις προκύπτουν και με βάση τα στοιχεία των συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων που διενεργήθηκαν με τη διαμεσολάβηση του τραπεζικού συστήματος την τελευταία τριετία (στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα). Την περίοδο 2009-2011 η μέση ετήσια μείωση του αριθμού των εν λόγω συναλλαγών ήταν 26,3%, έναντι αντίστοιχης μείωσης κατά 28,6% της συνολικής τους αξίας.

λιών. Οι κατασκευαστές, έχοντας στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό ακινήτων προς πώληση, περιόρισαν δραστικά την έκδοση νέων οικοδομικών αδειών, ευελπιστώντας μάλιστα, κυρίως στα πρώτα έτη της κρίσης (2008-2011), ότι έτσι θα μπορούσαν να περιορίσουν την πτώση των τιμών. Καθώς όμως η φορολογική επιβάρυνση και η ύφεση στην αγορά σταδιακά εντάθηκαν, η σχετική ανθεκτικότητα των τιμών υποχώρησε και η έκδοση νέων οικοδομικών αδειών περιορίστηκε έντονα. Η σημερινή στασιμότητα των εργασιών από την πλευρά των οικοδομικών επιχειρήσεων δεν αναμένεται να μεταβληθεί ουσιωδώς τους επόμενους μήνες.³²

Εκτιμάται επίσης ότι το σημαντικό διαθέσιμο απόθεμα νέων κατοικιών προς πώληση δεν είναι εύκολο να απορροφηθεί στη παρούσα φάση, καθώς και στα αμέσως επόμενα έτη, με δεδομένη την τρέχουσα οικονομική κρίση και την έντονη ύφεση που μαστίζει την ελληνική οικονομία. Οι σημαντικές μειώσεις των μισθών, η επιπλέον φορολόγηση της ακίνητης περιουσίας και των εισοδημάτων, η εκτόξευση της ανεργίας σε εξαιρετικώς υψηλά επίπεδα (24,8% το γ' τρίμηνο του 2012), καθώς και η επιφυλακτική στάση των τραπεζών ως προς τη χορήγηση νέων στεγαστικών δανείων, δεν προσελκύουν νέους επενδυτές, ενώ οι περισσότεροι υποψήφιοι αγοραστές αναβάλλουν την αγορά κατοικίας με την προοπτική περαιτέρω μείωσης των τιμών.

Η εξέλιξη των βασικών παραγόντων και ειδικότερα της οικοδομικής δραστηριότητας, των επενδύσεων και της απασχόλησης στον κλάδο των κατασκευών, που προσδιορίζουν την πλευρά της προσφοράς στην περίοδο της κρίσης, παρουσιάζεται πιο αναλυτικά στη συνέχεια.³³

(α) Ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα

Από την πλευρά της προσφοράς των νέων κτιρίων, ο όγκος της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας, όπως καταγράφεται και δημοσιεύεται από την ΕΛ.ΣΤΑΤ. με βάση τις άδειες νέων οικοδομών, παρέχει ιδιαίτερα χρήσιμες πληροφορίες, παρόλο που δεν αφορά τις περατωθείσες οικοδομές και δεν κάνει διάκριση μεταξύ κατοικιών και κτιρίων άλλων χρήσεων. Ο εν λόγω δείκτης στηρίζεται σε απογραφικά στοιχεία για το σύνολο των οικοδομικών αδειών που εκδίδονται κάθε μήνα από τις κατά τόπους πολεοδομικές υπηρεσίες της χώρας.³⁴

Με βάση τα στοιχεία αυτά, η πλευρά της προσφοράς στην αγορά κατοικίας χαρακτηρίζεται τα τελευταία έτη από ένα σημαντικό απόθεμα νέων κατοικιών. Η υπερβάλλουσα αυτή

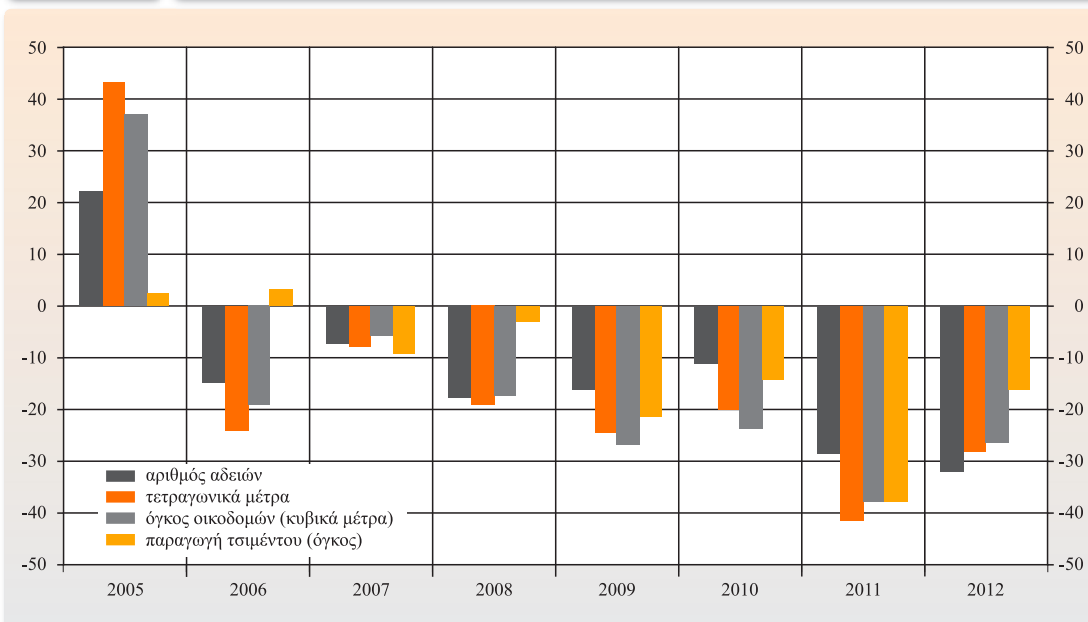
³² Αξίζει πάντως να επισημανθεί ότι η πλευρά της προσφοράς ήταν ιδιαίτερα ανθεκτική στις πιέσεις στα πρώτα έτη της τρέχουσας κρίσης (2008-2010), καθώς την τελευταία δεκαετία πριν από την κρίση οι κατασκευαστές είχαν συσσωρεύσει σημαντικά κέρδη εξαιτίας της ραγδαίας ανόδου των τιμών των κατοικιών και επιπλέον ήταν κατά κύριο λόγο αυτοχρηματοδοτούμενοι.

³³ Στην πρόσφατη έκθεση του Πανελληνίου Συνδέσμου Τεχνικών Εταιριών (ΣΑΤΕ, 2012) γίνεται μια ενδιαφέρουσα προσπάθεια καταγραφής και ανάλυσης των κυριότερων πρόσφατων τάσεων, εξελίξεων και προοπτικών στον εγχώριο κατασκευαστικό κλάδο. Βλ. επίσης και μελέτες Π. Βλάμη και Σαμπανιώτη-Χαρδούβελη στον παρόντα τόμο.

³⁴ Στην έρευνα της ΕΛ.ΣΤΑΤ. μεταξύ των πολεοδομικών γραφείων καταγράφονται το είδος κατασκευής και οικοδομής, τα στοιχεία οικοδομής και των λοιπών βοηθητικών χώρων, το είδος χρήσης της οικοδομής, η επιφάνεια, ο όγκος και ο προϋπολογισμός. Τα είδη των οικοδομικών αδειών που καταγράφονται είναι: νέα οικοδομή ή προσθήκη, επισκευή, αναπαλαίωση, κατεδάφιση, περιτοίχιση, νομιμοποίηση, αναθεώρηση και τροποποίηση οικοδομής.

Διάγραμμα 6

**Ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους)**



Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

προσφορά ήταν αρχικά αποτέλεσμα κυρίως της εξαιρετικά αυξημένης ιδιωτικής κατασκευαστικής δραστηριότητας έως τις αρχές της τρέχουσας κρίσης.³⁵ Έτσι, η προσφορά νέων κατοικιών διατηρήθηκε από τις αρχές του 2006 σε υψηλά επίπεδα, παρά το ότι ο όγκος της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει αδειών μειώθηκε σημαντικά την περίοδο 2006-2008, ενώ συνέχισε να μειώνεται με ακόμα πιο έντονους ρυθμούς στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης (βλ. Διάγραμμα 5).

Η μείωση της κατασκευαστικής δραστηριότητας τα τελευταία επτά έτη και κυρίως στην περίοδο της κρίσης καταγράφεται ακόμα πιο έντονα σε όρους επιφάνειας (σε χιλ. τετραγωνικά μέτρα) και όγκου (σε χιλ. κυβικά μέτρα) των οικοδομών-κτιρίων.³⁶ Πράγματι, όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Διαγράμματος 5, η επιφάνεια των νέων αδειών οικοδομών μειώθηκε το 2008, 2009, 2010, 2011 και τους πρώτους εννέα μήνες του 2012 κατά 19,0%, 24,4%, 19,8%,

³⁵ Σημειώνεται ότι ο όγκος της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας αυξήθηκε κατά 36,9% το 2005 βάσει των αδειών που εκδόθηκαν υπό το ευνοϊκότερο φορολογικό καθεστώς που ίσχυε πριν από την επιβολή ΦΠΑ στις νέες κατοικίες από τις αρχές του 2006. Το μεγαλύτερο μέρος των εν λόγω αδειών εκδόθηκε στο τέλος του 2005, αλλά η εκτέλεσή τους εκτιμάται ότι πραγματοποιήθηκε το διάστημα από το 2006 έως το 2008.

³⁶ Ως επιφάνεια οικοδομής θεωρείται το άθροισμα της έκτασης κάθε ορόφου, υπολογιζόμενο μέχρι την εξωτερική όψη των εξωτερικών τοίχων, καθώς και των λοιπών βοηθητικών χώρων. Ως όγκος οικοδομής νοείται ο ακαθάριστος οικοδομικός όγκος, δηλαδή ο χώρος που περιλαμβάνεται μεταξύ της εξωτερικής επιφάνειας, των εξωτερικών τοίχων, του χαμηλότερου δαπέδου (του υπογείου, αν υπάρχει, ή του ισόγειου) και της στέγης της οικοδομής. Αν μεταξύ του χαμηλότερου δαπέδου και της στέγης της οικοδομής μεσολαβεί πυλωτή, ο όγκος αυτής συνυπολογίζεται στο σύνολο του όγκου των λοιπών χώρων. Ο όγκος της οικοδομής υπολογίζεται κατά την έκδοση άδειας από τις αρμόδιες πολεοδομικές αρχές.

41,4% και 27,9% αντίστοιχα, ενώ η μείωση του όγκου της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας ήταν 17,3%, 26,5%, 23,7%, 37,7% και 26,3% αντίστοιχα. Επισημαίνεται επίσης ότι ακόμα μεγαλύτερη ήταν η μείωση της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας στην περιοχή της Αθήνας (βλ. Πίνακα 3).

(β) Δείκτες παραγωγής και απασχόληση στις κατασκευές

Με στόχο τη μέτρηση των μεταβολών του όγκου της παραγωγής κατασκευών, κτιρίων και έργων πολιτικού μηχανικού, καταρτίζονται από την ΕΛ.ΣΤΑΤ. ιδιαίτερα χρήσιμοι βραχυχρόνιοι τριμηνιαίοι δείκτες, που καλύπτουν το σύνολο της χώρας.³⁷ Πρόκειται για το γενικό δείκτη παραγωγής, το δείκτη παραγωγής οικοδομικών έργων (κτιρίων) και το δείκτη παραγωγής έργων πολιτικού μηχανικού, οι οποίοι αναθεωρήθηκαν πρόσφατα με έτος βάσης το 2005=100.³⁸ Ειδικότερα, ο δείκτης παραγωγής οικοδομικών έργων (κτιρίων) περιλαμβάνει το κόστος κατεδάφισης κτιρίων, χωματουργικών εργασιών, κατασκευής κτιρίων, καλωδιώσεων και ηλεκτρολογικών εγκαταστάσεων. Στα οικοδομικά έργα (κτίρια) περιλαμβάνονται μονοκατοικίες, διπλοκατοικίες, πολυκατοικίες, ξενοδοχεία, κτίρια γραφείων, βιομηχανικά και εμπορικά κτίρια, κτίρια δημόσιων θεαμάτων, εκπαιδευτήρια, νοσοκομεία και λοιπά οικιστικά κτίρια. Ο δείκτης παραγωγής έργων πολιτικού μηχανικού δεν σχετίζεται με την αγορά κατοικιών, καθώς περιλαμβάνει το κόστος κατασκευής αυτοκινητοδρόμων, οδών, αεροδρομίων, αθλητικών εγκαταστάσεων, γεφυρών, σιδηρόδρομων, υπόγειων διαβάσεων, αγωγών μεταφοράς πετρελαίου και φυσικού αερίου, δικτύων παραγωγής και διανομής ρεύματος, δικτύων τηλεπικοινωνιών, υδραυλικών και λιμενικών έργων κ.ά.

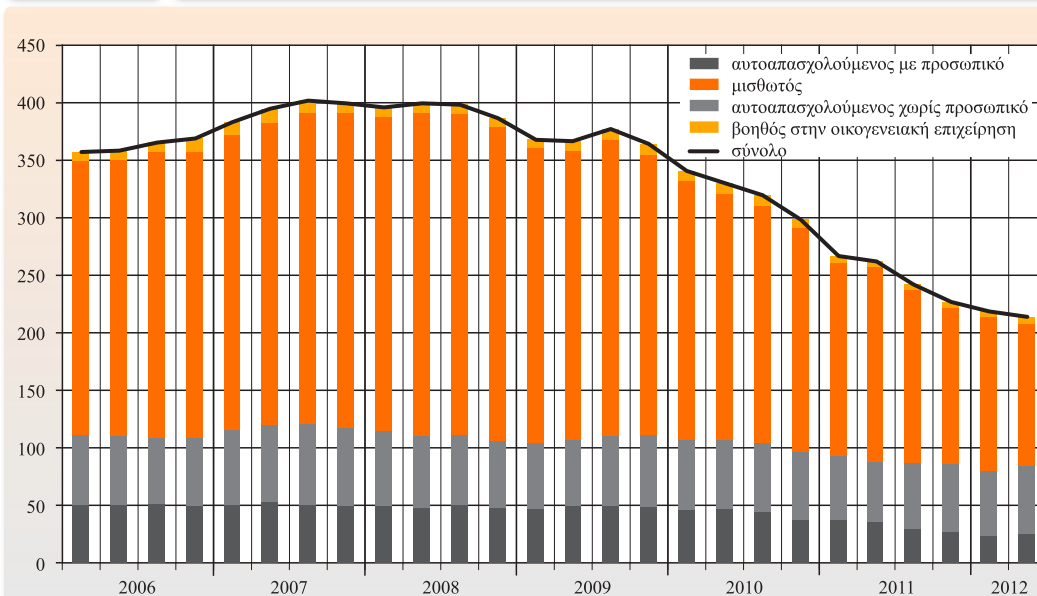
Για την κατασκευή των προηγούμενων δεικτών γίνεται από την ΕΛ.ΣΤΑΤ. δειγματοληψία σε περίπου 250 επιχειρήσεις από ένα συνολικό πληθυσμό 1200 κατασκευαστικών εταιριών. Οι καταρτιζόμενες χρονοσειρές των δεικτών αυτών καλύπτουν την περίοδο 2000 και εξής και υπολογίζονται με και χωρίς διόρθωση, ως προς τον πραγματικό αριθμό των εργάσιμων ημερών. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Πίνακα 2, και οι τρεις δείκτες παραγωγής στις κατασκευές μειώθηκαν έντονα στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης (2009-2012). Ειδικότερα, ο δείκτης παραγωγής οικοδομικών έργων (κτιρίων) μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 17,5%, 29,2%, 28,1% και 19,2% το 2009, 2010, 2011 και τους εννέα πρώτους μήνες του 2012 αντίστοιχα, ενώ περίπου ανά-

³⁷ Σημειώνεται ότι τα στοιχεία του Δείκτη Παραγωγής στις Κατασκευές δεν μπορούν να συγκριθούν με τα στοιχεία της Έρευνας Οικοδομικής Δραστηριότητας (Ιδιωτικής – Δημόσιας). Και τούτο, ως γνωστόν, διότι τα στοιχεία της Έρευνας Οικοδομικής Δραστηριότητας προκύπτουν από διοικητικές πηγές (Πολυεοδομίες) και αναφέρονται στο σύνολο των εκδοθεισών οικοδομικών αδειών (νέων οικοδομών, επεκτάσεων, τροποποιήσεων, κ.λπ.) και όχι στις περατωθείσες οικοδομές. Αντίθετα, τα στοιχεία του Δείκτη Παραγωγής στις Κατασκευές προκύπτουν από απευθείας έρευνα μεταξύ των κατασκευαστικών εταιριών, και μάλιστα των μεγαλύτερων, και αναφέρονται σε *πραγματοποιηθείσα* κατασκευαστική δραστηριότητα (οικοδομικά έργα, έργα πολιτικού μηχανικού).

³⁸ Οι δείκτες αυτοί κατά την πρώτη κατάρτισή τους από την ΕΛ.ΣΤΑΤ. είχαν έτος βάσης το 2000 και αναθεωρήθηκαν πρόσφατα με έτος βάσης το 2005 στο πλαίσιο εφαρμογής του Κανονισμού (ΕΚ) του Συμβουλίου, αριθ. 1165/98, “περί βραχυπρόθεσμων στατιστικών”, καθώς και του Κανονισμού του Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, αριθ. 1158/05, που τροποποιεί και συμπληρώνει τον αναφερόμενο βασικό Κανονισμό 1165/98. Για περισσότερες πληροφορίες βλ. στην ιστοσελίδα της ΕΛ.ΣΤΑΤ.: www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0511/Other/A0511_DKT66_MT_QQ_01_2009_04_2009_01_F_GR.pdf.

Διάγραμμα 7

Απασχόληση στο κλάδο των κατασκευών
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ. (Έρευνα Εργατικού Δυναμικού).

λογη ήταν η μεταβολή του δείκτη παραγωγής έργων πολιτικού μηχανικού (2009: -13,4%, 2010: -23,3%, 2011: -22,3%, 9μηνο 2012: -19,5%) και ακόμα μεγαλύτερη η μείωση του δείκτη των οικοδομικών έργων (2009: -24,1%, 2010: -39,7%, 2011: -41,6%, 9μηνο 2012: -18,3%).

Η έντονη ύφεση στην αγορά ακινήτων μετά το 2008 αποτυπώνεται και στην εξέλιξη του δείκτη παραγωγής τσιμέντου (ΕΛ.ΣΤΑΤ.), που παρουσιάζει περαιτέρω σημαντική υποχώρηση (μέση ετήσια μείωση: 2009: 21,4%, 2010: 14,3%, 2011: 37,8% και 10μηνο 2012: 17,1%) μετά την υποχώρηση που κατέγραψε το 2007 (-9,2%) και 2008 (-3,1%). Ομοίως, οι εκταμιεύσεις του ΠΔΕ, οι οποίες συνεισφέρουν θετικά στην κατασκευαστική δραστηριότητα συνολικά, παρουσίασαν, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΤτΕ, υποχώρηση σε όλη την περίοδο 2009-2012, φθάνοντας το 2011 τα 6,87 δισεκ. ευρώ, έναντι 9,62 δισεκ. ευρώ το 2008.³⁹

Η έντονη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας στον κλάδο των κατασκευών τα τελευταία έτη αποτυπώνεται, όπως είναι φυσικό, και στα στοιχεία για την απασχόληση. Πράγματι, από τα αποτελέσματα της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού που διεξάγεται κάθε τρίμηνο από την ΕΛ.ΣΤΑΤ. (Διάγραμμα 7) προκύπτει ότι σχεδόν ο ένας στους δύο εργαζομένους στον κλάδο των κατασκευών έχασε την απασχόλησή του στην περίοδο 2008-2012. Ειδικότερα, ο αριθμός των απασχολούμενων στον κλάδο, από σχεδόν 400 χιλιάδες άτομα το 2008, μειώθηκε σε μόλις 205 χιλιάδες με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία για το γ' τρίμηνο του 2012. Από τα

³⁹ Το πρώτο δεκάμηνο του 2012 οι εκταμιεύσεις του ΠΔΕ μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 13,4%.

στοιχεία του Διαγράμματος 7 προκύπτει επίσης ότι η μείωση της απασχόλησης τα τελευταία τέσσερα έτη (από το γ' τρίμηνο του 2008 έως το γ' τρίμηνο του 2012) ήταν μεγαλύτερη για τα συμβοηθούμενα μέλη στις οικογενειακές επιχειρήσεις (μείωση κατά 52,3%) και τους μισθωτούς απασχολούμενους στον κλάδο των κατασκευών (58,5%), ενώ παρέμεινε σχεδόν ίδιος ο αριθμός των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό (περίπου 65 χιλιάδες άτομα), καθώς εκτιμάται ότι πιθανότατα κάποιοι από τους αυτοαπασχολούμενους με προσωπικό, οι οποίοι μειώθηκαν κατά 60,2%, προχώρησαν σε απόλυση του προσωπικού τους και εργάζονται πλέον ως ελεύθεροι επαγγελματίες (χωρίς προσωπικό). Το ίδιο είναι πιθανό να έπραξαν και κάποιοι από τους μισθωτούς, που, λόγω της έντονης ύφεσης στον κλάδο των κατασκευών, έχασαν την εργασία τους.⁴⁰

(γ) Επενδύσεις στις κατασκευές

Το 2008 οι συνολικές επενδύσεις στις κατασκευές μειώθηκαν κατά 21,2%, σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ, ενώ ανάλογη σημαντική μείωση καταγράφηκε και σε όλα τα επόμενα έτη. Ειδικότερα ο δείκτης επενδύσεων στις κατασκευές σε σταθερές τιμές μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 12,8% το 2009, 19,2% το 2010 και 21,0% το 2011, ενώ ανάλογη ήταν η μείωσή του και τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2012 (γ' τρίμηνο 2012: -19,0%). Η αντίστοιχη μείωση που αφορά την κατασκευή κατοικιών ήταν ακόμα μεγαλύτερη στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης (2008: -33,6%, 2009: -20,7%, 2010: -21,6%, 2011: -18,0%, γ' τρίμηνο 2012: -33,9%, βλ. Πίνακα 3), ενώ αναμένεται να παραμείνει αρνητική τουλάχιστον τα επόμενα τρίμηνα, καθώς δεν έχουν ακόμα αντιστραφεί οι έντονα αρνητικές επιχειρηματικές προσδοκίες του κλάδου.

Η ισχυρή πτώση των επενδύσεων στις κατασκευές και στις κατοικίες ως ποσοστό του ΑΕΠ προκύπτει και από τα στοιχεία του Διαγράμματος 8 (σελ. 106). Πράγματι, οι επενδύσεις για το σύνολο των κατασκευών, από 16,1% του ΑΕΠ το 2007, μειώθηκαν γρήγορα σε 9,7% το 2010, 8,3% το 2011 και μόλις 6,9% τους πρώτους εννέα μήνες του 2012. Η αντίστοιχη μείωση των επενδύσεων στις κατοικίες ήταν ακόμα πιο ισχυρή στην ίδια περίοδο, καθώς από 12,4% του ΑΕΠ το 2007 μειώθηκαν σε 5,6%, 4,9% και μόλις 3,6% το 2010, 2011 και τους πρώτους εννέα μήνες του 2012 αντίστοιχα.

⁴⁰ Η Έρευνα Εργατικού Δυναμικού διενεργείται σε τριμηνιαία βάση από το α' τρίμηνο του 1998 (παλαιότερα μόνο κατά το β' τρίμηνο κάθε έτους) και καλύπτει τον πληθυσμό των ιδιωτικών νοικοκυριών που διαμένει ή προτίθεται να διαμείνει τουλάχιστον ένα χρόνο στην Ελλάδα (εξαιρούνται από την έρευνα τα άτομα που διαμένουν μόνιμα σε συλλογικές κατοικίες, δηλαδή νοσοκομεία, ξενοδοχεία, άσυλα, οίκους ευγηρίας, ορφανοτροφεία κ.τ.λ.). Βασικός σκοπός της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού είναι η συγκέντρωση αναλυτικών στοιχείων για την απασχόληση και την ανεργία των μελών των νοικοκυριών ηλικίας 15 ετών και άνω. Ειδικότερα επιδίδεται: Πρώτον, η αναλυτική καταγραφή της κατάστασης απασχόλησης του πληθυσμού των μελών του νοικοκυριού ηλικίας 15 ετών και άνω σε συνδυασμό με το φύλο, την ηλικία και το επίπεδο εκπαίδευσης στο σύνολο της χώρας και κατά περιφέρεια. Δεύτερον, η μελέτη της διάρθρωσης του εργατικού δυναμικού (απασχολούμενοι, άνεργοι) κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, ομάδα ατομικών επαγγελμάτων, θέση στο επάγγελμα, ώρες εργασίας κ.λπ. Τρίτον, η παρακολούθηση της χρονικής διάρκειας της ανεργίας, σε συνδυασμό με το φύλο, την ηλικία, το επίπεδο εκπαίδευσης, την περιοχή και ορισμένα χαρακτηριστικά της τελευταίας εργασίας του ερωτώμενου όπως κλάδος οικονομικής δραστηριότητας και ομάδα ατομικών επαγγελμάτων. Τέταρτον, η μελέτη της κατάστασης απασχόλησης των μελών νοικοκυριού ένα χρόνο πριν, η μελέτη της ύπαρξης ή μη δεύτερης εργασίας για τους απασχολούμενους κ.λπ.

Δείκτες	Μέση ετήσια εκατοστιαία μεταβολή							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 Ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα (ΕΛ.ΣΤΑΤ.)								
1.1 Σύνολο χώρας								
α. Αριθμός αδειών	22,0	-14,9	-7,2	-17,6	-16,1	-10,9	-28,4	-32,1 (9μηνο)
β. Επιφάνεια οικοδομών (σε τετραγωνικά μέτρα)	43,0	-23,9	-7,8	-19,0	-24,4	-19,8	-41,4	-27,9 (9μηνο)
γ. Όγκος οικοδομών (σε κυβικά μέτρα)	36,9	-19,2	-5,8	-17,3	-26,5	-23,7	-37,7	-26,3 (9μηνο)
1.2 Αθήνα								
α. Αριθμός αδειών	35,9	-15,3	-13,8	-28,7	-15,3	-13,8	-26,4	-45,5 (9μηνο)
β. Επιφάνεια οικοδομών (σε τετραγωνικά μέτρα)	58,2	-24,6	-14,0	-26,1	-18,6	-33,6	-44,0	-34,7 (9μηνο)
γ. Όγκος οικοδομών (σε κυβικά μέτρα)	51,9	-20,6	-13,3	-25,2	-19,4	-35,5	-41,3	-34,6 (9μηνο)
2 Κατασκευαστική δραστηριότητα								
2.1 Παραγωγή τσιμέντου (όγκος, ΕΛ.ΣΤΑΤ.)	2,4	3,1	-9,2	-3,1	-21,4	-14,3	-37,8	-17,1 (10μηνο)
2.2 Εκταμιεύσεις ΠΔΕ (ΤτΕ) ¹	-21,0	8,9	7,6	9,3	-2,8	-11,3	-17,1	-13,4 (10μηνο)
2.3 Δείκτες παραγωγής στις κατασκευές (ΕΛ.ΣΤΑΤ.)								
α. Γενικός δείκτης	-38,8	3,7	14,3	7,8	-17,5	-29,2	-28,1	-35,3 (γ' τρίμ.)
β. Οικοδομικά έργα	-15,3	-9,9	6,7	-0,5	-24,1	-39,7	-41,6	-21,9 (γ' τρίμ.)
γ. Έργα πολιτικού μηχανικού	-49,9	18,3	20,5	13,8	-13,4	-23,3	-22,3	-38,6 (γ' τρίμ.)
2.4 Αμοιβές πολιτικών μηχανικών (ΤΕΕ)								
α. Σύνολο	-	-5,3	23,5	6,2	-16,2	-2,1	-18,0 (10μηνο)	...
β. Αμοιβές για την έκδοση οικοδομικών αδειών	-	-8,4	19,0	11,0	-14,5	1,6	-7,8 (10μηνο)	...
γ. Αμοιβές για την επίβλεψη εργασιών νέων οικοδομών	-	1,5	32,5	-2,4	-19,6	-10,0	-40,3 (10μηνο)	...
3 Απασχόληση στις κατασκευές (ΕΛ.ΣΤΑΤ., Έρευνα Εργατικού Δυναμικού)								
3.1 Σύνολο απασχολούμενων	3,2	0,2	8,9	0,1	-6,6	-12,7	-22,5	-15,3 (γ' τρίμ.)
α. Αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό	-2,1	9,9	0,0	-3,7	-1,4	-8,9	-26,7	-32,8 (γ' τρίμ.)
β. Αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό	8,4	-10,1	13,2	-8,7	-2,4	-1,0	-5,5	14,0 (γ' τρίμ.)
γ. Μισθωτοί	3,1	0,5	9,4	4,0	-8,9	-16,6	-25,9	-23,3 (γ' τρίμ.)
δ. Βοηθοί σε οικογενειακή επιχείρηση	0,4	21,6	17,4	-22,8	4,6	-0,6	-38,4	2,5 (γ' τρίμ.)
4 Στοιχεία οικοδομοτεχνικών έργων (ΙΚΑ)								
4.1 Αριθμός έργων	-3,5	6,8	-3,7	-11,2	-16,7	-15,7	-32,1	-35,8 (3μηνο)
4.2 Αριθμός ασφαλισμένων	-4,1	8,3	-3,0	-12,6	-23,2	-21,3	-36,8	-38,5 (3μηνο)
4.3 Μέσος αριθμός ημερών απασχόλησης ασφαλισμένων ανά μήνα ²	14,4	14,7	14,6	14,2	13,6	13,1	12,3	11,0 (Μάρτ.)
4.4 Μέσο ημερομίσθιο ασφαλισμένων	3,6	5,6	8,0	7,9	6,1	2,2	-0,7	-2,1 (3μηνο)
5 Επενδύσεις στις κατασκευές (ΕΛ.ΣΤΑΤ.) και εισροή κεφαλαίων (ΤτΕ)								
5.1 Επενδύσεις στις κατασκευές²								
α. Σύνολο κατασκευών	-6,1	12,9	19,9	-21,2	-12,8	-19,2	-21,0	-19,0 (γ' τρίμ.)
β. Κατοικίες	-0,5	14,8	25,6	-33,6	-20,7	-21,6	-18,0	-33,9 (γ' τρίμ.)
5.2 Επενδύσεις στις κατασκευές ως ποσοστό του ΑΕΠ^{2,3}								
α. Σύνολο κατασκευών	13,0	13,9	16,1	12,7	11,5	9,7	8,3	6,3 (γ' τρίμ.)
β. Κατοικίες	9,4	10,2	12,4	8,2	6,8	5,6	4,9	3,1 (γ' τρίμ.)
5.3 Καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για την αγορά ακινήτων στην Ελλάδα	48,0	55,4	66,5	-58,2	-24,4	-35,4	41,8	-9,6 (11μηνο)

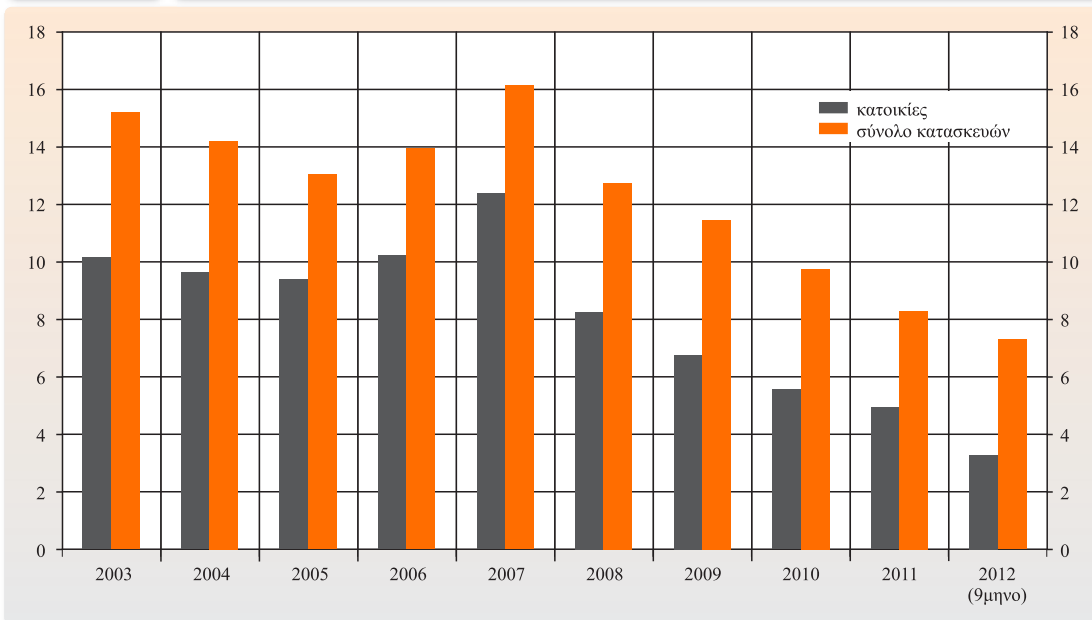
1 Από το 2012 τα στοιχεία αφορούν πραγματικές πληρωμές και όχι πιστώσεις του λογαριασμού δημοσίων επενδύσεων.

2 Απόλυτες τιμές.

3 Σταθερές τιμές.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ), Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛ.ΣΤΑΤ.), Τεχνικό Επιμελητήριο Ελλάδος (ΤΕΕ), Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων (ΙΚΑ).

Διάγραμμα 8

Επενδύσεις στις κατασκευές και στις κατοικίες
(Ως % του ΑΕΠ)

Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

Η εξέλιξη των επενδύσεων στις κατασκευές αντανακλά κυρίως τη δραματική ύφεση στην αγορά ακινήτων την τελευταία πενταετία, η οποία διαφαίνεται και από τη σταδιακή συρρίκνωση της πιστωτικής επέκτασης για στεγαστικά δάνεια και πιθανότατα συνδέεται με τη σημαντική επιφυλακτικότητα αλλά και αναβλητικότητα όσον αφορά τη λήψη αποφάσεων για νέες επενδυτικές πρωτοβουλίες από την πλευρά των κατασκευαστών.⁴¹

6 Άλλοι βραχυχρόνιοι δείκτες και στοιχεία καταγραφής των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων

Εκτός από τους δείκτες που παρουσιάστηκαν στις προηγούμενες ενότητες, υπάρχουν ορισμένες ακόμη πηγές στοιχείων που μπορούν να αξιοποιηθούν για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την προσφορά και τη ζήτηση στην ελληνική αγορά ακινήτων. Ενδεικτικά αναφέρονται οι διάφοροι δείκτες κόστους κατασκευής, οι δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές κ.ά. Επιπλέον, από την πλευρά της ζήτησης, η εξέλιξη της χρηματοδότησης των νοικοκυριών (επιτόκια, ανεξόφλητο υπόλοιπο των δανείων συνολικά αλλά και των στεγα-

⁴¹ Για μία ενδιαφέρουσα εμπειρική εκτίμηση της βραχυχρόνιας και μακροχρόνιας αντίδρασης των επενδύσεων σε κατοικίες στις μεταβολές των πραγματικών τιμών των κατοικιών σε διάφορες χώρες της ΕΕ, βλ. ECB (2012) και Gattini and Ganoulis (2012).

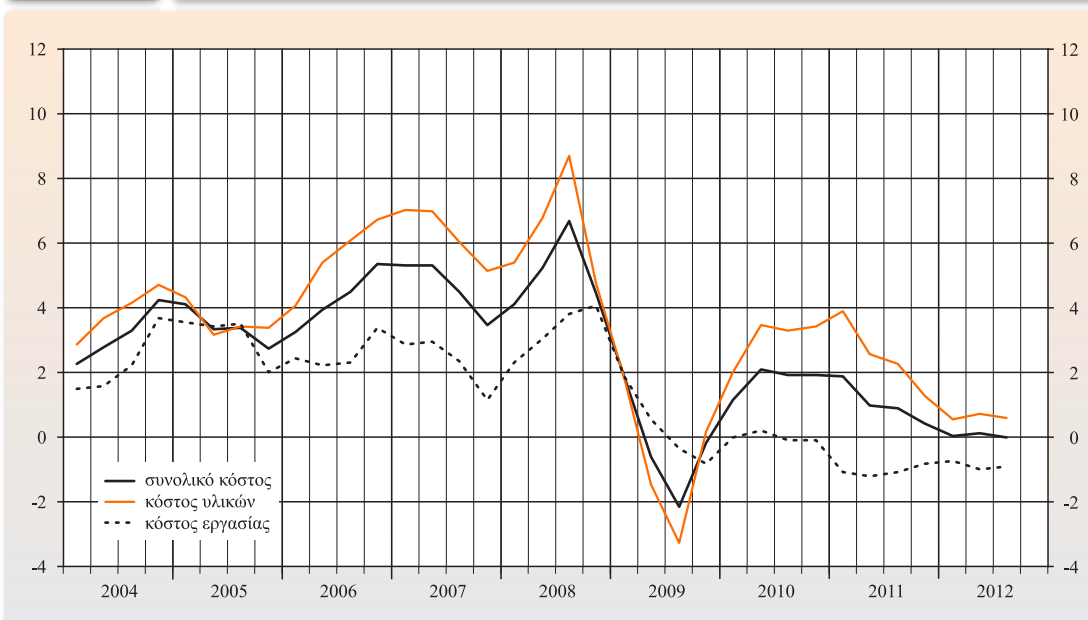
στικών δανείων κ.λπ.) παρέχει ιδιαίτερα χρήσιμες πληροφορίες, ενώ πολύ σημαντικοί είναι επίσης οι δείκτες χρηματοοικονομικής πίεσης των νοικοκυριών στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης. Ορισμένοι ακόμη δείκτες που σχετίζονται με τη διαχρονική εξέλιξη και τη σύνθεση του πληθυσμού και των νοικοκυριών της χώρας μπορούν να παρέχουν αξιόλογες ενδείξεις από την πλευρά της ζήτησης στην αγορά κατοικιών. Οι σημαντικότεροι από τους εν λόγω δείκτες παρουσιάζονται στη συνέχεια της ενότητας αυτής.

(α) Κόστος κατασκευής

Παρά την έντονη ύφεση στην ελληνική αγορά ακινήτων, το κόστος κατασκευής και κυρίως το κόστος των δομικών υλικών παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα σε όλη την περίοδο της τρέχουσας κρίσης. Αυτό τουλάχιστον προκύπτει από τα στοιχεία του Διαγράμματος 9, όπου απεικονίζεται ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής για το συνολικό κόστος κατασκευής των νέων κατοικιών, καθώς και από το δείκτη τιμών των υλικών κατασκευής και το δείκτη της αμοιβής εργασίας στον κλάδο των κατασκευών. Οι δείκτες αυτοί καταρτίζονται και δημοσιεύονται σε τακτική βάση από την ΕΛ.ΣΤΑΤ. Ο τριμηνιαίος δείκτης συνολικού κόστους κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών αναφέρεται στην εξέλιξη του κόστους στο οποίο υποβάλλεται ο κατασκευαστής μιας σχετικά “τυποποιημένης” οικοδομικής κατασκευής (πολυκατοικίας) και υπολογίζεται βάσει των τιμών που αυτός καταβάλλει για υλικά, εργασία και λοιπά έξοδα. Καταγράφει διαχρονικά τη μεταβολή των τιμών των εισροών κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών και απαρτίζεται από τους

Διάγραμμα 9

Δείκτες κόστους κατασκευής νέων κατοικιών
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

δύο επιμέρους δείκτες τιμών, το μηνιαίο δείκτη τιμών ή κόστους υλικών κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών (συντελεστής στάθμισης 56,7%) και τον τριμηνιαίο δείκτη τιμών αμοιβής ή κόστους εργασίας στην κατασκευή νέων κτιρίων κατοικιών (στάθμιση 43,3%).⁴²

Πράγματι, από τα στοιχεία του Διαγράμματος 9 προκύπτει ότι οι τιμές του συνολικού δείκτη κόστους κατασκευής, παρά την αποκλιμάκωση, παρέμειναν θετικές τα τρία τελευταία έτη (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής : 2010 1,8%, 2011: 1,0% και οριακά αρνητικές το 2012: -0,1%) παρά τη δραματική ύφεση στην αγορά. Σημαντικά υψηλότεροι ήταν στην ίδια περίοδο οι αντίστοιχοι ρυθμοί μεταβολής των υλικών κατασκευής, καθώς αυξήθηκαν κατά 3,0%, 2,5% και 0,6% το 2010, 2011 και το 2012, ενώ ελαφρά αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής παρουσιάζει ο δείκτης της αμοιβής εργασίας (2010: 0,0%, 2011: -1,1% και 2012: -1,1%).⁴³

Εκτιμάται ότι το αυξημένο κόστος κατασκευής τα τελευταία έτη λειτουργεί ανασταλτικά για την ανάληψη νέων επενδυτικών πρωτοβουλιών από την πλευρά των κατασκευαστών και επιπλέον δυσχεραίνει την αποκλιμάκωση των τιμών των νέων κατοικιών, καθώς αυξάνει το κόστος αντικατάστασης του διαθέσιμου αποθέματος των προς πώληση ακινήτων. Ωστόσο, σε σχέση με την αξιοποίηση των δεικτών κόστους κατασκευής για τη διερεύνηση και ανάλυση των τιμών των νέων κατοικιών, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι αποτελούν δείκτες κόστους και όχι δείκτες τιμών, καθώς δεν περιλαμβάνουν την αξία του οικοπέδου, το κέρδος του κατασκευαστή, τα εμπορικά περιθώρια και τα άλλα έξοδα που συνεπάγεται η μεταβίβαση ενός ακινήτου.

(β) Επιχειρηματικές προσδοκίες στις κατασκευές

Από τη διεθνή βιβλιογραφία έχει πλέον αναδειχθεί ο ιδιαίτερα σημαντικός ρόλος των επιχειρηματικών προσδοκιών στην ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων και γενικότερα κάθε επιμέρους αγοράς αλλά και ολόκληρης της οικονομίας (Lambertini, Mendicino and Punzi, 2012). Εξάλλου, η ελληνική οικονομία έχει σήμερα μεγάλη ανάγκη την αντιστροφή των έντονα αρνητικών προσδοκιών (επιχειρηματικών, καταναλωτών κ.ά.) για να μπορέσει να ανακάμψει από την έντονη ύφεση όπου βρίσκεται τα τελευταία έτη.

Από τα στοιχεία του Πίνακα 4 προκύπτει η σημαντική και συνεχής επιδείνωση όλων των δεικτών επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές κατά τη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης. Πρόκειται κυρίως για τους δείκτες προσδοκιών που δημοσιεύονται από το Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE) με βάση τις μηνιαίες έρευνες συγκυρίας στις επιχειρήσεις του κλάδου των κατασκευών (αλλά και της βιομηχανίας, των υπηρεσιών και του λιανι-

⁴² Περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τη μεθοδολογία κατάρτισης των συγκεκριμένων δεικτών κόστους κατασκευής βλ. στην ιστοσελίδα της ΕΛ.ΣΤΑΤ. (www.statistics.gr) αλλά και στην μεθοδολογία κατάρτισης των βραχυχρόνιων δεικτών για την αγορά ακινήτων που είναι αναρτημένη στην ιστοσελίδα της ΤτΕ: <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Statistics/realestate/indices.aspx>.

⁴³ Ανάλογη ήταν στην ίδια περίοδο και η εξέλιξη του τριμηνιαίου δείκτη τιμών της ΕΛ.ΣΤΑΤ. “Κατηγορίες Έργων”, που αφορά την κατασκευή νέων κτιρίων κατοικιών (2010: +0,3%, 2011: -0,1%, 2012: -0,6%) και αναφέρεται στα επιμέρους τμήματα κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών (π.χ. σκυροδέματα, τοιχοδομές, επιχρίσματα), υπολογιζόμενος βάσει των τιμών που καταβάλλονται στους εργολάβους-κατασκευαστές, για την κατασκευή των διαφόρων επιμέρους τμημάτων.

Πίνακας 4

Προσδοκίες στις κατασκευές

Δείκτες	Μέση ετήσια εκατοστιαία μεταβολή							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-22,7	44,6	1,5	3,0	-31,4	-27,4	-27,8	26,1
α. Σύνολο ιδιωτικών κατασκευών	-11,7	12,8	1,9	-8,4	-43,2	9,3	-18,1	-33,3
β. Κατασκευές κατοικιών	-3,2	-9,0	27,6	-14,0	-28,4	-32,4	-42,5	139,7
γ. Κατασκευές λοιπών ιδιωτικών κτιρίων	-12,5	2,9	13,4	0,9	-46,8	20,2	-14,6	-47,5
δ. Δημόσια έργα	-30,2	68,4	0,8	9,5	-24,6	-41,0	-33,9	75,2
2 Μήνες εξασφαλισμένης παραγωγής στις κατασκευές¹								
α. Σύνολο κατασκευών	13,9	15,7	16,8	17,3	15,9	12,9	11,1	8,4
β. Κατοικίες	11,3	14,7	15,4	11,7	11,0	8,3	5,1	3,2
γ. Άλλα κτίρια	8,7	9,3	10,1	9,8	8,4	7,8	6,0	3,9
δ. Δημόσια έργα	15,9	18,4	19,5	21,1	19,8	15,2	14,2	11,0
3 Εργασίες σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο²								
α. Σύνολο κατασκευών	-27,3	11,8	10,2	10,0	-16,1	-39,0	-52,7	-44,8
β. Κατοικίες	-2,0	24,0	-11,0	-22,0	-30,7	-58,1	-63,7	-47,6
γ. Άλλα κτίρια	-13,5	13,2	16,4	25,6	-28,8	-27,9	-26,6	-66,9
δ. Δημόσια έργα	-35,9	9,0	11,3	8,1	-8,2	-41,0	-67,0	-34,5
4 Πρόγραμμα εργασιών προς εκτέλεση²								
α. Σύνολο κατασκευών	-57,8	-44,9	-33,2	-28,8	-42,8	-63,2	-80,9	-76,4
β. Κατοικίες	-40,6	-22,3	-22,1	-38,9	-52,3	-84,6	-91,4	-71,4
γ. Άλλα κτίρια	-41,9	-45,6	-30,3	-22,7	-56,3	-45,5	-67,8	-85,9
δ. Δημόσια έργα	-65,9	-49,9	-36,5	-30,0	-36,5	-67,6	-84,2	-72,9
5 Προσδοκίες απασχόλησης για τους 3-4 προσεχείς μήνες²								
α. Σύνολο κατασκευών	-22,1	18,7	9,6	10,4	-32,1	-46,4	-53,8	-41,3
β. Κατοικίες	4,3	31,0	1,5	-32,6	-60,9	-60,3	-76,9	-52,5
γ. Άλλα κτίρια	-1,7	6,6	12,8	6,9	-45,8	-36,7	-31,7	-61,3
δ. Δημόσια έργα	-32,4	21,0	9,0	18,8	-21,2	-48,3	-60,3	-29,8

1 Απόλυτες τιμές.

2 Διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων.

Πηγή: Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE).

κού εμπορίου). Τα αποτελέσματα των ερευνών αυτών αξιοποιούνται για τον υπολογισμό του δείκτη οικονομικού κλίματος σε ευρωπαϊκό επίπεδο και δημοσιεύονται συνοπτικά στις εκδόσεις της ΕΕ.⁴⁴

⁴⁴ Πρόκειται για τη μηνιαία έρευνα που διεξάγει το IOBE σε εθνικό επίπεδο σύμφωνα με το εναρμονισμένο πρόγραμμα ερευνών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (DG ECFIN). Σύμφωνα με το πρόγραμμα αυτό, στην έρευνα των επιχειρήσεων και των καταναλωτών το μέγεθος του δείγματος για την Ελλάδα είναι 440 επιχειρήσεις και θεωρείται αντιπροσωπευτικό του κατασκευαστικού τομέα της χώρας. Τα ερωτηματολόγια της έρευνας απευθύνονται στα ανώτερα στελέχη των επιχειρήσεων και η έρευνα πραγματοποιείται κατά τη διάρκεια των πρώτων δύο-τριών εβδομάδων κάθε μήνα. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την έρευνα του IOBE, βλ. την ιστοσελίδα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Commission - Economic and Financial Affairs): http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/method_guides/index_en.htm.

Από τα στοιχεία αυτά προκύπτει η σημαντική μείωση του δείκτη των επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές, κατά 31,4% το 2009, 27,4% το 2010 και 27,8% το 2011. Ανάλογα σημαντική είναι στην ίδια περίοδο και η μέση ετήσια μεταβολή των επιμέρους δεικτών για το σύνολο των ιδιωτικών κατασκευών (2009: -43,2%, 2010: +9,3%, 2011: -18,1%), τις κατασκευές λοιπών ιδιωτικών κτιρίων (2009: -46,8%, 2010: +20,2%, 2011: -14,6%) και κυρίως τις κατασκευές κατοικιών (2009: -28,4%, 2010: -32,4%, 2011: -42,5%), αλλά και τα δημόσια έργα (2009: -24,6%, 2010: -41,0%, 2011: -33,9%).

Η βελτίωση — κυρίως κατά τους θερινούς μήνες του 2012 — του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές προέρχεται από την άνοδο των προσδοκιών στις κατασκευές δημόσιων έργων μετά τις εξαγγελίες της κυβέρνησης για την επανεκκίνηση των μεγάλων έργων υποδομής. Στη βελτίωση αυτή συνέβαλε και η άνοδος των προσδοκιών στις κατασκευές κατοικιών και των δημόσιων έργων, η οποία, ωστόσο, έως τουλάχιστον το τέλος του 2012 δεν επιβεβαιώνεται ούτε από στοιχεία άλλων πηγών (έρευνα κτηματομεσιτικών γραφείων κ.ά.) ούτε από τους άλλους δείκτες προσδοκιών που δημοσιεύει το IOBE, όπως είναι οι μήνες εξασφαλισμένης παραγωγής στις κατασκευές, οι εργασίες σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, το πρόγραμμα εργασιών προς εκτέλεση και οι προσδοκίες απασχόλησης για τους 3-4 προσεχείς μήνες (βλ. Πίνακα 4). Για παράδειγμα, οι μήνες εξασφαλισμένης παραγωγής στην κατασκευή κατοικιών ακινήτων μειώθηκαν σε μόλις 3,2 το 2012 από 5,1 το 2011, 8,3 το 2010 και 11,0 το 2009.

(γ) Αποτελέσματα έρευνας μεταξύ των κτηματομεσιτικών γραφείων

Από το πρώτο τρίμηνο του 2009 σε τριμηνιαία βάση πραγματοποιείται από την ΤτΕ η έρευνα μεταξύ των κτηματομεσιτικών γραφείων και των συμβούλων ακίνητης περιουσίας. Ο στόχος της έρευνας είναι αφενός η τεκμηρίωση της τρέχουσας κατάστασης της ελληνικής κτηματαγοράς, όπως αυτή αξιολογείται από τους ερωτωμένους, και αφετέρου η καταγραφή των προσδοκιών τους για το επόμενο τρίμηνο, αλλά και η συγκέντρωση πρωτογενών στοιχείων τιμών.⁴⁵

Από την έναρξη της συλλογής των στοιχείων, η οποία συνέπεσε με την έναρξη της τρέχουσας κρίσης, καταγράφονται από την έρευνα σημαντικές διακυμάνσεις των προσδοκιών των επαγγελματιών για την αγορά ακινήτων, οι οποίες φαίνεται ότι σχετίζονται άμεσα με τις τρέ-

⁴⁵ Γενικά, το ερωτηματολόγιο που χρησιμοποιείται στην έρευνα μεταξύ κτηματομεσιτικών γραφείων επιχειρεί να αποτυπώσει την υφιστάμενη κατάσταση, καθώς και τις προσδοκίες των ειδικών για την αγορά των οικιστικών (κατοικιών) και των επαγγελματικών ακινήτων (καταστήματα, γραφεία, βιομηχανικά κτίρια), αλλά και να συγκεντρώσει, κυρίως για λόγους σύγκρισης, τις ανώτατες και κατώτατες τιμές πώλησης των διαμερισμάτων σε ορισμένες περιοχές της χώρας. Ειδικότερα, το εν λόγω ερωτηματολόγιο περιλαμβάνει τις εξής επιμέρους ενότητες: (α) αξιολόγηση της τρέχουσας κατάστασης στην αγορά κατοικιών (τιμές πώλησης σήμερα σε σχέση με τρεις μήνες πριν και εκατοστιαία μεταβολή τους, ανεγέρσεις νέων κτιρίων, αγοραπωλησίες ακινήτων, προτιμήσεις νοικοκυριών για νέα ή μεταχειρισμένα ακίνητα, ποσοστό αντιπαροχής κ.ά.), (β) προσδοκίες για την αγορά κατοικιών (πώς αναμένετε να διαμορφωθούν το επόμενο τρίμηνο η αγορά γενικά, οι πωλήσεις/συναλλαγές, οι τιμές, το ποσοστό αντιπαροχής κ.λπ.), (γ) αξιολόγηση και προσδοκίες στην αγορά επαγγελματικών ακινήτων (σχέση προσφοράς και ζήτησης, αγοραπωλησίες, επίπεδο και μεταβολή τιμών και ενοικίων, προσδοκίες για την αγορά γενικά, τις τιμές, τα ενοίκια κ.ά.) και (δ) τιμές κατοικιών για επιλεγμένες περιοχές (ανώτατη και κατώτατη τιμή πώλησης ανά τετραγωνικό μέτρο).

χουσες εξελίξεις στην οικονομία, την ύπαρξη σημαντικών πολιτικών γεγονότων και την ανακοίνωση ή υλοποίηση νέων οικονομικών μέτρων κατά την εβδομάδα διεξαγωγής της έρευνας και καταγραφής των στοιχείων. Ωστόσο, καταγράφεται σταθερά επιδείνωση τόσο στον τομέα των εμπορικών αξιών όσο και στα επίπεδα ζήτησης οικιστικών και επαγγελματικών ακινήτων.

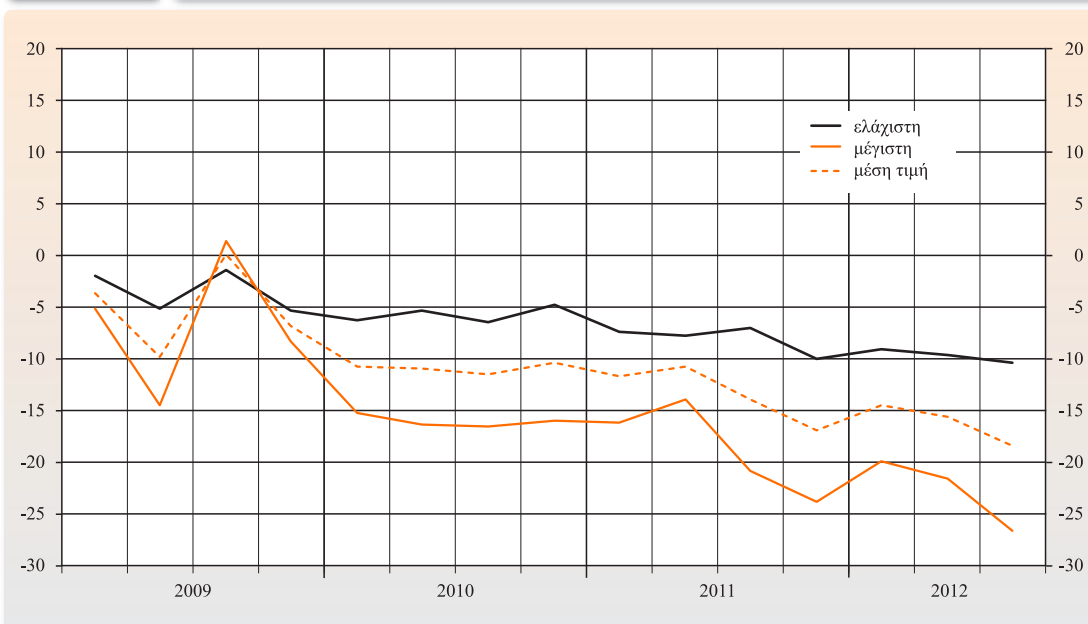
Ως προς τις τιμές των κατοικιών, καταγράφεται από την πλευρά των κτηματομεσιτών σημαντική μείωση με εντεινόμενο ρυθμό, η οποία αθροιστικά ήταν της τάξεως του 39% από την έναρξη της κρίσης το καλοκαίρι του 2008 έως και το γ' τρίμηνο του 2012 (Διάγραμμα 10). Ως προς τις προτιμήσεις των αγοραστών, παρατηρείται στροφή προς διαμερίσματα μικρότερου εμβαδού και μεγαλύτερης ηλικίας, αλλά και αύξηση του ποσοστού των συναλλαγών σε μετρητά, καθώς και του μεριδίου των μετρητών στη συνολική χρηματοδότηση των ακινήτων.

Στο χώρο των επαγγελματικών ακινήτων, διαπιστώθηκε σχετική ανθεκτικότητα των μεγάλων εμπορικών κέντρων εις βάρος των συνοικιακών αγορών, στις οποίες παρατηρούνται εντονότατες μειώσεις ενοικίων αλλά και επαναδιαπραγμάτευση μισθωτήριων συμβολαίων (ενοικιοστασιών). Σημαντική ανακατανομή του μεριδίου καταγράφηκε και στο χώρο των ιδίων των κτηματομεσιτικών γραφείων, με ενίσχυση του μεριδίου των μεγάλων και πιο οργανωμένων κτηματομεσιτικών δικτύων εις βάρος των μικρότερων και μεμονωμένων ελεύθερων επαγγελματιών, των οποίων ο αριθμός περιορίστηκε σημαντικά.

Από την ανάλυση των πιο πρόσφατων στοιχείων της έρευνας της ΤτΕ μεταξύ των κτηματομεσιτικών γραφείων και των συμβούλων ακίνητης περιουσίας για το 2012 διαφαίνεται

Διάγραμμα 10

Δείκτης τιμών κατοικιών
(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους)



Πηγή: Τράπεζα Ελλáδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ (έρευνα μεταξύ των κτηματομεσιτικών γραφείων).

οριακή τάση σταθεροποίησης των συνθηκών της αγοράς τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων. Αντίστοιχη τάση σταθεροποίησης αντιστακώνεται και στις απαντήσεις που αφορούν τις προσδοκίες των ερωτηθέντων για το επόμενο τρίμηνο. Πιο αναλυτικά, από την επεξεργασία των δεδομένων του β' τριμήνου του 2012, τα οποία παρουσιάζονται στον Πίνακα 5, προέκυψαν τα εξής:

- Οι συνθήκες στην αγορά κατοικίας, σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, επιδεινώθηκαν περαιτέρω για το 42% των ερωτηθέντων. Ωστόσο, μετά από τρία συνεχόμενα τρίμηνα κατά τα οποία τα ποσοστά των ερωτηθέντων που ανέφεραν επιδείνωση ήταν μεγαλύτερα του 50% (γ' τρίμηνο 2011: 73%, δ' τρίμηνο 2011: 94%, α' τρίμηνο 2012: 67%), το β' τρίμηνο του 2012 το 57% των ερωτηθέντων διακρίνει σταθεροποίηση της αγοράς.
- Η συντριπτική πλειοψηφία των επαγγελματιών (80%) αναφέρει σημαντικό πλεόνασμα αδιάθετων κατοικιών για το β' τρίμηνο του 2012, ενώ για πρώτη φορά από την αρχή του 2009 μέχρι και σήμερα καταγράφεται διψήφιο ποσοστό ερωτηθέντων που αναφέρουν "μικρή ζήτηση" ή "μεγάλη ζήτηση" στην αγορά κατοικίας (20%). Κατά τα προηγούμενα τρία έτη το ποσοστό των συμμετεχόντων που επισημαίνουν "μικρή" ή "μεγάλη" ζήτηση κυμάνθηκε από 0 έως 8%, ενώ τα τρία τελευταία τρίμηνα το ποσοστό αυτό ανήλθε σε 0%, 3% και 8% για το γ' και το δ' τρίμηνο του 2011 και α' τρίμηνο του 2012, αντίστοιχα.
- Κατά το β' τρίμηνο του 2012, αυξημένο ποσοστό των ερωτηθέντων (23%) θεωρεί τις τιμές των προς πώληση κατοικιών λίγο ή πολύ χαμηλές, έναντι ποσοστών 7%, 23% και 8% για το γ' τρίμηνο του 2011, το δ' τρίμηνο του 2011 και το α' τρίμηνο του 2012 αντίστοιχα. Σημειώνεται ότι από την έναρξη συλλογής των στοιχείων (α' τρίμηνο του 2009) η πρώτη καταγραφή ποσοστού (3%) που θεωρεί τις τιμές πολύ χαμηλές παρουσιάστηκε στο α' τρίμηνο του 2011, γεγονός που αντανάκλα την απότομη διόρθωση των τιμών, η οποία επισημάνθηκε από τους επαγγελματίες από το δ' τρίμηνο του 2010 έως και το α' τρίμηνο του 2011.
- Αναφορικά με τον όγκο των αγοραπωλησιών, το 60% των ερωτηθέντων θεωρεί ότι αυτός μειώθηκε το β' τρίμηνο του 2012 σε σχέση με τρεις μήνες πριν, ενώ ποσοστό 40% θεωρεί τη μείωση αυτή σημαντική, έναντι 20% που την κρίνει ως μικρή. Ωστόσο, αυξημένο ποσοστό (40%) εκτιμά ότι οι συναλλαγές σταθεροποιήθηκαν ή και βελτιώθηκαν ελαφρά κατά το τελευταίο τρίμηνο. Το αντίστοιχο ποσοστό κατά τα προηγούμενα τρίμηνα ήταν αισθητά χαμηλότερο (20%, 6% και 25% το γ' τρίμηνο του 2011, το δ' τρίμηνο του 2011 και το α' τρίμηνο του 2012 αντίστοιχα).
- Το 71% των ερωτηθέντων εκτιμά ότι το β' τρίμηνο του 2012 οι τιμές μειώθηκαν σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Σε ετήσια βάση, οι ερωτώμενοι εκτίμησαν ότι οι τιμές έχουν υποχωρήσει κατά περίπου 10%-22% το β' τρίμηνο του 2012 σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2011 (τα εκτιμώμενα ποσοστά ήταν 8%-14% και 5%-16% για το 2011 και το 2010 αντίστοιχα).

Πίνακας 5

Αποτελέσματα έρευνας της ΤτΕ μεταξύ των κτηματομεσιτικών γραφείων
(Ποσοστά % επί του συνόλου των ερωτηθέντων)

	2009	2010	2011	2012	
				α΄ τρ.	β΄ τρ.
A1. Η αγορά κατοικίας σήμερα, σε σχέση με τρεις μήνες πριν, είναι:					
Πολύ χειρότερη		2%	10%	14%	31%
Χειρότερη	13%	33%	47%	53%	11%
Περίπου ίδια	64%	61%	42%	33%	57%
Καλύτερη	23%	5%	2%		
Πολύ καλύτερη					
A2. Πώς χαρακτηρίζετε τη σχέση προσφοράς και ζήτησης στην αγορά κατοικίας:					
Μεγάλη προσφορά	94%	87%	86%	64%	80%
Μικρή προσφορά	6%	10%	11%	28%	
Ισορροπία		1%	1%		
Μικρή ζήτηση		2%	2%		3%
Μεγάλη ζήτηση		1%	1%	8%	17%
A3. Θεωρείτε ότι οι τιμές πώλησης των κατοικιών είναι σήμερα:					
Πολύ χειρότερες			5%		3%
Χειρότερες	5%	5%	7%	8%	20%
Περίπου ίδιες	32%	16%	46%	56%	31%
Καλύτερες	56%	75%	36%	19%	46%
Πολύ καλύτερες	7%	4%	6%	17%	
A4. Οι αγοραπωλησίες κατοικιών, σε σχέση με τρεις μήνες πριν, είναι σήμερα:					
Πολύ λιγότερες	5%	17%	37%	28%	40%
Ελαφρά λιγότερες	11%	24%	31%	47%	20%
Περίπου ίδιες	45%	47%	29%	25%	37%
Ελαφρά περισσότερες	29%	12%	3%		3%
Πολύ περισσότερες		1%			
A5. Οι τιμές πώλησης των κατοικιών σήμερα, σε σχέση με τρεις μήνες πριν, είναι:					
Σημαντικά μειωμένες		12%	10%	17%	31%
Ελαφρά μειωμένες	39%	55%	73%	36%	40%
Περίπου ίδιες	60%	32%	16%	47%	29%
Ελαφρά αυξημένες	1%	2%	2%		
Σημαντικά αυξημένες					
B1. Πώς αναμένετε ότι θα διαμορφωθεί η αγορά κατοικίας το επόμενο τρίμηνο:					
Πολύ χειρότερα		17%	7%	39%	3%
Ελαφρά χειρότερα	19%	33%	48%	30%	40%
Περίπου ίδια	41%	37%	31%	14%	40%
Ελαφρά καλύτερα	39%	13%	14%	17%	17%
Πολύ καλύτερα			2%		
B2. Πώς αναμένετε ότι θα διαμορφωθούν οι πωλήσεις /συναλλαγές κατοικιών το επόμενο τρίμηνο:					
Πολύ λιγότερες	1%	12%	12%	50%	3%
Ελαφρά λιγότερες	18%	39%	40%	28%	29%
Περίπου ίδιες	41%	31%	38%	6%	50%
Ελαφρά περισσότερες	41%	18%	11%	17%	18%
Πολύ περισσότερες					
B3. Πώς αναμένετε ότι θα διαμορφωθούν οι τιμές πώλησης των κατοικιών το επόμενο τρίμηνο:					
Σημαντική μείωση			10%	25%	3%
Ελαφρά μείωση	34%	78%	69%	72%	51%
Περίπου ίδιες	66%	22%	26%	3%	46%
Ελαφρά αύξηση			2%		
Σημαντική αύξηση					

Πηγή: Τμήμα Ανάπτυξης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ (έρευνα μεταξύ των κτηματομεσιτικών γραφείων).

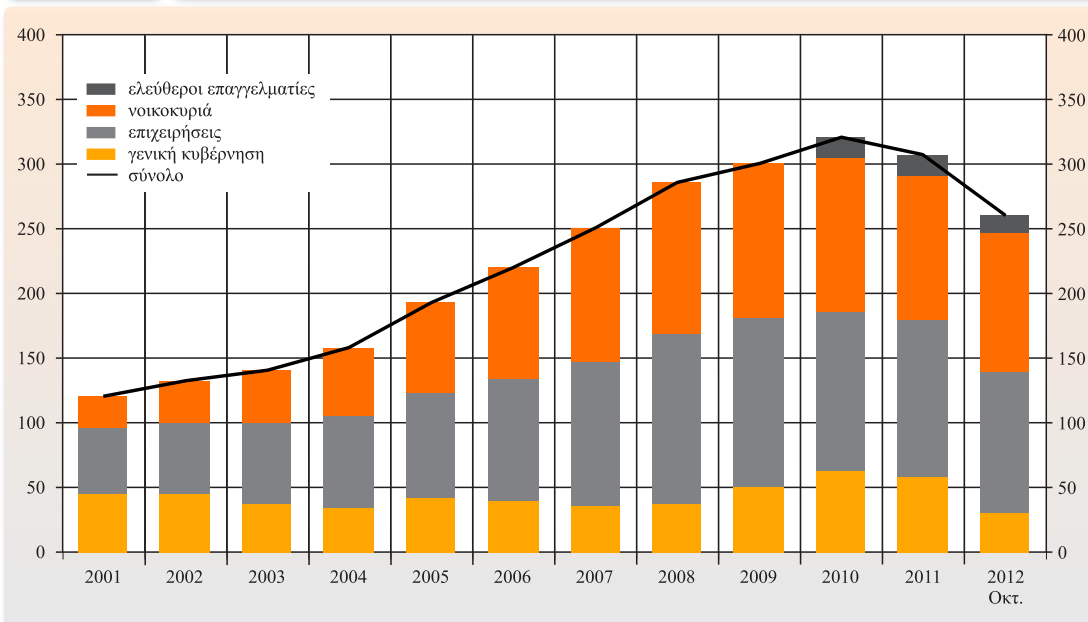
- Αναφορικά με τις προσδοκίες για το επόμενο τρίμηνο, οι ερωτηθέντες εμφανίζονται περισσότερο αισιόδοξοι σε σύγκριση με τα προηγούμενα τρίμηνα, σε σχέση τόσο με τη διαμόρφωση της αγοράς ακινήτων και τις αναμενόμενες συναλλαγές όσο και με τη σταθεροποίηση των εμπορικών αξιών. Πράγματι, το 46% των ερωτηθέντων εκτιμά σταθεροποίηση των τιμών, έναντι ποσοστού 0%, 6% και 3% κατά το γ' τρίμηνο του 2011, το δ' τρίμηνο του 2011 και το α' τρίμηνο του 2012, αντίστοιχα.
- Στην αγορά επαγγελματικών ακινήτων, φαίνεται ότι το β' τρίμηνο του 2012 σημαντικότερη επιδείνωση καταγράφεται στην αγορά των βιομηχανικών χώρων, συγκριτικά με εκείνη των γραφείων και των καταστημάτων. Συγκριμένα, στην αγορά των βιομηχανικών ακινήτων το 59,1% των ερωτηθέντων θεωρεί ότι οι συνθήκες είναι χειρότερες σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, ενώ στην αγορά των καταστημάτων σημαντικό ποσοστό (63,9%) εκτιμά ότι οι συνθήκες παρέμειναν σταθερές (κατά το α' τρίμηνο του 2012 το 73,3% των ερωτηθέντων θεωρούσε ότι οι συνθήκες για την αγορά καταστημάτων ήταν χειρότερες σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο). Αντίστοιχη σταθεροποίηση καταγράφεται και στην αγορά γραφειακών χώρων, όπου ποσοστό 55,2% των ερωτηθέντων θεωρεί τις συνθήκες περίπου ίδιες κατά το β' σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2012 (έναντι ποσοστού 60% που εκτιμούσε επιδείνωση κατά το προηγούμενο τρίμηνο).
- Λόγω της αυξημένης προσφοράς επαγγελματικών χώρων, αλλά και της ιδιαίτερα χαμηλής ζήτησης, οι μισθωτικές τιμές σημείωσαν περαιτέρω μείωση κατά το β' τρίμηνο του 2012 σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο. Ωστόσο, και στις τιμές των ενοικίων η αγορά των καταστημάτων παρουσιάζει σχετική σταθεροποίηση για το 51,7% των ερωτηθέντων, μετά από μια αρκετά σημαντική περίοδο κατά την οποία οι απαντήσεις κατέγραφαν/υποδήλωναν αισθητή επιδείνωση.
- Τέλος, οι προσδοκίες των συμμετεχόντων για τις συνθήκες της αγοράς επαγγελματικών ακινήτων κατά το επόμενο τρίμηνο καταγράφονται ελαφρά βελτιωμένες σε σχέση τόσο με το προηγούμενο τρίμηνο όσο και με τα προγενέστερα, καθώς εκτιμάται σε σημαντικό ποσοστό ότι θα υπάρξει σχετική σταθεροποίηση των συνθηκών.

7 Η χρηματοδότηση της αγοράς ακινήτων

Ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς ακινήτων είναι η επαρκής χρηματοδότησή της από το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ο ρόλος των τραπεζών και της τραπεζικής διαμεσολάβησης είναι κομβικός και συνίσταται στη διοχέτευση, με ασφάλεια και χαμηλό κόστος, των διαθέσιμων αποταμιευτικών πόρων προς τις επενδύσεις στην αγορά αυτή (Nobili, A. and F. Zollino, 2012, Igan, D. and P. Loungani, 2012). Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι πρόσφατες εξελίξεις ως προς τη χρηματοδότηση της ελληνι-

Διάγραμμα 11

Χρηματοδότηση κατοίκων εσωτερικού από τα εγχώρια NXI
(Σε δισεκ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

κής κτηματαγοράς και τα προβλήματα στενότητας της ρευστότητας που έχουν παρουσιαστεί κυρίως εξαιτίας της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Χρησιμοποιούνται στοιχεία νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής, το σύνολο των οποίων βασίζεται στις μηνιαίες λογιστικές καταστάσεις που, με βάση το υφιστάμενο πλαίσιο, υποβάλλουν όλα τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI) στην ΤτΕ.

Στο Διάγραμμα 11 παρουσιάζονται για την περίοδο 2001-Οκτώβριος 2012 τα στοιχεία της χρηματοδότησης των κατοίκων εσωτερικού από τα εγχώρια NXI (εκτός της ΤτΕ). Η συνολική χρηματοδότηση αναλύεται σε δάνεια προς τη γενική κυβέρνηση (κεντρική κυβέρνηση, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης και πρόνοιας) και προς τον ιδιωτικό τομέα, στον οποίο συμπεριλαμβάνονται οι επιχειρήσεις (ασφαλιστικές, μη χρηματοπιστωτικές κ.λπ.), οι ιδιώτες και τα ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα, καθώς και οι ελεύθεροι επαγγελματίες μαζί με τους αγρότες και τις άλλες ατομικές επιχειρήσεις.⁴⁶ Από τα στοιχεία που δημοσιεύει η ΤτΕ προκύπτει ότι τον Οκτώβριο του 2012 το σύνολο των χορηγήσεων από τα NXI

⁴⁶ Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια, οι τοποθετήσεις σε εταιρικά ομόλογα, τα τιτλοποιημένα δάνεια και τα τιτλοποιημένα εταιρικά ομόλογα. Από τον Ιούνιο του 2010 τα δάνεια προς τους ελεύθερους επαγγελματίες, τους αγρότες και τις ατομικές επιχειρήσεις δεν περιλαμβάνονται στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις, αλλά ως ξεχωριστή υποκατηγορία δανείων, σε εφαρμογή του Ευρωπαϊκού Συστήματος Λογαριασμών (ESA-95). Η αλλαγή αυτή είναι καθαρά στατιστικής φύσεως και δεν έχει επηρεάσει τους ρυθμούς μεταβολής και τις καθαρές ροές της πιστωτικής επέκτασης. Επιπλέον, στα δάνεια προς τα ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα περιλαμβάνονται και τα δάνεια προς εκκλησιαστικά ιδρύματα. Επίσης, το Δεκέμβριο του 2010 τα υπόλοιπα της χρηματοδότησης έχουν επηρεαστεί από αναταξινόμησης δανείων ορισμένων ΔΕΚΟ που μεταφέρθηκαν στη γενική κυβέρνηση, σύμφωνα με σχετική απόφαση της ΕΛ.ΣΤΑΤ.

της χώρας έφθασε τα 260,8 δισεκ. ευρώ. Από αυτά, το 88,3% ή 230,3 δισεκ. ευρώ αφορούν δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας και ειδικότερα προς τις επιχειρήσεις (109,6 δισεκ. ευρώ ή 42,0% του συνόλου των χορηγήσεων), τα νοικοκυριά (106,8 δισεκ. ευρώ ή 41,0%) και τους ελεύθερους επαγγελματίες ή αγρότες (13,9 δισεκ. ευρώ ή 5,3%). Στο συνολικό ποσό της χρηματοδότησης περιλαμβάνονται ακόμα 30,6 δισεκ. ευρώ προς τη γενική κυβέρνηση.

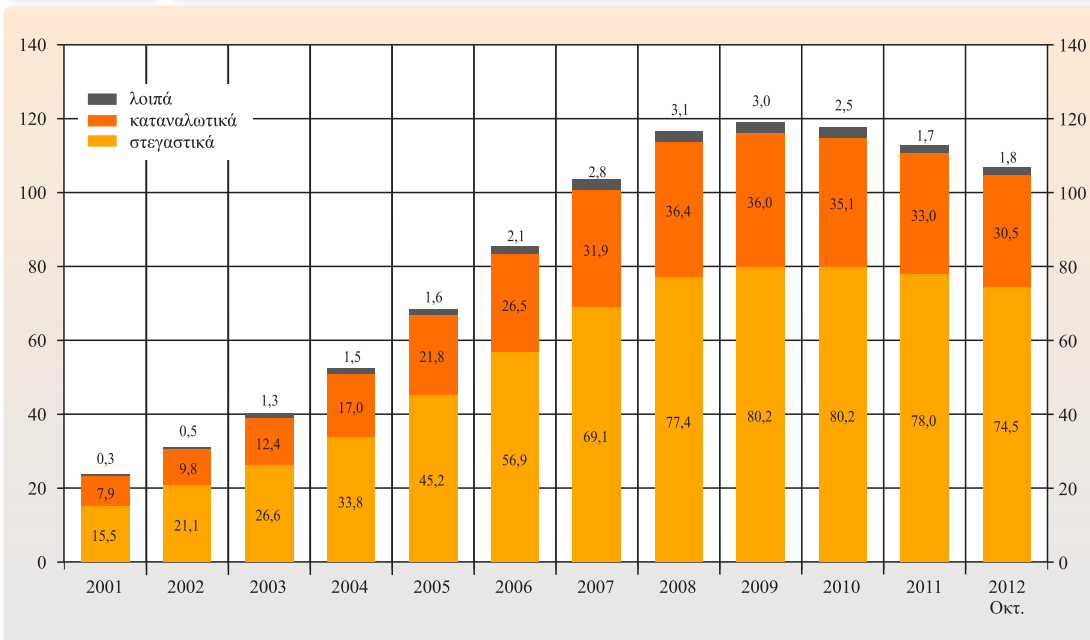
Από τη διαχρονική ανάλυση των στοιχείων του Διαγράμματος 11 προκύπτει ότι η συνολική χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας από το εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα, από 120,5 δισεκ. στο τέλος του 2001, έφθασε τα 286,4 δισεκ. στο τέλος του 2008, τα 300,0 δισεκ. στο τέλος του 2009 και την υψηλότερη τιμή της (320,5 δισεκ.) στο τέλος του 2010, ενώ αποκλιμακώθηκε σταδιακά στη συνέχεια, φθάνοντας τα 260,8 δισεκ. τον Οκτώβριο του 2012. Στην εξεταζόμενη περίοδο 2001-2012 τη μεγαλύτερη αύξηση από πλευράς χρηματοδότησης γνώρισε ο ιδιωτικός τομέας (αύξηση από το τέλος του 2001 έως το τέλος Οκτωβρίου του 2012: 234,2%) και ειδικότερα οι επιχειρήσεις (160,2%) και κυρίως τα νοικοκυριά (393,3%). Με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της συνολικής χρηματοδότησης του εγχώριου ιδιωτικού τομέα διαμορφώθηκε σε αρνητικά επίπεδα από τις αρχές του 2011 και σημείωσε συνεχή περαιτέρω μείωση έως τον Οκτώβριο του 2012, οπότε και διαμορφώθηκε σε -4,8%, έναντι -2,2% τον Οκτώβριο του 2011. Συνολικά, τον Οκτώβριο του 2012 η καθαρή ροή της συνολικής χρηματοδότησης προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα ήταν αρνητική κατά 1.037 εκατ. ευρώ (Οκτώβριος 2011: αρνητική καθαρή ροή 510 εκατ. ευρώ).

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αυξήθηκε με πολύ υψηλούς ρυθμούς μετά την ένταξη της χώρας στην ζώνη του ευρώ και έως το τέλος του 2008 (μέσος ετήσιος ρυθμός περίπου 15%), ενώ ανάλογη πορεία ακολούθησε και η χρηματοδότηση του κλάδου των κατασκευών, ενισχύοντας σημαντικά την ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων. Ειδικότερα, από 50,9 δισεκ. στο τέλος του 2001, σχεδόν διπλασιάστηκε στην επόμενη πενταετία και έφθασε τα 140,4 δισεκ. τον Ιούνιο του 2010 (περιλαμβάνονται και οι ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες και άλλες ατομικές επιχειρήσεις), ενώ αποκλιμακώθηκε σημαντικά στη συνέχεια (Οκτώβριος 2012: 123,5 δισεκ., εκ των οποίων 13,9 δισεκ. οι ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες και ατομικές επιχειρήσεις). Με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία, η καθαρή ροή της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις (πλην ελεύθερων επαγγελματιών, αγροτών και ατομικών επιχειρήσεων) ήταν τον Οκτώβριο του 2012 αρνητική κατά 605 εκατ. ευρώ και ο ετήσιος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης διαμορφώθηκε σε -5,6% έναντι -0,4% τον Οκτώβριο του 2011. Ανάλογα αρνητικός ήταν και ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων του κλάδου των κατασκευών, ο οποίος διαμορφώθηκε σε -5,5% τον Οκτώβριο του 2012 (Σεπτέμβριος 2012: -6,6%, Αύγουστος 2012: -7,4%), έναντι -2,8% τον αντίστοιχο μήνα του 2011.

Μετά την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ και την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, η οποία οδήγησε σε σημαντική μείωση των επιτοκίων δανεισμού λόγω του έντονου ανταγωνισμού, η χρηματοδότηση των νοικοκυριών αυξήθηκε με εκρηκτικούς ετήσιους ρυθ-

Διάγραμμα 12

Χρηματοδότηση των ιδιωτών και των ιδιωτικών μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων από τα εγχώρια NXI
(Σε δισεκ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

μούς, που σε ορισμένα έτη ξεπέρασαν και το 30%. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του υπολοίπου των δανείων προς τα ιδιωτικά νοικοκυριά στην περίοδο 2001-2008 έφθασε το 25,6%. Ειδικότερα, το υπόλοιπο των δανείων προς τα νοικοκυριά, από 23,7 δισεκ. στο τέλος του 2001, σχεδόν πενταπλασιάστηκε έως το τέλος του 2008 φθάνοντας τα 116,9 δισεκ., συνέχισε να αυξάνεται φθάνοντας στα 119,3 δισεκ. στο τέλος του 2009 και αποκλιμακώθηκε στη συνέχεια έως και τον Οκτώβριο του 2012, οπότε και περιορίστηκε στα 107,2 δισεκατομμύρια. Με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία, αρνητική κατά 328 εκατ. ήταν η καθαρή ροή χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά, ενώ ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης αυτής διαμορφώθηκε σε αρνητικά επίπεδα από το Νοέμβριο του 2010, φθάνοντας σε -4,1% τον Οκτώβριο του 2012 έναντι -3,6% τον Οκτώβριο του 2011 (Δεκέμβριος 2010: -1,2%, βλ. Διάγραμμα 12).

Αναλυτικότερα, τα στεγαστικά δάνεια, τα οποία αποτελούν το 69,8% (Οκτώβριος 2012) του συνόλου της χρηματοδότησης προς τους ιδιώτες και τα ιδιωτικά κερδοσκοπικά ιδρύματα (κυρίως νοικοκυριά), γνώρισαν στη δεκαετία του 2000 τους υψηλότερους ρυθμούς αύξησης έναντι όλων των άλλων χρηματοδοτήσεων, φθάνοντας το 38,9% και το 35,6% στο τέλος του 2001 και του 2002 αντίστοιχα. Σε απόλυτους όρους το υπόλοιπο των στεγαστικών δανείων, από 15,5 δισεκ. στο τέλος του 2001, τριπλασιάστηκε τα επόμενα 4 έτη (2005: 45,2 δισεκ.) και συνέχισε να αυξάνεται με υψηλούς ρυθμούς έως και τους πρώτους μήνες της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης (2009: 80,2 δισεκ.), ενώ διατηρήθηκε περίπου

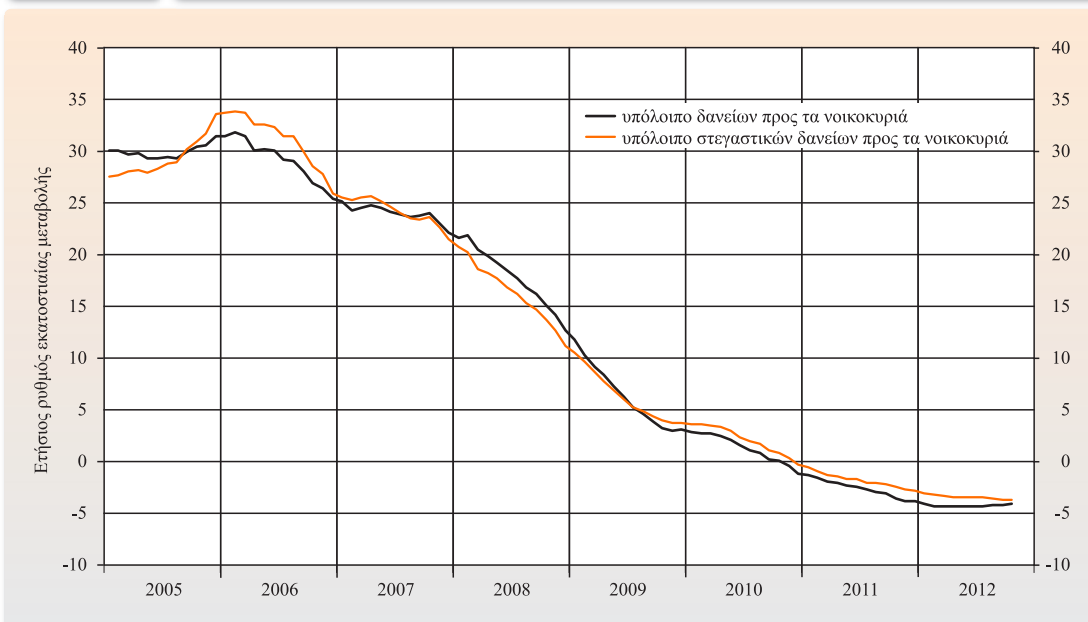
στα ίδια επίπεδα έως το τέλος του 2010 (80,2 δισεκ., βλ. Διάγραμμα 12) και αποκλιμακώθηκε στη συνέχεια (Οκτώβριος 2012: 74,5 δισεκατομμύρια). Αν ληφθούν υπόψη οι καθαρές ροές νέων στεγαστικών δανείων σε συνδυασμό με το υπόλοιπο των δανείων αυτών, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των στεγαστικών δανείων στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης μειώθηκε από 11,2% στο τέλος του 2008, σε 3,7% στο τέλος του 2009 και έγινε αρνητικός από το Δεκέμβριο του 2010 (-0,4%) και μετά (Οκτώβριος 2011: -2,4%, Οκτώβριος 2012: -3,7%).

Τα καταναλωτικά δάνεια τον Οκτώβριο του 2012 αποτελούσαν το 28,5% (2001: 33,1%, 2005: 31,8%) του συνόλου της χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά. Σε όρους υπολοίπου, τα καταναλωτικά δάνεια, από 7,9 δισεκ. στο τέλος του 2001, αυξήθηκαν στα 21,8 δισεκ. και 36,4 δισεκ. στο τέλος του 2005 και 2008, αντίστοιχα, και αποκλιμακώθηκαν στη συνέχεια, φθάνοντας τα 30,5 δισεκ. τον Οκτώβριο του 2012 (Διάγραμμα 12). Ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των καταναλωτικών δανείων κυμάνθηκε σε εξαιρετικώς υψηλά επίπεδα τα πρώτα χρόνια μετά την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ (42,3%, 24,2%, 27,2%, 37,9%, 28,7% το Δεκέμβριο του 2001, 2002, 2003, 2004 και 2005 αντίστοιχα), διατηρήθηκε σε διψήφια επίπεδα έως τους πρώτους μήνες της τρέχουσας κρίσης (Δεκέμβριος 2008: 11,2%) και αποκλιμακώθηκε ταχύτατα στη συνέχεια, περνώντας σε αρνητικό επίπεδο από το Μάιο του 2010 και φθάνοντας στο -5,2% τον Οκτώβριο του 2012. Τέλος, τα λοιπά δάνεια προς τα νοικοκυριά (εκτός καταναλωτικών και στεγαστικών) αποτελούν μόλις το 1,7% του συνόλου των δανείων που έχουν λάβει από τα πιστωτικά ιδρύματα τα ελληνικά νοικοκυριά (1,8 δισεκ. τον Οκτώβριο του 2012, έναντι 3,1 δισεκ. στο τέλος του 2008).

Για να συνοψιστούν τα προηγούμενα ευρήματα ως προς τη διαχρονική εξέλιξη των επιμέρους κατηγοριών χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα κατά την τελευταία δεκαετία, επισημαίνεται και πάλι η εκρηκτική αύξηση τόσο του συνόλου όσο και των επιμέρους κατηγοριών χορηγήσεων έως τους πρώτους μήνες της τρέχουσας κρίσης, καθώς και η σημαντική αποκλιμάκωση των θετικών ρυθμών μεταβολής τους έως σχεδόν το τέλος του 2010. Από το τέλος του 2010 και έως τον Οκτώβριο του 2012 (τελευταία διαθέσιμα στοιχεία) σχεδόν όλες οι επιμέρους κατηγορίες δανείων πέρασαν σε αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής και σε αρνητικές καθαρές ροές. Ειδικότερα, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 13, το σύνολο των δανείων προς τα νοικοκυριά (ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα) καταγράφει τους πρώτους αρνητικούς δωδεκάμηνους ρυθμούς μεταβολής από το Νοέμβριο του 2010 και το ίδιο συμβαίνει με τα στεγαστικά δάνεια από το Δεκέμβριο του 2010 (όπως και με το σύνολο της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα – επιχειρήσεις και νοικοκυριά – από τον Ιανουάριο του 2011). Επισημαίνεται ότι έως τον Οκτώβριο του 2012 (τελευταία διαθέσιμα στοιχεία) ο ρυθμός μεταβολής των δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά παραμένει έντονα αρνητικός, με σαφή τάση παραπέρα μείωσής του. Τα προηγούμενα στοιχεία καταδεικνύουν τη σημαντική έλλειψη ρευστότητας

Διάγραμμα 13

Χρηματοδότηση των νοικοκυριών και της αγοράς ακινήτων από τις τράπεζες (Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

στην ελληνική αγορά ακινήτων στη διάρκεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, γεγονός που δυσχεραίνει σημαντικά την ανάκαμψη της αγοράς.

Επισημαίνεται πάντως ότι ο δείκτης του υπολοίπου των δανείων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ελλάδα είναι σημαντικά χαμηλότερος σε σχέση με το σύνολο της ζώνης του ευρώ και τις περισσότερες από τις άλλες χώρες. Για παράδειγμα, οι χορηγήσεις στεγαστικών δανείων στα νοικοκυριά ως ποσοστό του ΑΕΠ έφθασαν το γ' τρίμηνο του 2012 στο 38,0% έναντι 37,6% το 2011, 36,2% το 2010, 34,9% το 2009 και 33,3% το 2008.⁴⁷

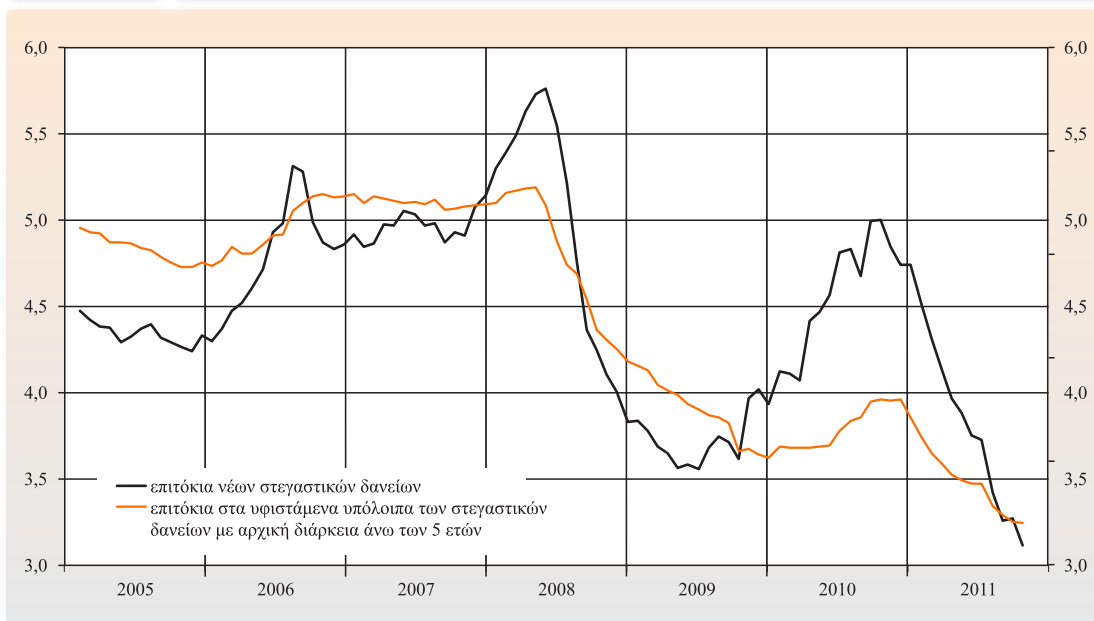
Είναι προφανές ότι οι προηγούμενες εξελίξεις ως προς τις χορηγήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων σχετίζονται με το κόστος δανεισμού και με το ύψος των επιτοκίων. Τα επιτόκια στις περισσότερες κατηγορίες νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα διαμορφώθηκαν τον Οκτώ-

⁴⁷ Για το σύνολο της ευρωζώνης ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα ήταν αρνητικός κατά 1,6% το Νοέμβριο του 2012 με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία (έναντι -1,4% τον προηγούμενο μήνα). Ο αντίστοιχος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 0,4% το Νοέμβριο του 2012, ενώ των δανείων για αγορά κατοικίας ανήλθε σε 1,2% και των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε σε -1,8% (βλ. ECB, Press Release, Monetary Developments in the Euro Area: November 2012, και στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ: http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index_en.html).

Για αναλυτική παρουσίαση των συνθηκών της πιστωτικής επέκτασης σε επίπεδο ευρωζώνης, βλ. επίσης Bank Lending Survey της ΕΚΤ (www.ecb.europa.eu, "Statistics" – "Monetary and financial statistics" – "Surveys" – "Bank lending survey"). Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής, οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ εφάρμοσαν αυστηρότερα κριτήρια χορήγησης πιστώσεων στα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις λόγω των προβλημάτων ρευστότητας και των αυξημένων κινδύνων από τη γενικότερη οικονομική κατάσταση.

Διάγραμμα 14

Επιτόκια νέων και υφιστάμενων στεγαστικών δανείων



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (περιλαμβάνονται και τα άλλα έξοδα που βαρύνουν τους δανειολήπτες, όπως έξοδα φακέλλου, εγγραφής προσημείωσης, κ.λ.π.).

βριο του 2012 σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα (στεγαστικά: 3,1%) από ό,τι το καλοκαίρι του 2011 (περίπου 5%). Πιο αναλυτικά, κατά την περίοδο της τρέχουσας κρίσης, με βάση τα στοιχεία του Διαγράμματος 14, υπήρξε συνεχής μείωση των επιτοκίων των νέων στεγαστικών δανείων από το Νοέμβριο του 2008 έως τα μέσα του 2010, ακολούθησε ανάκαμψη από το Μάρτιο του 2010 έως τον Αύγουστο του 2011 και συνεχής μείωση έκτοτε. Ανάλογη ήταν και η πορεία των επιτοκίων στα υφιστάμενα υπόλοιπα στεγαστικών δανείων.⁴⁸

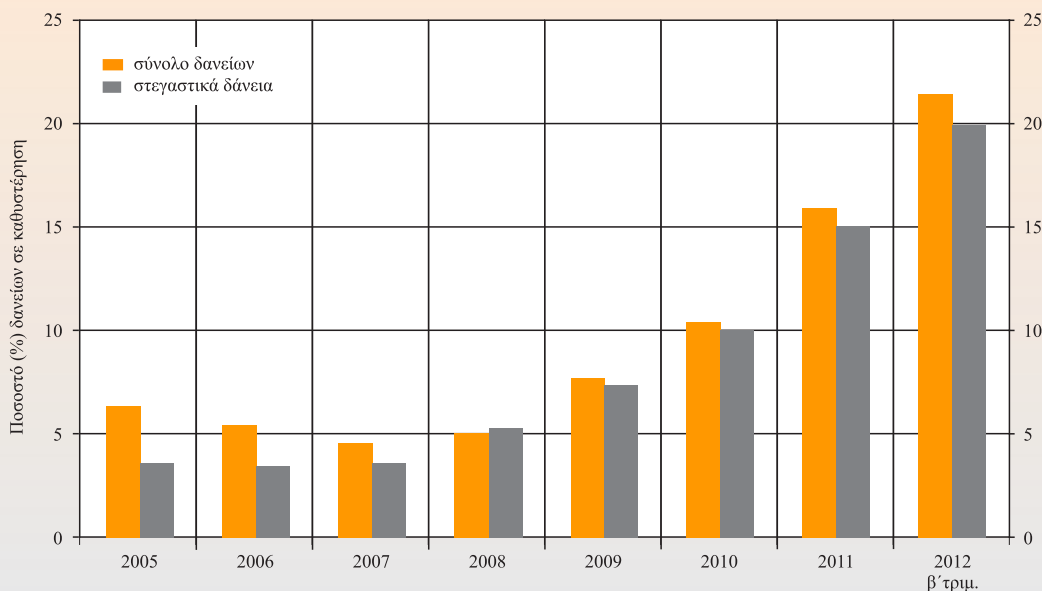
Στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης ασκήθηκαν μεγάλες πιέσεις στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα τόσο από την πλευρά της ρευστότητας όσο και από την αύξηση του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζικών χορηγήσεων. Η σημαντική επιδείνωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών συνοδεύθηκε, όπως ήταν αναμενόμενο, από σημαντική άνοδο του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων, ο οποίος τον Ιούνιο του 2012 έφθασε στο 21,6% έναντι 15,9%, 10,4%, 7,7% και 5,0% το Δεκέμβριο του 2011, 2010, 2009 και 2008 αντίστοιχα (Διάγραμμα 15). Στα στεγαστικά δάνεια, τα οποία καλύπτονται και από εμπράγματα εξασφαλίσεις, το ποσοστό σε καθυστέρηση ήταν 19,9% τον Ιούνιο του 2012, έναντι 15,0%, 10,0%, 7,4% και 5,3% το Δεκέμβριο του 2011, 2010, 2009 και 2008 αντίστοιχα.⁴⁹

⁴⁸ Στα επιτόκια των νέων στεγαστικών δανείων περιλαμβάνονται και τα άλλα έξοδα που βαρύνουν τους δανειολήπτες (έξοδα φακέλλου, εγγραφής προσημείωσης, κ.λ.π.).

⁴⁹ Το ποσοστό των δανείων σε καθυστέρηση (ως προς το σύνολο των δανείων) δημοσιεύεται στις διάφορες Εκθέσεις της ΤτΕ και τα πρωτογενή στοιχεία συγκεντρώνονται από το σύνολο των εμπορικών τραπεζών που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα.

Διάγραμμα 15**Δείκτες χρηματοοικονομικής πίεσης
(Ποσοστό δανείων σε καθυστέρηση)**

(1997 α' τρίμηνο=100)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Η αύξηση της χρηματοοικονομικής πίεσης επί των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης ήταν συνεχής.

8 Συμπεράσματα, ορισμένες ακόμα διαπιστώσεις και προτάσεις πολιτικής

Η μελέτη παρουσίασε τα βασικά χαρακτηριστικά και τις πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων, με έμφαση κυρίως στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης. Για την καταγραφή και ανάλυση των εξελίξεων αυτών παρουσιάστηκαν οι διαθέσιμοι βραχυχρόνιοι δείκτες (δείκτες τιμών και όγκου συναλλαγών, κόστους κατασκευής, επενδύσεων, προσδοκιών κ.ά.) και άλλα πρωτογενή στοιχεία (Κτηματολογίου, Υποθηκοφυλακείων, Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών κ.ά.) που δημοσιεύονται ή διατίθενται από διάφορους φορείς, καθώς και τα αποτελέσματα πρωτογενών ερευνών της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ) στα μεγαλύτερα κτηματομεσιτικά γραφεία και τα συμβολαιογραφικά γραφεία της χώρας. Στη μελέτη παρουσιάστηκαν επίσης οι πρωτοβουλίες και τα επόμενα βήματα της ΤτΕ στην προσπάθειά της για μια πιο αξιόπιστη καταγραφή των εξελίξεων αυτών και κυρίως τη διάχυση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών.

Όπως προέκυψε από την ανάλυση της μελέτης, η ελληνική αγορά ακινήτων έχει εισέλθει σε τροχιά έντονης ύφεσης από το τέλος του 2008 και εξακολουθεί να συρρικνώνεται, καθώς παραμέ-

νουν αρνητικές οι μεσοπρόθεσμες προσδοκίες. Η ύφεση στην αγορά επαγγελματικών ακινήτων είχε αρχίσει περίπου δύο χρόνια ενωρίτερα από ό,τι στην αγορά οικιστικών ακινήτων. Η σημαντική αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης της ακίνητης περιουσίας τα τελευταία έτη και κυρίως το ασταθές οικονομικό περιβάλλον της χώρας, αλλά και οι περιορισμοί από την πλευρά της τραπεζικής χρηματοδότησης, έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην ελληνική κτηματαγορά, εντείνοντας την ύφεση και δυσχεραίνοντας ακόμη περισσότερο την ανάκαμψή της. Έτσι, σε όλη την περίοδο της τρέχουσας κρίσης η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από υπερβάλλουσα προσφορά, με πολύ χαμηλή ζήτηση και σημαντικό απόθεμα ακινήτων προς πώληση (εκτιμάται περίπου στις 180.000). Η εξαιρετικά περιορισμένη ζήτηση μπορεί να αποδοθεί, μεταξύ άλλων, στην αβεβαιότητα για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, στις έντονες προσδοκίες για περαιτέρω αποκλιμάκωση των τιμών, στην αβεβαιότητα των νοικοκυριών για την απασχόληση και τα μελλοντικά τους εισοδήματα, στους σημαντικούς περιορισμούς από την πλευρά της τραπεζικής χρηματοδότησης και της έλλειψης ρευστότητας στην αγορά, στην υπέρμετρη φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας, καθώς και στη συνεχιζόμενη αστάθεια του φορολογικού πλαισίου, τη γραφειοκρατική υφή (έκδοση αδειών κ.λπ.) και πολυπλοκότητα του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου (πολεοδομικών κανονισμών, χωροταξικού σχεδιασμού και χρήσεων γης κ.ά.), αλλά και το υψηλό κόστος συναλλαγών και τις υποχρεωτικές επιβαρύνσεις κατά τη μεταβίβαση των ακινήτων.

Η αποκλιμάκωση των τιμών στην αγορά κατοικιών συνεχίστηκε με εντονότερο ρυθμό τους πρώτους εννέα μήνες του 2012, καθώς τα πρώτα έτη της τρέχουσας κρίσης είχε καταγραφεί σχετική ανθεκτικότητα των τιμών των κατοικιών. Ειδικότερα, με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνει η ΤτΕ από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι τιμές των διαμερισμάτων υποχώρησαν κατά 9,3%, 10,2% και 11,7% το α', β' και γ' τρίμηνο του 2012 αντίστοιχα, έναντι 3,7% το 2009, 4,7% το 2010 και 5,4% το 2011. Από την αρχή της τρέχουσας κρίσης (γ' τρίμηνο του 2008) έως το γ' τρίμηνο του 2012 η συνολική ονομαστική υποχώρηση των τιμών των διαμερισμάτων έφθασε το 24,2% (ή 30,9% σε πραγματικούς όρους). Μεγαλύτερη υποχώρηση των τιμών των κατοικιών στην περίοδο της κρίσης καταγράφεται με βάση τις πληροφορίες που συγκεντρώνει η ΤτΕ από τα κτηματομεσιτικά γραφεία.

Η μείωση των τιμών των κατοικιών από την αρχή της τρέχουσας κρίσης και έως το τέλος του 2011 ήταν ταχύτερη για τα “παλαιά” διαμερίσματα (ηλικίας άνω των 5 ετών) από ό,τι για τα “νέα” (ηλικίας έως 5 ετών). Το γεγονός αυτό αντανακλά τη σχετικά μεγαλύτερη ανθεκτικότητα των τιμών των νεόδμητων διαμερισμάτων, που κατά κανόνα διατίθενται προς πώληση από τους κατασκευαστές, η οποία ωστόσο φαίνεται να κάμπτεται με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία για το α', β' και γ' τρίμηνο του 2012. Στη σχετική αυτή ανθεκτικότητα των τιμών εκτιμάται ότι συνέβαλαν το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης, ο μεγάλος αριθμός των πολύ μικρών επιχειρήσεων οικογενειακού χαρακτήρα που δραστηριοποιούνται στην κατασκευή κατοικιών, η υψηλή κερδοφορία των επιχειρήσεων αυτών πριν από την τρέχουσα κρίση και η μικρή εξάρτησή τους από τον τραπεζικό δανεισμό, η χαμηλή συχνότητα μεταπώλησης των ακινήτων, το υψηλό κόστος συναλλα-

γών (φορολογία μεταβιβάσεων, συμβολαιογραφικά και δικηγορικά έξοδα, κ.λπ.), το αυξανόμενο κόστος κατασκευής, που δυσχεραίνει την αντικατάσταση του διαθέσιμου αποθέματος κατοικιών, η αυξημένη εμπιστοσύνη των ελληνικών νοικοκυριών προς την ακίνητη περιουσία κ.ά.

Από την ανάλυση των στοιχείων κατά γεωγραφική περιοχή προκύπτει ότι οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων στην περίοδο της κρίσης (από το γ' τρίμηνο του 2008 έως το γ' τρίμηνο του 2012) μειώθηκαν ταχύτερα στη Θεσσαλονίκη (28,2%) έναντι της Αθήνας (23,9%) και κυρίως των άλλων μεγάλων πόλεων (22,0%). Επιπλέον, οι μεγαλύτερες υποχωρήσεις των ζητούμενων τιμών σημειώθηκαν τόσο στις σχετικά πιο ακριβές περιοχές όσο και σε περιοχές με ακίνητα μεγάλου εμβαδού.

Με βάση τις προσδοκίες των νοικοκυριών αλλά και τη διάχυτη ακόμα αβεβαιότητα, εκτιμάται ότι οι πτωτικές πιέσεις στις τιμές των ακινήτων είναι πιθανό να συνεχιστούν και τα επόμενα τρίμηνα, με περιορισμένο ωστόσο τον κίνδυνο απότομης μεταβολής τους. Εντούτοις, μετά τη συνεχή αποκλιμάκωση των τιμών τα τελευταία έτη η ελληνική αγορά ακινήτων πιθανότατα δεν παρουσιάζει χαρακτηριστικά ουσιώδους υπερτίμησης. Επισημαίνεται ότι υποχώρησε σημαντικά τα τελευταία πέντε έτη ο λόγος του δείκτη τιμών των κατοικιών προς το δείκτη των ενοικίων (71,4 το γ' τρίμηνο του 2012, 2007=100), ο οποίος συνήθως αξιολογείται μαζί με άλλους παράγοντες (π.χ. επιτόκια, αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων, φάση οικονομικού κύκλου) προκειμένου να διερευνηθεί το ενδεχόμενο υπερεκτίμησης της τρέχουσας αξίας των ακινήτων.

Κατά την περίοδο της κρίσης καταγράφεται στροφή του αγοραστικού ενδιαφέροντος των νοικοκυριών προς ακίνητα μικρότερου εμβαδού, σε μεσαίου κόστους περιοχές, παλαιότερα και κυρίως μικρότερης αξίας. Σημειώνεται επίσης αύξηση του ποσοστού των συναλλαγών σε μετρητά και του μεριδίου των μετρητών στη συνολική χρηματοδότηση της απόκτησης ακινήτων.

Συνεχίζεται η έντονη μείωση του όγκου της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας, ενώ ανάλογη είναι και η μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες κατά την περίοδο της κρίσης. Ομοίως, ο αριθμός των απασχολούμενων στον κλάδο των κατασκευών μειώθηκε έντονα τα τελευταία τρία έτη. Με βάση τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού της ΕΛ.ΣΤΑΤ., ο συνολικός αριθμός απασχολούμενων στις κατασκευές, από 399 χιλιάδες το γ' τρίμηνο του 2008, μειώθηκε στις 205 χιλιάδες το γ' τρίμηνο του 2012 (μείωση κατά 6,6% το 2009, 12,7% το 2010, 22,5% το 2011 και 17,4% τους πρώτους εννέα μήνες του 2012).

Ο κλάδος των εμπορικών ακινήτων (γραφεία, καταστήματα, βιομηχανικά κτίρια, αποθηκευτικοί χώροι κ.λπ.) εμφανίζει συνεχή πτώση τα τελευταία έτη, με σημαντικές πιέσεις για επαναδιαπραγμάτευση και μείωση των ενοικίων, ιδίως σε συνοικιακά εμπορικά ακίνητα, σε αποθηκευτικούς χώρους και σε μη ανταγωνιστικά κτίρια γραφείων.⁵⁰ Σε όλη την περίοδο της τρέ-

⁵⁰ Στην αγορά επαγγελματικών ακινήτων δραστηριοποιούνται και οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ), οι οποίες το πρώτο εξάμηνο του 2012 κατέγραψαν σημαντική απομείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου των ακινήτων τους (κατά 8,2% για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών), γεγονός που οδήγησε τις περισσότερες από αυτές σε αρνητικά αποτελέσματα (ζημιές).

χουσας κρίσης, καταγράφονται μειούμενη ζήτηση για επαγγελματικά ακίνητα με στροφή των επιχειρήσεων προς φθηνότερη επαγγελματική στέγη, υπερβάλλουσα προσφορά με αύξηση των κενών εμπορικών καταστημάτων και γραφείων και πτωτική τάση των τιμών. Οι μεταβιβάσεις στην αγορά αυτή έχουν μειωθεί έντονα, ενώ ο περιορισμός της χρηματοδότησης, σε συνδυασμό με τη γενικότερη αβεβαιότητα στο οικονομικό περιβάλλον, συντηρεί τη σχετική επιφυλακτικότητα ως προς την ανάπτυξη νέων επενδυτικών σχεδίων.

Η υποχώρηση των ενοικίων και η επαναδιαπραγμάτευση μισθωτήριων συμβολαίων των επαγγελματικών ακινήτων έχουν συμβάλει στη μείωση των ενοικίων που καταβάλλει το Δημόσιο για τη στέγαση των υπηρεσιών του. Ειδικότερα, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομικών, το 2011 δαπανήθηκαν συνολικά 155,8 εκατ., που αφορούν συνολικά 2.639 συμβάσεις μίσθωσης, ενώ η αντίστοιχη δαπάνη είχε φθάσει τα 169,7 εκατ. το 2010 και τα 178,1 εκατ. το 2009 (μείωση κατά 8,2% το 2011 και 4,7% το 2010).⁵¹ Εκτιμάται πάντως ότι ακόμη υπάρχουν σημαντικά περιθώρια εξοικονόμησης πόρων για το Δημόσιο από τη μείωση της δαπάνης για μισθώματα, με τη μετεγκατάσταση υπηρεσιών του από ενοικιαζόμενα κτίρια σε ιδιόκτητα τα οποία παραμένουν αναξιοποίητα.

Η σημαντική αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης της ακίνητης περιουσίας τα τελευταία τρία έτη (στο πλαίσιο της προσπάθειας ενίσχυσης των δημόσιων εσόδων) εκτιμάται ότι έχει επιτείνει την ύφεση στην αγορά ακινήτων. Από τις πιο σημαντικές πρόσφατες φορολογικές επιβαρύνσεις αναφέρονται η επιβολή του έκτακτου ειδικού τέλους ηλεκτροδοτούμενων δομημένων επιφανειών, που επιβάλλεται επί των ακινήτων μέσω των λογαριασμών της ΔΕΗ, η σημαντική μείωση του αφορολογήτου για την επιβολή του φόρου ακίνητης περιουσίας, η αύξηση του ΦΠΑ στην αγορά νεόδμητων κτισμάτων και στην αντιπαροχή, η πρόσφατη επιβολή νέου φόρου υπεραξίας κ.ά. Πέραν των επιβαρύνσεων αυτών, οι συνεχείς εξαγγελίες και αναβολές για επιμέρους πρόσθετα μέτρα παρατείνουν την αβεβαιότητα ως προς το φορολογικό καθεστώς των ακινήτων (αύξηση των αντικειμενικών αξιών, επιβολή ΦΠΑ στα επαγγελματικά ακίνητα των φυσικών προσώπων κ.ά.) και δυσχεραίνουν ακόμη περισσότερο τη μελλοντική ανάκαμψη της αγοράς. Για παράδειγμα, η αλλαγή των αντικειμενικών τιμών (που προσδιορίζουν την αξία των ακινήτων για φορολογικούς σκοπούς), αν και χρονικά έχει προσδιοριστεί πολλές φορές στο παρελθόν, δεν έχει υλοποιηθεί. Πάντως, η αναπροσαρμογή των αντικειμενικών τιμών στα επίπεδα των τιμών της αγοράς έχει αναβληθεί για το 2013 και αναμένεται να οδηγήσει σε σημαντικές αναπροσαρμογές της φορολογητέας αξίας των ακινήτων (ιδίως σε περιοχές όπου η διαφορά αντι-

⁵¹ Στη μείωση των δαπανών αυτών του Δημοσίου συνέβαλε και η νομοθετική παρέμβαση (άρθρο 21 του Ν. 4002/2011) που προέβλεπε ότι τα μισθώματα που καταβάλλονται από το Ελληνικό Δημόσιο και τους φορείς του δημόσιου τομέα για τη μίσθωση ακινήτων στα οποία στεγάζονται υπηρεσίες τους μειώνονται κατά ποσοστό 20% (με βάση το ύψος των μισθωμάτων της χρήσης Ιουλίου 2010). Για το 2012 και τα επόμενα έτη προβλέπεται περαιτέρω μείωση της δαπάνης αυτής, καθώς με διάταξη του Ν. 4081/2012 μειώθηκαν εν νέου τα μισθώματα που καταβάλλονται από το Δημόσιο για τη μίσθωση ακινήτων. Η μείωση αυτή κυμαίνεται από 10% για ακίνητα των οποίων το μηνιαίο μίσθωμα είναι μικρότερο των 1.000 ευρώ, 15% για ακίνητα με μίσθωμα από 1.000 έως 2.000 ευρώ, 20% για ακίνητα με μίσθωμα 2.000 έως 3.000 ευρώ και 25% για ακίνητα με μίσθωμα άνω των 3.000 ευρώ.

κειμενικών-εμπορικών τιμών είναι μεγάλη), οι οποίες θα συμπαрасύρουν πολλούς φόρους προς τα πάνω, επιτείνοντας την έντονη αβεβαιότητα και την ύφεση στην ελληνική κτηματαγορά.⁵² Μια τέτοια αναπροσαρμογή θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να συνδυαστεί με εξορθολογισμό της φορολογίας των ακινήτων, στην κατεύθυνση τόσο της μείωσης της φορολογίας των μεταβιβάσεων⁵³ όσο και της κατάργησης επιμέρους επιβαρύνσεων και της θέσπισης ή διατήρησης ενός πολύ μικρού αριθμού ενιαίων φόρων που θα αντικαταστήσουν το πλήθος των υπαρχόντων (π.χ. ενιαίος φόρος επί των συναλλαγών και ανάλογος ενιαίος φόρος επί της ιδιοκτησίας ακινήτων).⁵⁴

Η προοπτική ανάκαμψης της αγοράς ακινήτων εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τη βελτίωση των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα, καθώς και από τον περιορισμό της αβεβαιότητας, την ενίσχυση των προοπτικών ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας και τη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης των ακινήτων.⁵⁵

Τέλος, εκτιμάται ότι η επίδραση της αξίας της ακίνητης περιουσίας στην κατανάλωση των νοικοκυριών (wealth effect) είναι μάλλον περιορισμένη στην περίπτωση της Ελλάδος.⁵⁶ Όσον αφορά τον πληθωρισμό, η αγορά κατοικίας έχει σημαντικό αντίκτυπο στις προοπτικές του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, καθώς οι τιμές των κατοικιών επηρεάζουν τα ενοίκια, τα οποία αποκλιμακώθηκαν στην περίοδο της τρέχουσας κρίσης.

⁵² Πράγματι, οι αντικειμενικές αξίες των ακινήτων χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του ύψους διαφόρων επιμέρους φόρων, τελών, εισφορών και προστίμων που σχετίζονται με τα ακίνητα, όπως είναι οι φόροι μεταβίβασης, χρησικτησίας, ανταλλαγής, διανομής, κληρονομιών, γονικών παροχών και δωρεών, το πρόσφατα επιβληθέν ειδικό τέλος στα ηλεκτροδοτούμενα ακίνητα με οικιακή ή εμπορική χρήση, ο φόρος ακίνητης περιουσίας, το τέλος ακίνητης περιουσίας (ΤΑΠ) των ΟΤΑ κ.ά. Επίσης, η αντικειμενική αξία συνδέεται με το κόστος συμβολαίων μεταβίβασης (συμβολαιογραφικά έξοδα, παράσταση δικηγόρου, τέλη μεταγραφής κ.ά.) και τα τέλη και τις εισφορές οικοδομικών αδειών, ενώ χρησιμοποιείται και για τον προσδιορισμό των τεκμαρτών εισοδημάτων από ακίνητα και των φορολογικών τεκμηρίων διαβίωσης από ιδιότητα ή μισθωμένη κατοικία.

⁵³ Επισημαίνεται ότι η φορολογία επί των μεταβιβάσεων και των γονικών παροχών στην Ελλάδα βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με τις άλλες χώρες της ΕΕ, ενώ εκτιμάται ότι η μείωσή της θα αυξήσει την πολύ χαμηλή συχνότητα των συναλλαγών στην αγορά ακινήτων.

⁵⁴ Τα στοιχεία που παρουσιάζονται στη μελέτη του Μ. Χαλιάσου στον παρόντα τόμο τεκμηριώνουν μεγάλα ποσοστά ιδιοκατοίκησης σχεδόν σε όλη την κατανομή του καθαρού πλούτου στην Ελλάδα και τις άλλες χώρες του ευρωπαϊκού νότου. Αυτά τα ποσοστά με τη σειρά τους υποδηλώνουν ότι τα μέτρα φορολόγησης ακινήτων δεν πλήττουν μόνον εκείνους με μεγάλα εισοδήματα και πλούτο, αλλά και μεγάλα στρώματα του πληθυσμού μεγαλύτερων ηλικιών με μικρή δυνατότητα εξασφάλισης ρευστότητας μέσω δανεισμού ή προσαρμογής των ωρών εργασίας. Προκύπτει επίσης πόσο περιορισμένα είναι τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία των Νοτιοευρωπαίων, σε αντίθεση με τους Βορειοευρωπαίους. Ο μικρός βαθμός ρευστότητας περιορίζει σημαντικά τη δυνατότητα των χωρών του ευρωπαϊκού νότου, που υφίστανται προγράμματα λιτότητας στο πλαίσιο της δημοσιονομικής κρίσης, να αντεπεξέλθουν σε μεγάλες και διαρκείς μειώσεις μισθών και συντάξεων και αυξήσεις φόρων στην περιουσία.

⁵⁵ Κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών, το υψηλό επίπεδο οικονομικής αλλά και πολιτικής αβεβαιότητας όχι μόνο στην Ελλάδα αλλά και σε άλλες χώρες της ΕΕ (π.χ. Ιταλία, Ισπανία, Κύπρος) είχε αρνητικές επιπτώσεις στα κρατικά ασφαλιστικά κινδύνου και τις επιμέρους αγορές. Όπως διατυπώνεται στο European Commission (2012), η αναστροφή αυτής της τάσης θα μπορούσε να έχει σημαντική θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη στις χώρες αυτές.

⁵⁶ Η διεθνής βιβλιογραφία έχει δείξει ότι η αντίδραση της καταναλωτικής δαπάνης στις μεταβολές των τιμών των κατοικιών είναι εντονότερη στις χώρες με πιο ολοκληρωμένες αγορές στεγαστικής πίστης παρά σε εκείνες όπου οι αγορές αυτές είναι λιγότερο ολοκληρωμένες (IMF, 2008). Η μελέτη της ECB (2009) δείχνει ότι η επίδραση του πλούτου στην κατανάλωση είναι περιορισμένη στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με τις ΗΠΑ και το Ην. Βασίλειο. Εν μέρει, αυτό αντιστακώνει το γεγονός ότι στη ζώνη του ευρώ δεν είναι τόσο διαδεδομένο το φαινόμενο τα νοικοκυριά να δανείζονται χρησιμοποιώντας ως εξασφάλιση την περιουσία τους για να χρηματοδοτήσουν την κατανάλωσή τους (Campbell and Cocco, 2007). Όσον αφορά ειδικότερα την Ελλάδα, το φαινόμενο αυτό αναμένεται ότι είναι ακόμη πιο περιορισμένο, δεδομένου ότι, παρά την ταχεία άνοδο του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων κατά τα τελευταία έτη πριν την τρέχουσα κρίση, η ετήσια αύξησή τους ως απόλυτο μέγεθος υπολείπεται ακόμη σημαντικά των ετήσιων επενδύσεων σε κατοικίες (Συμιγιάννης και Χονδρογιάννης, 2009).

Η αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου

Σε σχέση με τη συζήτηση και την προσπάθεια που γίνεται για την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου επισημαίνονται τα εξής: Παρά τις συχνές εξαγγελίες και την πρόσφατη εντατικοποίηση της προσπάθειας για την αξιοποίηση της δημόσιας ακίνητης περιουσίας, τα πάγια προβλήματα της ελληνικής δημόσιας διοίκησης δυσχεραίνουν την εμφάνιση αξιόλογων αποτελεσμάτων στην κατεύθυνση της ενίσχυσης των δημόσιων εσόδων. Λαμβάνοντας υπόψη τους παράγοντες που λειτουργούν ανασταλτικά στην υλοποίηση του συνολικού προγράμματος αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας, η Διοίκηση του Ταμείου Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ), το οποίο από τον Αύγουστο του 2011 έχει αναλάβει το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων, αρχικά είχε εκτιμήσει ότι το 2012 μπορούν να εισπραχθούν περίπου 3,2 δισεκατομμύρια. Στο 2ο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής (Φεβρουάριος 2012) ο στόχος για τα συνολικά έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις και αξιοποίηση ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου αναπροσαρμόστηκε από 50 δισεκ. σε 19 δισεκ. έως και το 2015. Σύμφωνα όμως με το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2013-2016 (Νοέμβριος 2012), εκτιμάται ότι εντός της περιόδου 2013-2016 θα εισπραχθούν περί τα 9,5 δισεκ., ενώ ο στόχος για το 2013 είναι 2.586 εκατομμύρια. Ο συνολικός στόχος για είσπραξη 50 δισεκ. εκτιμάται πλέον ότι θα επιτευχθεί μετά το 2020. Οι αποκρατικοποιήσεις που ολοκληρώθηκαν το 2011 απέδωσαν στο Δημόσιο συνολικά έσοδα 1,6 δισεκατομμυρίων.⁵⁷

Περίπου το 50% των αναμενόμενων εσόδων από το συνολικό πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων και αξιοποίησης της περιουσίας του Δημοσίου θα προέλθει από την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας, 30% από παραχωρήσεις υποδομών και λιγότερο από 20% από πώληση μετοχών εταιριών. Είναι προφανές ότι η μεγαλύτερη έμφαση θα πρέπει πλέον να δοθεί στην αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου, όπου καταγράφονται περισσότερες δυσκολίες και, κυρίως για αντικειμενικούς λόγους, σχετικές υστερήσεις. Εξάλλου, εντός της πρώτης διετίας του συνολικού προγράμματος το μεγαλύτερο ποσοστό των εσόδων αναμένεται να προέλθει από την αξιοποίηση του εταιρικού χαρτοφυλακίου του Δημοσίου και στην κατεύθυνση αυτή έχουν ήδη ληφθεί σημαντικές αποφάσεις (πρόσφατη κατάργηση του ελάχιστου ποσοστού του Ελληνικού Δημοσίου σε μια σειρά κρατικών επιχειρήσεων όπως ΕΛΠΕ, ΔΕΗ, ΟΠΑΠ, ΟΔΙΕ, ΕΥΔΑΠ, ΕΥΑΘ, ΕΛΤΑ, Οργανισμό Λιμένος Πειραιώς, Οργανισμό Λιμένος Θεσσαλονίκης κ.ά.).

Για τη διευκόλυνση της αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου θα πρέπει να επιταχυνθούν οι διαδικασίες έκδοσης των απαραίτητων διοικητικών αποφάσεων, που θα λύσουν τα σοβαρά και χρόνια προβλήματα που υπάρχουν. Μεταξύ των προβλημάτων αυτών είναι η αποσπασματική και ελλιπής καταγραφή των ακινήτων του Δημοσίου, η ανυπαρξία πλή-

⁵⁷ Ειδικότερα πραγματοποιήθηκε η πώληση του 10% του ΟΤΕ (έσοδα 392 εκατ.), η πώληση άδειας παιγνιομηχανών στον ΟΠΑΠ (555 εκατ.) και η επέκταση της υπάρχουσας άδειάς του (475 εκατ.), καθώς και η επέκταση αδειών κινητής τηλεφωνίας (380 εκατομμύρια).

ρους και ακριβούς κτηματολογίου, οι εκκρεμότητες όσον αφορά τον επανακαθορισμό των χρήσεων γης και την οριοθέτηση του αιγιαλού και της παραλίας, ο μεγάλος αριθμός των απαιτούμενων οικοδομικών, περιβαλλοντικών και χωροταξικών αδειών, οι συνεχείς καταπατήσεις και χρόνιες δικαστικές διενέξεις που αφορούν σημαντικό μέρος των ακινήτων του Δημοσίου, η ανυπαρξία ενεργού αγοράς δικαιωμάτων γης, αλλά και οι πολλαπλές δεσμεύσεις και οι περιορισμοί που υπάρχουν (π.χ. προστασία του περιβάλλοντος ή της τοπικής αρχιτεκτονικής ταυτότητας, αρχαιολογικοί περιορισμοί, νομοθεσία περί κληροδοτημάτων). Ως παράγοντες που δυσχεραίνουν την προσπάθεια αξιοποίησης αναφέρονται επίσης οι απαιτούμενες απαραίτητες διαδικασίες πολλαπλών ελέγχων (από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Ελεγκτικό Συνέδριο), η έλλειψη συντονισμού των συναρμόδιων φορέων για τη χάραξη στρατηγικής και πολιτικής, το περιορισμένο ενδιαφέρον από την πλευρά των επενδυτών, αλλά και τα σοβαρά προβλήματα ως προς τη χρηματοδότηση. Επιπλέον, η έντονη ύφεση που χαρακτηρίζει την ελληνική αγορά ακινήτων τα πρόσφατα έτη και η διάχυτη οικονομική αβεβαιότητα δεν διευκολύνουν τις όποιες προσπάθειες αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας.⁵⁸

Είναι επιτακτική η ανάγκη να ενταθεί η απαραίτητη δράση και να επιταχυνθεί η επίλυση των προηγούμενων προβλημάτων, με προτεραιότητα για τα νομικά και τεχνικά ζητήματα πολεοδομικού σχεδιασμού και έκδοσης αδειών που δυσχεραίνουν την αξιοποίηση των ακινήτων του Δημοσίου. Η επίλυση των προβλημάτων αυτών είναι βέβαιο ότι θα δημιουργήσει σημαντική υπεραξία για τη δημόσια ακίνητη περιουσία, αλλά κυρίως θα συμβάλει στην προσέλκυση ξένων επενδυτών στην ελληνική αγορά ακινήτων, με πρόσθετα αναπτυξιακά οφέλη για τις τοπικές κοινωνίες και οικονομίες. Με τον τρόπο αυτό θα δοθεί το κατάλληλο μήνυμα προς τους ενδιαφερόμενους επενδυτές και τις αγορές ότι το Ελληνικό Δημόσιο προχωρεί με πειστικό τρόπο στις αποκρατικοποιήσεις και στην αξιοποίηση της περιουσίας του.

Η στρατηγική αξιοποίησης θα πρέπει να αναπτύσσεται και να ολοκληρώνεται με τον εντοπισμό των διαθέσιμων προς αξιοποίηση ακινήτων, την επίλυση των υφιστάμενων προβλημάτων (νομικών, πολεοδομικών κ.ά.), την ένταξη της αξιοποίησης των ακινήτων αυτών στον γενικότερο σχεδιασμό της πολιτείας και, τέλος, την αδιάβλητη διαδικασία εκχώρησης της εκμετάλλευσής των ακινήτων με αντικειμενικά και διαφανή κριτήρια αξιολόγησης των υποβαλλόμενων προσφορών. Η άμεση προτεραιότητα θα πρέπει να δοθεί στην επιλογή επενδυτών για την αξιοποίηση των “καθαρών” ακινήτων του Δημοσίου (δηλαδή αυτών ως προς τα οποία δεν υπάρχουν νομικά, πολεοδομικά ή τεχνικά προβλήματα), τόσο για τη διασφάλιση άμεσων εσό-

⁵⁸ Ανάλογα προβλήματα ως προς την προσπάθεια εφαρμογής του προγράμματος αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας επισημαίνει και το ΤΑΙΠΕΔ. Ειδικότερα, ως βασικοί ανασταλτικοί παράγοντες στην προσπάθεια αυτή αναφέρονται η απαιτούμενη σημαντική προετοιμασία για την επίλυση πολλών νομικών και τεχνικών προβλημάτων που σχετίζονται με τα προς αξιοποίηση περιουσιακά στοιχεία, ο συντονισμός των συναρμόδιων φορέων για τη χάραξη στρατηγικής και πολιτικής, οι απαιτούμενες διαδικασίες πολλαπλών ελέγχων (από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Ελεγκτικό Συνέδριο), η ανυπαρξία ενεργού αγοράς δικαιωμάτων γης, το περιορισμένο ενδιαφέρον από την πλευρά των επενδυτών, τα προβλήματα ως προς τη χρηματοδότηση κ.ά. Βλ. και Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2011, Ενότητα V.2, καθώς και Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2010, Ειδικό Θέμα 3.

δων για το κράτος όσο και για την άμεση τόνωση της απασχόλησης και του τουρισμού, καθώς σημαντικό ποσοστό τέτοιων ακινήτων βρίσκεται σε τουριστικά αξιοποιήσιμες θέσεις. Η σημασία της επιτυχίας των πρώτων σχετικών διαγωνισμών είναι πολύ μεγάλη, καθώς αναμένεται να αντιστρέψουν το αρνητικό κλίμα που επικρατεί σήμερα και να ενεργοποιήσουν το διεθνές επενδυτικό ενδιαφέρον.

Στην παρούσα φάση της έντονης ύφεσης στην αγορά ακινήτων, εκτιμάται οι θεσμοί των συμβάσεων παραχώρησης και των μακροχρόνιων μισθώσεων είναι ιδιαιτέρως αποτελεσματικά εργαλεία ταχείας αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας, που θα ενεργοποιήσουν τις άμεσες ξένες και άλλες ιδιωτικές επενδύσεις, στηρίζοντας την οικονομική ανάκαμψη, τη βελτίωση του κλίματος της αγοράς, καθώς και τα δημόσια έσοδα.

Στην κατεύθυνση της μείωσης του λειτουργικού κόστους του Δημοσίου, είναι απαραίτητη η άμεση μετεγκατάσταση των υπηρεσιών του από μισθωμένα σε κενά ιδιόκτητα ακίνητα του ευρύτερου δημόσιου τομέα (ασφαλιστικών ταμείων, ΟΤΑ κ.ά.), για τα οποία δεν απαιτείται σημαντικό κόστος ανακατασκευής ή ανακαίνισης.

Ορισμένες ακόμα προτάσεις πολιτικής

Με βάση τις προηγούμενες διαπιστώσεις, γίνεται φανερό ότι η ενίσχυση της ζήτησης στην αγορά ακινήτων προϋποθέτει μια σειρά παρεμβάσεων στους τομείς της γραφειοκρατίας, των επιβαρύνσεων των πράξεων αγοραπωλησίας, της έλλειψης διαφάνειας και της πολυπλοκότητας του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου. Είναι επίσης προφανές ότι βασική παράμετρος για την ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων είναι **η οριστικοποίηση και εξασφάλιση ενός σταθερού συστήματος φορολογίας για τα ακίνητα**. Το επίπεδο των φόρων θα πρέπει να προσαρμοστεί, ώστε να ανταποκρίνεται στη φοροδοτική ικανότητα των κατά περίπτωση κατηγοριών ιδιοκτητών, και η φορολογική βάση θα πρέπει να διευρυνθεί, με ταυτόχρονη μείωση των υφιστάμενων συντελεστών, ιδίως για τη μικρή και μεσαία ιδιοκτησία. Στην ίδια κατεύθυνση, η σταθεροποίηση του υφιστάμενου φορολογικού πλαισίου είναι πρωταρχικής σημασίας για την εισροή ξένων επενδύσεων και την ανάπτυξη της αγοράς επαγγελματικών ακινήτων. Η δυσκολία κατάρτισης μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών προτύπων και προτύπων επενδύσεων και ανάπτυξης της αγοράς ακινήτων αναστέλλει το όποιο επενδυτικό ενδιαφέρον, το οποίο κατά τα τελευταία έτη στρέφεται συστηματικά σε αντίστοιχες αγορές του εξωτερικού. Επισημαίνεται πάντως ότι το μεγαλύτερο πρόβλημα, αλλά και αντικίνητρο για επενδύσεις στην ακίνητη περιουσία σήμερα, είναι το κόστος διατήρησης του ακινήτου και όχι τόσο το κόστος κτήσης του, το οποίο μπορεί να ληφθεί υπόψη κατά την απόφαση υλοποίησης της επένδυσης. Το κόστος διατήρησης έχει καταστεί ιδιαίτερα υψηλό, μεταβάλλεται συνεχώς και δύσκολα μπορεί να εκτιμηθεί, με αποτέλεσμα να συμπίεζονται οι προσδοκώμενες αποδόσεις και συχνά να καθίστανται μη βιώσιμα τα σχέδια ανάπτυξης και επένδυσης σε ακίνητη περιουσία.

Η πολυπλοκότητα του φορολογικού συστήματος μπορεί να αρθεί μέσω της θέσπισης ενός μοναδικού, ενιαίου φόρου για την ακίνητη περιουσία, ο οποίος μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα με τη χρήση του ακινήτου. Είναι σκόπιμος ο διαχωρισμός σε ακίνητα τα οποία μπορούν να αποφέρουν εισόδημα – και τα οποία μπορούν να φορολογηθούν με υψηλότερους συντελεστές – και σε εκείνα τα οποία αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα σε δραστηριότητες παραγωγής και παροχής υπηρεσιών (βιομηχανικά, αποθήκες, ξενοδοχεία κ.ά.)

Στο ζήτημα της απλούστευσης των πράξεων αγοραπωλησίας, εκτιμάται ότι τόσο ο περιορισμός των υποχρεωτικών επιβαρύνσεων, οι οποίες δρουν αποτρεπτικά χωρίς να προσθέτουν στα κρατικά έσοδα, όσο και η μείωση της φορολογίας μεταβιβάσεων και γονικών παροχών, θα ενισχύσουν την πολύ χαμηλή συχνότητα των συναλλαγών στην εγχώρια αγορά ακινήτων.

Στην κατεύθυνση της ενίσχυσης της διαφάνειας στην αγορά ακινήτων και της διάχυσης των διαθέσιμων πληροφοριών, ως σημαντικής προϋπόθεσης προσέλκυσης ξένων κεφαλαίων και επενδύσεων, κρίνεται σκόπιμη η προώθηση της δημιουργίας μιας ενιαίας βάσης δεδομένων σχετικά με τις πράξεις συναλλαγών, προσβάσιμης στο κοινό, στους επενδυτές και τους επαγγελματίες της αγοράς. Σημαντικό ρόλο στη δημιουργία και διαχείριση μιας τέτοιας βάσης δεδομένων μπορεί να διαδραματίσει και η ΤτΕ.

Σκόπιμη κρίνεται η αντικατάσταση των αντικειμενικών αξιών από την εμπορική αξία των ακινήτων, ώστε αφενός να εκλείψουν οι δυνατότητες φοροδιαφυγής μέσω των αγοραπωλησιών ακινήτων και αφετέρου να λαμβάνονται υπόψη οι σημαντικές μεταβολές αξιών που συντελούνται στη συγκεκριμένη αγορά. Η αντικατάσταση των αντικειμενικών αξιών προϋποθέτει βέβαια τη δημιουργία μηχανισμού αποτύπωσης και ελέγχου των πραγματικών τιμών στα συμβόλαια αγοραπωλησίας. Ορισμένες σκέψεις στην κατεύθυνση αυτή διατυπώνονται από τους εμπειρογνώμονες της αγοράς. Πιθανή λύση θα είναι αφενός η συμμετοχή, με ανάληψη ευθύνης, πιστοποιημένου-ορκωτού εκτιμητή (συνυπογραφή στο συμβόλαιο αγοραπωλησίας ή προσάρτηση έκθεσης εκτίμησης), ο οποίος θα “πιστοποιεί” την αναγραφόμενη εμπορική αξία του ακινήτου, και αφετέρου η αναγραφή στα συμβόλαια της πραγματικής εμπορικής αξίας του ακινήτου με αποδέσμευσή της από τον υπολογισμό του φόρου μεταβίβασης ή υπεραξίας, ο υπολογισμός του οποίου θα γίνεται με βάση την αντικειμενική αξία (ιταλικό σύστημα). Τέτοιες προτάσεις θα πρέπει να συζητηθούν και να μελετηθούν προσεκτικά ώστε να γίνει δυνατή η σταδιακή εφαρμογή τους.

Μέχρι την οριστική συγκρότηση μηχανισμού αντικατάστασης των αντικειμενικών αξιών από την εμπορική αξία των ακινήτων στις συμβολαιογραφικές πράξεις, ο οποίος θα διασφαλίζει τη διαφάνεια στις συναλλαγές, κρίνεται απαραίτητη η θέσπιση ενός σταθερού πλαισίου συνεχούς αναπροσαρμογής των αντικειμενικών αξιών βάσει των πραγματικών εμπορικών αξιών. Στην κατεύθυνση αυτή προτείνεται η ανά 4 ή 5 έτη αναπροσαρμογή, από μηδενική βάση, των αντικειμενικών “τιμών ζώνης” κατά περιοχή, στην οποία θα προβαίνει επιτροπή που θα αποτελείται από εκπροσώπους των κατά τύπους Δ.Ο.Υ. της ΤτΕ, έγκριτων επαγγελματιών

στο χώρο των ακινήτων (κτηματομεσιτικά γραφεία, πιστοποιημένοι εκτιμητές, σύμβουλοι ακίνητης περιουσίας), των φορέων τοπικής αυτοδιοίκησης κ.ά. Στο μεσοδιάστημα, οι τιμές ζώνης μπορούν να αναπροσαρμόζονται ετησίως βάσει των δεικτών ακινήτων που δημοσιεύει η ΤτΕ, σε συνδυασμό με πρόσθετη πληροφόρηση από άλλες πηγές (κτηματομεσιτικά γραφεία κ.ά.). Αυτό βέβαια προϋποθέτει την αξιόπιστη καταγραφή δεδομένων πραγματικών συναλλαγών και την ανάπτυξη ειδικών δεικτών και για τα επαγγελματικά ακίνητα.

Η αναπροσαρμογή των αντικειμενικών αξιών δεν πρέπει να αποτελέσει νέο φοροεισπρακτικό μέσο, αλλά μέσο διαφάνειας της αγοράς ακινήτων. Επομένως, θα πρέπει να συνοδεύεται από παράλληλη μείωση των φόρων μεταβίβασης και όποιων φόρων συνδέονται άμεσα με αυτές. Τέλος, ο επανακαθορισμός των αντικειμενικών αξιών θα πρέπει να γίνεται στη λογική της προσέγγισης των πραγματικών τιμών της αγοράς και όχι πάντοτε προς την κατεύθυνση της αύξησης των αντικειμενικών αξιών. Σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτές θα πρέπει να διορθωθούν προς τα κάτω, προκειμένου να αρθούν οι στρεβλώσεις που έχουν δημιουργηθεί σήμερα από τις απότομες μεταβολές στις αξίες των ακινήτων.

Είναι αναγκαία η συστηματική καταγραφή της πραγματικής ζήτησης για επενδύσεις από το εξωτερικό με αξιοποίηση όλων των πιθανών πηγών (διεθνή κτηματομεσιτικά γραφεία, πρεσβείες, επιμελητήρια κ.ά.), όπως και του είδους και των ειδικών χαρακτηριστικών των ζητούμενων χρήσεων. Αντίστοιχες προσπάθειες θα πρέπει να γίνουν και για τη διαμόρφωση του νομικού πλαισίου και των προϋποθέσεων για την ανάπτυξη διεθνώς “ελκυστικού προϊόντος”, το οποίο σήμερα δεν υφίσταται στην ελληνική αγορά ακινήτων.

Τέλος, η ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων είναι βεβαίως άμεσα συνδεδεμένη με τη χρηματοδότηση της αγοράς από το τραπεζικό σύστημα και την επίλυση των προβλημάτων που δημιουργεί η έλλειψη ρευστότητας. Η σταδιακή επανεκκίνηση της τραπεζικής χρηματοδότησης μπορεί να επιτευχθεί μετά την ολοκλήρωση της κεφαλαιοποίησης των τραπεζών και την ενίσχυση της τάσης επιστροφής των καταθέσεων.

Βιβλιογραφία

Α. Ελληνική

Μαλλιαρόπουλος, Δ. (2007), “Ένα υπόδειγμα αποτίμησης της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα”, Κεφάλαιο 7, στο Ν. Καραμούζης και Γκ. Χαρδούβελης (επιμ.) *Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες*, Εκδόσεις Σάκκουλα.

Μητράκος, Θ. (2009), “Στατιστικά στοιχεία και Δείκτες Τιμών Ακινήτων: Η νέα πρωτοβουλία της Τράπεζας της Ελλάδος”, Ειδική Έκδοση της Τράπεζας της Ελλάδος με τίτλο “Αγορές Ακινήτων: εξελίξεις και προοπτικές”, 129-77, Αθήνα.

ΣΑΤΕ (2012), *Ο Ελληνικός Κατασκευαστικός Κλάδος*, Πανελλήνιος Σύνδεσμος Τεχνικών Εταιρειών, Εξαμηνιαία Έκθεση Εξελίξεων, Αρ. Τεύχους 7, Οκτώβριος.

Συμιγιάννης, Γ. και Γ. Χονδρογιάννης (2009), “Τιμές κατοικιών: η πρόσφατη ελληνική εμπειρία”, Ειδική Έκδοση της Τράπεζας της Ελλάδος με τίτλο “Αγορές Ακινήτων: εξελίξεις και προοπτικές”, 89-114, Αθήνα.

Χαρδούβελης, Γκ. (2009), “Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας”, Ειδική Έκδοση της Τράπεζας της Ελλάδος με τίτλο “Αγορές Ακινήτων: εξελίξεις και προοπτικές”, 13-57, Αθήνα.

Β. Ξενόγλωσση

Brissimis, S. and Th. Vlassopoulos (2009), “The Interaction between Mortgage Financing and Housing Prices in Greece,” *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Springer, vol. 39 (2), 146-64, August.

Campbell, J. and J. Cocco (2007), “How do house prices affect consumption? Evidence from micro data”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 591-621.

Deniz, I. and P. Loungani (2012) “Global Housing Cycles”,

ECB (2009), “Housing Wealth and Private Consumption in the Euro Area”, *Monthly Bulletin*, 59-71, January.

ECB (2010), “Recent housing market developments in the euro area”, *Monthly Bulletin*, December.

ECB (2012), “Euro area residential property prices”, *Monthly Bulletin*, 56-58, November.

European Commission (2012), *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 11 (4).

Gattini, L. and I. Ganoulis (2012), “House price responsiveness of housing investments across major European economies”, European Central Bank *Working Paper Series* No. 1461 8/2012.

Hirata, H. A. Kose, C. Otrok and M. Terrones (2012), “Global house price fluctuations: synchronization and determinants”, NBER Working Paper 18362, National Bureau of Economic Research, September .

Igan, D. and P. Loungani (2012), “Global Housing Cycles”, International Monetary Fund, Working Paper No. 8/2012.

IMF (2008), “The changing housing cycle and the implications for monetary policy”, Chapter 3, *World Economic Outlook*, April.

Jaccard, I. (2012), “Asset pricing and housing supply in a production economy”, Working Paper Series, No. 1454, European Central Bank, July.

Lambertini, L., C. Mendicino and M. Punzi (2012), “Expectations – Driven Cycles in the Housing Market”, Bank of Finland, Research Discussion Papers 2/2012.

Nishimura, K. and E. Takáts (2012), “Ageing, property prices and money demand”, BIS Working Papers, No. 385, Monetary and Economic Department, September.

Nobili, A. and F. Zollino (2012), “A structural model for the housing and credit markets in Italy”, Banca d’Italia Working Papers, Number 887 10/2012.

Silver, M. (2012), “Why house price indexes differ: measurement and analysis”, International Monetary Fund, Statistics Department, IMF Working Paper WP/12/125, May.

Δείκτες τιμών των κατοικιών στη ζώνη του ευρώ (Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους)

	Συντελεστής στάθμισης (ποσοστό)	Μέσος περίο- δου 1999- 2011	2010	2011	2011		2012	2011				2012	
					H1	H2	H1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Βέλγιο ¹	3,8	6,5	5,4	3,1	3,3	2,9	3,2	3,1	3,4	3,8	2,1	3,8	2,7
Γερμανία ²	26,7	-	0,5	2,6	2,7	2,5	3	3,1	2,3	2,7	2,3	2,5	3,5
Εσθονία ³	0,2	-	0,1	9,9	6,4	13,4	10,2	2,2	10,7	14,4	12,4	13,8	6,8
Ιρλανδία ²	1,8	3,1	-13,1	-13,2	-11,8	-14,7	-16,3	-11,1	-12,4	-13,5	-15,8	-17,2	-15,4
Ελλάδα ³	2,6	5,1	-4,7	-5,4	-5,3	-5,6	-9,7	-5,4	-5,1	-4,6	-6,5	-9,3	-10,1
Ισπανία ²	11,7	6,5	-2,0	-7,4	-5,5	-9,3	-13,5	-4,1	-6,8	-7,4	-11,2	-12,6	-14,4
Γαλλία ¹	21,3	7,4	5,1	5,9	7,0	4,9	0,9	7,0	7,1	6,2	3,7	1,9	-0,1
Ιταλία ²	17,0	4,6	0,1	0,7	0,9	0,5	-0,9	0,6	1,1	0,9	0,3	-0,3	-1,7
Κύπρος ²	0,2	-	-1,3	-4,1	-3,2	-5,0	-5,4	-3,1	-3,4	-4,3	-5,7	-4,9	-5,9
Λουξεμβούργο ³	0,4	-	4,5	4,1	4,0	4,2	4,8	2,4	5,7	1,9	6,5	5,4	4,3
Μάλτα ²	0,1	5,2	1,1	1,3	-1,3	3,9	-	-2,6	0,0	1,8	6,2	5,5	0,1
Ολλανδία ¹	6,4	4,1	-2,0	-2,3	-1,6	-3,0	-4,4	-1,2	-1,9	-2,7	-3,4	-3,8	-5,0
Αυστρία ²	3,1	2,2	5,7	4,1	2,6	5,6	-	3,9	1,4	5,7	5,5	10,7	-
Πορτογαλία ²	1,9	2,2	1,8	-0,2	0,4	-0,8	-1,6	0,6	0,2	-0,8	-0,8	-1,5	-1,8
Σλοβενία ²	0,4	-	0,1	2,7	3,7	1,7	-6,4	4,1	3,2	2,1	1,4	-7,1	-5,7
Σλοβακία ¹	0,7	-	-3,9	-3,1	-2,7	3,5	-2,3	-2,5	-2,8	-4,3	-2,7	-2,3	-2,3
Φινλανδία ¹	1,9	4,7	8,7	2,7	3,7	1,8	-0,8	4,2	3,2	2,7	0,9	1,1	0,5
Ζώνη ευρώ	100	4,2	1,0	1,0	1,6	0,4	-1,2	1,8	1,3	1,1	-0,3	-0,8	-1,5

Σημειώσεις: Συντελεστής στάθμευσης με βάση το ονομαστικό ΑΕΠ το 2009.

1 Οι υπάρχουσες κατοικίες (π.χ. κατοικίες και διαμερίσματα): Σύνολο χώρας.

2 Όλες οι κατοικίες (δηλ. νέες και παλαιές κατοικίες και διαμερίσματα): Σύνολο χώρας.

3 Όλα τα διαμερίσματα: Σύνολο χώρας.

Πηγή: ECB (2012).

Οικονομική κρίση, η ελληνική αγορά ακινήτων και πολιτικές ανάπτυξης*

Πρόδρομος Βλάχης

ΚΕΠΕ και University of Cambridge

1 Εισαγωγή

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). Η αγορά ακινήτων συνέβαλε καθοριστικά στους υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης που παρουσίασε η ελληνική οικονομία επί σειρά ετών (Benos, Karagiannis and Vlamis, 2011).

Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα προσωρινά στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (εφεξής ΕΛ.ΣΤΑΤ.) για τη συνολική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία κατά κλάδο, οι κλάδοι διαχείρισης ακίνητης περιουσίας και κατασκευών συνέβαλαν κατά 12,15% και 3,97%, αντίστοιχα, στη συνολική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία για το 2011 (προσωρινά στοιχεία). Ο κατασκευαστικός κλάδος διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην οικονομική μεγέθυνση, καθώς ενισχύει τη συνολική ζήτηση μέσω της διασύνδεσής του τόσο με τους τομείς της μεταποίησης και των ορυχείων-λατομείων όσο και με διάφορες κατηγορίες υπηρεσιών, π.χ. τη διαχείριση ακίνητης περιουσίας (Βλάχης, Καραγιάννης και Μπένος, 2010).

Το παρόν άρθρο έχει την εξής δομή: στο δεύτερο μέρος παρουσιάζεται ανασκόπηση της οικονομικής συγκυρίας και των εξελίξεων στην ελληνική αγορά ακινήτων υπό το πρίσμα της οικονομικής κρίσης. Επιδιώκεται να εξεταστεί η ύφεση στην οποία βρίσκεται η αγορά οικιστικών και επαγγελματικών ακινήτων με την παρουσίαση στοιχείων σχετικά με την οικοδομική δραστηριότητα και την απασχόληση στους τομείς της διαχείρισης ακίνητης περιουσίας/κατασκευών, καθώς και κάποιων απολογιστικών αποτελεσμάτων των ελληνικών κατασκευαστικών εταιριών για το οικονομικό έτος 2011. Στο τρίτο μέρος γίνεται αναφορά στα

* Το παρόν άρθρο είναι επικαιροποιημένο μέχρι τον Απρίλιο του 2012. Ο συγγραφέας θα ήθελε να ευχαριστήσει θερμά τους δύο ανώνυμους κριτές του άρθρου, καθώς και τον Προϊστάμενο του Τμήματος Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ) κ. Θ. Μητράκο, για σχόλια και χρήσιμες παρατηρήσεις. Οι απόψεις και οι κρίσεις του συγγραφέα που εκφράζονται σε αυτό το άρθρο είναι προσωπικές και δεν αντιπροσωπεύουν κατ' ανάγκην ούτε δεσμεύουν κατά κανένα τρόπο το ΚΕΠΕ ή την ΤτΕ. Είναι αυτονόητο ότι οποιαδήποτε λάθη ή παραλείψεις βαρύνουν αποκλειστικά το συγγραφέα.

πιθανά αίτια της σημερινής δεινής κατάστασης και στο τέταρτο μέρος προτείνονται λύσεις για έξοδο του κλάδου από την οικονομική κρίση. Αυτές αφορούν σε πρωτοβουλίες που μπορούν να αναληφθούν από τις ίδιες τις κατασκευαστικές εταιρίες, στο ρόλο των πιστωτριών τραπεζών και στην υλοποίηση των δρομολογημένων θεσμικών πρωτοβουλιών της κυβέρνησης για την αντιμετώπιση της κρίσης. Στο πέμπτο και τελευταίο μέρος παρουσιάζονται τα συμπεράσματα του άρθρου.

2 Η κρίση στην ελληνική αγορά ακινήτων

2.1 Οικοδομική δραστηριότητα

Η σημερινή κρίση στην ελληνική αγορά ακινήτων και ειδικότερα στον κλάδο των κατασκευών οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στην τρέχουσα δημοσιονομική κρίση και στις επιπτώσεις της στη δυνατότητα χρηματοδότησης των εταιριών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο.

Τα πιο πρόσφατα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ. πιστοποιούν ότι όχι μόνο το βαρόμετρο της αγοράς ακινήτων, δηλ. οι περιφέρειες της Αττικής και της Κεντρικής Μακεδονίας, είναι σε δυσχερή θέση αλλά και ότι η κρίση έχει διαχυθεί σε ολόκληρη την ελληνική περιφέρεια. Πιο συγκεκριμένα, κατά την περίοδο Φεβρουαρίου 2011-Ιανουαρίου 2012, το **μέγεθος της συνολικής οικοδομικής δραστηριότητας** (ιδιωτικής-δημόσιας) στο σύνολο της χώρας, μετρούμενο με βάση τις εκδοθείσες οικοδομικές άδειες, ανήλθε σε 36.336 (Δελτίο Τύπου 23.04.2012). Σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο Φεβρουαρίου 2010-Ιανουαρίου 2011, η οικοδομική δραστηριότητα παρουσίασε μείωση κατά 23,2% ως προς τον αριθμό των οικοδομικών αδειών, κατά 35,7% ως προς την επιφάνεια και κατά 31,6% ως προς τον όγκο.

Επίσης, κατά την περίοδο Φεβρουαρίου 2011-Ιανουαρίου 2012, σε όλες ανεξαιρέτως τις περιφέρειες της χώρας σημειώθηκε μείωση του μεγέθους της συνολικής οικοδομικής δραστηριότητας (ιδιωτικής-δημόσιας), σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο Φεβρουαρίου 2010- Ιανουαρίου 2011. Οι μεγαλύτερες μειώσεις του αριθμού των οικοδομικών αδειών καταγράφηκαν στις περιφέρειες της Κρήτης (-37,4%), της Ηπείρου (-34,4%), της Δυτικής Ελλάδος (-32,5%), της Αν. Μακεδονίας & Θράκης (-28,2%), της Δυτικής Μακεδονίας (-25,5%), της Στερεάς Ελλάδος (-22,7%), της Αττικής (-20,2%), του Νότιου Αιγαίου (-17,3%) και της Κεντρικής Μακεδονίας (-16,7%).

Επιπλέον, με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ., ο **δείκτης παραγωγής στις κατασκευές**¹ το δ' τρίμηνο του 2011 (Δελτίο Τύπου 15.03.2012) παρουσίασε μείωση κατά

¹ Σκοπός της κατάρτισης του δείκτη είναι η σύγκριση του μεγέθους (όγκου) της εκάστοτε τρέχουσας τριμηνιαίας παραγωγής στους κλάδους κτιρίων-έργων πολιτικού μηχανικού προς την αντίστοιχη παραγωγή μιας δεδομένης σταθερής περιόδου, η οποία λαμβάνεται ως βάση. Όπως σημειώνει η ΕΛ.ΣΤΑΤ (σελ. 4, Δελτίο Τύπου 16.03.2011) "...τα στοιχεία του Δείκτη Παραγωγής στις Κατασκευές δεν μπορούν να συγκριθούν με τα στοιχεία της Έρευνας Οικοδομικής Δραστηριότητας (Ιδιωτικής-Δημόσιας). Και τούτο διότι τα στοιχεία της Έρευνας Οικοδομικής Δραστηριότητας, ως γνωστόν, προκύπτουν από Διοικητικές Πηγές (Πολεοδομίες) και αναφέρονται στο σύνολο των

34,6% σε σύγκριση με τον αντίστοιχο δείκτη του δ' τριμήνου του 2010, έναντι μείωσης κατά 33,5% στην αντίστοιχη σύγκριση του έτους 2010 προς το 2009.

Τέλος, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, **οι συναλλαγές επί οικιστικών ακινήτων** που έγιναν με τη διαμεσολάβηση του τραπεζικού συστήματος, δηλαδή με δανεισμό και όχι αποκλειστικά με αυτοχρηματοδότηση, έφθασαν το δ' τρίμηνο του 2011 τις 7.546 (προσωρινά στοιχεία), μειωμένες κατά 51,7% έναντι του δ' τριμήνου του 2010. Για ολόκληρο το 2011, ο αριθμός των συναλλαγών επί ακινήτων ήταν 41.623 (προσωρινά στοιχεία), έναντι 74.457 το 2010 (οριστικά στοιχεία), δηλαδή μειώθηκε σημαντικά, κατά 44,1%.

2.2 Κατασκευαστικές εταιρίες

Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ. (βλ. Πίνακα 1 στην επόμενη σελ.), η συμβολή του κλάδου των κατασκευών στη συνολική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία διαρκώς μειώνεται από το 2007 και εξής.

Επίσης, οι συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις σε κατασκευές συνεχίζουν την πτωτική πορεία τους επί 11 συνεχή τρίμηνα. Πιο συγκεκριμένα, οι συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις σε κατασκευές παρουσίασαν μείωση κατά 19,7% το γ' τρίμηνο του 2011 έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2010.

Οι επιπτώσεις της παρούσας δημοσιονομικής κρίσης στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα και της αναγκαίας περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, που εφαρμόζεται από την ελληνική κυβέρνηση στην προσπάθεια ικανοποίησης των κριτηρίων που έχουν τεθεί για την εξασφάλιση ευνοϊκότερων όρων αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους (Kouretas and Vlamis, 2010), είναι άμεσες και προκαλούν δυσλειτουργίες στις χρηματικές ροές των εταιριών του κατασκευαστικού κλάδου. Ενδεικτικό είναι ότι, για το οικονομικό έτος 2011, όλες οι εισηγμένες στο ΧΑ εταιρίες του κλάδου, με ελάχιστες εξαιρέσεις, παρουσίασαν υψηλές ζημιές και καμία εταιρία, όπως άλλωστε αναμενόταν, δεν θα διανείμει μέρισμα. Επιπλέον, μεγάλες κατασκευαστικές εταιρίες έχουν καταφύγει στην υπαγωγή τους στη διαδικασία συνδιαλλαγής του άρθρου 99 του Πτωχευτικού Κώδικα (Ν. 3588/2007) περί προστασίας έναντι των πιστωτών τους. Με αυτόν τον τρόπο επιδιώκουν να επιτύχουν την αναχρηματοδότηση του βραχυχρόνιου δανεισμού τους και να βρουν κεφάλαια για τη συνέχιση των εργασιών τους.

Αρκετές από τις εισηγμένες κατασκευαστικές εταιρίες δεν έχουν αυτή την στιγμή ενημερότητα πυχίου για τη συμμετοχή τους σε μεγάλα δημόσια έργα διότι δεν πληρούν τις προϋποθέσεις του νόμου περί ελάχιστων οικονομικών κριτηρίων² και δεν διαθέτουν τους δείκτες βιωσι-

εκδοθεισών οικοδομικών αδειών (νέων οικοδομών, επεκτάσεων, τροποποιήσεων, κ.λπ.) και όχι στις περατωθείσες οικοδομές. Αντίθετα, τα στοιχεία του Δείκτη Παραγωγής στις Κατασκευές προκύπτουν από απευθείας έρευνα στις κατασκευαστικές εταιρίες, και μάλιστα στις μεγαλύτερες από αυτές, και αναφέρονται σε πραγματοποιηθείσα κατασκευαστική δραστηριότητα (οικοδομικά έργα, έργα πολιτικού μηχανικού)".

² Απαιτούνται, μεταξύ άλλων, φορολογική και ασφαλιστική ενημερότητα της εταιρίας και των κοινοπραξιών, βεβαίωση εργοληπτικής οργάνωσης για καταβολή εισφορών επιχείρησης και βεβαιώσεις ανεκτέλεστου έργου.

Πίνακας 1

Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία (ΑΠΑ) κατά κλάδο — κλάδοι κατασκευών και διαχείρισης ακίνητης περιουσίας (Ποσοστά % επί της συνολικής ΑΠΑ)

Έτη	Κατασκευές	Διαχείριση ακίνητης περιουσίας
2000	6,33	10,03
2001	6,56	9,49
2002	5,48	9,90
2003	5,87	10,29
2004	5,93	10,01
2005	6,24	10,29
2006	7,01	9,58
2007	6,01	10,01
2008	5,27	10,07
2009	5,16	11,17
2010	4,47	11,34
2011	3,97	12,15

Τα στοιχεία για τα έτη 2000-2005 είναι οριστικά, ενώ για τα έτη 2006-2011 είναι προσωρινά.
Πηγή: Ετήσιοι Εθνικοί Λογαριασμοί της ΕΛ.ΣΤΑΤ. και υπολογισμοί του συγγραφέα.

μότητας κατά τάξη πτυχίου που θέτει το Υπουργείο Υποδομών, Μεταφορών και Δικτύων. Επίσης, σε κάποιες περιπτώσεις οι ίδιες οι εταιρίες επέλεξαν οικειοθελώς τη χαμηλότερη τάξη πτυχίου προκειμένου να μπορούν να συμμετάσχουν σε διαγωνισμούς για μικρότερου προϋπολογισμού δημόσια έργα, τα οποία εκτιμάται ότι θα είναι εφεξής περισσότερα σε σχέση με το πρόσφατο παρελθόν.

Ειδικότερα, όπως προκύπτει από την επεξεργασία στοιχείων του Τμήματος Μητρώου Εργοληπτικών Επιχειρήσεων για το 2010-2011, από τις συνολικά 26 μεταβολές πτυχίων οι 15 αφορούσαν υποβαθμίσεις και οι 11 αναβαθμίσεις. Στον αντίποδα, από τις 11 συνολικά εταιρίες που αναβάθμισαν το πτυχίο τους, καμία δεν κατέθεσε αίτηση για πτυχίο των δύο ανώτερων τάξεων (7ης ή 6ης) και μόνο δύο αναβάθμισαν το πτυχίο τους από την 4η στην 5η τάξη. Τέλος, σύμφωνα με τον Πανελλήνιο Σύνδεσμο Αωνόμων Τεχνικών Εταιρειών (ΣΑΤΕ), μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των κατασκευών, αλλά και βιοτεχνίες και βιομηχανίες που έχουν άμεση ή έμμεση σχέση με τις κατασκευές, έχουν παύσει την οικονομική τους δραστηριότητα.

2.3 Απασχόληση στους τομείς των κατασκευών και στη διαχείριση ακίνητης περιουσίας

Σύμφωνα με την Έρευνα Εργατικού Δυναμικού της ΕΛ.ΣΤΑΤ., οι απασχολούμενοι στον κλάδο των κατασκευών το δ' τρίμηνο του 2011 (Δελτίο Τύπου 15.03.2012) ήταν 227.000, αριθ-

μός ο οποίος αντιπροσωπεύει το 5,7% του συνόλου των απασχολούμενων στους διαφόρους κλάδους της ελληνικής οικονομίας. Η απασχόληση στον κλάδο των κατασκευών μειώθηκε σημαντικά, κατά 71.600 άτομα (-23,97%), σε σύγκριση με το δ' τρίμηνο του 2010. Αντίθετα, οι απασχολούμενοι στο κλάδο της διαχείρισης ακίνητης περιουσίας ήταν 7.100 και αυξήθηκαν κατά 2.000 άτομα (39,21%) σε σύγκριση με το δ' τρίμηνο του 2010. Τέλος, κλάδοι συναφείς με τις κατασκευές, όπως τα ορυχεία, λατομεία και οικοδομικά υλικά, έχασαν σημαντικό αριθμό θέσεων εργασίας εξαιτίας της κρίσης που πλήττει την οικοδομική δραστηριότητα.

2.4 Αγορά επαγγελματικών ακινήτων

Στην Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική για το 2011-2012 (Μάρτιος 2012) αναφέρεται (σελ. 63) ότι “στην αγορά επαγγελματικών ακινήτων (γραφεία, καταστήματα, βιομηχανικά κτίρια, αποθηκευτικοί χώροι κ.λπ.) τα τελευταία έτη καταγράφεται μειούμενη ζήτηση, με παράλληλη στροφή των επιχειρήσεων προς φθηνότερη επαγγελματική στέγη, αυξημένη προσφορά με πτωτική τάση των τιμών, στενότητα χρηματοδότησης και σχετική επιφυλακτικότητα ως προς την ανάπτυξη νέων επενδυτικών σχεδίων, αύξηση των κενών εμπορικών καταστημάτων και γραφείων (ακόμα και σε δρόμους υψηλής προβολής), σημαντική υποχώρηση των ενοικίων και επαναδιαπραγμάτευση μισθωτηρίων συμβολαίων”.

2.4.1 Εμπορικά καταστήματα-διανεμπόριο

Στον Πίνακα 2 συνοψίζονται τα αποτελέσματα έρευνας της Εθνικής Συνομοσπονδίας Ελληνικού Εμπορίου (Αύγουστος 2010, Μάρτιος 2011, Αύγουστος 2010 και Μάρτιος 2012)³ για το ποσοστό των εμπορικών καταστημάτων που έχουν προβεί σε παύση επαγγελματικής δραστηριότητας στην Αττική.

Σε σύγκριση με τα αποτελέσματα της έρευνας του Αυγούστου του 2010, παρατηρείται ότι η κατάσταση είναι δυσμενέστερη σε όλους τους εμπορικούς δρόμους του δείγματος, με σημαντική αύξηση του ποσοστού των καταστημάτων που έχουν παύσει την οικονομική τους δραστηριότητα στο Λεκανοπέδιο Αττικής.

Πιο συγκεκριμένα, η κατάσταση του **Κέντρου της Αθήνας** αναφορικά με τα εμπορικά καταστήματα εξακολουθεί να είναι δυσμενής και μάλιστα δυσμενέστερη σε σύγκριση με το προηγούμενο εξάμηνο, αφού το ποσοστό των καταστημάτων που έχουν παύσει την οικονομική

³ Η έρευνα της Εθνικής Συνομοσπονδίας Ελληνικού Εμπορίου βασίζεται σε διαχρονικό σχεδιασμό και διενεργείται σε εξαμηνιαία βάση από τον Αύγουστο του 2010. Η έρευνα διενεργήθηκε μέσω επιτόπιας έρευνας στους κυριότερους εμπορικούς δρόμους το χρονικό διάστημα μεταξύ 19 Ιουλίου και 30 Ιουλίου 2010 και επικαιροποιήθηκε το χρονικό διάστημα μεταξύ 25 Φεβρουαρίου και 7 Μαρτίου 2011, 19 Ιουλίου και 30 Ιουλίου 2011 και 25 Φεβρουαρίου και 7 Μαρτίου 2012. Αυτή η προσέγγιση εξασφαλίζει τη δυνατότητα διερεύνησης της δυναμικής (τάσης) του φαινομένου, τη συγκρισιμότητα των στοιχείων και την αξιοπιστία των στατιστικών εκτιμήσεων για τη μελλοντική εξέλιξη της κατάστασης. Σύμφωνα με την Εθνική Συνομοσπονδία Ελληνικού Εμπορίου, η έρευνα θα επαναλαμβάνεται για το σύνολο των περιοχών κάθε εξάμηνο, με απώτερο στόχο τα στοιχεία να αποτυπωθούν ψηφιακά.

Πίνακας 2

Παύση επαγγελματικής δραστηριότητας καταστημάτων στην Αττική
(Ποσοστά % επί του συνόλου των καταστημάτων της περιοχής)

Περιοχές	Αύγουστος 2010	Μάρτιος 2011	Αύγουστος 2011	Μάρτιος 2012
Κέντρο Αθήνας (Πατησίων, Ερμού, Πανεπιστημίου, Σταδίου, Ακαδημίας, Σόλωνος, Τρικούπη, Μπενάκη, Θεμιστοκλέους)	18	23,4	24,4	29,6
Μαρούσι (Ερμού, Πλαστήρα, Αγ. Δημητρίου)	16,3	17	19,5	17
Κηφισιά (Παπαδιαμάντη – Αργυροπούλου, Παναγίτσας, Λεβίδου, Κολοκοτρώνη, Κασσαβέτη)	11,8	21	23,8	23,7
Χαλάνδρι (Χαϊμαντά, Αγίας Παρασκευής, Α. Παπανδρέου)	17	22,3	20,5	20
Κολωνάκι (Σκουφά, Τσακάλωφ, Π. Ιωακείμ)	12,5	18,6	23,7	19,7
Ν. Ιωνία (Λεωφόρος Ηρακλείου)	14,7	17,8	21,2	28,1
Καλλιθέα (Θησέως)	13,5	16,8	19,6	22,7
Πειραιάς (Σωτήρος, Τσαμαδού, Κολοκοτρώνη, Φίλωνος Γεωργίου, Ηρ. Πολυτεχνείου, Βασιλέως Γεωργίου, Εθν. Αντιστάσεως, Ελ. Βενιζέλου, Καρ. Δημητρίου, Νοταρά)	11	17,6	22	27,3

Πηγή: Εθνική Συνομοσπονδία Ελληνικού Εμπορίου (Μάρτιος 2012).

τους δραστηριότητα αυξήθηκε στο 29,6%, από 24,4% τον Αύγουστο του 2011 και 23,4% το Μάρτιο του 2011. Αυτή η κατάσταση έχει προκληθεί όχι μόνο λόγω της οικονομικής ύφεσης αλλά πιθανότατα και λόγω της δραματικής αύξησης της εγκληματικότητας⁴ και του εμπορίου ναρκωτικών που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια στην Αθήνα.

Η περιοχή του **Πειραιά** παρουσιάζει αντίστοιχη εικόνα με το κέντρο της Αθήνας, αφού το 27,3% των καταστημάτων στους κεντρικούς δρόμους έχουν διακόψει την επαγγελματική τους δραστηριότητα. Επιπλέον, η περιοχή του Πειραιά παρουσιάζει τη μεγαλύτερη ετήσια αύξηση κλειστών επιχειρήσεων, καθώς, σε σύγκριση με το Μάρτιο του 2011, τα κλειστά καταστήματα ως ποσοστό του συνόλου των επιχειρήσεων αυξήθηκαν κατά 10 εκατοστιαίες μονάδες. Στη **Νέα Ιωνία**, συγκεκριμένα στη Λεωφόρο Ηρακλείου, η οποία εξυπηρετεί τρεις γειτονικές περιοχές (Ν. Ηράκλειο, Ν. Ιωνία, Πευκάκια), το ποσοστό των καταστημάτων που έχουν προ-

⁴ Σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία του Αρχηγείου της Ελληνικής Αστυνομίας για το έτος 2011 (Δελτίο Τύπου 11.03.2012), σε όλη την επικράτεια διαπράχθηκαν 6.636 “Ληστείες”, εκ των οποίων οι 5.134 στην Αθήνα. Όσον αφορά τις “Κλοπές-Διαρρήξεις”, σε όλη την επικράτεια το 2011 διαπράχθηκαν 96.925, εκ των οποίων οι 56.852 στην Αθήνα.

βεί σε παύση επαγγελματικής δραστηριότητας έφθασε το 28,1%, ενώ τον προηγούμενο χρόνο ήταν 17,8% και το προηγούμενο εξάμηνο 21,2%. Στην περιοχή της **Κηφισιάς**, σε σύνολο πέντε εμπορικών δρόμων που εξετάστηκαν, το ποσοστό φθάνει περίπου το 23,7%, παραμένοντας στα ίδια επίπεδα με το προηγούμενο εξάμηνο. Ο εμπορικός δρόμος της Θησέως στην **Καλλιθέα** εμφανίζει ποσοστό κλειστών επιχειρήσεων της τάξεως του 22,7%, σημειώνοντας αύξηση σε σύγκριση με τον Αύγουστο του 2011 (19,6%) και το Μάρτιο του 2011 (16,8%). Η περιοχή του **Χαλανδρίου**, το Μάρτιο του 2012, στο σύνολο των κεντρικών εμπορικών δρόμων του (Ανδρέα Παπανδρέου, Αγίας Παρασκευής και Χαϊμαντά) παρουσιάζει ελαφρώς χαμηλότερο, σε σύγκριση με τα δύο προηγούμενα εξάμηνα, ποσοστό καταστημάτων (20%) που έχουν διακόψει την επαγγελματική τους δραστηριότητα.

Από τα παραπάνω στοιχεία συνάγεται ότι η αύξηση του αριθμού των καταστημάτων που έχουν παύσει την επαγγελματική τους δραστηριότητα στο κέντρο της Αθήνας και τον Πειραιά είναι μεγαλύτερη συγκριτικά με τις υπόλοιπες περιοχές της περιφέρειας Αττικής. Αυτό πιθανότατα οφείλεται στη σταδιακή αλλαγή των καταναλωτικών προτιμήσεων και συμπεριφορών (στροφή των καταναλωτών σε υπεραγορές και εμπορικά κέντρα-πάρκα), την αύξηση της παραβατικότητας, όπως προαναφέρθηκε, καθώς και τη γενικότερη απαξίωση της εμπορικής δραστηριότητας εξαιτίας κρουσμάτων βίας και των επεισοδίων/καταστροφών καταστημάτων που συμβαίνουν τελευταία κατ' επανάληψη ύστερα από συγκεντρώσεις διαμαρτυρίας στο κέντρο της Αθήνας.

Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της εταιρίας συμβούλων ακινήτων Colliers International (2012), εκτιμάται ότι τους επόμενους μήνες το ποσοστό των μεσαίων και μικρών καταστημάτων που θα είναι διαθέσιμα προς μίσθωση θα αυξηθεί σε 35%, καθώς η ζήτηση θα επικεντρωθεί κυρίως σε μεγάλες μονάδες όπως τα Εμπορικά Κέντρα και τα Εμπορικά Πάρκα, τα οποία κατέχουν πλέον την πρώτη θέση στις προτιμήσεις των ξένων εμπορικών σημάτων και των εγχώριων εμπόρων. Επίσης, στην ίδια μελέτη αναφέρεται ότι το πρώτο εξάμηνο του 2012 τα ενοίκια στους εμπορικότερους δρόμους της Αθήνας υποχώρησαν κατά μέσο όρο κατά 11,8% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2011. Αυτή η μείωση των ενοικίων αποτελεί τη δεύτερη μεγαλύτερη μεταξύ του δείγματος των χωρών που περιλαμβάνονται στη μελέτη της Colliers International. Πιο συγκεκριμένα, στη Σόφια παρατηρείται η μεγαλύτερη μείωση ενοικίων, της τάξεως του 20%, ενώ μειώσεις ενοικίων καταγράφονται επίσης σε Τίρανα (-10%), Ρώμη (-2,2%), Λισσαβώνα (-3,3%), Όσλο (-6,7%), Μινσκ (-6,7%) και Γενεύη (-4%).

2.4.2 Γραφεία – βιομηχανικοί χώροι

Αναφορικά με τους χώρους γραφείων, παρατηρείται σταδιακή υποχώρηση των ενοικίων ακόμα και σε παραδοσιακές αγορές όπως το κέντρο της Αθήνας, καθώς και μετεγκατάσταση εταιριών σε μικρότερους χώρους. Γενικά το 2011 ήταν μια από τις δυσκολότερες χρονιές για την επενδυτική δραστηριότητα λόγω της βαθιάς οικονομικής ύφεσης, η οποία προκλήθηκε από

τα μέτρα περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, μέτρα απομόχλευσης της οικονομίας και εσωτερικής υποτίμησης, που εφαρμόστηκαν από το 2009 και μετά. Ειδικότερα, η οικονομική ύφεση επηρέασε αρνητικά τη ζήτηση για νέους χώρους γραφείων, με αποτέλεσμα η πλειοψηφία των επενδυτών να τηρεί στάση αναμονής προσδοκώντας να καταστεί το επενδυτικό προϊόν πολύ φθηνό (distressed asset) λόγω της δραματικής μείωσης των αξιών που θα προκύψει στην απευκταία περίπτωση της δημοσιονομικής κατάρρευσης της χώρας.

Σύμφωνα με την πρόσφατη μελέτη της εταιρείας συμβούλων ακινήτων που αναφέρθηκε λίγο πιο πάνω, τα βασικά χαρακτηριστικά της αγοράς γραφείων για το 2011 ήταν η μειωμένη διαθεσιμότητα νέων χώρων γραφείων και η επιβράδυνση της δραστηριότητας εκμισθώσεων. Αυτά οφείλονται κατά βασικό λόγο στη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας και στη συνακόλουθη υποχώρηση του ΑΕΠ, καθώς και στην αυξημένη οικονομική αβεβαιότητα λόγω της τρέχουσας δημοσιονομικής κρίσης. Για το 2012 τα κυρίαρχα χαρακτηριστικά της αγοράς γραφείων αναμένεται να είναι η υπομίσθωση χώρων και η επαναδιαπραγμάτευση μισθωμάτων, όπου η Λεωφόρος Κηφισίας και το κέντρο της Αθήνας θα παραμείνουν στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος. Το ποσοστό διαθεσιμότητας των χώρων γραφείων αναμένεται να παραμείνει σταθερό για τις ελκυστικές τοποθεσίες, καθώς η ζήτηση έχει συγκεντρωθεί σ' αυτές τις περιοχές, δημιουργώντας σταθερά επίπεδα μισθωτικών αξιών. Σε αγορές δευτερεύουσας σημασίας, η διαθεσιμότητα και τα ενοίκια εκτιμάται ότι θα υποστούν μείωση της τάξεως του 25%. Αναφορικά με τους βιομηχανικούς χώρους, παρατηρείται χαμηλή ζήτηση για αποθηκευτικούς χώρους, έλλειψη νέων χώρων υψηλών κατασκευαστικών προδιαγραφών, καθώς και υψηλό κόστος αγοράς γης.

2.5 Τιμές των οικιστικών ακινήτων

Παρά την κρίση που αντιμετωπίζει ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας στην Ελλάδα, αυτό δεν φαίνεται να μεταφράζεται σε σημαντικές μειώσεις των τιμών των κατοικιών τα τελευταία χρόνια, κάτι που θα βοηθούσε στην αύξηση των αγοραπωλησιών ακινήτων (Βλάμης, 2011).

Από το καλοκαίρι του 2008, η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) συγκεντρώνει πρωτογενή στοιχεία τιμών ακινήτων προερχόμενα από τις εμπορικές τράπεζες με στόχο την κατασκευή Δεικτών Τιμών Ακινήτων (Μητράκος, 2010). Μεταξύ άλλων, η ΤτΕ κατασκευάζει δείκτες όπως ο “δείκτης τιμών διαμερισμάτων κατά παλαιότητα” και ο “δείκτης τιμών διαμερισμάτων κατά γεωγραφική περιοχή”. Σύμφωνα με το δείκτη τιμών διαμερισμάτων κατά παλαιότητα, παρατηρείται πτώση 5,9% κατά μέσον όρο στις τιμές των διαμερισμάτων το δ' τρίμηνο του 2011 (προσωρινά στοιχεία), σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2010 (Τράπεζα της Ελλάδος, δείκτες τιμών και συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων, δ' τρίμηνο 2011). Επίσης, σύμφωνα με το δείκτη τιμών διαμερισμάτων κατά γεωγραφική περιοχή, η μέση μείωση των τιμών που κατέγραψε η ΤτΕ για ολόκληρο το 2011 ήταν μεγαλύτερη στα δύο μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας,

δηλαδή της Αθήνας (-6,3%) και της Θεσσαλονίκης (-6,6%), σε σχέση με τις υπόλοιπες μεγάλες πόλεις (-3,9%) και τις λοιπές περιοχές (-3,2%) (Τράπεζα της Ελλάδος, δείκτες τιμών και συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων, δ' τρίμηνο 2011). Αντίθετα, η μέση μείωση των τιμών για το σύνολο του 2010 ήταν μεγαλύτερη στη Θεσσαλονίκη⁵ (-7,4%) και τις λοιπές περιοχές (-5,8%), ενώ η Αθήνα φαίνεται ότι παρουσιάζει μεγαλύτερη αντοχή (-3,2%) σε σχέση με την υπόλοιπη Ελλάδα (Τράπεζα της Ελλάδος, δείκτες τιμών και συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων, δ' τρίμηνο 2010).

Στην Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2011 (Απρίλιος 2012) αναφέρεται (σελ. 60) ότι “.....οι πτωτικές πιέσεις στις τιμές των οικιστικών ακινήτων είναι πιθανό να συνεχιστούν και τους επόμενους μήνες”. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι σε καμία περίπτωση η αναμενόμενη διόρθωση των τιμών δεν πρέπει να θεωρηθεί ως κίνδυνος κατάρρευσης των τιμών των ακινήτων. Αυτό επισημαίνεται και από τον Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος στην Ενδιάμεση Έκθεσή του για τη Νομισματική Πολιτική (Οκτώβριος 2010), στην οποία αναφέρεται χαρακτηριστικά (σελ. 75) ότι “.....πιθανότατα θα διατηρηθεί σε χαμηλά επίπεδα ο κίνδυνος απότομης μεταβολής των τιμών”. Επίσης αναφέρεται χαρακτηριστικά (υποσημείωση 22, σελ. 60) ότι “...στον περιορισμό του κινδύνου απότομης μεταβολής των τιμών των κατοικιών, εκτός των άλλων, έχει συμβάλει τόσο η απαγόρευση των πλειστηριασμών των κατοικιών που αποτελούν την πρώτη κατοικία νοικοκυριών (αντικειμενικής αξίας έως 200 χιλιάδες ευρώ) όσο και η απροθυμία των ίδιων των εμπορικών τραπεζών να εκπλειστηριάσουν τα ακίνητα, που αποτελούν εξασφαλίσεις επισφαλών δανείων, στην παρούσα φάση της έντονης ύφεσης”.

Παράγοντες της ελληνικής αγοράς ακινήτων εκτιμούν ότι λόγω της υπερβολικής αύξησης της προσφοράς τα προηγούμενα χρόνια ο αριθμός των αδιάθετων νεόδμητων κατοικιών κυμαίνεται σταθερά πάνω από 150.000 πανελλαδικά. Εκτιμάται ότι η περαιτέρω αποκλιμάκωση των τιμών των οικιστικών ακινήτων θα συμβάλει καθοριστικά στην απορρόφηση της υπάρχουσας υπερβάλλουσας προσφοράς, καθώς και γενικότερα στον εξορθολογισμό της κτηματαγοράς, επειδή ο ικανός, σωστά πληροφορημένος δυνητικός αγοραστής μπορεί να διακρίνει τις επενδυτικές ευκαιρίες και να τις εκμεταλλευθεί αγοράζοντας φθηνά όταν οι αγορές ακινήτων υποχωρούν και πωλώντας ακριβότερα όταν οι αγορές ανακάμπτουν.

Ωστόσο, η διόρθωση των τιμών δεν είναι ευπρόσδεκτη από την πλευρά των παλαιότερων αγοραστών κατοικιών, που έχουν χρηματοδοτήσει την αγορά της κατοικίας τους με ενυπόθηκα δάνεια, καθώς το περιουσιακό στοιχείο που είχαν αγοράσει με δανεισμό θα έχει πλέον μικρότερη αξία σε σχέση με το ύψος του δανείου, το οποίο οι εν λόγω αγοραστές δεν έχουν εξολοκλήρου αποπληρώσει (γνωστότερο στη βιβλιογραφία ως φαινόμενο “negative equity”). Επιπλέον, σε περίπτωση διόρθωσης των τιμών οι τράπεζες θα δουν την αξία των εμπράγματων

⁵ Η μεγάλη πτώση στις τιμές των κατοικιών στη Θεσσαλονίκη μπορεί εν μέρει να αποδοθεί στη μεγάλη διαθεσιμότητα κατοικιών, που προέκυψε λόγω της ένταξης αρκετών νέων περιοχών στο σχέδιο πόλης.

εξασφαλίσεων των ενυπόθηκων δανείων που έχουν χορηγήσει να υποχωρεί, το οποίο σημαίνει ότι, σε ενδεχόμενη χρεοκοπία των δανειοληπτών, οι τράπεζες θα πρέπει να εγγράψουν ζημία στους ισολογισμούς τους (Βλάμης, 2011).

3 Αιτίες της ύφεσης στην ελληνική αγορά ακινήτων

Τα παραπάνω στοιχεία για την πτώση της οικοδομικής δραστηριότητας πανελλαδικά, την άνοδο της ανεργίας στον τομέα των κατασκευών και το υψηλό ποσοστό παύσης της επαγγελματικής δραστηριότητας καταστημάτων στην περιφέρεια Αττικής πιστοποιούν τη βαθιά ύφεση στην οποία βρίσκεται η ελληνική αγορά ακινήτων και κατ' ακολουθίαν οι ελληνικές κατασκευαστικές εταιρίες. Πιθανές αιτίες της σημερινής δεινής οικονομικής κατάστασης του εν λόγω κλάδου είναι οι εξής:

1. Το σύνολο της ελληνικής οικονομίας βρίσκεται σε φάση ύφεσης, άρα και οι επιμέρους οικονομικοί κλάδοι επηρεάζονται αρνητικά.

2. Πριν από την περίοδο της κρίσης, οι εμπορικές τράπεζες χορηγούσαν στεγαστικά δάνεια που υπερέβαιναν (σε σημαντικό αριθμό περιπτώσεων) το 100% της αξίας του ακινήτου και ταυτόχρονα προσημείωναν/υποθήκευαν τον υποκείμενο τίτλο του στεγαστικού δανείου, δηλαδή το ίδιο το ακίνητο. Κατά τη διάρκεια της κρίσης, η αποκλιμάκωση των τιμών στα οικιστικά ακίνητα οδήγησε στο γνωστό στη βιβλιογραφία ως φαινόμενο “negative equity”, με αποτέλεσμα τη συσσώρευση ακινήτων προς πλειστηριασμό στις τράπεζες. Επιπλέον, οι επιπτώσεις της παρούσας δημοσιονομικής κρίσης για το εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα (έλλειψη ρευστότητας) έχουν καταστήσει τις εμπορικές τράπεζες πιο προσεκτικές και επιφυλακτικές ως προς τη χορήγηση στεγαστικών δανείων, καθώς αυτές συχνά ζητούν πρόσθετες εγγυήσεις προκειμένου να χορηγήσουν νέα στεγαστικά δάνεια. Παράγοντες της τραπεζικής αγοράς αναφέρουν ότι πλέον 8 στις 10 αιτήσεις για στεγαστικά δάνεια δεν τυγχάνουν έγκρισης, ακόμα και αν αυτές συνοδεύονται από παροχή εγγυήσεων.

Η εφαρμογή αυστηρότερων κριτηρίων από τις ελληνικές τράπεζες ως προς τη χορήγηση νέων στεγαστικών δανείων σε περίοδο δημοσιονομικής προσαρμογής και απομόχλευσης της οικονομίας (Kouretas and Vlamis, 2010) αναπόφευκτα περιορίζει τα διαθέσιμα κεφάλαια προς τους υποψήφιους αγοραστές ακινήτων. Πιο συγκεκριμένα, η χρηματοδότηση της αγοράς κατοικίας μέσω των στεγαστικών δανείων που χορηγούν οι τράπεζες διαρκώς συρρικνώνεται. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για την τραπεζική χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα (βλ. Πίνακα 3), η πιστωτική επέκταση ως προς τη στεγαστική πίστη επιβραδύνθηκε με ρυθμό 3,4% τον Απρίλιο του 2012.

Αξίζει να σημειωθεί ότι το ποσοστό αυτό ήταν αρνητικό για ολόκληρο το έτος 2011 και το Δεκέμβριο του 2010 (-0,4%), αλλά θετικό τους προηγούμενους μήνες του 2010 και τα προη-

Πίνακας 3

Τραπεζική χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα: πιστωτική επέκταση ως προς τη στεγαστική πίστη (Εκατοστιαίες μονάδες)

Μήνες	2012	2011	2010
Ιανουάριος	-3,1	-0,7	
Φεβρουάριος	-3,2	-1,1	
Μάρτιος	-3,4	-1,3	
Απρίλιος	-3,4	-1,5	
Μάιος		-1,7	
Ιούνιος		-1,7	
Ιούλιος		-2,1	1,9
Αύγουστος		-2,1	1,6
Σεπτέμβριος		-2,1	1,0
Οκτώβριος		-2,4	0,7
Νοέμβριος		-2,7	0,3
Δεκέμβριος		-2,9	-0,4

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, "Τραπεζική χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα", Απρίλιος 2012.

γούμενα έτη (3,7% το Δεκέμβριο του 2009, 11,5% το Δεκέμβριο του 2008, 21,9% το Δεκέμβριο του 2007, 26,3% το Δεκέμβριο του 2006 και 33,0% το Δεκέμβριο του 2005). Με άλλα λόγια, η χρηματοδότηση από τις τράπεζες έχει συρρικνωθεί σημαντικά και, από ρυθμό αύξησης των στεγαστικών δανείων κατά 33% πριν από 7 χρόνια, σήμερα μειώνεται με ρυθμό 3,4%. Τέλος, η καθαρή ροή των στεγαστικών δανείων ήταν αρνητική κατά 237 εκατ. ευρώ τον Απρίλιο του 2012, 217 εκατ. ευρώ το Μάρτιο, 240 εκατ. ευρώ το Φεβρουάριο και 342 εκατ. ευρώ τον Ιανουάριο του 2012.

3. Υπάρχει έλλειψη αγοραστικού ενδιαφέροντος από την πλευρά των νοικοκυριών και σημαντική μείωση της ζήτησης νεόδμητων διαμερισμάτων λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας για την απασχόληση των νοικοκυριών και τα μελλοντικά τους εισοδήματα (Βλάμης και Καλφμανώλη, 2010).

4. Αναμένεται μεσομακροπρόθεσμα σταδιακή αύξηση του κόστους του χρήματος (αν και στην περίοδο που διανύουμε το ενδεχόμενο αυτό φαίνεται να έχει μικρή πιθανότητα να συμβεί) από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για να αντιμετωπιστούν οι πληθωριστικές προσδοκίες που θα δημιουργηθούν λόγω της σημαντικής νομισματικής χαλάρωσης των τελευταίων ετών (ECB, 2011). Αναπόφευκτα η ζήτηση για κατοικίες θα προσαρμοστεί στα καινούργια μακροοικονομικά δεδομένα, δηλαδή στα υψηλότερα επιτόκια δανεισμού, που βεβαίως επηρεάζουν τη ζήτηση στεγαστικών δανείων για αγορά κατοικίας.

5. Η προσφορά ακινήτων προσαρμόζεται στα δεδομένα της φάσης στην οποία βρίσκεται ο κύκλος της κτηματαγοράς.

6. Το φορολογικό περιβάλλον, όπως έχει διαμορφωθεί το τελευταία 2-3 έτη (επιβολή του έκτακτου ειδικού τέλους ηλεκτροδοτημένων δομημένων επιφανειών, μείωση του αφορολογήτου για την αγορά πρώτης κατοικίας, επαναφορά του Φόρου Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας στη θέση του ΕΤΑΚ και επικείμενη αύξηση των αντικειμενικών αξιών με στόχο την αύξηση των φορολογικών εσόδων από τις μεταβιβάσεις ακινήτων με γονική παροχή, κληρονομία και δωρεά), αναμένεται να επιφέρει πρόσθετη επιβάρυνση των επενδύσεων σε ακίνητα και δημιουργεί συνθήκες περαιτέρω μείωσης του αγοραστικού ενδιαφέροντος για κατοικίες. Ειδικότερα για τις μεγάλης επιφάνειας κατοικίες με υψηλή αντικειμενική αξία, παρατηρείται αδυναμία των νοικοκυριών να τις συντηρήσουν λόγω της υψηλής φορολογικής επιβάρυνσης του ακινήτου, η οποία προστίθεται στην ήδη υψηλή φορολογική επιβάρυνση των εισοδημάτων των νοικοκυριών.

7. Υπάρχει έλλειψη δημοπράτησης νέων έργων υποδομής λόγω της συνεχούς συρρίκνωσης του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) που παρατηρείται τόσο από χρονιά σε χρονιά όσο και εντός του ίδιου δημοσιονομικού έτους. Είναι χαρακτηριστικό ότι το ύψος του ΠΔΕ για το 2011 είχε αρχικά (σύμφωνα με το δημοσιευμένο κρατικό προϋπολογισμό) προσδιοριστεί στα €8,5 δισεκ., όμως συρρικνώθηκε στο τέλος του έτους στα €6,6 δισεκ. (δηλαδή μειώθηκε κατά 22,3% ή €1,9 δισεκ.) προκειμένου να επιτευχθεί ο ετήσιος στόχος της μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος.

8. Έχουν ακυρωθεί έργα υποδομής που είχαν δημοπρατηθεί παλαιότερα (π.χ. η υποθαλάσσια σήραγγα της Θεσσαλονίκης).

9. Παρατηρούνται καθυστερήσεις ως προς την εκτέλεση έργων παραχώρησης, όπως του νέου αεροδρομίου στο Καστέλι Κρήτης, λόγω περιβαλλοντικών ζητημάτων και τεχνικών εκκρεμοτήτων.

10. Υπάρχουν σημαντικές καθυστερήσεις ως προς την εκτέλεση έργων στους νέους οδικούς άξονες. Οι λόγοι για τους οποίους τα μεγάλα οδικά έργα παραχώρησης δεν προβλέπεται να μπορούν να ολοκληρωθούν σύντομα είναι κυρίως η μη απελευθέρωση των απαιτούμενων γαιών για τους αναδόχους μέσω των σχετικών απαλλοτριώσεων (οι σχετικές αποζημιώσεις αρχικά προβλεπόταν να έχουν καταβληθεί στους ιδιοκτήτες έως τα μέσα του 2009). Πρόσθετες καθυστερήσεις προκύπτουν εξαιτίας του μακρού χρόνου που απαιτείται για την αναγκαία μεταφορά των δικτύων κοινής ωφέλειας (π.χ. μεταφορά πυλώνων δικτύου υψηλής τάσης της ΔΕΗ) και της πιθανής εμφάνισης αρχαιολογικών ευρημάτων στο πλαίσιο των ανασκαφών. Πιο συγκεκριμένα:

α) Η **Νέα Οδός-Ιόνια Οδός** είναι ο αυτοκινητόδρομος που συνδέει το Αντίρριο με τα Ιωάννινα (κοινοπραξία με μετόχους τους ομίλους ACS, Cintra, ΓΕΚ-ΤΕΡΝΑ). Μέχρι στιγμής έχει παραδοθεί το 50% των απαλλοτριώσεων, ενώ οι καθυστερήσεις για την παράδοση του έργου, συνολικού ύψους €1,1 δισεκ., υπολογίζονται σε δύο χρόνια. Μέχρι στιγμής έχει ολοκληρωθεί περίπου το 25% του έργου.

β) Η **Κεντρική Οδός-Αυτοκινητόδρομος Κεντρικής Ελλάδος** εξυπηρετεί τη Δυτική Θεσσαλία (κοινοπραξία με μετόχους τους ομίλους ACS, Cintra, ΓΕΚ-ΤΕΡΝΑ).

Λόγω προσφυγών στο ΣτΕ μπορεί να υπάρξουν ακόμη και αλλαγές ως προς τη χάραξη του αυτοκινητόδρομου.

γ) Η **Ολυμπία Οδός** είναι ο αυτοκινητόδρομος που συνδέει Ελευσίνα-Κόρινθο-Πάτρα-Πύργο-Τσακώνα (κοινοπραξία με μετόχους τους ομίλους Vinci, Hochtief, Ελλάκτωρ, J&P ABAΞ, ΓΕΚ-ΤΕΡΝΑ). Το έργο, συνολικού ύψους €861εκατ., παρουσιάζει καθυστερήσεις χρονοδιαγραμμάτων δύο ετών και οι απαλλοτριώσεις βρίσκονται στο 50-60% του προβλεπόμενου συνόλου.

δ) Ο **Αυτοκινητόδρομος Αιγαίου** (κοινοπραξία με μετόχους τους ομίλους Hochtief, Ελλάκτωρ, J&P ABAΞ, Vinci, ΑΕΓΕΚ). Η πρόοδος των εργασιών βρίσκεται στο 57% του προβλεπόμενου, με μεγάλες καθυστερήσεις στα νέα τμήματα του οδικού άξονα.

ε) Ο **E-65** είναι ο αυτοκινητόδρομος ο οποίος συνδέει Σκάρφεια-Λαμία-Τρίκαλα-Εγνατία και Λαμία-Ράχες. Μέχρι στιγμής έχει ολοκληρωθεί το 15% του έργου, συνολικού ύψους €2,1 δισεκατομμυρίων.

στ) Ο άξονας **Μορέας** είναι ο αυτοκινητόδρομος που συνδέει Κόρινθο-Τρίπολη-Καλαμάτα και Λεύκτρο-Σπάρτη (κοινοπραξία με μετόχους τους ομίλους ΕΛΛΑΚΤΩΡ-Ιντρακάτ).

11. Εκκρεμούν οφειλές του Δημοσίου (περίπου €2,5 δισεκ., σύμφωνα με τις εργοληπτικές οργανώσεις ΠΕΣΕΔΕ, ΠΕΔΜΕΔΕ, ΠΕΔΜΗΕΔΕ, ΣΑΤΕ και ΣΤΕΑΤ) προς κατασκευαστικές και εργοληπτικές επιχειρήσεις, που απορρέουν από τις εργολαβικές συμβάσεις που έχουν υπογραφεί για διάφορα δημόσια έργα, πολλά εκ των οποίων έχουν ήδη κατασκευαστεί και παραδοθεί.

12. Παρατηρείται αδυναμία των κατασκευαστικών εταιριών να αποπληρώσουν δάνεια προηγούμενων ετών.

13. Είναι γνωστά τα προβλήματα που έχουν προκληθεί, με αρνητικές συνέπειες για την απασχόληση και γενικότερα τη μεγέθυνση της ελληνικής οικονομίας, από τις κατά καιρούς αποφάσεις των ελληνικών δικαστηρίων για μεγάλα κατασκευαστικά έργα, τα οποία ήδη έχουν ξεκινήσει ή πολλές φορές και ολοκληρωθεί.⁶ Χωρίς απολύτως καμία διάθεση να κριθεί η ουσία των αποφάσεων των ελληνικών διοικητικών δικαστηρίων, ο συγγραφέας θα ήθελε να προτείνει, εφόσον κάτι τέτοιο είναι εφικτό, όταν πρόκειται για μεγάλες επενδύσεις σε κατασκευές ακινήτων, να καλείται το Συμβούλιο της Επικρατείας να γνωμοδοτήσει εκ των προτέρων για ζητήματα περιβάλλοντος ή και για άλλα θέματα, ώστε οι απαιτούμενες διορθώσεις να γίνονται άμεσα και έτσι να μην “μπλοκάρονται” τα έργα εκ των υστέρων, αφού θα έχουν ήδη ξεκινήσει ή πολλές φορές και ολοκληρωθεί οι εργασίες κατασκευής τους.

14. Τέλος, ουσιώδης παράγοντας, η σημασία του οποίου δεν θα πρέπει να υποβαθμίζεται, είναι η κακή ψυχολογία που επικρατεί στην αγορά ακινήτων. Αυτή έχει επηρεαστεί από το

⁶ Πιο πρόσφατα, η Ολομέλεια του ΣτΕ έκρινε ότι οι κτιριακές εγκαταστάσεις του Θεάτρου Μπάντμιντον στο Γουδή, οι οποίες κατασκευάστηκαν προσωρινά για τους Ολυμπιακούς Αγώνες και κατόπιν έγιναν μόνιμες, είναι παράνομες.

φόβο μιας εντονότερης ύφεσης, η οποία πιθανόν να οδηγήσει σε αύξηση της ανεργίας και περαιτέρω συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας.

4 Προτάσεις πολιτικής για την έξοδο της ελληνικής κτηματαγοράς από τη οικονομική κρίση

Δεδομένου ότι ο κλάδος των ακινήτων/κατασκευών υπήρξε κατά το πρόσφατο παρελθόν ένας από τους πλέον ισχυρούς πυλώνες ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας (Karousos and Vlamis, 2008, και Χαρδούβελης, 2009), θεωρείται ότι δεν θα πρέπει να αφεθεί στην τύχη του. Οι προτάσεις για έξοδο του κλάδου από τη σημερινή κρίση αφορούν σε πρωτοβουλίες που μπορούν να αναληφθούν από τις ίδιες τις ελληνικές κατασκευαστικές εταιρίες, στο ρόλο των πιστωτριών τραπεζών, καθώς και στις δρομολογημένες θεσμικές πρωτοβουλίες της Ελληνικής Πολιτείας για την αντιμετώπιση της κρίσης.

4.1 Πρωτοβουλίες που μπορούν να αναληφθούν από τις ελληνικές κατασκευαστικές εταιρίες

1. Τα κοινοτικά κονδύλια που διοχετεύονταν στα προγράμματα περιφερειακής ανάπτυξης στρέφονται πλέον, κατά κύριο λόγο, προς τα νέα μέλη της ΕΕ (χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης), τα οποία προφανώς έχουν και μεγαλύτερη ανάγκη χρηματοδότησης έργων βασικής υποδομής. Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητο οι ελληνικές εταιρίες που διαθέτουν το κρίσιμο μέγεθος ώστε να μπορέσουν να ανταγωνιστούν αντίστοιχες εταιρίες του κατασκευαστικού κλάδου της ευρωπαϊκής αγοράς να επιδείξουν την αναγκαία εξωστρέφεια και να διεκδικήσουν κατασκευαστικά έργα σε χώρες που ακόμα υστερούν στον τομέα των βασικών υποδομών. Θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στον προσανατολισμό των ελληνικών κατασκευαστικών εταιριών — κάποιες το έχουν ήδη κάνει — προς τις αγορές των νέων κρατών-μελών της ΕΕ, τη Β. Αφρική, καθώς και τις χώρες της Μέσης Ανατολής.⁷

2. Οι εταιρίες του κατασκευαστικού κλάδου θα πρέπει, δεδομένου ότι η έλλειψη δημοπράτησης νέων δημόσιων έργων αναμένεται να συνεχιστεί λόγω του ότι είναι περιορισμένες οι πιστώσεις για το πρόγραμμα δημόσιων επενδύσεων, να στραφούν με μεγαλύτερη ένταση σε νέους, μη κορεσμένους, τομείς δραστηριότητας (ενέργεια, υδροηλεκτρικά έργα, διαχείριση ΧΥΤΑ και logistics) και να επιδιώξουν την προσέλκυση ξένων στρατηγικών επενδυτών (Karousos and Vlamis, 2008). Αξίζει να σημειωθεί ότι οι μεγάλοι ευρωπαϊκοί κατασκευαστικοί

⁷ Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι η πολιτική αστάθεια στις χώρες της Μ. Ανατολής και της Β. Αφρικής δημιουργεί αβεβαιότητα τόσο για την ολοκλήρωση των εν εξελίξει έργων όσο και για την ανάληψη νέων.

όμιλοι υλοποιούν σχεδόν το μισό του κύκλου εργασιών τους με δραστηριότητες σε άλλους τομείς εκτός κατασκευαστικού αντικειμένου (Εθνική Τράπεζα, 2011).

4.2 Πρωτοβουλίες των πιστωτριών τραπεζών

Είναι γνωστά τα σοβαρά προβλήματα ρευστότητας που αντιμετωπίζουν σήμερα οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες λόγω των αρνητικών συνεπειών: (α) της δημοσιονομικής κρίσης, που αντανακλάται και σ' αυτές (Kouretas and Vlamis, 2010), (β) της έκθεσής τους στα ελληνικά ομόλογα, (γ) της ολοκλήρωσης του 'κουρέματος' του ελληνικού χρέους μέσω της διαδικασίας διαπραγμάτευσης με τους ιδιώτες πιστωτές (γνωστότερο ως PSI) και (δ) από τα συμπεράσματα της έκθεσης της BlackRock σχετικά με την ποιότητα των στοιχείων του ενεργητικού τους.

Ωστόσο, στο πλαίσιο των δυνατοτήτων τους, κρίνεται απαραίτητο οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες, στην παρούσα δύσκολη οικονομική συγκυρία, να διευκολύνουν τις αξιόπιστες εταιρίες του κατασκευαστικού κλάδου, δηλαδή αυτές που έχουν πιστοποιημένα θετικό ιστορικό πιστοληπτικής αξιολόγησης. Οι κατασκευαστικές εταιρίες που αντιμετωπίζουν προσωρινό πρόβλημα ρευστότητας θα πρέπει να ξεκινήσουν σειρά συζητήσεων και διαπραγματεύσεων με το σύνολο των πιστωτριών τραπεζών, με σκοπό την αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου βραχυπρόθεσμου δανεισμού τους. Μέσω της αναχρηματοδότησης και της ταυτόχρονης χορήγησης νέων κεφαλαίων κίνησης θα μπορέσουν να τακτοποιήσουν τις ληξιπρόθεσμες οφειλές τους και να εξομαλύνουν τις χρηματικές εκροές τους.

4.3 Υλοποίηση θεσμικών πρωτοβουλιών της Ελληνικής Πολιτείας

Η Ελληνική Πολιτεία μπορεί να στηρίξει την ελληνική κτηματαγορά με πρωτοβουλίες και θεσμικές παρεμβάσεις βραχυχρόνιου ή πιο μακροχρόνιου χαρακτήρα. Οι παρακάτω ενέργειες έχουν ήδη εξαγγελθεί, αλλά εκκρεμεί η υλοποίηση πολλών από αυτές. Για το λόγο αυτό, θεωρείται απολύτως αναγκαίο να προχωρήσει με γοργούς ρυθμούς η υλοποίηση των εξής θεσμικών πρωτοβουλιών:

1. Η χρηματοδότηση των πρώτων επενδυτικών δραστηριοτήτων στο πλαίσιο του προγράμματος "Κοινή ευρωπαϊκή υποστήριξη για βιώσιμες επενδύσεις σε αστικές περιοχές", γνωστότερου με το αγγλικό ακρωνύμιο **Jessica** (Joint European Support for Sustainable Investment in City Areas). Η πρωτοβουλία Jessica δεν αποτελεί νέα πηγή χρηματοδότησης για τα κράτη-μέλη, αλλά είναι ένα νέο μέσο αξιοποίησης των υφιστάμενων επιχορηγήσεων των διαρθρωτικών ταμείων για τη στήριξη σχεδίων αστικής ανάπτυξης. Η πρωτοβουλία αυτή αναπτύσσεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕπ), σε συνεργασία με την Τράπεζα Ανάπτυξης του Συμβουλίου της Ευρώπης (CEB). Έχει ολοκληρωθεί η σύσταση των Ταμείων Αστικής

Ανάπτυξης και η επιλογή των πέντε ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών (Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Επενδυτική Τράπεζα της Ελλάδος, Κοινοπραξία Παγκρήτιας Τράπεζας και ΤΤ, Eurobank και Τράπεζα Πειραιώς) που αποτελούν τον πυρήνα εφαρμογής του Jessica στην Ελλάδα. Πρόσφατα συμφωνήθηκε μεταξύ της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και της Επενδυτικής Τράπεζας της Ελλάδος, της Eurobank και της Τράπεζας Πειραιώς να διατεθούν €158 εκατ. σε νέες πιστώσεις για τη χρηματοδότηση αστικών αναπλάσεων σε όλη την Ελλάδα.

2. Ενθάρρυνση της ιδιωτικής πρωτοβουλίας, υποστήριξη των ιδιωτικών επενδύσεων στην “πράσινη” οικονομία και τον ενεργειακό τομέα (έργα ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και πρόγραμμα ανάπτυξης φωτοβολταϊκών σταθμών), καθώς και των “πράσινων” δικτύων υποδομών (διευρωπαϊκά δίκτυα για τις μεταφορές και την ενέργεια), με διερεύνηση της δυνατότητας χρηματοδότησης των ενεργειών αυτών από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.

3. Ενεργοποίηση του νόμου για την αξιοποίηση της μεγάλης ακίνητης περιουσίας των ασφαλιστικών ταμείων, εξέλιξη η οποία θα δώσει τη δυνατότητα σε εταιρίες ακινήτων αλλά και σε Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) να συμμετάσχουν στην αξιοποίηση της εν λόγω περιουσίας. Για παράδειγμα, το ΙΚΑ διαθέτει περί τα 215 ακίνητα, αντικειμενικής αξίας περί τα €700 εκατ. και εμπορικής περί το €1,5 δισεκατομμύριο. Ενδεικτικά το 2011 τα έσοδα του ΙΚΑ από την εκμετάλλευση της περιουσίας του ήταν μόλις €8,17 εκατ., ενώ για ενοίκια προς εκμισθωτές κατέβαλε €26 εκατ. για την ίδια χρονιά. Δυνητικά το ΙΚΑ θα μπορούσε να υιοθετήσει νέες μορφές αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας του, όπως την πώληση και επαναμίσθωση ακινήτων (sale & lease back) τα οποία σήμερα ιδιοχρησιμοποιούνται, καθώς και νέες μορφές χρηματοδότησης από διαφορετικούς φορείς και ευρωπαϊκά προγράμματα (ΕΤΕπ, ΕΣΠΑ, Jessica).

4. Επιτάχυνση της εκτέλεσης του προγράμματος “Χτίζοντας το Μέλλον”.

Το πρόγραμμα είναι μια σύμπραξη ανάμεσα στο δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα, που εξασφαλίζει προϊόντα υψηλών προδιαγραφών και σημαντικές εκπτώσεις για τους πολίτες που θα προχωρήσουν στην ενεργειακή αναβάθμιση των κτιρίων τους. Με άλλα λόγια, η σύμπραξη αυτή πραγματοποιείται στο πλαίσιο εθελοντικών συμφωνιών του Δημοσίου με βιομηχανικές και εμπορικές επιχειρήσεις, ώστε ο πολίτης να έχει στη διάθεσή του πιστοποιημένα προϊόντα υψηλών προδιαγραφών, σε πολύ καλύτερες τιμές από αυτές της τρέχουσας αγοράς. Το “Χτίζοντας το Μέλλον” προβλέπει 3.100.000 ενεργειακές παρεμβάσεις σε μονοκατοικίες, διαμερίσματα και εμπορικά κτίρια.⁸

⁸ Το Υπουργείο Περιβάλλοντος, Ενέργειας & Κλιματικής Αλλαγής, στο πλαίσιο της ενεργειακής και περιβαλλοντικής πολιτικής που ασκεί, θεωρεί επιβεβλημένη τη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης των κτιρίων με ένα ολοκληρωμένο πρόγραμμα ενεργειακής αναβάθμισης του κτιριακού αποθέματος της χώρας και με βάση τις δεσμεύσεις που έχει αναλάβει η Ελλάδα για:

- 20% εξοικονόμηση ενέργειας,
- 20% μείωση εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου,

• 20% αύξηση του ποσοστού ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Οι ενέργειες που περιλαμβάνονται στο πρόγραμμα για την περίοδο 2011-2012 εντάσσονται σε τρεις κατηγορίες: (α) ενέργειες ενσωμάτωσης προηγμένης και ώριμης τεχνολογίας, (β) πιλοτικές ενέργειες σε έργα που αφορούν προϊόντα και τεχνολογίες υψηλής ενεργειακής και περιβαλλοντικής απόδοσης και (γ) ενέργειες συντονισμένης βιομηχανικής και ακαδημαϊκής έρευνας. Το όφελος από την εξοικονόμηση ενέργειας υπολογίζεται σε €9 δισεκατομμύρια.

5. Εκτιμάται ότι τα επόμενα χρόνια το Ελληνικό Δημόσιο θα πρέπει να επικεντρωθεί στη διαχείριση των κρατικών ακινήτων που παραμένουν αναξιοποίητα⁹ και στην πώληση των αστικών ιδιωτικών ακινήτων που έχουν περιέλθει στη κυριότητά του (Βλάμης και Κωνσταντόπουλος, 2010), προκειμένου να αναζωογονηθεί το επενδυτικό περιβάλλον, να επανεκκινήσει η ελληνική κτηματαγορά και έτσι το Δημόσιο να συμβάλει –στο μέτρο του δυνατού– στην αντιμετώπιση της τρέχουσας δημοσιονομικής κρίσης. Ειδικότερα αναμένεται η ολοκλήρωση του διεθνούς διαγωνισμού για την αξιοποίηση του οικοπέδου που βρίσκεται στην περιοχή Κασσιόπη της Κέρκυρας¹⁰ μέσω της διάθεσης του “δικαιώματος επιφανείας” (η παραχώρηση της χρήσης του οικοπέδου μπορεί να εκτείνεται χρονικά μέχρι τα εκατό έτη). Επιπλέον, αναμένεται η ολοκλήρωση του διεθνούς διαγωνισμού για την αξιοποίηση του Διεθνούς Κέντρου Ραδιοτηλεόρασης¹¹ (IBC), ο οποίος αφορά στην απόκτηση εκ μέρους του ενδιαφερόμενου επενδυτή της επικαρπίας επί του δικαιώματος αποκλειστικής αξιοποίησης, χρήσης, διαχείρισης και εκμετάλλευσης του IBC για 90 χρόνια. Τέλος, σε σχέση με την έκταση του πρώην αεροδρομίου του Ελληνικού (5.500 στρέμματα), τέσσερις από τους εννέα αρχικά ενδιαφερομένους για την υλοποίηση της ανάπτυξης εξασφάλισαν τη συμμετοχή τους στο δεύτερο στάδιο της διαγωνιστικής διαδικασίας. Αυτοί είναι ο ισραηλινός όμιλος Elbit Imaging (μητρική της Plaza Centers), η Lamda Development, η Qatari Diar (θυγατρική του Qatar Investment Authority) και η εισηγμένη στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου London & Regional Properties.

Ωστόσο, θεωρείται ότι, για να ευοδωθεί η προσπάθεια της αξιοποίησης των δημόσιων ακινήτων, θα πρέπει σε βάθος χρόνου να προγραμματιστεί και να υλοποιηθεί μια σειρά από απαραίτητες θεσμικές αλλαγές (Βλάμης και Καλφαμανώλη, 2008). Αυτές αφορούν στην ολοκλήρωση του κτηματολογίου, την εκπόνηση δασολογίου, την εφαρμογή του εθνικού χωροταξικού σχεδιασμού, την ολοκλήρωση της αναθεώρησης του ειδικού πλαισίου για τον τουρισμό, τη θεσμοθέτηση ειδικών πλαισίων για τον παράκτιο χώρο και τους ορεινούς όγκους, καθώς και τη θέσπιση νομοθετικών ρυθμίσεων για πολεοδομικά θέματα (αποσαφήνιση χρήσεων γης), για τις εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητα, για τη λειτουργία γηπέδων γκολφ, κέντρων θαλασσοθεραπείας κ.λπ.

⁹ Αναξιοποίητα ακίνητα στο κέντρο της Αθήνας τα οποία θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για τη στέγαση δημόσιων υπηρεσιών είναι τα ακόλουθα: Φιλελλήνων 13-15 (ανήκει στο TEADY), 2.087 τ.μ., Αξαρχάνων 7 (ΙΚΑ), 864 τ.μ., Βουλής 8-10 (ΟΑΕΕ), 2.577 τ.μ., Βουλής 6 (ΙΚΑ), 1.444 τ.μ., Ακαδημίας και Ζαλοκώστα (ΚΕΔ), Σταδίου 58 (TEADY), 2.196 τ.μ., Μενάνδρου 27-29 (ΙΚΑ), 662 τ.μ., Ιουλιανού 36 (Ταμείο Αστυνομικών), 2.524 τ.μ., Μενάνδρου 48 (ΙΚΑ), 1.316 τ.μ., Κουμουνδούρου 23 (ΕΤΑΠΜΜΕ), 1.142 τ.μ., Βουλής 2 (κληροδότημα), Καποδιστρίου (Α΄ Βοηθειών), Αγίου Κωνσταντίνου 43 (ΕΤΑΑ), 1.910 τ.μ., Σωκράτους 65-67 (ΤΕΑΙΤ), 7.809 τ.μ., Πειραιώς 22 (ΤΕΑΙΤ), 1.573 τ.μ., Φιλελλήνων και Ξενοφώντος (κληροδότημα), Στουρνάρη (κληροδότημα), Αναπήρων Πολέμου, Κολωνάκι (Κληροδότημα), Ξενοδοχείο La Mirage (Μετοχικό Ταμείο Αεροπορίας), Κτίριο Κεράνη (Λ. Θηβών 196-198), 45.000 τ. μέτρα.

¹⁰ Πρόκειται για παραθαλάσσια έκταση περίπου 500 στρεμμάτων στα βορειοανατολικά παράλια της Κέρκυρας, μόλις 38 χλμ. από την πόλη της Κέρκυρας, με σημαντικές δυνατότητες ανάπτυξης.

¹¹ Η έκταση του Διεθνούς Κέντρου Ραδιοτηλεόρασης περιλαμβάνει το εμπορικό κέντρο Golden Hall, που διαθέτει υπέργειους χώρους 73.000 τ.μ., συμπεριλαμβανομένων γραφειακών χώρων 4.500 τ.μ., καθώς και υπόγειο χώρο, χώρο στάθμευσης και αποθήκης 59.200 τ. μέτρων. Επιπλέον, υπάρχει αναξιοποίητος χώρος του IBC με υπέργεια επιφάνεια 14.300 τ.μ. και υπόγειο χώρο στάθμευσης 7.300 τ. μέτρων.

6. Εκτέλεση με γοργούς ρυθμούς του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων όπως έχει σχεδιαστεί από τα συναρμόδια υπουργεία και έχει ανακοινωθεί από τους επικεφαλής του Ταμείου Αξιοποίησης της Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ). Αυτό αφορά την πώληση και επαναμίσθωση (sale & leaseback) 28 κτιρίων του Δημοσίου, την πώληση του 35% των ΕΛΠΕ, του 29% του ΟΠΑΠ και του 74% της ΕΥΑΘ, την πώληση της ΛΑΡΚΟ, την παραχώρηση της Εγνατίας Οδού, την παραχώρηση της χρήσης μιας σειράς λιμανιών και μαρινών, καθώς και την πώληση του 61% των μετοχών της ΕΥΔΑΠ και του 90% των ΕΛΤΑ.

7. Πρόοδος του προγράμματος “Πράσινος Τουρισμός”.

Αφορά στη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων από τους πόρους του επιχειρησιακού προγράμματος “Ανταγωνιστικότητα και Επιχειρηματικότητα 2007-2013 (ΕΠΑΝ II)” για τη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης των κτιριακών εγκαταστάσεων στον τομέα του τουρισμού, την αξιοποίηση των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, την ανάπτυξη συστημάτων εξοικονόμησης και διαχείρισης νερού, τη διαχείριση απορριμμάτων και την ενσωμάτωση περιβαλλοντικών προτύπων και φιλικών προς το περιβάλλον τεχνολογιών. Ως εκ τούτου, το πρόγραμμα έχει κεντρικό στόχο τη βελτίωση της ενεργειακής αποδοτικότητας των κτιριακών εγκαταστάσεων των επιλέξιμων επιχειρήσεων, την εξοικονόμηση ενέργειας, τη σωστή και υπεύθυνη διαχείριση του ύδατος και των απορριμμάτων, καθώς και την υλοποίηση διαδικασιών που δεν επιβαρύνουν το περιβάλλον, ενώ παράλληλα προωθούν την ευαισθητοποίηση των εμπλεκομένων σε περιβαλλοντικά θέματα. Δικαίωμα συμμετοχής έχουν φυσικά ή νομικά πρόσωπα που εκμεταλλεύονται τουριστικά καταλύματα που λειτουργούν νόμιμα στην ελληνική επικράτεια και πληρούν τις προϋποθέσεις, όπως αυτές αναφέρονται στον Οδηγό του προγράμματος. Ο συνολικός προϋπολογισμός της δημόσιας δαπάνης του προγράμματος ανέρχεται σε €30 εκατομμύρια.

8. Ταχεία εκτέλεση του προγράμματος “Εξοικονόμηση Κατ’ Οίκον”. Στον αρχικό σχεδιασμό του προγράμματος προβλεπόταν ότι θα δίνονται επιδοτήσεις και άτοκα δάνεια (ανάλογα με την κατηγορία εισοδήματος του υποψηφίου) έως €15.000, χωρίς προσημείωση ακινήτου, για κατοικίες που (α) κατασκευάστηκαν πριν από το 1980, (β) βρίσκονται σε περιοχές με τιμή ζώνης κάτω από €1.750/τ.μ. και (γ) έχουν καταταχθεί βάσει του πιστοποιητικού ενεργειακής απόδοσης σε κατηγορία χαμηλότερη ή ίση της Δ. Οι επιλέξιμες παρεμβάσεις αφορούν σε:

α. τοποθέτηση θερμομόνωσης στο κέλυφος του κτιρίου, συμπεριλαμβανομένου του δώματος/στέγης και της πιλοτής, καθώς και πρόσθετες εργασίες, όπως αποξηλώσεις και αποκομιδή, παρεμβάσεις στη στέγη (π.χ. αντικατάσταση κεραμιδιών κ.τ.λ.),

β. αντικατάσταση κουφωμάτων και τοποθέτηση συστημάτων σκίασης (συμπεριλαμβάνονται η εξώπορτα του κτιρίου, τα κουφώματα του κλιμακοστασίου, τα παντζούρια, τα ρολά, οι τέντες κ.τ.λ.) και

γ. αναβάθμιση του συστήματος θέρμανσης και παροχής ζεστού νερού χρήσης (συμπεριλαμβάνονται η αντικατάσταση του εξοπλισμού του λεβητοστασίου και του δικτύου διανο-

μής, η τοποθέτηση ηλιακού θερμοσίφωνα, η εγκατάσταση συστημάτων ελέγχου και αυτονομίας της θέρμανσης κ.τ.λ.).

Το συνολικό ύψος των επενδύσεων προβλέπεται να φθάσει σε €1,2 δισεκ., από τα οποία €400 εκατ. είναι η δημόσια συμμετοχή και τα υπόλοιπα θα δοθούν από τις τράπεζες με τη μορφή δανείων. Το υπουργείο Περιβάλλοντος, Ενέργειας και Κλιματικής Αλλαγής έχει επιλέξει τις τράπεζες που θα υλοποιήσουν το πρόγραμμα (Alpha, Πειραιώς, Εθνική, Eurobank) και έχει ήδη συσταθεί το σώμα ενεργειακών επιθεωρητών (3.000 πιστοποιημένοι μηχανικοί).

Παρά το μεγάλο ενδιαφέρον, πολλοί ιδιοκτήτες δεν καταφέρνουν να λάβουν έγκριση από τις συνεργαζόμενες τράπεζες για τη χορήγηση επιδοτούμενου δανείου είτε γιατί αυτοί δεν διαθέτουν την κατάλληλη πιστοληπτική αξιολόγηση για να λάβουν δάνειο είτε γιατί οι τράπεζες φαίνεται να εφαρμόζουν και σε αυτόν τον τύπο δανείων το ηλικιακό κριτήριο (μη χορήγηση στεγαστικών δανείων σε όσους είναι άνω των 70 ετών). Όμως, φαίνεται ότι η πλειοψηφία των ιδιοκτητών που επιθυμούν να συμμετάσχουν στο πρόγραμμα “Εξοικονόμηση Κατ’ Οίκον” και κατέχουν σπίτια με οικοδομική άδεια πριν από το 1980 είναι άνω των 70 ετών. Επιπλέον, ενώ εικάζεται ότι το μεγαλύτερο μέρος των ενεργοβόρων κατοικιών εντοπίζεται στην Αθήνα, η μέγιστη τιμή ζώνης, ύψους €1.750/τ.μ., λειτουργεί απαγορευτικά για κατοικίες που βρίσκονται σε περιοχές της Πρωτεύουσας και έχουν τιμή ζώνης υψηλότερη από τη μέγιστη.

Προκειμένου το πρόγραμμα να καταστεί περισσότερο λειτουργικό, το Υπουργείο Περιβάλλοντος, Ενέργειας και Κλιματικής Αλλαγής προχώρησε πρόσφατα σε δύο αναθεωρήσεις των όρων του προγράμματος, εντάσσοντας πλέον σ’ αυτό όλες τις κατοικίες, ανεξαρτήτως του πότε κτίστηκαν και του αν αποτελούν κύρια η δευτερεύουσα κατοικία. Έτσι, επιλέξιμες κατοικίες είναι το σύνολο των μονοκατοικιών, πολυκατοικιών και μεμονωμένων διαμερισμάτων που ικανοποιούν τα ακόλουθα κριτήρια: (α) βρίσκονται σε περιοχές με τιμή ζώνης χαμηλότερη ή ίση των €2.100/τ.μ. και (β) έχουν καταταχθεί βάσει του πιστοποιητικού ενεργειακής απόδοσης σε κατηγορία χαμηλότερη ή ίση της Δ. Η εξοικονόμηση που επιτυγχάνεται από τις παρεμβάσεις του προγράμματος πρέπει να αντιστοιχεί σε αναβάθμιση κατά μία ενεργειακή κατηγορία ή στο 30% της ενεργειακής κατανάλωσης του κτιρίου αναφοράς.

Σημειώνεται ότι δεν υπάρχει πλέον περιορισμός ως προς τον αριθμό ιδιοκτησιών ανά πολίτη που μπορούν να ενταχθούν στο πρόγραμμα και ότι για την υλοποίηση των παρεμβάσεων δεν απαιτείται αδειοδότηση, ούτε έγκριση εργασιών δόμησης μικρής κλίμακας (εκτός πολύ ειδικών περιπτώσεων). Παράλληλα, σε μια προσπάθεια να περιοριστούν τα προβλήματα με τις αιτήσεις που αφορούν στην υπαγωγή πολυκατοικιών στο πρόγραμμα (απαιτείται αυξημένη πλειοψηφία της γενικής συνέλευσης των ιδιοκτητών), το ΥΠΕΚΑ καθιστά πλέον δυνατή τη χωρίς προϋποθέσεις υποβολή αιτήσεων για συμμετοχή στο πρόγραμμα για μεμονωμένα διαμερίσματα πολυκατοικίας. Επίσης, εντάσσονται στο πρόγραμμα κενά διαμερίσματα που κατοικούνταν εντός των τελευταίων τριών ετών.

Τέλος, υπάρχουν τρεις κατηγορίες εισοδηματικών κριτηρίων ως προς το ποσοστό επιχορήγησης από το πρόγραμμα και το ποσοστό της χορήγησης του άτοκου δανείου από τις τράπεζες για όσους επιθυμούν να ενταχθούν στο “Εξοικονόμηση Κατ’ Οίκον”.

Κατηγορία A1

Για όσους ενταχθούν στο πρόγραμμα και έχουν ατομικό εισόδημα μέχρι €12.000 ή οικογενειακό εισόδημα μέχρι €20.000, επιχορηγείται το 70% του προϋπολογισμού, ενώ τους χορηγείται άτοκο¹² δάνειο έως και 30% του προϋπολογισμού. Δηλαδή, για επιλέξιμο προϋπολογισμό €10.000, ένας πολίτης θα λάβει άτοκο δάνειο €3.000 και επιχορήγηση €7.000.

Κατηγορία A2

Για όσους ενταχθούν στο πρόγραμμα και έχουν ατομικό εισόδημα από €12.000 μέχρι €40.000 ή οικογενειακό εισόδημα από €20.000 έως €60.000, επιχορηγείται το 35% του προϋπολογισμού, ενώ τους χορηγείται άτοκο δάνειο έως και 65% του προϋπολογισμού. Δηλαδή, για επιλέξιμο προϋπολογισμό €10.000, ένας πολίτης θα λάβει άτοκο δάνειο €6.500 και επιχορήγηση €3.500.

Κατηγορία B

Για όσους ενταχθούν στο πρόγραμμα και έχουν ατομικό εισόδημα από €40.000 μέχρι €60.000 ή οικογενειακό εισόδημα από €60.000 έως €80.000, επιχορηγείται το 15% του προϋπολογισμού, ενώ τους χορηγείται άτοκο δάνειο έως και 85% του προϋπολογισμού. Δηλαδή, για επιλέξιμο προϋπολογισμό €10.000 ένας πολίτης θα λάβει άτοκο δάνειο €8.500 και επιχορήγηση €1.500.

9. Έναρξη δημοπράτησης των έργων του Εθνικού Στρατηγικού Πλαισίου Αναφοράς (ΕΣΠΑ). Ας σημειωθεί ότι τελευταίο έτος απορρόφησης κονδυλίων του ΕΣΠΑ είναι το 2015 και πολλά από τα έργα που σχεδιάζεται να ενταχθούν σ’ αυτό δεν έχουν ακόμη δημοπρατηθεί.

10. Διευκόλυνση των ελληνικών κατασκευαστικών εταιριών ως προς την πρόσβαση στις επιδοτήσεις της ΕΕ και σε δάνεια της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων για κατασκευαστικά έργα σε υποδομές.

11. Σταδιακή εξόφληση των κατασκευαστικών και εργοληπτικών επιχειρήσεων για τις συσσωρευμένες οφειλές του Ελληνικού Δημοσίου που απορρέουν από τις εργολαβικές συμβάσεις που έχουν υπογραφεί για διάφορα δημόσια έργα.¹³ Πρόσφατα δημοσιεύθηκε εγκύκλιος του

¹² Η επιδότηση του επιτοκίου κατά 100% ισχύει έως 31.12.2015.

¹³ Αξίζει να σημειωθεί ότι οι κατασκευαστικές εταιρίες στις οποίες οφείλονται χρήματα που απορρέουν από τις εργολαβικές συμβάσεις τους με το Δημόσιο υποχρεώνονται να πληρώνουν ΦΠΑ 23%, προκαταβολή φόρου 3% επί των ανεξόφλητων τιμολογίων, αλλά και έκτακτη εισφορά επί των λογιστικών (όχι πραγματικών) κερδών τους. Επίσης, οι κατασκευαστικές εταιρίες δεν έχουν τη δυνατότητα να διαγράψουν επισφαλή απαίτηση από το Δημόσιο ή τον ευρύτερο δημόσιο τομέα (για παράδειγμα οφειλές των ΟΤΑ), διότι το Δημόσιο δεν αναγνωρίζεται ως “επισφαλής πελάτης”.

Υπουργείου Υποδομών, Μεταφορών και Δικτύων (με ημερομηνία 26.04.2012), σύμφωνα με την οποία το Ελληνικό Δημόσιο οφείλει να προκαταβάλλει στους παραχωρησιούχους που έχουν αναλάβει την κατασκευή των μεγάλων αυτοκινητοδρόμων το 10% της αξίας των συμβάσεων, καθώς και τον ΦΠΑ που αναλογεί σε αυτές. Η ρύθμιση επεκτείνεται σε όλα τα συγχρηματοδοτούμενα έργα που αντλούν κονδύλια τόσο από το ΕΣΠΑ και τα υπόλοιπα κοινοτικά προγράμματα όσο και από το ΠΔΕ. Τα κεφάλαια αυτά αναμένεται να συμβάλουν στην αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου βραχυπρόθεσμου δανεισμού των εταιρειών του κατασκευαστικού κλάδου και ταυτόχρονα να αποτελέσουν ‘ένεση’ ρευστότητας για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, καθώς τα κονδύλια αυτά πιθανότατα θα επανεκχωρηθούν από τις κατασκευαστικές εταιρίες στις τράπεζες έναντι της εξόφλησης μέρους των συσσωρευμένων δανειακών υποχρεώσεών τους.

12. Σχεδιασμός σταθερής φορολογικής πολιτικής απέναντι σε ένα τόσο σημαντικό κλάδο της οικονομίας όπως είναι αυτός των ακινήτων (Βλάμης και Καλφαμανώλη, 2008). Στην *Έκθεση του Διοικητή* της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2011 (Απρίλιος 2012) προτείνεται μείωση των συντελεστών του φόρου μεταβίβασης. Επιπλέον, η ΤτΕ εισηγείται κατάργηση και ενοποιήσεις των φόρων που σχετίζονται με την ακίνητη περιουσία. Πιο συγκεκριμένα, υποστηρίζει ότι (σελ. 63) η αύξηση των αντικειμενικών τιμών των ακινήτων “...θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να συνδυαστεί με εξορθολογισμό της φορολογίας των ακινήτων, στην κατεύθυνση τόσο της μείωσης της φορολογίας των μεταβιβάσεων όσο και της κατάργησης επιμέρους επιβαρύνσεων και της θέσπισης ή διατήρησης ενός πολύ μικρού αριθμού ενιαίων φόρων που θα αντικαταστήσουν το πλήθος των υπαρχόντων (π.χ. ενιαίος φόρος επί των συναλλαγών και ανάλογος ενιαίος φόρος επί της ιδιοκτησίας ακινήτων)”. Ταυτόχρονα, σημειώνεται στην έκθεση ότι η αναπροσαρμογή των αντικειμενικών τιμών των ακινήτων στα επίπεδα των τιμών της αγοράς δεν θα πρέπει να γίνει με κάποιον οριζόντιο τρόπο, δηλαδή με κάποια ισοποσοστικά μεταβολή όλων των αντικειμενικών τιμών που ισχύουν σήμερα, καθώς η μεταβολή των εμπορικών τιμών των ακινήτων από τις αρχές του 2007 έως σήμερα διαφοροποιείται σημαντικά μεταξύ των επιμέρους γεωγραφικών περιοχών. Στην *Έκθεση του Διοικητή* της ΤτΕ αναφέρεται χαρακτηριστικά (υποσημείωση 30, σελ. 63) ότι “.....με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι τιμές των διαμερισμάτων στις υποβαθμισμένες περιοχές του κέντρου της Αθήνας (Πατήσια, Μεταξουργείο, Πλατεία Βικτωρίας κ.ά.) αλλά και του Πειραιά (Δραπετσώνα, Νίκαια, Κερατσίνι, Πέραμα κ.ά.) παρουσίασαν τετραπλάσια μείωση σε σχέση με τις αντίστοιχες τιμές των πιο αναβαθμισμένων περιοχών του κέντρου της Αθήνας (Φιλοπάππου, Πλάκα, Κολωνάκι κ.ά.)”.

13. Σε μεταγενέστερο χρονικό ορίζοντα, οπότε ελπίζεται ότι θα έχει αποκατασταθεί η ισορροπία στα βασικά δημοσιονομικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας, θα μπορούσε να συζητηθεί και να σχεδιαστεί η υλοποίηση ενός προγράμματος εξοικονόμησης και ορθολογικής χρήσης της ενέργειας μέσω της συντήρησης και αναβάθμισης των υφιστάμενων δημόσιων έργων. Σήμερα παρατηρείται σημαντική σπατάλη ενέργειας στα δημόσια κτίρια, π.χ. στα νοσοκομεία,

λόγω παλαιότητας του εξοπλισμού, ελλιπούς θερμομόνωσης κ.λπ. Οι δημόσιοι φορείς θα μπορούσαν να σχεδιάσουν και σταδιακά να υλοποιήσουν ένα μακροχρόνιο πρόγραμμα ενεργειακής (αντικατάσταση πετρελαίου με υγραέριο/φυσικό αέριο, εγκατάσταση ηλιακών συστημάτων, αντικατάσταση λαμπτήρων πυράκτωσης, αναβάθμιση συστημάτων κλιματισμού) και αντισεισμικής αναβάθμισης των δημόσιων κτιρίων. Αυτές οι ενέργειες πιθανόν να μπορούν να χρηματοδοτηθούν από το ΕΣΠΑ και ενδεχομένως από άλλα Ταμεία της ΕΕ ή να μπορούν να ενταχθούν στο πρόγραμμα “Χτίζοντας το Μέλλον”.

5 Συμπεράσματα

Σ’ αυτό το άρθρο παρουσιάστηκαν στοιχεία τα οποία πιστοποιούν τη βαθιά ύφεση στην οποία βρίσκεται σήμερα η αγορά ακινήτων και συνακόλουθα οι ελληνικές κατασκευαστικές εταιρίες. Ενδεχομένως το πιο ανησυχητικό στοιχείο είναι ότι η ελληνική αγορά ακινήτων θα αργήσει να εξέλθει από την κρίση, γιατί πλέον έχουν εκλείψει οι παράγοντες που συνέβαλαν καθοριστικά στην ανάπτυξή της, με υψηλούς ρυθμούς, την περίοδο 1996-2005 (Karousos and Vlamis, 2008).

Πιο συγκεκριμένα, πρώτον η Οικονομική και Νομισματική Ένωση δρομολόγησε σταθεροποιητικούς μακροοικονομικούς κανόνες και πολιτική, που είχαν ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους χρηματοδότησης λόγω της προσπάθειας σύγκλισης με τις υπόλοιπες αναπτυσσόμενες δυτικοευρωπαϊκές οικονομίες. Έτσι, η πτώση των επιτοκίων κατέστησε τα στεγαστικά δάνεια προσβάσιμα στο ευρύ κοινό και ενίσχυσε τη ζήτηση για ιδιόκτητες κατοικίες. Αντίθετα, αναμένεται ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα αυξήσει σταδιακά το κόστος του χρήματος μακροπρόθεσμα για να αντιμετωπιστούν οι πληθωριστικές προσδοκίες που θα δημιουργηθούν λόγω της σημαντικής νομισματικής χαλάρωσης των τελευταίων ετών (αν και, όπως ήδη αναφέρθηκε, φαίνεται ότι το ενδεχόμενο αυτό έχει σήμερα μικρή πιθανότητα να συμβεί). Επιπλέον, η εφαρμογή αυστηρότερων κριτηρίων από τις ελληνικές τράπεζες ως προς τη χορήγηση νέων στεγαστικών δανείων, σε περίοδο δημοσιονομικής προσαρμογής και απομόχλευσης της οικονομίας, αναπόφευκτα περιορίζει τη ρευστότητα προς τους υποψήφιους αγοραστές ακινήτων.

Δεύτερον, η διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 οδήγησε σε σημαντική άνοδο των δημόσιων επενδύσεων σε έργα υποδομής. Αντίθετα, τα τελευταία χρόνια έχει περιοριστεί ο προϋπολογισμός του ΠΔΕ, ενώ η θετική επίδραση των Ολυμπιακών έργων στην οικονομική ανάπτυξη τείνει να εξανεμιστεί όσο απομακρυνόμαστε από την ημερομηνία διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων.

Τρίτον, τα κοινοτικά κονδύλια που διοχετεύονταν στα προγράμματα περιφερειακής ανάπτυξης στρέφονται πλέον, κατά κύριο λόγο, προς τα νέα μέλη της ΕΕ (χώρες της Κεντρικής και

Ανατολικής Ευρώπης), τα οποία προφανώς έχουν και μεγαλύτερη ανάγκη χρηματοδότησης έργων βασικής υποδομής.

Τέλος, όπως αναφέρεται στην *Έκθεση του Διοικητή* της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2011 (Απρίλιος 2012, σελ. 61), “...η προοπτική ανάκαμψης της αγοράς ακινήτων εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τη βελτίωση των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, τη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα, καθώς και από την ενίσχυση των προοπτικών ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας και συνεπώς τον περιορισμό της αβεβαιότητας”. Εκτιμάται ότι η ενίσχυση των δρομολογημένων θεσμικών πρωτοβουλιών της Ελληνικής Πολιτείας, σε συνδυασμό με πρωτοβουλίες που μπορούν να αναληφθούν από τις κατασκευαστικές εταιρίες και τις πιστώτριες τράπεζες, αποτελεί το εργαλείο πολιτικής που πρέπει να χρησιμοποιηθεί στη μάχη κατά της κρίσης και δυνητικά μπορεί να συμβάλει στη βιωσιμότητα του κλάδου των κατασκευών και γενικότερα στην ισχυροποίηση της ελληνικής αγοράς ακινήτων.

Βιβλιογραφία

Α. Ελληνική

Αρχηγείο Ελληνικής Αστυνομίας (2012), “Στατιστικά στοιχεία εγκληματικότητας, εγκλημάτων κατά της οικονομίας, παράνομης διακίνησης μεταναστών, συγκεντρώσεων, αθλητικών εκδηλώσεων, καθώς και απολογισμού της αστυνομικής ανταπόκρισης για το έτος 2011”, Υπουργείο Δημόσιας Τάξης & Προστασίας του Πολίτη, Αθήνα (Δελτίο Τύπου 11.03.2012, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.astynomia.gr/index.php?option=ozo_content&perform=view&id=12774&Itemid=863&lang, ανακτήθηκε στις 11.07.2012).

Βλάμης, Π. (2011), “Η κρίση στην ελληνική κτηματαγορά και η ακαμψία των τιμών των ακινήτων”, *Οικονομικές Εξελίξεις*, Τεύχος 14, 49-54 (Ιανουάριος).

Βλάμης, Π. και Κ. Καλφαμανώλη (2008), “Η ελληνική αγορά ακινήτων για τους ενδιαφερόμενους ξένους επενδυτές: προοπτικές και προβλήματα”, *Επιστημονική Επιθεώρηση Διεθνούς Οικονομίας και Πολιτικής Αγορά Χωρίς Σύνορα*, τεύχος 13, τόμος 3, 194-211.

Βλάμης, Π. και Κ. Καλφαμανώλη (2010), “Τάσεις, προοπτικές και προβλήματα της ελληνικής αγοράς ακινήτων”, σελ. 61-89 στην Έκδοση του Πανεπιστημίου Πειραιά *Μελέτες Προς Τιμήν του Καθηγητή Π. Λίβα*, Πειραιάς.

Βλάμης, Π., Σ. Καραγιάννης και Ν. Μπένος (2010), “Οικονομική μεγέθυνση και ο κλάδος των ακινήτων στην Ελλάδα”, σελ. 473-95 στο Η. Τζαβαλής *Μελέτες για το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα*, εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα.

Βλάμης, Π. και Γ. Κωνσταντόπουλος (2010), “Στρατηγική διαχείριση και αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης στην Ελλάδα”, *Οικονομική και Πολιτική Επιθεώρηση Διεθνής και Ευρωπαϊκή Πολιτική*, Τεύχος 19, 210-25 (Ιούλιος-Σεπτέμβριος).

Εθνική Συνομοσπονδία Ελληνικού Εμπορίου (2010), “Πρώτα αποτελέσματα έρευνας καταγραφής των κλειστών επιχειρήσεων σε κεντρικούς εμπορικούς δρόμους της Αθήνας”, Αθήνα, Αύγουστος (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.esee.gr/UploadFiles/Documents/Research%20ESEE/Erevna_ESEE_Louketa_August_2010.pdf, ανακτήθηκε στις 2.11.2010).

Εθνική Συνομοσπονδία Ελληνικού Εμπορίου (2011), “Αποτελέσματα νέας έρευνας καταγραφής των κλειστών επιχειρήσεων σε κεντρικούς εμπορικούς δρόμους της Αττικής”, Αθήνα, Μάρτιος (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: <http://www.esee.gr/UploadFiles/Documents/Research%20ESEE/kleistes-epixeiriseis-100311.pdf>, ανακτήθηκε στις 06.04.2011).

Εθνική Συνομοσπονδία Ελληνικού Εμπορίου (2012), “Αποτελέσματα νέας έρευνας καταγραφής των κλειστών επιχειρήσεων σε κεντρικούς εμπορικούς δρόμους της Αττικής”, Αθήνα, Μάρτιος (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.esee.gr/UploadFiles/Documents/INEMY/EREVNA_LOUKETA_ATTIKI_8_3_2012.pdf, ανακτήθηκε στις 06.05.2012).

Εθνική Τράπεζα (2011), “Κατασκευαστικοί όμιλοι: σταθερά έσοδα από παραχωρήσεις και ενέργεια αλλά και προβλήματα χρηματοδότησης”, Κλαδικές Μελέτες Διεύθυνσης Στρατηγικής και Οικονομικής Ανάλυσης, Αθήνα, Μάρτιος (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: <http://www.nbg.gr/Ανακοινώσεις-Εκδόσεις/Δημοσιεύματα-Εκδόσεις/Κλαδικές Μελέτες>, ανακτήθηκε στις 10.03.2011).

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2010), “Έρευνα Εργατικού Δυναμικού: β’ τρίμηνο 2010”, Δελτίο Τύπου 16.09.2010, Αθήνα (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0101/PressReleases/A0101_SJO01_DT_QQ_02_2010_01_F_GR.pdf, ανακτήθηκε στις 11.11.2010).

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2010), “Έρευνα Εργατικού Δυναμικού: γ’ τρίμηνο 2010”, Δελτίο Τύπου 16.12.2010, Αθήνα (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0101/PressReleases/A0101_SJO01_DT_QQ_03_2010_01_F_GR.pdf, ανακτήθηκε στις 20.12.2010).

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2010), “Ετήσιοι Εθνικοί Λογαριασμοί-Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία κατά κλάδο”, Αθήνα (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A0702&r_param=SEL12&y_param=2009_00&mytabs=0, ανακτήθηκε στις 24.12.2010).

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2011), “Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές – δ’ τρίμηνο 2010”, Δελτίο Τύπου 16.03.2011, Αθήνα.

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2011), “Οικοδομική δραστηριότητα – Νοέμβριος 2010” (προσωρινά στοιχεία), Δελτίο Τύπου 21.02.2011, Αθήνα (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A1302&r_param=SOP03&y_param=2010_11&mytabs=0, ανακτήθηκε στις 14.03.2011).

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2012), “Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές – δ’ τρίμηνο 2011”, Δελτίο Τύπου 15.03.2012, Αθήνα.

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2012), “Έρευνα Εργατικού Δυναμικού: δ’ τρίμηνο 2011”, Δελτίο Τύπου 15.03.2012, Αθήνα (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/A0101/PressReleases/A0101_SJO01_DT_QQ_04_2011_01_F_GR.pdf, ανακτήθηκε στις 10.05.2012).

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2012), “Ετήσιοι Εθνικοί Λογαριασμοί-Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία κατά κλάδο”, Αθήνα (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A0702&r_param=SEL12&y_param=2011_00&mytabs=0, ανακτήθηκε στις 10.05.2012).

Ελληνική Στατιστική Αρχή (2012), “Οικοδομική δραστηριότητα – Ιανουάριος 2012” (προσωρινά στοιχεία), Δελτίο Τύπου 23.04.2012, Αθήνα (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A1302, ανακτήθηκε στις 10.05.2012).

Μητράκος, Θ. (2009), “Στατιστικά στοιχεία και δείκτες τιμών ακινήτων: η νέα πρωτοβουλία της Τράπεζας της Ελλάδος”, στο *Αγορές ακινήτων: εξελίξεις και προοπτικές*, Ομιλίες Ημερίδας 29 Απριλίου, Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα, 129-77.

Τράπεζα της Ελλάδος (2010), *Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2010*, Αθήνα, Οκτώβριος.

Τράπεζα της Ελλάδος (2010), “Σύνοψη κυριότερων βραχυχρόνιων δεικτών για την αγορά ακινήτων”, Αθήνα, Δεκέμβριος (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/ΣΥΝΟΨΗ_ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ_ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ_ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΩΝ_ΔΕΙΚΤΩΝ_ΓΙΑ_ΤΗΝ_ΑΓΟΡΑ_ΑΚΙΝΗΤΩΝ.pdf, ανακτήθηκε στις 24.12.2010)

Τράπεζα της Ελλάδος (2010), “Τραπεζική χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα: Ιανουάριος 2011”, Αθήνα (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/PressReleases/DispItem.aspx?Item_ID=3558&List_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter_by=DT, ανακτήθηκε στις 14.03.2011).

Τράπεζα της Ελλάδος (2011), “Δείκτες τιμών και συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων: δ' τρίμηνο 2010”, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών, Αθήνα, Φεβρουάριος (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/Νέοι_Πίνακες_Τιμών_Κατοικιών_full.pdf, ανακτήθηκε στις 14.03.2011).

Τράπεζα της Ελλάδος (2011), *Νομισματική Πολιτική 2010-2011*, Αθήνα, Φεβρουάριος.

Τράπεζα της Ελλάδος (2012), “Δείκτες τιμών και συναλλαγών επί οικιστικών ακινήτων: δ' τρίμηνο 2011”, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών, Αθήνα, Φεβρουάριος (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.bankofgreece.gr/BogDocumentEn/NEW_INDEX_OF_APARTMENT_PRICES_BY_GEOGRAPHICAL_AREA.PDF, ανακτήθηκε στις 10.05.2012).

Τράπεζα της Ελλάδος (2012), *Νομισματική Πολιτική 2011-2012*, Αθήνα, Μάρτιος.

Τράπεζα της Ελλάδος (2012), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2011*, Αθήνα, Απρίλιος.

Τράπεζα της Ελλάδος (2012), “Σύνοψη κυριότερων βραχυχρόνιων δεικτών για την αγορά ακινήτων”, Αθήνα, Μάιος (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/ΣΥΝΟΨΗ_ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ_ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ_ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΩΝ_ΔΕΙΚΤΩΝ_ΓΙΑ_ΤΗΝ_ΑΓΟΡΑ_ΑΚΙΝΗΤΩΝ.pdf, ανακτήθηκε στις 10.05.2012).

Τράπεζα της Ελλάδος (2012), “Τραπεζική χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα: Μάρτιος 2012”, Αθήνα (διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/PressReleases/DispItem.aspx?Item_ID=3936&List_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter_by=DT, ανακτήθηκε στις 10.05.2012).

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.

B. Ξενόγλωσσον

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.

Colliers International, “2012 Eastern Europe Real Estate Review: Greece”, Research & Forecast Report, March 2012.

European Central Bank (2011), *Monthly Bulletin*, March.

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.

Kouretas, G. and P. Vlamis (2010), “The Greek Crisis: Causes and Implications”, *Panoecomicus*, Vol. 57, No. 4, 391-404.

Η αβεβαιότητα ως προς τις εκτιμήσεις ακινήτων*

Ιωάννης Χρ. Γκάνος

Πρόεδρος του ελληνικού τμήματος του
Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS Hellas)

1 Εισαγωγή

Σε μια ασταθή αγορά, όπου τα συγκριτικά στοιχεία των συναλλαγών αποτελούν μόλις ένα μέρος του όγκου των αντίστοιχων στοιχείων που παρατηρήθηκαν στην κορυφή της αγοράς, οι εκτιμητές εύλογα ανησυχούν για τον προσδιορισμό της αξίας των ακινήτων. Επιπλέον, η περιορισμένη διαθεσιμότητα δανεισμού αποκλείει πολλούς δυνητικούς αγοραστές από την αγορά, καθιστώντας ισχυρότερους παίκτες τους αγοραστές με επαρκή ίδια κεφάλαια. Ωστόσο, ακόμη και σ' αυτές τις συνθήκες της αγοράς, υπάρχουν και δραστηριοποιούνται αγοραστές και πωλητές. Μέρος των δεξιοτήτων των εκτιμητών είναι να ερμηνεύουν όλους τους παράγοντες που επηρεάζουν την αξία ενός ακινήτου χρησιμοποιώντας τις γνώσεις, την εμπειρία (τις δεξιότητες) και την κρίση τους, προκειμένου να επιτευχθεί μια ρεαλιστική αξία, ακόμη και σε ένα αβέβαιο οικονομικό περιβάλλον.

Η αβεβαιότητα αναφορικά με την ακριβή αξία των ακινήτων είναι ένα σημαντικό χαρακτηριστικό των επενδύσεων σ' αυτά, ανεξάρτητα από τη γεωγραφική θέση και τα φυσικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά του ακινήτου. Σκοπός αυτού του άρθρου είναι να παράσχει μια γενική καταγραφή της έννοιας της αβεβαιότητας και των μεθόδων με τις οποίες αυτή μπορεί να προσεγγίζεται και να γνωστοποιείται με σαφήνεια στις εκτιμήσεις. Δεν είναι στους σκοπούς του άρθρου να παράσχει κατάρτιση σε τεχνικές εκτιμήσεων, αλλά μάλλον να δώσει στους εκτιμητές και στους τελικούς χρήστες των εκτιμήσεων μια γενική κατανόηση των θεμάτων που πρέπει να ληφθούν υπόψη.

Το παρόν άρθρο συνοψίζει, στη δεύτερη ενότητα, το ρόλο των εκτιμήσεων στην οικονομία, καθώς και τη βαρύτητα που αποδίδουν διεθνείς οργανισμοί στην προσέγγιση της αβεβαιότητας των εκτιμήσεων. Στην τρίτη ενότητα παρουσιάζεται το πρόβλημα και τα χαρακτηριστικά της αβεβαιότητας των εκτιμήσεων. Στην τέταρτη ενότητα γίνεται αναφορά στις βασικές αρχές της ποσοτικοποίησης της αβεβαιότητας, σύμφωνα με τις συστάσεις του Συμβουλίου Διεθνών Εκτιμητικών Προτύπων (IVSC). Στην πέμπτη ενότητα σχολιάζεται η διακύμανση των εκτιμήσεων και οι επι-

* Το άρθρο απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκην του RICS ή της Τράπεζας της Ελλάδος.

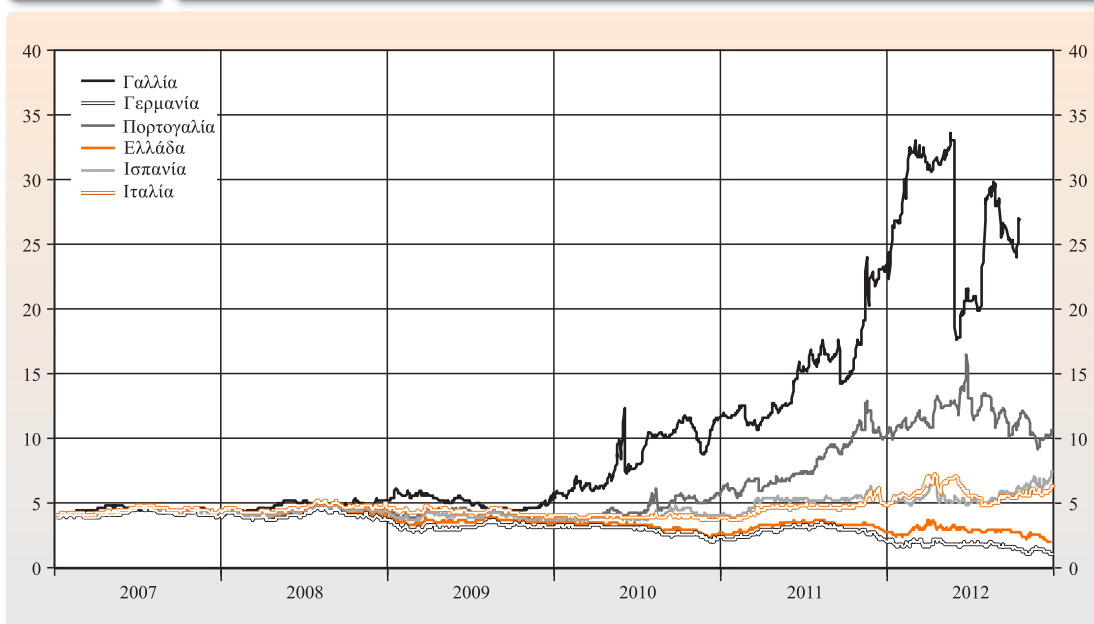
πτώσεις που έχουν για τις εκτιμήσεις η ρευστότητα στην αγορά και ο όγκος των συναλλαγών. Στην έκτη ενότητα παρατίθενται οι αιτίες που οδηγούν σε αβεβαιότητα. Στην έβδομη ενότητα γίνεται διάκριση μεταξύ του επενδυτικού κινδύνου και της αβεβαιότητας των εκτιμήσεων, ενώ στην όγδοη ενότητα γίνεται αναφορά στην αβεβαιότητα των επενδύσεων σε ακίνητα. Στην ένατη ενότητα συνοψίζεται ο ρόλος του εκτιμητή ακινήτων στο σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον. Τέλος, το άρθρο ολοκληρώνεται με τα συμπεράσματα αναφορικά με την αβεβαιότητα των εκτιμήσεων.

2 Ο ρόλος των εκτιμήσεων

Ένα συνηθισμένο ερώτημα που τίθεται στους εκτιμητές την τρέχουσα περίοδο είναι: *πώς προκύπτει η αγοραία αξία ενός ακινήτου σε συνθήκες αγοράς, όπου δεν υπάρχει διαθέσιμος δανεισμός, δεν υπάρχουν αρκετοί αγοραστές και τα περιορισμένα στοιχεία συναλλαγών αφορούν σε μεγάλο βαθμό τις “αναγκαστικές” πωλήσεις;* Η επενδυτική αδράνεια, που προκλήθηκε από τη γενικότερη οικονομική κρίση και την αβεβαιότητα στην αγορά ακινήτων, είχε ως αποτέλεσμα να περιοριστούν τα στοιχεία για τις συναλλαγές επί των οποίων οι εκτιμητές μπορούν να βασιστούν. Οι τιμές που επιτεύχθηκαν την περίοδο πριν από το 2008 στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ καθοδηγήθηκαν από το χαμηλό κόστος δανεισμού (βλ. Διάγραμμα 1) και την αυξημένη ζήτηση από πλευράς επενδυτών. Το πάγωμα της αγοράς δανειακών κεφα-

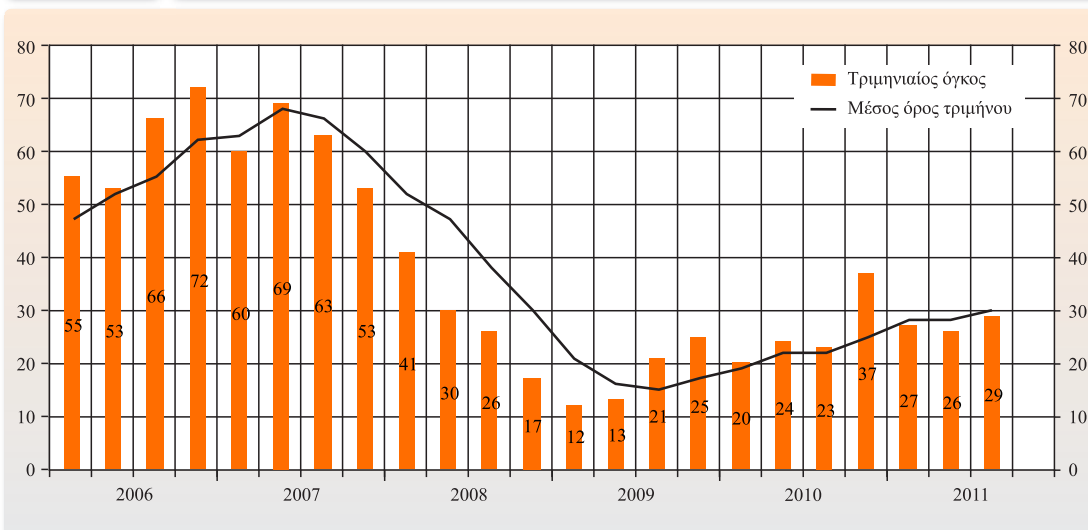
Διάγραμμα 1

Κόστος 10ετούς δανεισμού σε ευρώ
(Εκατοστηαίες μονάδες)



Πηγή: Bloomberg.

Διάγραμμα 2

Πιστωτική επέκταση
(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)

Πηγές: Jones Lang LaSalle, Property Data, Akershus Eiendom, Athens Economics, Sadolin & Albaek, RCA Analytics, October 2011.

λαίων (βλ. Διάγραμμα 2) και η αποδυνάμωση της επενδυτικής εμπιστοσύνης οδήγησαν στη σημαντική μείωση της συναλλακτικής δραστηριότητας. Η έλλειψη επαρκών συγκριτικών στοιχείων σημαίνει μεγαλύτερη εξάρτηση από την κρίση του εκτιμητή.

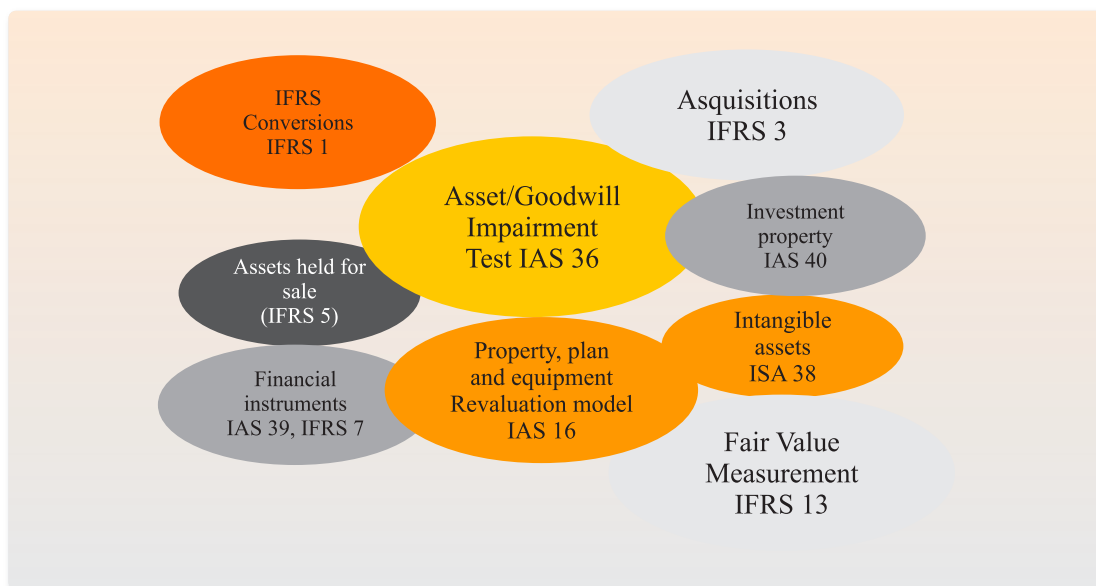
Παρά τις δυσκολίες αυτές, οι εκτιμητές εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν την πρόκληση να προσεγγίζουν την αγοραία αξία για ένα εύρος πελατών με διαφορετικά κίνητρα. Οι διαχειριστές επενδυτικών κεφαλαίων συνήθως επιθυμούν να δουν σταθερότητα και αντίσταση σε πτώσεις τιμών των ακινήτων που περιλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκιά τους – πολλοί από αυτούς αμφισβητούν ακόμη και την εγκυρότητα προσδιορισμού της αγοραίας αξίας σ' αυτές τις αβέβαιες συνθήκες. Άλλοι, όπως οι αναχρηματοδοτούμενες τράπεζες ή οι διαχειριστές κεφαλαίων που αναγκάζονται να ρευστοποιήσουν ακίνητα, είναι περισσότερο ανεκτικοί στις συστάσεις του εκτιμητή για τη διόρθωση της αγοράς.

Η έλλειψη επαρκούς αναγνώρισης και γνωστοποίησης της αβεβαιότητας που ενσωματώνεται στις αποτιμήσεις των εκτιμητών εντοπίζεται από μια σειρά διεθνών οργανισμών ως παράγοντας που συνέβαλε στην παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008. Συγκεκριμένα:

- Το 2008, το Financial Stability Forum (FSF)¹ δημοσίευσε μια ανάλυση των αιτίων της κρίσης και των αδυναμιών που προέκυψαν από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές.² Μια από τις πέντε συστάσεις του FSF ήταν να αυξηθεί η διαφάνεια ως προς τις αποτιμήσεις των ακινήτων. Το επίκεντρο ήταν η ενίσχυση των απαιτήσεων γνωστοποίησης των υποθέ-

¹ Πλέον το Financial Stability Board.

² Έκθεση "Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience", April 2008.



σεων μιας εκτίμησης, η βελτίωση και σύγκλιση των προτύπων χρηματοοικονομικής αναφοράς (financial reporting standards) και η θέσπιση κανόνων για αποτιμήσεις σε περιόδους κατά τις οποίες οι αγορές δεν είναι πλέον ενεργοί.

- Τον Απρίλιο του 2009, η διακήρυξη των G20 για την ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος ζήτησε τη βελτίωση των προτύπων αποτίμησης της αβεβαιότητας στο πλαίσιο της αποτίμησης της εύλογης αξίας.

- Η Επιτροπή της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία εξέδωσε την οδηγία “Supervisory Guidance for Assessing Banks’ Financial Instrument Fair Value Practice” τον Απρίλιο του 2009. Σ’ αυτήν τονίζεται η σημασία των τεκμηριωμένων διαδικασιών διαχείρισης κινδύνου και ελέγχου σχετικά με τη μέτρηση της εύλογης αξίας και την αξιοπιστία των εν λόγω διαδικασιών.

- Τον Αύγουστο του 2010, η Financial Services Authority (FSA) του Ηνωμένου Βασιλείου εξέδωσε την οδηγία “The prudential regime for trading activities”,³ η οποία εξετάζει τις ανεπάρκειες του ισχύοντος καθεστώτος για τους κινδύνους που ενέχουν οι εμπορικές δραστηριότητες των τραπεζών σε σχέση με τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας, σύμφωνα με τις νέες αναθεωρήσεις της Συμφωνίας της Βασιλείας. Στις συστάσεις της οδηγίας συμπεριλαμβάνεται ο προσδιορισμός της αβεβαιότητας ως προς τις αποτιμήσεις.

Το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) αντέδρασε και αυτό ζητώντας να συμπεριληφθούν στα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (IFRS) επιπρόσθετες γνωστοποιήσεις σχετικά με τις αποτιμήσεις.

Σύμφωνα με τα IFRS, οι οργανισμοί οι οποίοι ασχολούνται με τα ακίνητα υποχρεούνται να προβαίνουν σε συνεχείς αναπροσαρμογές της αξίας των ακινήτων τους, όσο επώδυνες και αν

³ FSA Discussion Paper 10/4.

είναι αυτές. Επιπλέον, το IFRS 13 ορίζει επακριβώς την αγοραία αξία και καθορίζει συγκεκριμένο πλαίσιο για τη μέτρησή της. Το συνολικό πλαίσιο των προτύπων αποτίμησης απεικονίζεται στο σχήμα της μελέτης στη σελ. 166.

Έτσι, οι εκτιμήσεις για την αξία των ακινήτων μπορούν να αποτελέσουν ένα εργαλείο το οποίο θα διευκολύνει την εξομάλυνση των διακυμάνσεων της αγοράς. Σε μια περίοδο οικονομικής ανόδου, οι υπερβολές θα μπορούσαν να αναγνωριστούν και να ενσωματωθούν στη στρατηγική διαχείρισης του κινδύνου του επενδυτή, έτσι ώστε σε περιόδους ύφεσης οι υπερβολές αυτές να έχουν πολύ μετριότερες συνέπειες.

3 Η αβεβαιότητα των εκτιμήσεων

Η αποτίμηση δεν είναι ένα γεγονός. Είναι μια εκτίμηση για την πιθανότερη αξία ανάμεσα σε μια σειρά πιθανών αποτελεσμάτων, με βάση τις παραδοχές που έγιναν κατά τη διαδικασία αποτίμησης. Οι αποτιμήσεις σε τιμές αγοράς είναι οι εκτιμήσεις για την πιθανότερη τιμή που θα καταβληθεί σε μια συναλλαγή, κατά την ημερομηνία αποτίμησης (Peto, 2009).

Συγκεκριμένα, ο διεθνώς αποδεκτός ορισμός της Αγοραίας Αξίας, όπως διατυπώθηκε από το Συμβούλιο Διεθνών Εκτιμητικών Προτύπων (IVSC) και το Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), είναι ο ακόλουθος:

Αγοραία αξία: Το αποτιμηθέν ποσό έναντι του οποίου ένα περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση θα ανταλλαγεί κατά την ημερομηνία εκτίμησης μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή σε μια συναλλαγή ατομικού συμφέροντος ύστερα από κατάλληλη προώθηση και όπου καθένα από τα μέρη ενήργησε με επίγνωση, σύνεση και χωρίς καταναγκασμό (RICS, 2009).

Ωστόσο, σε όλες τις αγορές, οι πραγματικές τιμές υπόκεινται σε διακυμάνσεις που προκαλούνται από τις ατέλειες της αγοράς, τις διαφορές ως προς τα χαρακτηριστικά των ακινήτων ή τις διαφορές ως προς τους στόχους, τις γνώσεις ή τα κίνητρα των συναλλασσομένων. Ως εκ τούτου, το στοιχείο της αβεβαιότητας είναι ενδογενές σε όλες τις εκτιμήσεις, καθώς δεν υπάρχει ενιαία τιμή με την οποία να μπορεί να συγκριθεί κάθε εκτίμηση.

Προκειμένου να αποφευχθούν πιθανές παρερμηνείες σχετικά με την αβεβαιότητα των εκτιμήσεων, είναι σημαντικό να διαφοροποιηθεί η έννοια της αβεβαιότητας από την έννοια του επενδυτικού κινδύνου. Συχνά, στη βιβλιογραφία αλλά κυρίως στην επαγγελματική πρακτική, η έννοια της αβεβαιότητας μιας εκτίμησης ταυτίζεται με τον επενδυτικό κίνδυνο που περιλαμβάνει η επένδυση σε ένα ακίνητο. Με βάση τους ορισμούς των Byrne and Cadman (1996):

Αβεβαιότητα είναι ο,τιδήποτε δεν είναι γνωστό σχετικά με την έκβαση μιας επένδυσης κατά το χρόνο που λαμβάνεται η απόφαση.

Κίνδυνος είναι η πιθανή προσδιορισμένη ζημία μιας επενδυτικής απόφασης.

Είναι γενικά παραδεκτό ότι η αβεβαιότητα προκύπτει από την έλλειψη γνώσης και από την ατελή πληροφόρηση σχετικά με τις εισροές/υποθέσεις που χρησιμοποιούνται σε μια εκτίμηση. Αν ο εκτιμητής δεν είναι σε θέση να προσδιορίσει την ορθότητα των εισροών/υποθέσεων, το αποτέλεσμα της ανάλυσής του θα είναι μερικώς αβέβαιο. Όμως, αν είναι σε θέση να προσδιορίσει την πιθανότητα να επιβεβαιωθεί μια εισροή/υπόθεση, η εκτίμησή του θα λάβει ένα εύρος αποτελεσμάτων. Το εύρος αυτό είναι ένα μέτρο του κινδύνου μιας επένδυσης και όχι μια μέτρηση της αβεβαιότητας μιας εκτίμησης (Byrne, 1996).

Σε ορισμένες περιπτώσεις, ο βαθμός της αβεβαιότητας είναι σαφώς ασήμαντος, π.χ. όταν η αποτίμηση γίνεται με βάση τις τρέχουσες τιμές για όμοια περιουσιακά στοιχεία στην ίδια αγορά, όπως στην περίπτωση των μετοχών που είναι εισηγμένες σε κάποιο χρηματιστήριο εταιριών. Σε άλλες περιπτώσεις, η αβεβαιότητα μπορεί να είναι σημαντική, αλλά να μην έχει ιδιαίτερη σημασία για το συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο, επειδή η αποτίμηση κινείται εντός του εύρους τιμών που θα πρέπει να αναμένεται και γίνεται αποδεκτό από τους περισσότερους συμμετέχοντες στην αγορά. Αυτό μπορεί να θεωρηθεί ως “φυσιολογική” αβεβαιότητα (Bywater, 2011).

Το IVSC θεωρεί ότι η εν λόγω αβεβαιότητα ούτε θα πρέπει να αποτελεί πηγή ανησυχίας για τους αποδέκτες των αποτιμήσεων ούτε χρειάζεται συγκεκριμένη γνωστοποίηση από τον εκτιμητή. Ωστόσο, υπάρχουν περιπτώσεις όπου ο βαθμός της αβεβαιότητας σε μια αποτίμηση δεν κινείται εντός εκείνης της περιοχής που θα μπορούσε κανονικά να αναμένεται και να γίνεται αποδεκτή (French, 1997, και French, 1996). Σ’ αυτές τις περιπτώσεις, η αβεβαιότητα πρέπει να επισημαίνεται από τους ανεξάρτητους εκτιμητές και να γνωστοποιείται όπως αρμόζει στους αποδέκτες των αποτιμήσεων.

4 Ποσοτικοποίηση της αβεβαιότητας

Οι αρχές που εποπτεύουν τα χρηματοπιστωτικά συστήματα έχουν σαφή προσδοκία ότι θα υπάρξει όφελος από την ποσοτική εκτίμηση της αβεβαιότητας ως προς την αποτίμηση των χρηματοπιστωτικών μέσων. Ωστόσο, εγείρονται δύο ερωτήματα. Πρώτον, είναι δυνατόν να οριστούν μέθοδοι υπολογισμού που να είναι αρκετά επαρκείς, ώστε να παρέχουν αξιόπιστες και λειτουργικά χρήσιμες ποσοτικές μετρήσεις της αβεβαιότητας; Δεύτερον, ένα τέτοιο μέτρο θα είναι χρήσιμο για τους αποδέκτες των εκτιμήσεων, πέρα από το συγκεκριμένο στόχο της παροχής μιας εισροής, η οποία χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων στον τραπεζικό τομέα;

Μια εκτίμηση συχνά περιβάλλεται από σημαντική αβεβαιότητα λόγω της έλλειψης εμπειρικών δεδομένων-εισροών για την υποστήριξη της αποτίμησης. Η χρήση δευτερογενών εισροών (εισροών/υποθέσεων που προκύπτουν από εκτίμηση) ή η αδυναμία διενέργειας μιας λογικής εκτίμησης ενδέχεται να απαιτεί μια εναλλακτική μέθοδο αποτίμησης, η οποία μπορεί να

χρησιμοποιηθεί είτε μεμονωμένα είτε ως μέσο ελέγχου της κύριας μεθόδου. Ωστόσο, όπου οι εισροές/υποθέσεις δεν μπορούν να ποσοτικοποιηθούν με ακρίβεια ή βεβαιότητα (πράγμα φυσιολογικό για την αγορά ακινήτων), προκύπτει ότι και η προσπάθεια να ποσοτικοποιηθεί η αβεβαιότητα αποτελεί εκ των πραγμάτων μια ασαφή άσκηση. Πράγματι, η προσπάθεια ακριβούς μέτρησης κάποιου μεγέθους που είναι εγγενώς ασαφές ίσως στρέφεται προς λανθασμένη κατεύθυνση και θα μπορούσε να παράσχει στους αποδέκτες των εκτιμήσεων στρεβλή διαβεβαίωση για την πραγματικότητα, γεγονός που είναι πιο παραπλανητικό από το να μην είχε γίνει καμία προσπάθεια ποσοτικοποίησης της αβεβαιότητας (Hargitay and Yu, 1993).

Σύμφωνα με το IVSC (2010), υπάρχουν ορισμένες βασικές αρχές που πρέπει να τηρούνται κατά την επιλογή της μεθόδου ή του υποδείγματος αποτίμησης:

- Ένα αμιγώς αριθμητικό παράδειγμα απλώς θα επιβεβαιώσει την αβεβαιότητα, αντί να την ερμηνεύσει. Η ύπαρξη μιας τέτοιας ποσοτικής έκφρασης της αβεβαιότητας δεν έχει καμία χρησιμότητα, εάν αυτή δεν οδηγήσει σε καλύτερη κατανόηση της αποτίμησης από τον αποδέκτη της εκτίμησης. Κατά συνέπεια, σπάνια ένα ποσοτικό μέτρο είναι αρκετό από μόνο του. Αντίθετα, χρειάζεται κατάλληλη ερμηνεία από τον εκτιμητή.

- Η ποσοτικοποίηση της αβεβαιότητας σε μια αποτίμηση δεν προσδιορίζει απλώς το χειρότερο σενάριο. Ο στόχος δεν είναι να ελεγχθεί μια εκτίμηση σε μια ακραία περίπτωση. Κάθε έλεγχος της αβεβαιότητας μιας εκτίμησης οφείλει να αντιμετωπίζει τον αντίκτυπο που έχουν στην αξία τόσο οι αρχικές όσο και οι εναλλακτικές υποθέσεις (Mallinson and French, 2000). Ως εκ τούτου, όταν επιλέγονται εναλλακτικές παραδοχές για τη μέτρηση της αβεβαιότητας, η επιλογή πρέπει να γίνεται μεταξύ των ενδεχομένων που βρίσκονται όχι μόνο στα άκρα μιας κατανομής (όπου τα γεγονότα είναι πολύ απίθανο να συμβούν), αλλά και σε κεντρικές περιοχές της κατανομής (όπου τα γεγονότα είναι πιθανό να συμβούν⁴).

- Η μέτρηση της αβεβαιότητας μιας εκτίμησης δεν αναφέρεται στο μέλλον αλλά στην ημερομηνία της εκτίμησης (Bywater, 2011). Ο στόχος οποιασδήποτε ανάλυσης της αβεβαιότητας δεν είναι να παράσχει μια πρόβλεψη των πιθανών διακυμάνσεων της αξίας σε μελλοντικές ημερομηνίες, αλλά να προσφέρει πληροφορίες σχετικά με τη μεταβλητότητα της εύλογης αξίας κατά τη συγκεκριμένη ημερομηνία αποτίμησης. Πιθανές μελλοντικές διακυμάνσεις οφείλονται σε κίνδυνο της αγοράς (market risk).

- Κατά την ποσοτικοποίηση της επίδρασης της αβεβαιότητας, η αλληλεξάρτηση ή η σημαντική συσχέτιση μεταξύ των εισροών πρέπει να λαμβάνεται υπόψη. Η ενσωμάτωση της ανάλυσης συσχέτισης είναι τεχνικά και λειτουργικά απαιτητική, αλλά μια ανάλυση που δεν λαμβάνει υπόψη την αλληλεξάρτηση των εισροών παρέχει λιγότερες σχετικές πληροφορίες στους αποδέκτες των εκτιμήσεων. Όταν η αβεβαιότητα μετρείται χωρίς κατάλληλη συσχέτιση των εισροών, ο βαθμός της αβεβαιότητας μπορεί να υπερεκτιμηθεί.

⁴ Αυτό δεν ισχύει για όλες τις κατανομές (π.χ. για την ομοιόμορφη — uniform — κατανομή ή τις κατανομές με έντονη ασυμμετρία).

- Κατά την ανάλυση ενός χαρτοφυλακίου ακινήτων, μπορεί να θεωρηθεί ότι οι αλληλεπιδράσεις της αξίας των επιμέρους ακινήτων εξουδετερώνονται (netting effects). Ωστόσο, η ανάλυση αυτή θα πρέπει να είναι συμπληρωματική και όχι να υποκαθιστά την ανάλυση μέτρησης της αβεβαιότητας για κάθε ακίνητο ξεχωριστά (Bywater, 2011). Και τούτο διότι οι πιθανές επιπτώσεις του συμψηφισμού της αξίας των διαφόρων ακινήτων έχουν σημασία μόνο όταν όλα τα ακίνητα του χαρτοφυλακίου γίνουν αντικείμενο συναλλαγής την ίδια στιγμή.

5 Διακύμανση, ρευστότητα και όγκος συναλλαγών

Η αβεβαιότητα εκτίμησης αναφέρεται στην αβεβαιότητα που εμπεριέχεται σε μια συγκεκριμένη εκτιμώμενη αξία, όπως την προσδιόρισε ένας συγκεκριμένος εκτιμητής (Baum et al., 1996). Αυτή η αβεβαιότητα δεν πρέπει να συγχέεται με την ύπαρξη διαφορετικών εκτιμώμενων αξιών για το ίδιο ακίνητο, όπως μπορούν να προκύψουν από διαφορετικούς εκτιμητές. Αυτή η διαφορά μεταξύ των αποτιμήσεων διαφορετικών εκτιμητών ορίζεται ως *διακύμανση της εκτίμησης* και δεν έχει καμία σχέση με την αβεβαιότητα μιας συγκεκριμένης εκτίμησης.

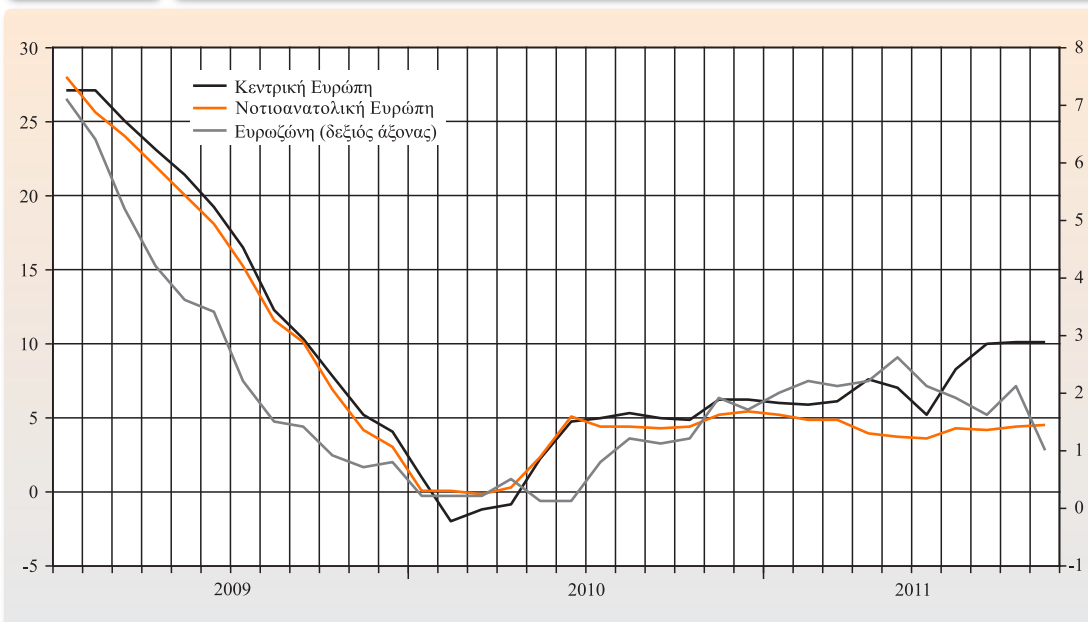
Συγκεκριμένα, η διακύμανση της εκτίμησης δείχνει το εύρος των αποτελεσμάτων (outputs) για το ίδιο ακίνητο, όπως προέκυψαν είτε από διαφορετικούς εκτιμητές είτε από εκτιμήσεις που πραγματοποιήθηκαν σε διαφορετικές περιόδους. Αντίθετα, η αβεβαιότητα εκτίμησης δείχνει την αβεβαιότητα που εμπεριέχεται στις εισροές (inputs) ενός υποδείγματος το οποίο αποδίδει την εκτιμώμενη αξία (Crosby et al., 1998).

Επιπλέον, η αβεβαιότητα εκτίμησης αυξάνεται λόγω της έλλειψης συναλλαγών σε μια αγορά, ή λόγω έλλειψης ρευστότητας ή εξαιτίας συνδυασμού των δύο. Σε μια ενεργό αγορά συνήθως υπάρχει ρευστότητα, όμως αυτή δεν εξαρτάται από τη συναλλακτική δραστηριότητα. Η αγορά για τα έργα του Ρέμπραντ είναι ανενεργός, καθώς, πρώτον, υπάρχουν σχετικά λίγα σε αριθμό έργα και, δεύτερον, πωλούνται πολύ σπάνια. Ωστόσο, υπάρχει επίσης πάντοτε μεγάλη ζήτηση για οποιοδήποτε από τα έργα του ζωγράφου διατίθεται προς πώληση, γεγονός που συνεπάγεται ότι η ρευστότητα για τα εν λόγω έργα είναι υψηλή.

Στο παραπάνω παράδειγμα, η αβεβαιότητα αποτίμησης προκύπτει λόγω της μοναδικότητας κάθε έργου και από το γεγονός ότι η τελευταία πώληση ενός άλλου πίνακα του Ρέμπραντ μπορεί να πραγματοποιήθηκε πολύ πριν από την ημερομηνία αποτίμησης. Αν και μπορεί να υπάρχουν πολλοί δυνητικοί αγοραστές, τα κίνητρά τους και οι προσδοκώμενες τιμές ποικίλλουν ευρέως. Έτσι, παρά τη συγκριτικά υψηλή ρευστότητα, η σχετικά χαμηλή συναλλακτική δραστηριότητα δημιουργεί αβεβαιότητα αποτίμησης.

Το αποτέλεσμα είτε της μειωμένης ρευστότητας είτε της μειωμένης δραστηριότητας είναι η μείωση του ποσού των διαθέσιμων εμπειρικών δεδομένων για την υποστήριξη εμπειρικών απο-

Διάγραμμα 3

Όγκος άμεσων επενδύσεων σε ακίνητα στην Ευρώπη
(Δισεκ. ευρώ)

Πηγή: Raiffeisen Research.

τιμήσεων (βλ. Διάγραμμα 3⁵). Αυτό με τη σειρά του αυξάνει την εξάρτηση από εμπειρικά δεδομένα παρόμοιων συναλλαγών που αφορούν ανόμοια ακίνητα ή από δεδομένα παλαιότερων συναλλαγών επί όμοιων ακινήτων. Σε τέτοιες περιπτώσεις, ο βαθμός της κρίσης που απαιτείται από τον εκτιμητή αυξάνεται, αυξάνοντας έτσι και το επίπεδο της αβεβαιότητας ως προς την εκτίμηση (RICS/IPD, 2009).

6 Αιτίες της αβεβαιότητας των εκτιμήσεων

Οι αιτίες της αβεβαιότητας των εκτιμήσεων αποτέλεσαν αντικείμενο ακαδημαϊκών και επαγγελματικών μελετών, ωστόσο το IVSC (2010) προσδιόρισε τις ακόλουθες πέντε θεμελιώδεις πηγές αβεβαιότητας:

Το κύρος του εκτιμητή: όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, η αβεβαιότητα είναι πιο πιθανό να προκύψει εάν η εκτίμηση βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στην κρίση του εκτιμητή. Η ακρίβεια και η συνάφεια αυτών των κρίσεων εξαρτώνται από την ικανότητα και την εμπειρία του προσώπου που τις πραγματοποιεί. Η εμπιστοσύνη που μπορεί να τοποθετηθεί σ' αυτές τις κρίσεις από τους απο-

⁵ Ενδεικτικά, ο όγκος των άμεσων επενδύσεων σε ακίνητα στην ΕΕ κατά το πρώτο τρίμηνο του 2009 ήταν μόλις 12 δισεκ. ευρώ, ενώ το αντίστοιχο μέγεθος κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2006 ήταν 72 δισεκ. ευρώ.

δέκτες των εκτιμήσεων εξαρτάται επίσης από το αν το πρόσωπο αυτό πραγματοποιεί τις εκτιμήσεις υπό καθεστώς ανεξαρτησίας. Σημαντική αβεβαιότητα μπορεί να προκύψει εάν ο εκτιμητής δεν έχει επαρκή πείρα ή είναι σε θέση η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει σε υποψία μεροληψίας.

Αντικείμενο της εργασίας: η βεβαιότητα που συνδέεται με οποιαδήποτε εκτίμηση εξαρτάται τόσο από τη φύση της εργασίας εκτίμησης όσο και από την έκταση της έρευνας που θα πραγματοποιηθεί στο πλαίσιο της ανάθεσης εκτίμησης. Εάν η εκτίμηση διεξήχθη κατά το πρόσφατο παρελθόν, η αποτίμηση αυτή πιθανόν θα είναι πιο “σίγουρη” από εκείνη που είχε πραγματοποιηθεί είτε κατά την ημερομηνία αναφοράς είτε αργότερα, επειδή η πρόσφατη διεξαγωγή βοηθεί στον εκ των υστέρων έλεγχο της εγκυρότητας των υποθέσεων. Η έκταση της έρευνας που διενεργείται έχει επίσης επιπτώσεις, καθώς μια εκτίμηση η οποία γίνεται μετά την πλήρη διερεύνηση και έλεγχο των εισροών/υποθέσεων είναι σαφώς πιο σίγουρη από μια η οποία βασίζεται σε ανεπιβεβαίωτες υποθέσεις. Όταν οι έρευνες περιορίζονται σε έκταση μικρότερη από ό,τι θα έπρεπε κανονικά να αναμένεται σε μια αποτίμηση του συγκεκριμένου ακινήτου για συγκεκριμένο σκοπό, είναι πιθανό να προκύψει σημαντική αβεβαιότητα.

Αβεβαιότητα συναλλαγών: προκύπτει όταν υπάρχει διαταραχή της αγοράς, η οποία προκαλείται από απρόβλεπτα γεγονότα, όπως μια χρηματοπιστωτική, μακροοικονομική και πολιτική κρίση. Όλα αυτά μαζί ενδέχεται να έχουν δραματική επίδραση στις αγορές. Αυτό θα μπορούσε να εκδηλωθεί με αγοραπωλησίες υπό το κράτος πανικού ή, σε άλλες περιπτώσεις, με απροθυμία για διενέργεια συναλλαγών μέχρι να γίνουν ορατά τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα της όποιας κρίσης. Σε κάθε περίπτωση, ο πανικός στις αγορές σημαίνει εν γένει ότι τα δεδομένα των αγορών είναι ελλιπή ή ακόμα και αντιφατικά, δημιουργώντας έτσι αβεβαιότητα. Ο αντίκτυπος τον οποίον είχαν στις αγορές γεγονότα όπως οι τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου του 2001 ή η πτώχευση της Lehman Brothers το 2008 είναι δύο παραδείγματα μακροοικονομικών-πολιτικών γεγονότων που προκαλούν σημαντική αβεβαιότητα. Επίσης, αβεβαιότητα στην αγορά μπορεί να προκύψει λόγω μικροοικονομικών γεγονότων. Για παράδειγμα, μια αναμενόμενη αλλαγή στη νομοθεσία ή μια επικείμενη σημαντική δικαστική απόφαση μπορούν να οδηγήσουν είτε σε μείωση ή αναστολή της δραστηριότητας της αγοράς για ένα συγκεκριμένο είδος ακινήτων είτε σε αντίστροφες τάσεις. Παρόμοιες περιστάσεις ενδέχεται να οδηγήσουν σε επίταση της κερδοσκοπικής δραστηριότητας.

Αβεβαιότητα υποδείγματος: προκύπτει από τα χαρακτηριστικά κάθε υποδείγματος ή μεθόδου αποτίμησης που χρησιμοποιείται. Για ορισμένους τύπους ακινήτων, συνήθως χρησιμοποιούνται περισσότερες από μία μέθοδοι για την εκτίμηση της αξίας. Ωστόσο, αυτά τα υποδείγματα δεν μπορούν να παραγάγουν πάντοτε το ίδιο αποτέλεσμα και ως εκ τούτου η επιλογή της καταλληλότερης μεθόδου μπορεί από μόνη της να αποτελέσει πηγή αβεβαιότητας. Σε ορισμένα υποδείγματα αποτίμησης, το αποτέλεσμα μπορεί να είναι δυσανάλογα ευαίσθητο σε μικρές διακυμάνσεις των δεδομένων (εισροών/υποθέσεων), όπως, π.χ., λόγω των επιπτώσεων της μόχλευσης επί του συγκεκριμένου υποδείγματος.

Αβεβαιότητα εισροών: συναρτάται με το βαθμό της ακρίβειας που μπορεί να συνδεθεί με τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση και με τις επιπτώσεις τους στο αποτέλεσμα. Παραδείγματα της αβεβαιότητας εισροών περιλαμβάνουν περιπτώσεις όπου:

- Οι εισροές έχουν ληφθεί από τα στατιστικά στοιχεία ή μια σύνθεση δεδομένων της αγοράς (consensus data or a composite of market data), οπότε αναμένεται να υπάρχει ένα εύρος τιμών εντός του οποίου μπορεί να κυμαίνεται η αγοραία αξία.
- Οι εισροές βασίζονται σε ιστορικά δεδομένα, οπότε οι παραδοχές ή μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την προσαρμογή των δεδομένων στις συνθήκες της αγοράς κατά την ημερομηνία αποτίμησης μπορούν να αποτελέσουν πηγή αβεβαιότητας.
- Οι εισροές εκτιμώνται έμμεσα (data mining), οπότε η αβεβαιότητα μπορεί να προκύψει από τις προσαρμογές που έγιναν.

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι τα αίτια της αβεβαιότητας αποτίμησης που αναλύονται παραπάνω δεν αλληλαποκλείονται. Για παράδειγμα, υπάρχει συσχέτιση μεταξύ υποδείγματος και αβεβαιότητας εισροών, καθώς διαφορετικά υποδείγματα χρησιμοποιούν διαφορετικές εισροές, οι οποίες υπόκεινται σε διαφορετικό βαθμό αβεβαιότητας. Επίσης, ένα ακίνητο μπορεί να επηρεάζεται ταυτόχρονα από την αγορά, τις εισροές και την αβεβαιότητα του υποδείγματος.

Η αλληλεξάρτηση και η συσχέτιση μεταξύ των παραγόντων αβεβαιότητας είναι πιθανό να υπάρχει και θα πρέπει αυτό να ληφθεί υπόψη ως μέρος της διαδικασίας αποτίμησης. Το ζήτημα της μέτρησης και αναφοράς της αβεβαιότητας εξετάζεται με περισσότερες λεπτομέρειες στις ακόλουθες ενότητες.

7 Κίνδυνος και αβεβαιότητα

Στο πλαίσιο των επενδύσεων σε ακίνητα, ο κίνδυνος ορίζεται ως η πιθανότητα μια ταμειακή ροή (ή ποσοστό απόδοσης) να μην πραγματοποιηθεί. Με άλλα λόγια, ο κίνδυνος είναι μια μέτρηση της αβεβαιότητας ως προς μια ταμειακή ροή και αυτή η αβεβαιότητα προκύπτει από την έλλειψη γνώσης και πληροφόρησης.

Όπως δεν μπορεί να προβλεφθεί το μέλλον με βεβαιότητα, έτσι και οι επενδύσεις εμπεριέχουν πάντοτε το στοιχείο της αβεβαιότητας. Για να γίνει αυτό κατανοητό, είναι χρήσιμο να εξεταστεί το πλήρες εύρος της αβεβαιότητας που ενδέχεται να υπάρχει ως προς συγκεκριμένη επένδυση. Με βάση την έρευνα των Hargitay και Yu (1993), το εύρος της αβεβαιότητας μπορεί να κατηγοριοποιηθεί σε διάφορα επίπεδα. Συγκεκριμένα:

Απόλυτη αβεβαιότητα, για την οποία δεν υπάρχει γνώση, αυτή δεν μπορεί να μετρηθεί και έτσι αποτελεί δυνητικά το υψηλότερο επίπεδο κινδύνου ως προς την ταμειακή ροή. Στο αντίθετο άκρο του φάσματος, η *απόλυτη βεβαιότητα* δηλαδή βέβαιες (risk-free) ταμειακές ροές. Στην πραγματικότητα, οι περισσότερες επενδύσεις σε ακίνητα εμφανίζουν χαρακτηριστικά

αβεβαιότητας που βρίσκονται μεταξύ αυτών των δύο άκρων. Ο εντοπισμός του σημείου, εντός αυτού του φάσματος, στο οποίο βρίσκεται μια επένδυση είναι ένα σημαντικό μέρος των περισσότερων ειδών στρατηγικής επενδύσεων σε ακίνητα. Συχνά γίνεται αναφορά στην “core investment strategy” (ένα μίγμα απόλυτης βεβαιότητας και κάποιας αβεβαιότητας), στην “core+ investment strategy” (κάποια βεβαιότητα, αλλά με υψηλότερο επίπεδο αβεβαιότητας) και στη “value added investment strategy” (μερική αβεβαιότητα).

Ο βαθμός στον οποίο ένας επενδυτής αποδέχεται υψηλότερα επίπεδα αβεβαιότητας ως προς μια ταμειακή ροή εξαρτάται από την ευρύτερη επενδυτική στρατηγική του, τη γνώση του για την αγορά και την εξειδίκευσή του στις συναλλαγές με αντικείμενο τη συγκεκριμένη κατηγορία ακινήτων. Ωστόσο, οι περισσότεροι επενδυτές αναπτύσσουν συγκεκριμένα σχέδια διαχείρισης κινδύνων, τα οποία αποσκοπούν στην εξάλειψη ή τουλάχιστον στον περιορισμό της αβεβαιότητας.

8 Αβεβαιότητα των επενδύσεων σε ακίνητα

Η αβεβαιότητα ως προς μια επενδυτική ταμειακή ροή είναι σημαντική τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους δανειστές. Ενώ η μέτρηση της αβεβαιότητας μπορεί να είναι ιδιαίτερα περίπλοκη – και υπερβαίνει το σκοπό του παρόντος άρθρου – το βασικό σημείο εκκίνησης είναι ο προσδιορισμός αυτής της αβεβαιότητας και των παραμέτρων της (δηλαδή κατά πόσον μπορεί να διαφέρουν).

Η αβεβαιότητα μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου, καθώς οι ειδικοί παράγοντες αξιολογούνται πιο εύκολα ή πιο δύσκολα. Ωστόσο, είναι σημαντικό να κατανοηθεί ότι η μέτρηση της αβεβαιότητας (ανάλυση κινδύνου) γίνεται σε ένα σταθερό σημείο στο χρόνο (το παρόν), αν και το ερώτημα για την ύπαρξη της αβεβαιότητας καθεαυτήν μπορεί να απαντηθεί στο μέλλον.

Υπάρχει ένα ευρύ φάσμα αβεβαιότητας που μπορεί να έχει επιπτώσεις σε μια αναμενόμενη ταμειακή ροή. Οι πιο συχνές πηγές αβεβαιότητας αναφέρονται παρακάτω, χωρίς ο κατάλογος να είναι περιοριστικός, δεδομένου ότι διαφορετικές ιδιότητες υπόκεινται σε διαφορετικές μορφές αβεβαιότητας, οι οποίες συχνά καθορίζονται από τα επιμέρους χαρακτηριστικά του ακινήτου και της τοποθεσίας του (RICS/IPD, 2009).

1. Οικονομική, χρηματοοικονομική και πολιτική αβεβαιότητα
2. Νομική και ρυθμιστική αβεβαιότητα
3. Φυσική αβεβαιότητα
4. Επαγγελματική αβεβαιότητα
5. Μισθωτική αβεβαιότητα
6. Αβεβαιότητα αγοράς
7. Εκτίμηση αβεβαιότητας

Είναι σημαντικό να κατανοηθεί η αλληλεξάρτηση μεταξύ των διαφόρων μορφών αβεβαιότητας που αναφέρονται παραπάνω και συχνά απαιτείται περαιτέρω ανάλυση στο πλαίσιο των εκθέσεων εκτίμησης. Για παράδειγμα, η οικονομική αβεβαιότητα μπορεί να έχει αντίκτυπο στην επαγγελματική αβεβαιότητα και η φυσική αβεβαιότητα μπορεί να έχει αντίκτυπο στη μισθωτική αβεβαιότητα.

9 Ο ρόλος του ανεξάρτητου πιστοποιημένου εκτιμητή

Ένα χαρακτηριστικό της συρρίκνωσης της κανονικής δραστηριότητας στην αγορά ακινήτων είναι η αστάθεια ως προς τις διακυμάνσεις των τιμών. Οι συνθήκες που επικράτησαν από το 2008 μέχρι σήμερα έθεσαν σε έντονη δοκιμασία τους ανεξάρτητους πιστοποιημένους εκτιμητές. Είναι σχετικά απλό να προσδιοριστεί η αξία ενός ακινήτου όταν υπάρχουν πολλές ταυτόχρονες συναλλαγές, αλλά τι γίνεται όταν η ροή των συναλλαγών διακόπτεται;

Σκοπός του εκτιμητή είναι η κατανόηση της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται ο ίδιος και οι πελάτες του. Όταν οι συναλλαγές είναι λίγες, αυτό σημαίνει ότι ο εκτιμητής οφείλει να κατανοήσει τη συλλογική νοοτροπία των επίδοξων αγοραστών και πωλητών, καθώς και τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη της εν λόγω αγοράς. Αυτό σημαίνει κατανόηση του γεγονότος ότι ακίνητα που προσφέρονται δεν πωλούνται, καθώς και προσδιορισμό του επιπέδου τιμών στην αγορά στο οποίο τελικά θα εισέλθουν αγοραστές.

Η αποτίμηση της αγοραίας αξίας δεν αποτελεί πραγματική συναλλαγή αλλά απλώς μια εκτίμηση. Η αποτίμηση παρέχει μια ένδειξη για την τιμή, και οι τιμές στον πραγματικό κόσμο δεν καθορίζονται από ό, τι έχει γίνει στο παρελθόν, αλλά από τους αγοραστές και πωλητές των μελλοντικών αναγκών και προσδοκιών. Ο εκτιμητής θα πρέπει να κατανοήσει και να αναπαραγάγει αυτές τις ανάγκες και τις προσδοκίες και να τις ενσωματώσει στο υπόδειγμα αποτίμησης (Peto, 1997).

Ορισμένοι αποδέκτες των αποτιμήσεων μπορεί να ισχυριστούν ότι η στήριξη μόνο στην κριτική ικανότητα του εκτιμητή συχνά θέτει σε αμφισβήτηση το κύρος των αποτελεσμάτων (ιδιαίτερα αν δεν συμφωνούν με τα αποτελέσματα). Ωστόσο, σε μια αποτίμηση δεν είναι πάντοτε δυνατή η επίκληση συγκριτικών στοιχείων. Είναι σημαντικό, κατά την αποτίμηση, να γίνεται σαφής αναφορά στο επενδυτικό κλίμα (Charleston, 2009). Σε μια αγορά με ανοδική τάση η προσέγγιση του επενδυτικού κλίματος είναι εύκολη, καθώς υπάρχει μεγάλη δραστηριότητα προσφοράς για να το αποδείξει. Σε αγορά που βρίσκεται σε ύφεση κάτι τέτοιο δεν είναι εύκολο, με αποτέλεσμα να είναι ακόμη πιο κρίσιμο για τους εκτιμητές να μελετούν τη συμπεριφορά των αγοραστών, των πωλητών, των δανειστών και των μισθωτών προκειμένου να δομήσουν επαρκώς τις υποθέσεις και τα υποδείγματά τους.

Ο εκτιμητής πρέπει να διαφοροποιεί τα κίνητρα και τις περιστάσεις κάθε συναλλαγής. Υπάρχουν τρία είδη συναλλαγών (Peto et al., 1996):

1. Αναγκαστική εκποίηση (Distressed sale): υπόκειται σε στενό χρονικό περιορισμό – μια αληθινή αναγκαστική πώληση.
2. Βεβιασμένη πώληση (Stressed sale): ο πωλητής έχει σοβαρούς λόγους για να πωλήσει, αλλά έχει στην διάθεσή του εύλογο χρονικό περιθώριο (π.χ. 6 μήνες) για να πραγματοποιήσει την πώληση.
3. Κανονική πώληση: ο πωλητής έχει πολλαπλά κίνητρα για την πώληση και κυρίως έχει τη χρονική ευχέρεια. Αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχουν επενδυτές οι οποίοι είναι αρκετά πρόθυμοι να πωλήσουν σε “πτωτικές” αγορές, επειδή οι προσδοκίες τους για την εξέλιξη των αγορών είναι αρνητικές ή/και αυτοί συνυπολογίζουν το κόστος ευκαιρίας, ότι δηλαδή μπορούν να βρουν φθηνότερες ευκαιρίες σε άλλες αγορές.

Έτσι, κατά την παρούσα οικονομική συγκυρία οι εκτιμητές έχουν επιφορτιστεί με ένα πολύ δύσκολο έργο ως προς την εξαγωγή συμπερασμάτων και τη μεταφορά τους στους πελάτες τους. Συνεπώς, είναι πιο σημαντικό από ποτέ άλλοτε οι εκτιμητές να:

- είναι σαφείς σχετικά με τη βάση της αποτίμησης και τις παραδοχές,
- αναλύουν πλήρως το υπόβαθρο των σχετικών συναλλαγών της αγοράς έτσι ώστε αυτές να μπορούν να ερμηνεύονται σωστά,
- επανεξετάζουν και να αναλύουν τα ποιοτικά στοιχεία της αγοράς και να προσαρμόζουν ανάλογα την κρίση τους,
- αναγνωρίζουν τα βασικά χαρακτηριστικά και τους κινδύνους των ακινήτων και να εξηγούν τις επιπτώσεις τους στην αξία και να
- προβαίνουν σε ανάλυση ευαισθησίας εκείνων των μεταβλητών/υποθέσεων οι οποίες ενισχύουν την αβεβαιότητα ή/και επηρεάζουν σημαντικά τα τελικά αποτελέσματα.

10 Συμπεράσματα

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση ανέδειξε, μεταξύ άλλων, ότι η αβεβαιότητα των εκτιμήσεων των ακινήτων είναι ένα υπαρκτό φαινόμενο, το οποίο έχει σημαντικές επιπτώσεις στη λειτουργία της συναφούς αγοράς. Η αβεβαιότητα είναι ενδογενής σε κάθε αποτίμηση, επειδή η ανάλυση ατελών αγορών, όπως αυτή των ακινήτων, περιλαμβάνει τη στάθμιση της σημαντικότητας των διαθέσιμων εισροών και υποθέσεων μιας αποτίμησης.

Οι πηγές και τα χαρακτηριστικά της αβεβαιότητας των εκτιμήσεων προκύπτουν από την ορθολογική ανάλυση των αγορών και μπορούν να προσδιοριστούν και, σε μεγάλο βαθμό, να ποσοτικοποιηθούν. Η ανάλυση και η προσπάθεια ποσοτικοποίησης της αβεβαιότητας αποκτούν πρακτική και ουσιαστική σημασία όταν:

- οι εκτιμητές και οι δρώντες στην αγορά ακινήτων ενδιαφέρονται για την ύπαρξη αξιοπιστίας στις αγορές,
- οι διαχειριστές κεφαλαίων και οι επενδυτές ελέγχονται για τη στρατηγική και τις επιλογές τους,
- οι δανειστές κατανοούν και αξιολογούν τον επενδυτικό κίνδυνο των χρηματοδοτήσεων ακινήτων και
- η μεταβλητότητα (volatility) των τιμών και των αποδόσεων αποτελεί ένδειξη της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών ακινήτων.

Διεθνείς οργανισμοί και εποπτικές αρχές αναγνωρίζουν τις επιπτώσεις της αβεβαιότητας των εκτιμήσεων στις αγορές, ενώ θέτουν προϋποθέσεις και πρότυπα αναφοράς. Έτσι, οι εκτιμήσεις των ακινήτων μπορούν να αποτελέσουν εργαλείο διαχείρισης του κινδύνου, με στόχο την εξομάλυνση των διακυμάνσεων και την ομαλή διαδοχή των οικονομικών κύκλων.

Βιβλιογραφία

Baum, A., N. Crosby and B. MacGregor (1996), “Price formation, mispricing and investment analysis in the property market”, *Journal of Property Valuation and Investment*, 14:1, 36-49.

Byrne, P. (1996), “Fuzzy analysis: a vague way of dealing with uncertainty in real estate analysis”, *Journal of Property Valuation and Investment*, 13:3, 22-41.

Byrne, P. and D. Cadman (1996), *Risk, uncertainty and decision-making in property development*, E&FN Spon, London, UK.

Bywater, N. (2011), *Reflecting uncertainty in valuation for investment purposes: a brief guide for users of valuations*, Royal Institution of Chartered Surveyors, London, UK.

Charleston, D. (2009), “Taking a gamble?”, *Commercial Property Journal*, RICS, Feb.-March, 14,17.

Crosby, N., A. Lavers and J. Murdoch (1998), “Property valuation variance and the “Margin error” in the UK”, *Journal of Property Research*, 15:4, 305-30.

IVSC (2010), *Valuation Uncertainty*, Discussion Paper, International Valuation Standards Council, London, UK.

French, N. (1996), “Investment valuations: developments from the Mallinson Report”, *Journal of Property Valuation and investment*, 14:5, 48-58.

French, N. (1997), “Market information management for better valuations: concepts and definitions of Price and Worth”, *Journal of Property Valuation and Investment*, 15:5, 403-11.

Hargitay, S. and S. Yu (1993), *Property investment decisions: A quantitative approach*, E&FN Spon.

Mallinson, M. and N. French (2000), “Uncertainty in property valuation: the nature and the relevance of uncertainty and how it might be measured and reported”, *Journal of Property Investment and Finance*, 18:1, 13-32.

Peto, R. (1997), “Market information management for better valuations: data availability and application”, *Journal of Property Valuation and Investment*, 15:5, 411-22.

Peto, R. (2009), “The value of worth”, *Commercial Property Journal*, RICS, Feb.-March , 5.

Peto, R., N. French and G. Bowman (1996), “Price and Worth: developments in valuation methodology”, *Journal of Property Valuation and Investment*, 14:4, 79-100.

Raiffeisen RESEARCH (February 2012), CEE banking sector update, Vienna, Austria.

RICS (2009), *Valuation Standards*, Royal Institution of Chartered Surveyors, London, UK.

RICS/IPD (2009), *Valuation and sale price report*, Royal Institution of Chartered Surveyors, London, UK.

Εκτίμηση απόδοσης και κινδύνου σε χαρτοφυλάκιο επαγγελματικών ακινήτων*

Αναστάσιος Καραγάνης

Επίκουρος Καθηγητής Χωρικής Οικονομετρίας,

Πάντειο Πανεπιστήμιο, Εξωτερικός Συνεργάτης Τράπεζας Πειραιώς

Μαρία Τσίγκα

MSc Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης, Πάντειο Πανεπιστήμιο

1 Εισαγωγή

Η αγορά ακίνητης περιουσίας είναι ιδιαίτερα σημαντική για την ελληνική οικονομία. Σχετικά πρόσφατα νομοθετήθηκε η δυνατότητα ίδρυσης εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Το άρθρο έχει ως σκοπό την κατασκευή ενός “άριστου χαρτοφυλακίου” ακινήτων, στο πλαίσιο της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου. Αποτελείται από την εισαγωγή, τρεις κύριες ενότητες και τα συμπεράσματα. Στη δεύτερη ενότητα περιγράφεται συνοπτικά το νομικό πλαίσιο λειτουργίας των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, προκειμένου να συναχθούν οι περιορισμοί ως προς την κατασκευή του χαρτοφυλακίου. Η θεωρητική παρουσίαση της κατασκευής γίνεται στην τρίτη ενότητα. Ειδικότερα, στην πρώτη υποενότητα παρουσιάζεται η διαδικασία υπολογισμού της απόδοσης των ακινήτων, στη δεύτερη παρατίθεται η διαδικασία επιλογής των ακινήτων που θα ενταχθούν στο χαρτοφυλάκιο, στην τρίτη υπολογίζονται τα μερίδια στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου και στην τέταρτη υποενότητα παρουσιάζονται τα στατιστικά στοιχεία της ανάλυσης. Η τέταρτη ενότητα περιλαμβάνει την κατασκευή ενός χαρτοφυλακίου και ακολουθούν τα συμπεράσματα, όπου τονίζονται οι δυνατότητες και οι περιορισμοί της προσέγγισης και δίνονται τα αποτελέσματα από την εμπειρική εφαρμογή της θεωρίας.

2 Χαρτοφυλάκιο ακινήτων και εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία

Το άρθρο έχει ως σκοπό την κατασκευή “άριστου χαρτοφυλακίου”, σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών αγαθών (CAPM), συνδέοντας τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυ-

* Η μελέτη απηχεί τις απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ'ανάγκη της Τράπεζας της Ελλάδος.

λακίου με την αγορά ακινήτων. Νομικά-τυπικά το χαρτοφυλάκιο ακινήτων έχει τη μορφή εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕΑΠ).

Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία επενδύουν σε ακίνητα που παράγουν εισόδημα, διανέμουν υποχρεωτικά σημαντικό ποσοστό των κερδών τους και διέπονται από ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς. Μακροπρόθεσμα οι μετοχές των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία υφίστανται μεταχείριση ως άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα. Πλεονεκτούν όμως έναντι των άμεσων επενδύσεων σε ακίνητα γιατί η επένδυση μπορεί να ρευστοποιηθεί πολύ πιο γρήγορα και ταυτόχρονα έχουν πολύ χαμηλότερο κόστος συναλλαγών.

Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι ανώνυμες εταιρίες με αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση και διαχείριση, πρώτον, ακίνητης περιουσίας, δικαιώματος αγοράς ακινήτου διά προσυμφώνου και μετοχών ανώνυμης εταιρίας κατά την έννοια των περιπτώσεων α-γ της παραγράφου 2 του άρθρου 22 του Ν. 2778/1999, όπως αυτός έχει τροποποιηθεί, και, δεύτερον, μέσων της χρηματαγοράς κατά την έννοια του άρθρου 3 του Ν. 3283/2004. Το μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία έχει ελάχιστο ύψος 30.000.000 ευρώ και μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Τα διαθέσιμα των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία επενδύονται κατά κύριο λόγο, σε ποσοστό τουλάχιστον 80% του ενεργητικού τους, σε ακίνητη περιουσία, η οποία πρέπει να μπορεί να χρησιμοποιηθεί άμεσα για επαγγελματική στέγη. Η αξία κάθε ακινήτου που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους δεν μπορεί να υπερβαίνει το 25% του συνόλου. Το χαρτοφυλάκιο των ακινήτων εκτιμάται δύο φορές το χρόνο. Απαγορεύεται η ανέγερση νέων ακινήτων, με εξαίρεση ακίνητα υπό αποπεράτωση και υπό την προϋπόθεση ότι οι δαπάνες που απαιτούνται για την αποπεράτωση ή την επισκευή δεν υπερβαίνουν σε ποσοστό το 25% της αξίας που θα έχουν τα αποπερατωμένα ακίνητα. Για κάθε αγορά ακινήτου απαιτείται προηγούμενη εκτίμηση. Η αξία αγοράς του ακινήτου δεν μπορεί να υπερβαίνει την εκτίμηση πέραν προκαθορισμένης μέγιστης επιτρεπόμενης απόκλισης, ενώ και η αξία πώλησης δεν μπορεί να είναι μικρότερη από την εκτίμηση πέραν επίσης προκαθορισμένης μέγιστης επιτρεπόμενης απόκλισης. Κάθε ακίνητο που αποκτούν οι εν λόγω εταιρίες πρέπει να παραμένει στην κατοχή τους τουλάχιστον για ένα χρόνο. Μπορούν επίσης να επενδύουν σε άλλες εταιρίες με αποκλειστικό σκοπό την εκμετάλλευση ακινήτων. Οι τραπεζικές υποχρεώσεις των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία δεν μπορούν να υπερβαίνουν το 50% του ενεργητικού. Η φορολογία εισοδήματος δεν προσδιορίζεται στη βάση εσόδων-εξόδων, αλλά ως ποσοστό επί του ενεργητικού. Πιο συγκεκριμένα, ο φόρος εισοδήματος επιβάλλεται επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας προσανυξημένου κατά μία εκατοστιαία μονάδα, σήμερα 1,75%. Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία δεν καταβάλλουν φόρο μεταβίβασης όταν αγοράζουν ακίνητα, ενώ ο φόρος ακίνητης περιουσίας είναι μειωμένος σε σχέση με τα άλλα νομικά πρόσωπα. Στο χαρτοφυλάκιο ακινήτων δεν διενεργούνται αποσβέσεις. Είναι υποχρεωτική η διανομή του 35% των κερδών.

Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία διευρύνουν την αγορά ακινήτων. Δίδεται η ευκαιρία σε μικροεπενδυτές για επένδυση σε μεγάλα χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας χωρίς φορολόγηση των μερισμάτων, ενώ παράλληλα μειώνεται ο κίνδυνος απώλειας κεφαλαίου από την κατοχή ενός ακινήτου, χάρη στη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Οι μετοχές των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι μετοχές εισοδήματος και εξασφαλίζουν αυξημένη ρευστότητα και χαμηλό κόστος συναλλαγών σε σύγκριση με μια άμεση επένδυση σε ακίνητα. Πλεονέκτημα επίσης των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι η διαχείριση των ακινήτων από εξειδικευμένους επαγγελματίες. Ωστόσο, μειονέκτημα των πιο πάνω εταιριών είναι η μεγάλη διακύμανση που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών τους, καθώς αυτές επηρεάζονται από τις γενικές τάσεις που διαμορφώνονται στις χρηματιστηριακές αγορές όπου είναι εισηγμένες οι εν λόγω εταιρίες.

3 Θεωρία και δεδομένα

3.1 Υπολογισμός της απόδοσης των ακινήτων

Η τρέχουσα εμπορική αξία ενός επαγγελματικού ακινήτου ορίζεται ως η προεξόφληση των αποδόσεων κατά τη διάρκεια της ζωής του. Τούτο είναι ισοδύναμο με τη θεώρηση ότι η απόκτηση κάθε ακινήτου είναι ζήτηση κεφαλαίου με σκοπό την αύξηση της καθαρής αξίας της εταιρίας, καθώς, όπως ειπώθηκε, οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία τοποθετούν τα κεφάλαιά τους κυρίως σε ακίνητα. Κατά συνέπεια, για να αποκτηθεί ένα ακίνητο από την εταιρία θα πρέπει να αποδίδει τουλάχιστον τόσο ώστε η επένδυση σε αυτό να είναι προτιμότερη από άλλες τοποθετήσεις. Δηλαδή η απόδοση του ακινήτου πρέπει να είναι τουλάχιστον ίση με το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων της εταιρίας, αλλιώς η εταιρία θα τοποθετήσει τα κεφάλαιά της αλλού. Ο υπολογισμός της απόδοσης κάθε συγκεκριμένου ακινήτου έγινε με τη μέθοδο του Συντελεστή Εσωτερικής Απόδοσης, επειδή αυτός είναι το επιτόκιο που μηδενίζει την παρούσα καθαρή αξία του ακινήτου (Brown, Matysiak 2000, σελ. 150). Με άλλα λόγια, ο συντελεστής εσωτερικής απόδοσης αποτελεί την πιο συντηρητική εκτίμηση για την απόδοση του ακινήτου και διατυπώνεται με την παρακάτω μαθηματική σχέση:

$$\sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1+R)^t} = \sum_{t=0}^n \frac{A_t}{(1+R)^t}$$

όπου:

C_t : ταμειακές εκροές

A_t : ταμειακές εισροές

R : συντελεστής εσωτερικής απόδοσης, ή απόδοση του ακινήτου.

Ως ταμειακή εκροή θεωρείται το κόστος κατασκευής του ακινήτου. Ο υπολογισμός των ταμειακών εισροών γίνεται με τη διαίρεση της αγοραίας αξίας σε 30 μέρη, καθώς θεωρείται ότι η διάρκεια ζωής του κτιρίου ισοδυναμεί με 30 έτη.

Στα ακίνητα που αποτελούν το δείγμα, η αξία της γης δεν συμπεριλαμβάνεται λόγω απουσίας στοιχείων. Αποτέλεσμα αυτού είναι το κόστος απόκτησης γης να μην αποτελεί μέρος των ταμειακών εκροών, όπως θα έπρεπε. Συνεπώς οι αποδόσεις των ακινήτων που προκύπτουν υπερεκτιμούν τις πραγματικές αποδόσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί ως κόστος ανέγερσης του ακινήτου θεωρείται η ασφαλιστέα αξία του, δηλαδή μόνο το κόστος κατασκευής, χωρίς να συμπεριλαμβάνεται σε αυτό το κόστος απόκτησης του γηπέδου επί του οποίου βρίσκεται το ακίνητο. Ο μη συνυπολογισμός της γης στο κόστος ανάπτυξης του ακινήτου αριθμητικά εξισώνει την προεξόφληση μιας ελλιπούς, δηλαδή μικρότερης, ταμειακής εκροής με τις ορθά υπολογισμένες προεξοφλημένες εισροές. Ως αριθμητικό αποτέλεσμα προκύπτει τεχνητά μεγαλύτερος συντελεστής εσωτερικής απόδοσης. Αντίθετα, στην εμπορική αξία είναι ενσωματωμένη η αξία της γης.¹ Στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου αυτή η παράλειψη δεν ασκεί ουσιαστικές-θεωρητικές επιδράσεις, και τούτο για δύο λόγους. Πρώτον, όλα τα επαγγελματικά ακίνητα του δείγματος βρίσκονται στο Λεκανοπέδιο Αττικής, ως προς το οποίο είναι εύλογη η υπόθεση ότι η σχέση ανάμεσα στην αξία της γης και το κόστος ανέγερσης του ακινήτου είναι η ίδια παντού. Η σταθερότητα της σχέσης αυτής οφείλεται στο γεγονός ότι τα ακίνητα που βρίσκονται σε περιοχές με υψηλή αξία γης είναι αντίστοιχα υψηλής ποιότητας κατασκευής, ενώ εκείνα που βρίσκονται σε περιοχές με χαμηλές αξίες γης είναι φθηνότερες κατασκευές. Έτσι, η παράλειψη της αξίας της γης έχει ως αποτέλεσμα μόνο την “παράλληλη” μετατόπιση των αποδόσεων και δεν αλλάζει τις σχέσεις μεταξύ των αποδόσεων των ακινήτων. Δεύτερον, η κατασκευή του χαρτοφυλακίου εξαρτάται από τις σχετικές αποδόσεις, οι οποίες δεν αλλάζουν.

Η ετήσια απόδοση της αγοράς υπολογίστηκε ως η διάμεσος των αποδόσεων των ακινήτων. Ο υπολογισμός έγινε για τις έξι υποαγορές στις οποίες διαιρέθηκε η αγορά επαγγελματικών ακινήτων του Λεκανοπεδίου. Επελέγη η διάμεσος, επειδή ως μέτρο θέσης μένει ανεπηρέαστη από τυχόν ακραίες τιμές. Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι, εξαιτίας του μικρού μεγέθους του δείγματος, κάθε ακίνητο αντιπροσωπεύει κατά μέσον όρο το 7% κάθε υποαγοράς, οπότε η επιλογή της διαμέσου είναι επιβεβλημένη.²

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι η απόδοση κάθε ξεχωριστού ακινήτου (γραφείο ή κατάστημα) υπολογίζεται ανά τετραγωνικό μέτρο κατά τοπική αγορά. Αυτό έχει ως συνέπεια η

¹ Η αξία γης για επαγγελματικά ακίνητα (γραφεία ή καταστήματα) στο Λεκανοπέδιο Αττικής αντιστοιχεί στο 20%-25% της εμπορικής αξίας του ακινήτου. Π.χ. για ένα ακίνητο με κατασκευαστικό κόστος 100 μονάδων, διάρκεια ζωής 30 χρόνια και τρέχουσα εμπορική αξία 400 μονάδων, ο συντελεστής εσωτερικής απόδοσης, δηλαδή η απόδοση του ακινήτου, για αξία γης 20% της εμπορικής αξίας, δηλαδή 80 μονάδων, είναι 8,63%, ενώ για αξία γης 25% της εμπορικής αξίας, δηλαδή 100 μονάδων, είναι 7,75%. Ο συντελεστής εσωτερικής απόδοσης χωρίς το συνυπολογισμό της αξίας γης είναι 11,93%.

² Οι Dubben, και Sayce (1991, σελ. 168-171) επισημαίνουν ότι η απόδοση της αγοράς συνήθως υπολογίζεται από τα ίδια τα στοιχεία του δείγματος, με τις κατάλληλες κάθε φορά στατιστικές μεθόδους.

ανάλυση να ισχύει για οποιοδήποτε διαθέσιμο ακίνητο με τις ίδιες αποδόσεις και χαρακτηριστικά (γραφείο ή κατάστημα) στην ίδια τοπική αγορά.

3.2 Θεωρητική θεμελίωση της κατασκευής χαρτοφυλακίου ακινήτων³

Το χαρτοφυλάκιο της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία αποτελείται κατά ένα μέρος από ακίνητα και κατά το υπόλοιπο από άλλους τίτλους. Έτσι, η αναμενόμενη απόδοση του συνολικού χαρτοφυλακίου της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία ($\bar{R}_R$) θα έχει τη μορφή:

$$\bar{R}_R = (1-p)R_F + p\bar{R}_P \quad (1)$$

όπου:

$\bar{R}_R$: η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία,

R_F : η απόδοση του τίτλου χωρίς κίνδυνο,

$\bar{R}_P$: η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου ακινήτων της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και

p : το μερίδιο του χαρτοφυλακίου ακινήτων στο χαρτοφυλάκιο της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου ακινήτων, όπως σε κάθε χαρτοφυλάκιο, είναι το σταθμισμένο άθροισμα των αποδόσεων των ξεχωριστών ακινήτων που το απαρτίζουν. Έτσι, η αναμενόμενη απόδοση είναι γραμμικός συνδυασμός των αναμενόμενων αποδόσεων με συντελεστές, δηλαδή σταθμίσεις, τα μερίδια της αξίας των ξεχωριστών ακινήτων στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου και δίνεται από τη σχέση:

$$\bar{R}_P = \sum_{i=1}^N X_i \bar{R}_i \quad (2)$$

όπου:

$\bar{R}_i$: η αναμενόμενη απόδοση του ακινήτου i και

X_i : το μερίδιο της αξίας του ακινήτου i στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου ακινήτων της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Ο κίνδυνος (σ_p) στον οποίο εκτίθεται η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία από την κατοχή του χαρτοφυλακίου ακινήτων είναι η διακύμανση του γραμμικού συνδυασμού στη (2) και δίνεται από τη σχέση:

³ Η θεωρητική παρουσίαση της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου βασίζεται στους Elton και Gruber (1991).

$$\sigma_P^2 = \sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N X_i X_j \sigma_{ij} \quad (3)$$

όπου:

σ_i^2 : η διακύμανση της αναμενόμενης απόδοσης του ακινήτου i , δηλαδή ο κίνδυνος από την κατοχή του συγκεκριμένου ακινήτου i που περιλαμβάνεται στο χαρτοφυλάκιο της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και

σ_{ij} : η συνδιακύμανση των αποδόσεων των ακινήτων i και j που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Ο κίνδυνος στον οποίο είναι εκτεθειμένη η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία εξαιτίας του χαρτοφυλακίου που κατέχει, σ_R , είναι η τυπική απόκλιση της σχέσης (1):

$$\sigma_R = \left[(1-p)^2 \sigma_F^2 + p^2 \sigma_P^2 + 2p(1-p) \sigma_{FP} \right]^{\frac{1}{2}} \quad (4)$$

όπου:

σ_F : η συνδιακύμανση του τίτλου χωρίς κίνδυνο και

σ_{FP} : η συνδιακύμανση του τίτλου χωρίς κίνδυνο και του χαρτοφυλακίου ακινήτων της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Η διακύμανση του τίτλου χωρίς κίνδυνο και η συνδιακύμανση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου ακινήτων με τον τίτλο χωρίς κίνδυνο είναι εξ ορισμού ίσες με το μηδέν. Με αντικατάσταση στη σχέση (4), ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι:

$$\sigma_R = \left[p^2 \sigma_P^2 \right]^{\frac{1}{2}} = p \sigma_P$$

Αν η εξίσωση επιλυθεί ως προς το μερίδιο του χαρτοφυλακίου ακινήτων, προκύπτει ότι:

$$p = \frac{\sigma_R}{\sigma_P} \quad (5)$$

Αν στην εξίσωση (1) αντικατασταθεί το p με το εξαγόμενο της εξίσωσης (5), προκύπτει ότι:

$$\bar{R}_R = \left(1 - \frac{\sigma_R}{\sigma_P} \right) R_F + \frac{\sigma_R}{\sigma_P} \bar{R}_P$$

Από την εκτέλεση των πράξεων προκύπτει το υπόδειγμα CAPM:

$$\bar{R}_R = R_F + \frac{\bar{R}_P - R_F}{\sigma_P} \sigma_R \quad (6)$$

Η απόδοση του χαρτοφυλακίου της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι συνάρτηση του λόγου της διαφοράς της υπερβάλλουσας απόδοσης του χαρτοφυλακίου ακινήτων

μείον την απόδοση του τίτλου χωρίς κίνδυνο προς τον κίνδυνο από την κατοχή του χαρτοφυλακίου ακινήτων. Συνεπώς, για δεδομένο επίπεδο κινδύνου η απόδοση του χαρτοφυλακίου μεγιστοποιείται όσο μεγαλύτερη είναι η κλίση της ευθείας στο χώρο του κινδύνου απόδοσης. Εάν η κλίση συμβολιστεί με θ , η μεγιστοποίηση της απόδοσης επιτυγχάνεται με τη μεγιστοποίηση της συνάρτησης:

$$\theta = \frac{\bar{R}_P - R_F}{\sigma_P} \quad (7)$$

Η προς αριστοποίηση εξίσωση προκύπτει όταν στην ανωτέρω σχέση (7) η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου ακινήτων αντικατασταθεί από τη σχέση (2) και ο κίνδυνος στον οποίο εκτίθεται η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία από την κατοχή του χαρτοφυλακίου ακινήτων, δηλαδή η τυπική απόκλιση, αντικατασταθεί από τη σχέση (3). Έτσι, προκύπτει η σχέση:

$$\theta = \frac{\sum_{i=1}^N X_i \bar{R}_i - \bar{R}_F}{\left[\sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N X_i X_j \sigma_{ij} \right]^{\frac{1}{2}}} \quad (8)$$

Αφού ληφθούν υπόψη οι κατωτέρω αριθμητικές ισοδυναμίες

$$\bar{R}_F = \bar{R}_F \sum_{i=1}^N X_i = \sum_{i=1}^N X_i \bar{R}_F ,$$

η ανωτέρω σχέση μετατρέπεται τελικά σε:

$$\theta = \frac{\sum_{i=1}^N X_i (\bar{R}_i - \bar{R}_F)}{\left[\sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N X_i X_j \sigma_{ij} \right]^{\frac{1}{2}}} \quad (9)$$

Η σχέση (9) είναι η συνάρτηση που πρέπει να μεγιστοποιηθεί ως προς τα μερίδια της αξίας των ακινήτων που θα απαρτίσουν τελικά το χαρτοφυλάκιο ακινήτων. Αυτό σημαίνει ότι η συνάρτηση (9) μεγιστοποιείται με περιορισμούς, καθώς το άθροισμα των μεριδίων πρέπει να είναι ίσο με τη μονάδα και όλα τα μερίδια πρέπει να είναι θετικά. Έτσι, η (9) μεγιστοποιείται με τους ακόλουθους περιορισμούς:

$$\sum_{i=1}^N X_i = 1 \quad (10\alpha)$$

$$X_i \geq 0, \forall i \quad (10\beta)$$

Πρόκειται για πρόβλημα τετραγωνικού προγραμματισμού, το οποίο επιλύεται με τη βοήθεια των συνθηκών Kuhn-Tucker. Αυτό συμβαίνει διότι, εξαιτίας του περιορισμού (10β), ισχύει γενικώς $d\theta/dX_i \leq 0$. Σύμφωνα με τις συνθήκες *Kuhn-Tucker*, η παράγωγος μπορεί να μηδενιστεί αν προστεθεί μια μη αρνητική ποσότητα, οπότε θα ισχύει $d\theta/dX_i + M_i = 0$. Η ποσότητα αυτή θα είναι μηδενική όταν η μεταβλητή παραγωγίσης X_i είναι θετική, ενώ θα είναι μεγαλύτερη του μηδενός όταν η μεταβλητή παραγωγίσης είναι μηδενική. Η πρόσθεση αυτής της ποσότητας και η σχέση της με τη μεταβλητή παραγωγίσης αποτελούν τις συνθήκες *Kuhn-Tucker*, που συνοπτικά είναι οι εξής:

$$\begin{aligned} \frac{d\theta}{dX_i} + M_i &= 0, \quad i = 1, \dots, N \\ X_i M_i &= 0, \quad X_i \geq 0 \text{ και } M_i \geq 0. \end{aligned} \quad (11)$$

Η εφαρμογή των συνθηκών *Kuhn-Tucker* προϋποθέτει την παραγωγή της κλίσης, θ , του υποδείγματος CAPM ως προς το μερίδιο αξίας κάθε ακινήτου, X_i , που ενδέχεται να συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο. Έτσι λοιπόν προκύπτει η σχέση:

$$\bar{R}_i - R_F - Z_i \sigma_i^2 - \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N Z_j \sigma_{ij} + M_i = 0 \quad (12)$$

όπου:

$$Z_i = \lambda X_i$$

$$\lambda = \frac{\sum_{i=1}^N X_i (\bar{R}_i - \bar{R}_F)}{\sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N X_i X_j \sigma_{ij}}$$

Έτσι, η συνάρτηση (12) μεγιστοποιείται με τους περιορισμούς και την εκπλήρωση των συνθηκών *Kuhn-Tucker*, οπότε το κατάλληλα διατυπωμένο πρόβλημα τετραγωνικού προγραμματισμού είναι:

$$\begin{aligned} \bar{R}_i - R_F - Z_i \sigma_i^2 - \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N Z_j \sigma_{ij} + M_i &= 0, \quad i = 1, \dots, N \\ Z_i M_i &= 0, \quad Z_i \geq 0 \text{ και } M_i \geq 0. \end{aligned} \quad (13)$$

Η σχέση (13) αριστοποιείται ως προς τις μεταβλητές Z_i που μεγιστοποιούν τη (12), με παραμέτρους τις διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων των ακινήτων που συμπεριλήφθηκαν στο χαρτοφυλάκιο ακινήτων. Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου ακινήτων επιβάλλει την εκτίμηση όλων των δυνατών συσχετίσεων των ακινήτων. Το αποτέλεσμα είναι ότι το πρόβλημα της εκτίμησης της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου απαιτεί τεράστιο πλήθος υπολογισμών. Αν υπάρχουν N ακίνητα, τότε πρέπει να εκτιμηθούν συνδιακυμάνσεις, για κάθε ζεύγος ακινήτων i και j , εκτός από τις N εκτιμήσεις για τον κίνδυνο (διακύμανση) από την κατοχή ενός μεμονωμένου ακινήτου, που εκτιμώνται αρχικά. Ο πρώτος δείκτης, i , της συνδιακύμανσης μπορεί να λάβει N τιμές, μία για κάθε ακίνητο, ενώ ο δεύτερος δείκτης λαμβάνει $(N-1)$ τιμές, αφού ισχύει $i \neq j$. Αυτό, αν εφαρμοστεί για όλους τους τίτλους, σημαίνει ότι πρέπει να εκτιμηθούν συνολικά $N(N-1)$ συνδιακυμάνσεις. Ωστόσο, επειδή η συνδιακύμανση ανάμεσα στο i και το j είναι η ίδια με τη συνδιακύμανση ανάμεσα στο j και το i , εκτιμώνται τελικά $N(N-1)/2$ συνδιακυμάνσεις.⁴

Το πρόβλημα της κατάστροφησης του χαρτοφυλακίου αντιμετωπίζεται με τη βοήθεια του υποδείγματος του απλού δείκτη, $BETA$. Η εξέλιξη των αποδόσεων των ακινήτων σε σχέση με την πορεία της αγοράς δείχνει ότι, όταν η αγορά έχει ανοδικές τάσεις, σχεδόν όλες οι τιμές των ακινήτων τείνουν να αυξάνονται, ενώ οι τιμές υποχωρούν όταν και η αγορά έχει πτωτικές τάσεις. Αυτό σημαίνει ότι οι αποδόσεις των ακινήτων σχετίζονται μεταξύ τους, επειδή είναι κοινή η αντίδρασή τους στις κινήσεις της αγοράς. Έτσι, για κάθε συγκεκριμένο ακίνητο ισχύει ότι η απόδοσή του είναι συνάρτηση της απόδοσης της αγοράς. Το τελευταίο πόρισμα θεωρητικά προκύπτει από την κατάλληλη επαναδιατύπωση της γραμμικής σχέσης (6) του υποδείγματος CAPM. Συγκεκριμένα, το χαρτοφυλάκιο ακινήτων περιλαμβάνει όλα τα ακίνητα και επομένως περιγράφει την αγορά ακινήτων. Το χαρτοφυλάκιο της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία αποτελείται κάθε φορά από το ακίνητο i . Συνεπώς, σε όρους αποδόσεων του ακινήτου και της αγοράς ισχύει ότι:

$$\bar{R}_i - R_F = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} (\bar{R}_m - R_F) \quad (14)$$

Η σχέση (14) δείχνει ότι η απόδοση κάθε ακινήτου, πέραν της απόδοσης του στοιχείου χωρίς κίνδυνο, είναι ανάλογη της απόδοσης της αγοράς πέραν της απόδοσης του στοιχείου χωρίς κίνδυνο κατά το σταθερό παράγοντα σ_i/σ_m . Η σχέση (14) είναι η θεωρητική εξειδίκευση ενός οικονομετρικού υποδείγματος και μπορεί εμπειρικά να εκτιμηθεί με την προσθήκη ενός τυχαίου όρου, αν υπάρχουν διαθέσιμα ιστορικά στοιχεία. Συγκεκριμένα, αν τεθεί $\sigma_i/\sigma_m = \beta_{CAPM}$, για τη χρονική στιγμή t , η προς εκτίμηση σχέση είναι:

⁴ Ενδεικτικά, αν υποθεθεί ότι υπάρχουν 100 ακίνητα προς εξέταση, οι απαιτούμενες συνδιακυμάνσεις φθάνουν τις 4.950 συν τις 100 εκτιμήσεις για τον κίνδυνο από την κατοχή κάθε μεμονωμένου ακινήτου. Αν υποθεθεί ότι υπάρχουν 200 ακίνητα προς εξέταση, τότε οι απαιτούμενες συσχετίσεις φθάνουν τις 19.900, πράγμα που κάνει πρακτικά αδύνατη την παρακολούθηση του χαρτοφυλακίου.

$$(\bar{R}_i - R_F)_t = \beta_{CAPM} (\bar{R}_m - R_F)_t + u_t \quad (15)$$

Η σχέση (15) επίσης είναι ισοδύναμη με το υπόδειγμα *BETA*, επειδή ο σταθερός παράγων, β_{CAPM} , είναι ίσος με την κλίση, β , του υποδείγματος *BETA*. Το οικονομετρικό ισοδύναμο του υποδείγματος *BETA* είναι το υπόδειγμα απλού δείκτη. Βασίζεται στην υπόθεση ότι η μεταβολή της απόδοσης όλων των ακινήτων οφείλεται στην επίδραση ενός μοναδικού παράγοντα. Έτσι, η μεταβολή της απόδοσης κάθε ακινήτου οφείλεται στην ανταπόκριση που αυτό δείχνει στις κινήσεις της αγοράς και οικονομετρικά είναι η εκτίμηση της σχέσης που συνδέει την απόδοση αυτού του ακινήτου με την απόδοση της αγοράς. Η οικονομετρική εξειδίκευση της σχέσης που συνδέει την απόδοση του ακινήτου με την απόδοση της αγοράς είναι:

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt} + u_t \quad (16)$$

όπου:

R_{it} : η απόδοση ακινήτου i ,

R_{mt} : η απόδοση της αγοράς,

a_i : το τμήμα της μεταβολής της απόδοσης που δεν σχετίζεται με τις κινήσεις στην αγορά,

β_i : ο συντελεστής κλίσης της εξίσωσης, δηλαδή μια σταθερά που αποτιμά την ευαισθησία ως προς την απόδοση του ακινήτου που οφείλεται στις μεταβολές της απόδοσης της αγοράς και, κατά τα γνωστά, αναφέρεται ως *BETA*, και

u_t : η διακύμανση των καταλοίπων της εξίσωσης, ο κίνδυνος από την κατοχή του ακινήτου, ανεξάρτητα από την κίνηση της αγοράς.

Οικονομετρικά, το υπόδειγμα (15) είναι ισοδύναμο με το υπόδειγμα (16). Αυτό ισχύει, πρώτον, επειδή η διακύμανση της απόδοσης της αγοράς πέραν της απόδοσης του στοιχείου χωρίς κίνδυνο είναι ακριβώς η ίδια με τη διακύμανση της απόδοσης της αγοράς. Δεύτερον, επειδή η συνδιακύμανση των αποδόσεων αγοράς και ακινήτου δεν επηρεάζεται από την αφαίρεση της απόδοσης του στοιχείου χωρίς κίνδυνο. Συνεπώς, οι εκτιμητές των ελάχιστων τετραγώνων και των δύο υποδειγμάτων δίνουν το ίδιο αποτέλεσμα. Επιπλέον, όταν στο υπόδειγμα (16) ο σταθερός όρος δεν διαφέρει στατιστικά από το μηδέν, τα δύο υποδείγματα ταυτίζονται.

Το υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, CAPM, επεξέτεινε τη θεωρία χαρτοφυλακίου του Markowitz. Κατά το CAPM, το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο ταυτίζεται με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και προκύπτει από τη σχέση ανάμεσα στην αναμενόμενη απόδοση ενός ακινήτου και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, σε κατάσταση ισορροπίας. Αυτό σημαίνει ότι το πρόβλημα του μεγάλου πλήθους διακυμάνσεων και συνδιακυμάνσεων στο υπόδειγμα αριστοποίησης (13) αντιμετωπίζεται και θεωρητικά και εμπειρικά με τη βοήθεια του υποδείγματος απλού δείκτη, *BETA*. Έτσι, στο υπόδειγμα (13) οι διακυμάνσεις και οι συνδιακυμάνσεις αντικαθίστανται από τις σχέσεις:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{ui}^2 \quad (17\alpha)$$

$$\sigma_{ij} = \beta_i \beta_j \sigma_m^2 \quad (17\beta)$$

όπου:

β_i : ο συντελεστής *BETA* για το ακίνητο *i*, στο υπόδειγμα (16),

σ_{ui}^2 : η διακύμανση των καταλοίπων στο υπόδειγμα (16) και

σ_m^2 : η διακύμανση της απόδοσης της αγοράς στο υπόδειγμα (16).

Με τη μεταφορά των σχέσεων της εξίσωσης (17) στο πρόβλημα τετραγωνικού προγραμματισμού (13) προκύπτει το τελικό πρόβλημα προς αριστοποίηση:

$$\bar{R}_i - R_F - Z_i (\beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{ui}^2) - \sum_{j=1, j \neq i}^N Z_j \beta_i \beta_j \sigma_m^2 + M_i = 0, \quad i = 1, \dots, N \quad (18)$$

$$Z_i M_i = 0, \quad Z_i \geq 0 \text{ και } M_i \geq 0.$$

Η μεγιστοποίηση της πρώτης συνθήκης της εξίσωσης (18) παρέχει εκείνα τα ακίνητα που θα συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο. Ταυτόχρονα, για όλα τα ακίνητα που θα συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο, η μεταβλητή Z_i θα είναι θετική, ενώ η M_i θα είναι ίση με το μηδέν. Έτσι, το χαρτοφυλάκιο ακινήτων της εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι το σύνολο, J , των ακινήτων για τα οποία πληρούνται οι συνθήκες *Kuhn-Tucker*.

3.3 Εμπειρική κατάστρωση της σύνθεσης άριστου χαρτοφυλακίου

Σύμφωνα με τον Markowitz, η κατάστρωση της σύνθεσης άριστου χαρτοφυλακίου βασίζεται στον υπολογισμό των αναμενόμενων τιμών ή αποδόσεων των ακινήτων, της διακύμανσης ή του κινδύνου, καθώς και των συνδιακυμάνσεων των αποδόσεων όλων των υπό εξέταση ακινήτων. Επομένως, η κατάστρωση της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου γίνεται με βάση την επιλογή ενός κατάλληλου συνδυασμού ακινήτων και διασποράς του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης. Η διαφοροποίηση επιτυγχάνεται μέσω της κλαδικής και χωρικής διασποράς των ακινήτων. Η συμμετοχή κάθε ακινήτου στο χαρτοφυλάκιο είναι περισσότερο επιθυμητή όσο μεγαλύτερος είναι ο λόγος της υπερβάλλουσας απόδοσης προς το συντελεστή *BETA*. Η υπερβάλλουσα απόδοση είναι η διαφορά ανάμεσα στην αναμενόμενη απόδοση του ακινήτου και στην ελάχιστη αποδεκτή απόδοση του χαρτοφυλακίου. Αυτή η ελάχιστη απόδοση είναι ισοδύναμη με την απόδοση ενός τίτλου χωρίς κίνδυνο στα συνήθη χαρτοφυλάκια.⁵

Η εξίσωση (16) επιμερίζει την απόδοση του ακινήτου σε δύο συνιστώσες. Η πρώτη συνιστώσα, δηλαδή το συστηματικό μέρος της εξίσωσης, περιγράφει την επίδραση που

⁵ Στο συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο ως τέτοιος ελάχιστος στόχος τέθηκε το 5%.

ασκεί στην απόδοση του ακινήτου η απόδοση της αγοράς. Επομένως, ο πρώτος όρος περιγράφει τον κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένο οποιοδήποτε χαρτοφυλάκιο, επειδή δέχεται τις συστηματικές επιδράσεις της αγοράς, και ο οποίος συνήθως καλείται συστηματικός κίνδυνος. Η δεύτερη συνιστώσα, $\alpha_i + \beta_i R_{m_t}$, δηλαδή ο τυχαίος όρος, απεικονίζει την επίδραση όλων των άλλων δυνάμεων της οικονομίας που έχουν μεν επίπτωση στην απόδοση του ακινήτου, αλλά δεν μπορούν να καταμετρηθούν. Ο τυχαίος όρος εξ ορισμού και η απόδοση της αγοράς εκ κατασκευής⁶ είναι τυχαίες μεταβλητές. Καθεμία από αυτές έχει μέσο και διακύμανση. Τεχνικά σημαντική είναι η σχέση ανάμεσα στην απόδοση της αγοράς και στον τυχαίο όρο. Έτσι, από θεωρητική άποψη, προκειμένου να είναι συνεπείς οι εκτιμητές της σχέσης (16) που προκύπτουν από την εφαρμογή της μεθόδου των ελάχιστων τετραγώνων, πρέπει οι δύο μεταβλητές να είναι τουλάχιστον ασυμπτωτικά μη αλληλοσυσχετίσιμες. Αυτό εξασφαλίζεται με το νόμο των μεγάλων αριθμών του McLeish (White, 1984, σελ. 46). Ο νόμος ισχύει όταν οι ροπές των μεταβλητών είναι πεπερασμένες, πράγμα που ισχύει πάντοτε στις αγορές ακινήτων.

Η εκτίμηση των συντελεστών κλίσης (*BETA*) των εξισώσεων απόδοσης για κάθε ακίνητο και ακολούθως η μεταφορά τους στη σχέση (18) και η επίλυση του προβλήματος προγραμματισμού παρέχουν τα ακίνητα που θα συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο. Έτσι, για τα ακίνητα που συμπεριλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο η μεταβλητή Z_i παρέχεται από την κατάλληλα διατυπωμένη σχέση:

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{e_i}^2} \left(\frac{\bar{R}_i - R_F}{\beta_i} - C^* \right), i \in J \quad (19)$$

όπου:

J : είναι το σύνολο με τα ακίνητα που έχουν ενταχθεί τελικά στο χαρτοφυλάκιο.

Η συμμετοχή ενός ακινήτου στο χαρτοφυλάκιο εξαρτάται από το αν η μεταβλητή Z_i υπερβαίνει την τιμή-κατώφλι C^* , προκειμένου να επιτυγχάνεται η ελάχιστη αποδεκτή απόδοση του χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα, ένα ακίνητο επιλέγεται στο χαρτοφυλάκιο αν η υπερβάλλουσα απόδοσή του ως προς την ευαισθησία της στις μεταβολές της αγοράς υπερβαίνει το κατώφλι που έχει τεθεί. Αυτή η μοναδική τιμή-κατώφλι, C^* , εξαρτάται από όλες τις υπερβάλλουσες αποδόσεις των ακινήτων που έχουν συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο. Η δυνητική τιμή-κατώφλι για το i οστό ακίνητο, όταν στο χαρτοφυλάκιο έχουν συμπεριληφθεί $i-1$ ακίνητα με μεγαλύτερη υπερβάλλουσα απόδοση ως προς *BETA*, δίδεται από τη σχέση (Elton and Gruber, 1991):

⁶ Η απόδοση της αγοράς υπολογίζεται από τη διάμεσο της κατανομής των αποδόσεων των ξεχωριστών ακινήτων, που είναι εξ ορισμού τυχαίες μεταβλητές. Επομένως, ως συνάρτηση τυχαίων μεταβλητών είναι και η ίδια τυχαία μεταβλητή.

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \frac{(\bar{R}_j - R_F) \beta_j}{\beta_{e_j}^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \left(\frac{\beta_j^2}{\sigma_{u_j}^2} \right)}$$

όπου:

σ_m^2 : η διακύμανση του γενικού δείκτη,

$\sigma_{u_j}^2$: η διακύμανση της απόδοσης ενός ακινήτου που δεν οφείλεται στη διακύμανση του δείκτη, δηλαδή η διακύμανση των καταλοίπων, η οποία αποτελεί το μη συστηματικό κίνδυνο,

$\bar{R}_j$: η απόδοση του ακινήτου j και

R_F : η ελάχιστη αποδεκτή απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Η τιμή-κατώφλι C^* υπολογίζεται από τα χαρακτηριστικά όλων των ακινήτων που συμμετέχουν στο άριστο χαρτοφυλάκιο. Ο καθορισμός του κατωφλίου C^* γίνεται με επαναληπτική διαδικασία, όπου κάθε φορά στο χαρτοφυλάκιο προστίθεται ένα ακόμα ακίνητο. Πρόκειται για εκείνη την τιμή C_i πέρα από την οποία η υπερβάλλουσα απόδοση ως προς το συντελεστή *BETA* είναι μικρότερη.

Κατόπιν ακολουθεί ο υπολογισμός του μεριδίου αξίας κάθε ακινήτου από τη σχέση (Elton and Gruber, 1991):

$$X_i = \frac{\frac{\beta_i}{\sigma_{e_i}^2} \left(\frac{\bar{R}_i - R_F}{\beta_i} - C^* \right)}{\sum_{i=1}^N \frac{\beta_i}{\sigma_{e_i}^2} \left(\frac{\bar{R}_i - R_F}{\beta_i} - C^* \right)} \quad (20)$$

όπου:

N : το πλήθος των ακινήτων στο χαρτοφυλάκιο.

Κάθε εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία διακρατεί το ίδιο χαρτοφυλάκιο ακινήτων, ανεξάρτητα από τη στρατηγική της για έκθεση στον κίνδυνο. Συγκεκριμένα, πρώτα καταstrώνει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου με τα κατάλληλα ακίνητα και κατόπιν προβαίνει στη διαμόρφωση του τελικού χαρτοφυλακίου, δηλαδή στη διάκριση μεταξύ του μεριδίου που αφορά το χαρτοφυλάκιο ακινήτων και του μεριδίου που περιλαμβάνει τα υπόλοιπα στοιχεία τα οποία επιτρέπεται να χρησιμοποιεί η εταιρία για επένδυση. Συνεπώς, η άριστη στρατηγική κατασκευής χαρτοφυλακίου στο πλαίσιο του CAPM, όταν υπάρχουν N κατηγορίες ακινήτων, είναι να ενταχθούν στο χαρτοφυλάκιο, στην άριστη αναλογία, τα ακίνητα με τη βοήθεια των σχέσεων (19) και (20).

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι η διαφορά ανάμεσα στο χαρτοφυλάκιο ακινήτων και στο χαρτοφυλάκιο τίτλων κινητής αξίας συνίσταται στο ότι κάθε ακίνητο είναι μοναδικό, ενώ οι τίτλοι κινητής αξίας είναι όλοι ταυτόσημοι. Επίσης, η απόκτηση συγκεκριμένου ακινήτου στερείται νοήματος, καθώς αυτό μπορεί να μη διατίθεται προς αγοραπωλησία. Στη διαδικασία κατάστρωσης της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου, κάθε ακίνητο θεωρείται ως δειγματικό σημείο που εκπροσωπεί άλλα “ταυτόσημα” με αυτό ακίνητα, κατά την έννοια των τίτλων κινητής αξίας. Κατά συνέπεια, η διαδικασία κατάστρωσης της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου ακινήτων εξαρτάται από το πόσο καλά το ακίνητο του δείγματος αντιπροσωπεύει την αγορά από την οποία προέρχεται. Γενικά, ο πρόσθετος μη συστηματικός κίνδυνος που οφείλεται στις διακυμάνσεις των τιμών όμοιων επαγγελματικών ακινήτων στην ίδια τοπική αγορά μειώνεται με την αύξηση του δείγματος και το λεπτότερο διαμερισμό των τοπικών αγορών ακινήτων σε υποαγορές. Με άλλα λόγια, η απόδοση του συγκεκριμένου ακινήτου που τελικά θα επιλεγεί αντιστοιχεί στην αναμενόμενη απόδοση του τυπικού ακινήτου της συγκεκριμένης τοπικής αγοράς και θα είναι:

$$\bar{R}_{ij} = \bar{R}_i + v_{ij} \quad (21)$$

όπου:

$\bar{R}_{ij}$: η αναμενόμενη απόδοση του ακινήτου j που τελικά θα επιλεγεί για το χαρτοφυλάκιο στην τοπική αγορά ακινήτων i ,

$\bar{R}_i$: η απόδοση στην τοπική αγορά ακινήτων i και

v_{ij} : η ιδιοσυγκρατική διαφορά της απόδοσης του ακινήτου j που τελικά θα επιλεγεί από την αναμενόμενη απόδοση της τοπικής αγοράς ακινήτων i .

Η αναμενόμενη τιμή της ιδιοσυγκρατικής διαφοράς ως προς την απόδοση των ξεχωριστών ακινήτων στην κάθε φορά συγκεκριμένη τοπική αγορά είναι μηδενική και η διακύμανσή της ένας σταθερός αριθμός. Η ύπαρξη της ιδιοσυγκρατικής διαφοράς οφείλεται σε ιδιαιτερότητες όπως η θέση και η μορφή του ακινήτου, τα χαρακτηριστικά των γειτονικών ακινήτων, οι χρήσεις γης κ.λ.π.⁷ Φυσικά, επειδή η διαφορά ως προς την απόδοση των ξεχωριστών όμοιων ακινήτων στην κάθε φορά συγκεκριμένη τοπική αγορά είναι ιδιοσυγκρατική, οι συνδιακυμάνσεις με άλλες αγορές ή ακίνητα είναι μηδενικές. Έτσι, ο κίνδυνος από την κατοχή του χαρτοφυλακίου ακινήτων είναι μεγαλύτερος κατά τη διακύμανση της ιδιοσυγκρατικής απόδοσης των συγκεκριμένων ακινήτων που κάθε φορά επιλέγονται ως πραγματώσεις του τυπικού ακινήτου της τοπικής αγοράς. Ως μέτρο για την εκτίμηση αυτού του κινδύνου χρησιμεύει η απόκλιση της

⁷ Ενδεικτικές έρευνες για την ιδιοσυγκρατική φύση των ακινήτων είναι των Megbolougbe (1991), Megbolougbe, Can (1997), Can (1990, 1992), Case B., J. M. Quigley (1991), Hwang M., J. M. Quigley (2010), Conley (1999), Kelley Pace R., J. P. LeSage (2002), Karaganis (2011).

απόδοσης του επιλεγέντος ακινήτου από την αναμενόμενη απόδοση των υπόλοιπων όμοιων με αυτό ακινήτων που έχουν συμπεριληφθεί στο άριστο χαρτοφυλάκιο.

Η ουσιαστική αυτή διαφορά (απόκλιση) αντιμετωπίζεται με την τεχνική διαίρεση της αγοράς επαγγελματικών ακινήτων σε όσο το δυνατόν περισσότερες τοπικές αγορές. Ακολουθώντας, κάθε τοπική αγορά υποδιαιρείται σε υποαγορές γραφείων-καταστημάτων και ούτω καθεξής, έτσι ώστε να επιτυγχάνεται όλο και μεγαλύτερη ομογενοποίηση των τοπικών υποαγορών. Φυσικά, ο διαμερισμός αυτός περιορίζεται από το διαθέσιμο στατιστικό υλικό.

3.4 Δεδομένα ανάληψης

Για την κατασκευή του χαρτοφυλακίου χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία για ακίνητα στην Αττική (αυτοτελή κτήρια γραφείων, γραφεία, εμπορικά κέντρα και καταστήματα) τα οποία παρέσχε μεγάλο πιστωτικό ίδρυμα,⁸ για την περίοδο από το 2007 έως και το 2010. Στα ακίνητα αυτά επιτρέπεται να επενδύσουν οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Η βάση δεδομένων που δημιουργήθηκε συγκεντρώνει συνολικά 90 ακίνητα. Τα χαρακτηριστικά για καθένα είναι:

- διεύθυνση,
- είδος,
- εμβαδόν,
- έτος κατασκευής,
- ημερομηνία τελευταίας εκτίμησης αξίας,
- εκτιμώμενη αξία και
- κατασκευαστικό κόστος.

Οι περιοχές στις οποίες βρίσκονται τα ακίνητα κατηγοριοποιήθηκαν σε τέσσερις τοπικές αγορές με βάση τον ταχυδρομικό τους κώδικα. Η πρώτη τοπική αγορά, Αθήνα - Κέντρο, αποτελείται από τις περιοχές Πετράλωνα, Αχαρνών, Πλ. Βικτωρίας, Πλ. Ομονοίας, Κολωνάκι, Σύνταγμα, Πατήσια, Ριζούπολη κ.ά., συγκεντρώνοντας συνολικά 31 επαγγελματικά ακίνητα. Τα 15 από αυτά είναι γραφεία και κτήρια γραφείων και τα υπόλοιπα είναι καταστήματα και εμπορικά κέντρα. Στη δεύτερη τοπική αγορά περιλαμβάνονται τα Δυτικά Προάστια και ο άξονας της Εθνικής Οδού, δηλαδή οι περιοχές Νέας Χαλκηδόνας, Περιστερίου, Νέας Ιωνίας, Μεταμόρφωσης, Νέου Ηρακλείου, Αιγάλεω, Δροσιάς, Σταμάτας, Αχαρνές, Άνω Λιοσίων, Ιλίου, Καματερού και Αγίου Στεφάνου, συγκεντρώνοντας συνολικά 16 επαγγελματικά ακίνητα. Σε αυτήν την αγορά δεν είναι δυνατή η διάκριση των επαγγελματικών ακινήτων σε γραφεία και καταστήματα, καθώς είναι πολύ μικρό το διαθέσιμο πλήθος ακινήτων. Στην τρίτη τοπική αγορά περιλαμβάνονται τα Βόρεια Προάστια, δηλαδή οι περιοχές Αμαρουσίου, Βριλησίων, Γέρακα, Παλλήνης και Χαλανδρίου, συγκεντρώνοντας συνολικά 11 επαγγελματικά ακίνητα. Όπως και

⁸ Τράπεζα Πειραιώς.

προηγούμενος, το μικρό πλήθος στοιχείων απαγορεύει τη διάκριση σε κατηγορίες. Τέλος, στην τέταρτη τοπική αγορά περιλαμβάνονται τα Νότια Προάστια, δηλαδή οι περιοχές Βάρης, Περάματος, Πειραιά, Καλλιθέας, Βούλας, Παλαιού Φαλήρου, Νέας Σμύρνης, Αγίου Δημητρίου, Ηλιούπολης, Κερατσινίου, Αργυρούπολης, Γλυφάδας, Κορυδαλλού και Δάφνης, συγκεντρώνοντας συνολικά 33 ακίνητα.

Στον Πίνακα 1 φαίνεται η εξέλιξη των αποδόσεων των επαγγελματικών ακινήτων στο Λεκανοπέδιο. Γενικά την περίοδο 2007-2009 παρατηρείται σχετική σταθερότητα, με την εμφάνιση σημείων κρίσης το 2009, καθώς παρουσιάζεται μικρή πτώση των αποδόσεων και αύξηση της μεταβλητότητάς τους.

Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει συνοπτικά τη μορφολογία των αγορών γραφείων και καταστημάτων στο Λεκανοπέδιο. Γενικά οι τοπικές αγορές είναι εσωτερικά ομοιογενείς. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Πίνακα 2, οι συντελεστές μεταβλητότητας (CV) είναι σχετικά μικροί. Πιο αναλυτικά, οι αποδόσεις στην αγορά καταστημάτων παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα. Όλοι οι συντελεστές μεταβλητότητας σε αυτήν την αγορά είναι υψηλότεροι από τους αντίστοιχους συντελεστές της αγοράς γραφείων. Από την άλλη πλευρά όμως, οι αποδόσεις στην αγορά γραφείων είναι μεγαλύτερες.

Πίνακας 1

**Απόδοση αγοράς
(Ποσοστά %)**

Τοπική αγορά	Ετος εκτίμησης	Μέσος	Τυπική απόκλιση	CV	Διάμεσος
Αθήνα – Κέντρο	2007	7,3	3,3	45,2	9,9
	2008	10,3	4,4	43,0	10,9
	2009	9,8			9,8
Ανεξαρτήτως έτους εκτίμησης		9,4	4,2	44,1	9,8
Δυτικά Προάστια και Εθνική Οδός	2007	5,7	1,9	33,5	6,2
	2008	7,9	3,4	42,6	7,3
		7,4	3,2	43,0	6,9
Ανεξαρτήτως έτους εκτίμησης					
Βόρεια Προάστια	2007	13,2			13,2
	2008	10,2	2,0	20,0	10,4
	2009	8,3	4,2	50,7	10,7
Ανεξαρτήτως έτους εκτίμησης		9,9	2,8	28,3	10,4
Νότια Προάστια	2007	8,1	2,2	26,7	7,5
	2008	7,3	3,5	47,9	7,6
		8,7	4,2	48,4	7,7
Ανεξαρτήτως έτους εκτίμησης					
Λεκανοπέδιο		7,7	3,3	42,1	7,5

Πηγή: Δείγμα στοιχείων Τράπεζας Πειραιώς.

Πίνακας 2

Συνοπτική περιγραφή της απόδοσης των ακινήτων στις τοπικές αγορές (Ποσοστά %)

Τοπική αγορά	Είδος ακινήτου					
	Γραφείο			Κατάστημα		
	Μέσος	Τυπική απόκλιση	CV	Μέσος	Τυπική απόκλιση	CV
Αθήνα – Κέντρο	10,3	5,3	51,1	8,9	5,1	56,7
Δυτικά Προάστια και Εθνική Οδός	5,8	1,5	26,7	8,5	4,6	54,2
Βόρεια Προάστια	9,8	2,7	27,8	10,2	6,1	59,6
Νότια Προάστια	6,9	2,6	38,0	10,8	4,6	42,7
Λεκανοπέδιο	8,1	4,0	48,8	9,4	4,9	52,2

Πηγή: Δείγμα στοιχείων Τράπεζας Πειραιώς.

Πίνακας 3

Χαρακτηριστικά της κατανομής της απόδοσης των ακινήτων στις τοπικές αγορές

Τοπική αγορά	Ασυμμετρία			Κύρτωση		
	Συν-τελεστής	Τυπικό σφάλμα	Πιθανότητα σφάλματος	Συν-τελεστής	Τυπικό σφάλμα	Πιθανότητα σφάλματος
Αθήνα – γραφεία	0,1877	0,5801	0,7510	1,7434	1,1209	0,2811
Αθήνα – καταστήματα	-0,0734	0,5643	0,8982	1,8352	1,0908	0,3025
Δυτικά Προάστια	1,4339	0,5643	0,0226	5,0966	1,0908	0,0738
Βόρεια Προάστια	0,1130	0,6607	0,8677	2,0781	1,2794	0,4877
Νότια Προάστια – γραφεία	0,3761	0,4910	0,4522	3,2784	0,9528	0,7730
Νότια Προάστια – καταστήματα	1,0655	0,6870	0,1554	3,0711	1,3342	0,9587

Πηγή: Επεξεργασία δείγματος στοιχείων Τράπεζας Πειραιώς.

Όσον αφορά τις κατανομές πιθανότητας των αποδόσεων των επαγγελματικών ακινήτων, αυτές είναι συμμετρικές και δεν διαφέρουν από την κανονική κατανομή ως προς την κύρτωση. Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά των κατανομών πιθανότητας και οι σχετικοί στατιστικοί έλεγχοι. Σε όλες τις περιπτώσεις η απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης δεν μπορεί να γίνει δεκτή, δηλαδή σε όλες τις τοπικές αγορές οι αποδόσεις κατανέμονται συμμετρικά γύρω από το μέσο όρο, καθώς ο συντελεστής ασυμμετρίας είναι παντού στατιστικά ίσος με το μηδέν και κατά κανόνα οι αποδόσεις δεν διαφέρουν πολύ από αυτόν, καθώς ο συντελεστής κύρτωσης είναι στατιστικά ίσος με 3.

Τέλος, στον Πίνακα 4 παρουσιάζεται η ανάλυση της διακύμανσης των αποδόσεων στις τοπικές αγορές. Η τιμή του στατιστικού F, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας $\alpha=5\%$, υπερ-

Πίνακας 4

Ανάλυση διακύμανσης της απόδοσης του ακινήτου στις τοπικές αγορές

Μεταβλητότητα	Άθροισμα τετραγώνων	Βαθμοί ελευθερίας	Μέσοι	F	Πιθανότητα σφάλματος
Μεταξύ ομάδων	0,0221	5	0,0044	2,4101	0,0430
Εντός ομάδων	0,1539	84	0,0018		
Σύνολο	0,1759	89			

Πηγή: Επεξεργασία δείγματος στοιχείων Τράπεζας Πειραιώς.

βαίνει την τιμή των πινάκων, πράγμα που σημαίνει ότι οι αποδόσεις στις τοπικές αγορές διαφέρουν μεταξύ τους. Η στατιστική διαφορά των αποδόσεων των ακινήτων ερμηνεύεται οικονομικά ως ένδειξη ότι οι τοπικές αγορές αντιδρούν διαφορετικά και επομένως πρέπει να μελετηθούν ξεχωριστά η μία από την άλλη.

Η αγορά επαγγελματικών ακινήτων υποδιαιρείται σε ανεξάρτητες μεταξύ τους υποαγορές, ανάλογα με τη γεωγραφική θέση και το είδος του ακινήτου. Καθεμία από τις αγορές αυτές είναι αρκετά ομοιογενής στο εσωτερικό της, καθώς οι αποδόσεις των ακινήτων τα οποία συμπεριλαμβάνονται παρουσιάζουν μικρές διαφορές από τη μέση απόδοση κάθε αγοράς. Όμως, οι μέσες αποδόσεις των αγορών διαφέρουν. Επιπλέον, ποικίλλει και η κατά τόπους διαφοροποίηση από το μέσο όρο. Τέλος, η εξέλιξη των μέσων αποδόσεων την τριετία 2007-2009 είναι διαφορετική για κάθε αγορά. Ως συμπέρασμα μπορεί να λεχθεί ότι οι τοπικές αγορές επαγγελματικών ακινήτων στο Λεκανοπέδιο λειτουργούν ανεξάρτητα η μία από την άλλη και είναι εσωτερικά ομοιογενείς. Η φυσική συνέπεια αυτού του συμπεράσματος είναι η ανάγκη να αναλυθεί χωριστά κάθε τοπική αγορά.

4 Αποτελέσματα ανάλυσης

4.1 Εκτίμηση των συντελεστών BETA

Η σχέση (16) εκτιμήθηκε για κάθε αγορά χωριστά. Αυτό σημαίνει ότι η σχέση κινδύνου και απόδοσης σε κάθε τοπική αγορά διαμορφώνεται ανεξάρτητα από την εξέλιξη της ίδιας σχέσης στις υπόλοιπες τοπικές αγορές. Οικονομετρικά, η εκτίμηση αυτή ισοδυναμεί με την παραδοχή της ανεξαρτησίας των τοπικών αγορών ως διατηρούμενης υπόθεσης. Η εξειδίκευση αυτή είναι σύμφωνη με το πόρισμα της δεύτερης ενότητας, περί αγορών που λειτουργούν διαφορετικά.

Ο Πίνακας 5 δίνει συνοπτικά τα αποτελέσματα οικονομετρικών ελέγχων. Όλες οι υποαγορές είναι ομοσκεδαστικές, ιδιότητα που επιτρέπει έτσι τη διενέργεια στατιστικών ελέγχων. Επίσης, η προσαρμογή του υποδείγματος στα δεδομένα είναι ικανοποιητική, αφού πρόκειται για διαστροφματικά στοιχεία. Φυσικά, είναι επιθυμητό να ήταν μεγαλύτερο το μέγεθος του δείγματος.

Πίνακας 5

Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας και καλής προσαρμογής

Τοπική αγορά	Κριτήριο ελέγχου ετεροσκεδαστικότητας White		R ²	Παρατηρήσεις
	Στατιστική F	Πιθανότητα σφάλματος		
Αθήνα – γραφεία	0,6056	0,5616	0,7930	15
Αθήνα – καταστήματα	0,1390	0,8715	0,2624	16
Δυτικά Προάστια	0,3459	0,7139	0,8894	16
Βόρεια Προάστια	0,4514	0,6520	0,3285	11
Νότια Προάστια – γραφεία	0,2394	0,7894	0,3510	22
Νότια Προάστια – καταστήματα	0,8601	0,4635	0,8442	10

Πηγή: Επεξεργασία δείγματος στοιχείων Τράπεζας Πειραιώς.

Ως συστηματικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου νοείται η επίδραση που ασκεί στην απόδοση των ακινήτων το συστηματικό μέρος της σχέσης (16), δηλαδή η απόδοση της αγοράς. Ο κίνδυνος αυτός, σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM, προέρχεται από τη λειτουργία της οικονομίας, δεν εξαλείφεται από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και μετρείται με το συντελεστή κλίσης (BETA) της σχέσης απόδοσης ακινήτου και αγοράς. Με άλλα λόγια, η εισαγωγή του συντελεστή κλίσης BETA στο χαρτοφυλάκιο ακινήτων οδηγεί στην επιλογή εκείνων των ακινήτων των οποίων η απόδοση σε σχέση με άλλα ακίνητα είναι λιγότερο ευπαθής στις μεταβολές της απόδοσης της αγοράς. Αυτό ισχύει επειδή κριτήριο επιλογής ακινήτου είναι η σχέση (19). Η τυπική απόκλιση, δηλαδή το μέτρο του κινδύνου, των αποδόσεων της αγοράς επαγγελματικών ακινήτων στο Λεκανοπέδιο είναι 3,3%, ενώ η αναμενόμενη απόδοση είναι 7,7%, άρα ο συστηματικός κίνδυνος είναι σχετικά μικρός (συντελεστής μεταβλητότητας 42%).

Ο Πίνακας 6 παρουσιάζει τις εκτιμήσεις της σχέσης (6) – βλ. σελ. 184 – στις τοπικές αγορές. Τα οικονομετρικά αποτελέσματα είναι σύμφωνα με τη θεωρητική θεμελίωση της πρώτης ενότητας. Για κάθε τοπική αγορά παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις των συντελεστών (σταθερά και συντελεστής κλίσης BETA), τα τυπικά σφάλματα, η τιμή του στατιστικού κριτηρίου t και η πιθανότητα εσφαλμένης απόρριψης της μηδενικής υπόθεσης.

Οι στατιστικοί έλεγχοι που επιβάλλονται από τη θεωρία για κάθε εξίσωση είναι δύο (Berndt, 1991, κεφ. 2). Ο πρώτος αφορά το συντελεστή α , που επιβάλλεται να μη διαφέρει στατιστικά από το μηδέν. Ο δεύτερος έλεγχος αφορά την κλίση της εξίσωσης β , που είναι επιθυμητό να είναι θετική, καθώς αρνητική τιμή θα οδηγούσε στο οικονομικό παράδοξο να σχετίζονται αντίστροφα οι αποδόσεις των ακινήτων με την απόδοση της αγοράς.⁹ Από την επισκόπηση του

⁹ Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι δεν χρειάζεται έλεγχος με την κατανομή F για την ανάλυση της διακύμανσης, γιατί στο διμεταβλητό γραμμικό υπόδειγμα είναι ισοδύναμος με τον έλεγχο t .

Πίνακας 6

Εκτιμήσεις και τυπικά σφάλματα

Τοπική αγορά	Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό σφάλμα	Στατιστικό t	Πιθανότητα σφάλματος
Αθήνα – γραφεία	A	-0,0065	0,0134	-0,4883	0,6335
	B	1,0675	0,1317	8,1036	0,0000
Αθήνα – καταστήματα	A	0,0315	0,0275	1,1452	0,2713
	B	0,6736	0,2760	2,4402	0,0286
Δυτικά Προάστια	A	-0,0022	0,0052	-0,4196	0,6812
	B	0,9926	0,0748	13,2737	0,0000
Βόρεια Προάστια	A	0,0004	0,0336	0,0118	0,9908
	B	1,0091	0,3586	2,8141	0,0202
Νότια Προάστια – γραφεία	A	0,0262	0,0127	2,0700	0,0516
	B	0,5785	0,1913	3,0240	0,0067
Νότια Προάστια – καταστήματα	A	-0,0019	0,0144	-0,1312	0,8989

Πηγή: Επεξεργασία δείγματος στοιχείων Τράπεζας Πειραιώς.

Πίνακας 7

Διαστήματα εμπιστοσύνης για τους συντελεστές κλίσης *BETA* των τοπικών αγορών

Τοπική αγορά	Διάστημα εμπιστοσύνης	
	Κάτω όριο	Άνω όριο
Αθήνα – γραφεία	0,8041	1,3309
Αθήνα – καταστήματα	0,1216	1,2256
Δυτικά Προάστια	0,8430	1,1422
Βόρεια Προάστια	0,2919	1,7263
Νότια Προάστια – γραφεία	0,1959	0,9611
Νότια Προάστια – καταστήματα	0,7601	1,4153

Πηγή: Επεξεργασία δείγματος στοιχείων Τράπεζας Πειραιώς.

Πίνακα 6 προκύπτει η αποδοχή όλων των μηδενικών υποθέσεων για τις σταθερές και των έξι εξισώσεων για τις τοπικές αγορές. Από την άλλη πλευρά, προκύπτει η απόρριψη όλων των μηδενικών υποθέσεων για το συντελεστή κλίσης έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης.¹⁰ Τα οικονομικά αποτελέσματα είναι σύμφωνα με τη σχέση (15) – σελ. 188 –, που αποτελεί τη θεωρητική βάση για την εμπειρική εξειδίκευση, που εκφράζεται από τη σχέση (16) – σελ. 188.

¹⁰ Φυσικά, σε όλους τους ελέγχους κατά την κάθε φορά μηδενική υπόθεση ο ελεγχόμενος συντελεστής είναι ίσος με το μηδέν, ενώ κατά την κάθε φορά εναλλακτική υπόθεση ο ελεγχόμενος συντελεστής είναι θετικός.

Πίνακας 8

Συγκρίσεις των συντελεστών κλίσης BETA μεταξύ των τοπικών αγορών

Περιοχή	Αθήνα – γραφεία	Αθήνα – καταστήματα	Δυτικά Προάστια	Βόρεια Προάστια	Νότια Προάστια – γραφεία	Νότια Προάστια – καταστήματα
Α. Στατιστική t						
Αθήνα – γραφεία	0	5,1206	1,9300	0,5152	9,2088	0,3260
Αθήνα – καταστήματα		0	4,4622	2,6157	1,1865	4,7996
Δυτικά Προάστια			0	0,1504	9,2293	1,7269
Βόρεια Προάστια				0	3,7262	0,6556
Νότια Προάστια – γραφεία					0	7,7236
Νότια Προάστια – καταστήματα						0
Β. Πιθανότητα εσφαλμένης απόρριψης της μηδενικής υπόθεσης						
Αθήνα – γραφεία	0	0,0001	0,0727	0,6139	0,0000	0,7489
Αθήνα – καταστήματα		0	0,0004	0,0187	0,2527	0,0002
Δυτικά Προάστια			0	0,8823	0,0000	0,1034
Βόρεια Προάστια				0	0,0033	0,5256
Νότια Προάστια – γραφεία					0	0,0000
Νότια Προάστια – καταστήματα						0

Πηγή: Επεξεργασία δείγματος στοιχείων Τράπεζας Πειραιώς.

Στον Πίνακα 7 παρουσιάζονται τα διαστήματα εμπιστοσύνης των συντελεστών κλίσης BETA. Τα μικρότερα διαστήματα εμπιστοσύνης παρατηρούνται στην αγορά γραφείων της Αθήνας και στην αγορά των Δυτικών Προαστίων. Πολύ μεγάλα διαστήματα εμπιστοσύνης παρατηρούνται στην αγορά καταστημάτων της Αθήνας και των Βόρειων Προαστίων, ενώ τα εν λόγω διαστήματα βρίσκονται σε μέσα επίπεδα στις δύο άλλες αγορές των Νότιων Προαστίων.

Η ευαισθησία των αποδόσεων των ακινήτων, δηλαδή ο συντελεστής κλίσης της εξίσωσης BETA, εξαιτίας των μεταβολών στην αγορά ακινήτων διαφέρει από τη μία στην άλλη τοπική αγορά. Στον Πίνακα 8 παρουσιάζονται στο πρώτο τμήμα τα αποτελέσματα από τις κατά ζεύγη συγκρίσεις των συντελεστών κλίσης των τοπικών αγορών και στο δεύτερο τμήμα η πιθανότητα εσφαλμένης απόρριψης της μηδενικής υπόθεσης.¹¹

Από την επισκόπηση του Πίνακα 8 προκύπτει ότι η ευαισθησία των αποδόσεων στην αγορά γραφείων της Αθήνας ως προς τις αλλαγές στην αγορά ακινήτων διαφέρει από την αντίστοιχη ευαισθησία των αγορών καταστημάτων στην Αθήνα και γραφείων στα Νότια Προάστια. Ακολούθως, και πέραν της διαφοράς με την αγορά γραφείων, η ευαισθησία της αγοράς καταστη-

¹¹ Ως μηδενική υπόθεση θεωρείται η ισότητα των δύο συντελεστών, ενώ ως εναλλακτική υπόθεση θεωρείται ότι οι συντελεστές διαφέρουν.

μάτων στην Αθήνα διαφέρει από την τοπική αγορά γραφείων στα Νότια Προάστια. Στη συνέχεια, η ευαισθησία της αγοράς ακινήτων στα Βόρεια Προάστια, εκτός από τη διαφορά με την αγορά καταστημάτων της Αθήνας, διαφέρει και από την τοπική αγορά γραφείων των Νότιων Προαστίων. Κατόπιν, η αγορά γραφείων των Νότιων Προαστίων είναι διαφορετική από όλες τις τοπικές αγορές ως προς την ευαισθησία, εκτός από την τοπική αγορά καταστημάτων της Αθήνας. Τέλος, ο συντελεστής κλίσης BETA, δηλαδή η ευαισθησία ως προς τις μεταβολές της αγοράς, στην τοπική αγορά καταστημάτων στα Νότια Προάστια είναι διαφορετικός από ό,τι τόσο στην τοπική αγορά γραφείων στα Νότια Προάστια όσο και στην τοπική αγορά καταστημάτων στην Αθήνα.

4.2 Κατασκευή του χαρτοφυλακίου ακινήτων

Το χαρτοφυλάκιο ακινήτων κατασκευάζεται μέσω της επιλογής, από τις τοπικές αγορές, ακινήτων που πληρούν τη σχέση (19), σε αναλογία που καθορίζεται από τη σχέση (20). Εδώ πρέπει να τονιστεί ότι η προσέγγιση κατασκευής χαρτοφυλακίου ακινήτων στο πλαίσιο του CAPM υπονοεί ότι κάθε ακίνητο του δείγματος αντιπροσωπεύει άλλα όμοια με αυτό ακίνητα, όπως δηλώνεται στη σχέση (21). Κάθε ακίνητο λειτουργεί ως τυπικό δείγμα της συγκεκριμένης τοπικής αγοράς. Με άλλα λόγια, η σύνθεση του χαρτοφυλακίου δηλώνει το είδος του ακινήτου (γραφείο ή κατάστημα) και την τοπική αγορά όπου πρέπει να τοποθετήσει το κεφάλαιό της η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, ώστε να κατασκευάσει το άριστο χαρτοφυλάκιο.

Τα εμπειρικά δεδομένα για τις σχέσεις (19) και (20) προέκυψαν από τις έξι παλινδρομήσεις. Για κάθε εξίσωση εκτιμήθηκαν οι αντίστοιχες διακυμάνσεις της απόδοσης της αγοράς. Διακύμανση της απόδοσης αγοράς είναι η διακύμανση της ερμηνευτικής μεταβλητής στην εξίσωση κάθε τοπικής αγοράς. Διακύμανση των καταλοίπων για τα ακίνητα είναι το τετράγωνο του καταλοίπου για κάθε ακίνητο. Τούτο σημαίνει ότι κάθε ακίνητο είναι μέλος ενός μονομελούς δείγματος.¹²

Συνολικά στο χαρτοφυλάκιο περιλήφθηκαν 10 τυπικά ακίνητα. Συνεπώς, μέσω της γεωγραφικής και κλαδικής διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου επιτυγχάνεται η μεγιστοποίηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου και ταυτόχρονα εξασφαλίζεται η ελάχιστη απόδοση. Ειδικότερα, το χαρτοφυλάκιο απαρτίζεται από 2 γραφεία, στα οποία πρέπει να τοποθετηθεί το 28,94% της αξίας του προς επένδυση κεφαλαίου, και 8 καταστήματα, όπου θα τοποθετηθεί το υπόλοιπο 71,06% του κεφαλαίου. Γεωγραφικά, στην αγορά της Αθήνας τοποθετείται το 58,61% των συνο-

¹² Όταν η μορφή των κατανομών των αποδόσεων των ακινήτων δεν διαφέρει στατιστικά από την κανονική κατανομή, η απόδοση κάθε ξεχωριστού ακινήτου αποτελεί μονομελές δείγμα της κανονικής κατανομής. Συνεπώς η εκτίμηση της διακύμανσης για το συγκεκριμένο ακίνητο με βάση το κατάλοιπο της παλινδρόμησης είναι εκτίμηση μέγιστης πιθανοφάνειας με μέγεθος δείγματος 1. Στις συνήθεις εφαρμογές χαρτοφυλακίου χρησιμοποιούνται χρονολογικές σειρές, οπότε η διακύμανση των καταλοίπων κάθε τίτλου ταυτίζεται με τη διακύμανση του συνόλου των καταλοίπων. Η διαφορά έγκειται στο ότι στα χαρτοφυλάκια τίτλων κινητών αξιών υπάρχουν στοιχεία για έναν τίτλο για πολλές χρονικές περιόδους, ενώ στα χαρτοφυλάκια ακινήτων υπάρχουν στοιχεία για πολλά όμοια ακίνητα για μία χρονική περίοδο.

Πίνακας 9

Σύνθεση χαρτοφυλακίου κατά είδος και περιοχή
(Ποσοστά %)

Περιοχή	TK	Είδος ακινήτου	Μερίδιο στο χαρτοφυλάκιο	Αναμενόμενη απόδοση	Συντελεστής BETA
Κλαυθμώνος	10562	Γραφεία	5,59	19,35	1,0675
Πύργου Αθηνών	11527	Γραφεία	23,35	17,75	1,0675
Κάτω Πετραλώνων – Πειραιώς	11853	Καταστήματα	1,54	17,10	0,6736
Σταδίου – Πανεπιστημίου		Καταστήματα	13,86	15,57	0,6736
Μεταξουργείου	10438	Καταστήματα	1,02	13,70	0,6736
Χαυτείων	10432	Καταστήματα	1,02	13,70	0,6736
Πλατείας Αμερικής		Καταστήματα	12,23	13,15	0,6736
Χαλανδρίου	15235	Καταστήματα	2,33	18,21	1,0091
Νέας Σμύρνης	17122	Καταστήματα	35,15	19,06	1,0877
Γλυφάδας	16675	Καταστήματα	3,91	18,27	1,0877
Χαρτοφυλάκιο				17,30	

Πηγή: Δείγμα στοιχείων Τράπεζας Πειραιώς.

λικών κεφαλαίων προς επένδυση. Στα Βόρεια Προάστια τοποθετείται το 2,33% και στα Νότια Προάστια το υπόλοιπο 39,06%. Αναλυτικά τα αποτελέσματα εμφανίζονται στον Πίνακα 9.

Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι το χαρτοφυλάκιο δεν παραβιάζει την νομοθεσία σχετικά με το όριο του 25% των κεφαλαίων που μπορούν οι εν λόγω εταιρίες να τοποθετήσουν σε κάθε ακίνητο. Τούτο διότι σε κάθε τοπική υποαγορά μπορεί να γίνει τοποθέτηση κεφαλαίων σε περισσότερα από ένα ακίνητα, καθώς θεωρούνται εξ υποθέσεως όμοια.

Εξαιτίας της έλλειψης διαχρονικών στοιχείων για κάθε ακίνητο, ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου υπολογίστηκε με βάση τις ακόλουθες παραδοχές:

- Η μέση απόδοση κάθε τυπικού ακινήτου είναι ανεξάρτητη από την απόδοση άλλων ακινήτων, δηλαδή η συνδιακύμανση είναι ίση με μηδέν.
- Η διακύμανση κάθε τυπικού ακινήτου είναι ίση με τη διακύμανση των αποδόσεων της τοπικής αγοράς.
- Η μέση απόδοση κάθε πραγματικού ή όμοιου ακινήτου το οποίο τελικά θα επιλεγεί περιγράφεται από τη σχέση (21) – σελ. 192 – και είναι ανεξάρτητη από την απόδοση άλλων όμοιων ακινήτων, δηλαδή η συνδιακύμανση είναι ίση με μηδέν.
- Η διακύμανση της ιδιοσυγκρατικής απόδοσης των ακινήτων είναι η διακύμανση της απόδοσης κάθε πραγματικού ή όμοιου ακινήτου το οποίο τελικά θα επιλεγεί. Αυτή είναι ίση με τη διακύμανση των αποδόσεων των όμοιων ακινήτων που έχουν συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο.

Πίνακας 10

Απόδοση και κίνδυνος χαρτοφυλακίου ακινήτων
(Ποσοστά %)

Περιοχή	TK	Είδος	Μερίδιο	Απόδοση ακινήτου	Κίνδυνος	
					Μη συστηματικός	Ιδιοσυγκρατικός
Κλαυθμώνος	10562	Γραφεία	5,59	19,35	3,82	5,29
Πύργου Αθηνών	11527	Γραφεία	23,35	17,75	1,67	5,29
Κάτω Πετραλώνων – Πειραιώς	11853	Κατάστημα	1,54	17,10	7,35	5,06
Σταδίου – Πανεπιστημίου	10564	Κατάστημα	13,86	15,57	2,20	5,06
Μεταξουργείου	10438	Κατάστημα	1,02	13,70	6,83	5,06
Χαυτείων	10432	Κατάστημα	1,02	13,70	6,83	5,06
Πλατείας Αμερικής	11253	Κατάστημα	12,23	13,15	1,85	5,06
Χαλανδρίου	15235	Κατάστημα	2,33	18,21	5,61	6,09
Νέας Σμύρνης	17122	Κατάστημα	35,15	19,06	1,48	4,60
Γλυφάδας	16675	Κατάστημα	3,91	18,27	4,20	4,60
Λεκανοπέδιο				17,37		5,60

Πηγή: Δείγμα στοιχείων Τράπεζας Πειραιώς.

Στον Πίνακα 10 απεικονίζονται οι αποδόσεις και οι κίνδυνοι του χαρτοφυλακίου ακινήτων. Ο ιδιοσυγκρατικός κίνδυνος είναι η διακύμανση των όμοιων ακινήτων. Ο μη συστηματικός κίνδυνος είναι το τετράγωνο του καταλοίπου του εν λόγω ακινήτου στην εξίσωση παλινδρόμησης.

Η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι 17,37%.¹³ Το 5,23% της απόδοσης προέρχεται από την αγορά γραφείων της Αθήνας, το 2,70% από την αγορά καταστημάτων της Αθήνας, ενώ το 0,42% και το 7,41% προέρχονται από την αγορά καταστημάτων των Βόρειων και των Νότιων Προαστίων, αντίστοιχα.

Ο κίνδυνος που διατρέχει στην αγορά γραφείων της Αθήνας η εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία ανέρχεται σε 3,1% και στην αγορά καταστημάτων σε 3,2%. Αντίστοιχα, στην αγορά καταστημάτων των Βόρειων και των Νότιων Προαστίων, ανέρχεται σε 1,2% και 3,1%.¹⁴ Ο συνολικός κίνδυνος για το χαρτοφυλάκιο είναι 5,6%, έναντι κινδύνου 2,55% αν δεν υπήρχε η ιδιοσυγκρατική συμπεριφορά των ακινήτων. Αν υπήρχε μόνο ο ιδιοσυγκρατικός κίνδυνος, αυτός θα ανερχόταν σε 4,98%.

¹³ Η πραγματική απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι σημαντικά χαμηλότερη, καθώς δεν έχει συνυπολογιστεί η αξία γης. Το μέγεθος της απόδοσης όμως δεν επηρεάζει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου. Αν υποθεθεί ότι ισχύουν οι μειώσεις της απόδοσης όπως περιγράφηκαν στην υποσημείωση 1, η απόδοση του χαρτοφυλακίου θα κυμανθεί στο διάστημα 11,29% έως 12,56%, αντί της απόδοσης 17,37%, όταν δεν υπολογίζεται η αξία γης.

¹⁴ Το άθροισμα των κινδύνων σε κάθε τοπική αγορά δεν είναι αριθμητικά ίσο με το συνολικό άθροισμα. Τούτο διότι εξ ορισμού ο κίνδυνος είναι ρίζα της διακύμανσης.

5 Συμπεράσματα

Το άρθρο έδειξε ότι είναι δυνατή η θεωρητική θεμελίωση κατασκευής χαρτοφυλακίου ακινήτων στο πλαίσιο του CAPM, καθώς και η εμπειρική εκτίμηση αυτού. Έδειξε συγκεκριμένα ότι το υπόδειγμα του απλού δείκτη (BETA) είναι αφενός η κατάλληλη και αφετέρου η εύκολη στη χρήση μέθοδος για την εμπειρική εκτίμηση των απαραίτητων συντελεστών.

Διατηρούμενη υπόθεση του άρθρου είναι ότι η απόδοση του ακινήτου πρέπει να είναι τουλάχιστον ίση με το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων της εταιρίας. Ο υπολογισμός της απόδοσης κάθε ξεχωριστού ακινήτου έγινε με τη μέθοδο του συντελεστή Εσωτερικής Απόδοσης, καθώς αυτή η μέθοδος αποτελεί την πιο συντηρητική εκτίμηση για την απόδοση του ακινήτου. Ακολούθως, η απόδοση της αγοράς υπολογίστηκε από τη διάμεσο της κατανομής των αποδόσεων των ξεχωριστών ακινήτων. Τέλος, η ανάλυση της απόδοσης του ακινήτου σε δύο συνιστώσες, την αναμενόμενη απόδοση της τοπικής αγοράς και την ιδιοσυγκρατική απόδοση του ακινήτου, επιτρέπει την εφαρμογή του προτεινόμενου πλαισίου στην αγορά ακινήτων, με την προϋπόθεση του ορθού καθορισμού των τοπικών αγορών και υποαγορών.

Η εμπειρική ανάλυση έδειξε ότι οι τοπικές αγορές ακινήτων στο Λεκανοπέδιο αντιδρούν διαφορετικά στις μεταβολές της αγοράς. Η ταξινόμηση των περιοχών με βάση τον κίνδυνο και την απόδοση έχει ως αποτέλεσμα οι εκτιμώμενες μεταξύ τους διαφορές να είναι στατιστικά σημαντικές. Συγκεκριμένα, η αγορά γραφείων της Αθήνας διαφέρει από την αγορά καταστημάτων στην Αθήνα και γραφείων στα Νότια Προάστια. Ακολούθως, η αγορά καταστημάτων στην Αθήνα διαφέρει από την τοπική αγορά γραφείων στα Νότια Προάστια. Η αγορά ακινήτων στα Βόρεια Προάστια διαφέρει από την τοπική αγορά γραφείων των Νότιων Προαστίων. Τέλος, η αγορά γραφείων των Νότιων Προαστίων είναι διαφορετική από όλες τις τοπικές αγορές εκτός από την τοπική αγορά καταστημάτων της Αθήνας.

Το χαρτοφυλάκιο σχηματίζεται με ακίνητα στην περιοχή που εμπίπτουν στις κατηγορίες ακινήτων στις οποίες μπορεί να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι τα μεγαλύτερα ποσοστά συμμετοχής στο χαρτοφυλάκιο παρουσιάζουν τα γραφεία και τα καταστήματα στο κέντρο της Αθήνας, αθροιστικά περίπου 58% του χαρτοφυλακίου. Από την άλλη πλευρά, προτιμώνται οι επενδύσεις σε ακίνητα στα Νότια Προάστια (39,06% του συνόλου της αξίας του χαρτοφυλακίου), διότι, ενώ έχουν μικρότερη απόδοση, ενέχουν πολύ μικρότερο κίνδυνο και κατατάσσονται έτσι πρώτες, πριν από τις επενδύσεις στα Βόρεια Προάστια, που έχουν μεν την υψηλότερη απόδοση, αλλά ενέχουν και σχετικά μεγάλο κίνδυνο. Συνεπώς, η χωρική διάρθρωση παίζει σημαντικό ρόλο στις αποδόσεις των εμπορικών ακινήτων, όπου το κέντρο πρωταγωνιστεί. Τα οκτώ καταστήματα αποτελούν αριθμητικά την πλειονότητα του χαρτοφυλακίου, σε αξία το 71,06% του χαρτοφυλακίου, και βρίσκονται σε όλες τις τοπικές αγορές πλην των Δυτικών Προαστίων.

Όσον αφορά τέλος τη στρατηγική κατάστροφης της σύνθεσης και εμπειρικής εκτίμησης του χαρτοφυλακίου, από την ανάλυση προκύπτουν τρία χρήσιμα συμπεράσματα. Πρώτον, είναι αναγκαία η δημιουργία βάσεων δεδομένων με ιστορικά στοιχεία για τα επαγγελματικά ακίνητα. Το μεγαλύτερο μέγεθος του δείγματος θα επιτρέψει την ακριβέστερη εκτίμηση των αποδόσεων που επιτυγχάνουν οι διάφορες κατηγορίες ακινήτων στις τοπικές αγορές. Δεύτερον, είναι αναγκαία η συγκέντρωση στοιχείων για χρήσεις γης και αξίες γης. Αυτές οι πληροφορίες βελτιώνουν την κατηγοριοποίηση των ακινήτων και των περιοχών σε ομοιογενείς αγορές. Με τον τρόπο αυτό θα βελτιωθεί η οριοθέτηση των τοπικών αγορών. Τρίτον, για την εκτίμηση απόδοσης και κινδύνου, πρέπει να χρησιμοποιηθούν οικονομετρικές τεχνικές που εισάγουν στο υπόδειγμα με άμεσο τρόπο τις σχέσεις γειτνίασης μεταξύ των ακινήτων. Οι τεχνικές αυτές (χωρική οικονομετρία – spatial econometrics) επιτρέπουν τη στοχαστική εκτίμηση της ιδιοσυγκρατικής συνιστώσας, απαλείφοντας την υπόθεση που πρέπει να γίνει περί παρόμοιας στατιστικής συμπεριφοράς των ακινήτων κάθε τοπικής αγοράς.

Βιβλιογραφία

- Berndt, E. R. (1991), *The practice of econometrics*, Addison Wesley.
- Brown, G. and G. Matysiak (2000), *Real Estate Investment: A capital market approach*, Prentice Hall.
- Can, A. (1990), “The measurement of neighbourhood dynamics in urban house prices”, *Economic Geography*, Vol. 66, 254-72.
- Can, A. (1992), “Specification and estimation of housing price models”, *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 22, 453-74.
- Can, A. and I. Megbolougbe (1997), “Spatial Dependence and House Price Index Construction”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 14, 203-22.
- Case, B. and J. M. Quigley (1991), “The dynamics of real estate prices”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 73, No. 1, 50-8.
- Conley, T. G. (1999), “GMM estimation with cross sectional dependence”, *Journal of Econometrics*, Vol. 92, 1-45.
- Dubben, N. and S. Sayce (1991), *Property portfolio management*, Routledge.
- Elton, E.J. and M.J. Gruber (1991), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 4th ed., John Wiley.
- Hwang, M. and J. M. Quigley (2010), “Housing Price Dynamics in Time and Space: Predictability, Liquidity and Investor Returns”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 41, 3-23.
- Karaganis, A. N. (2011), “Seasonal and spatial hedonic price indices”, *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 29, 297-311.
- Kelley Pace, R. and J. P. LeSage (2002), “Semiparametric Maximum Likelihood Estimates of Spatial Dependence”, *Geographical Analysis*.
- Megbolougbe, I. (1991), “Hedonic indices and housing programme benefits”, *Urban Studies*, Vol. 28, No. 5, 773-81.
- White, H. (1984), “Asymptotic theory for econometricians”, Academic Press, 1991.

