

Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία

Γκίκας Α. Χαρδούβελης*

Περίληψη

Η αγορά κατοικίας συνδέεται άμεσα με τον οικονομικό κύκλο με μια αμφίδρομη σχέση μέσω επενδύσεων, κατανάλωσης και δανεισμού, ενώ επηρεάζει και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η “φούσκα” στις τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ και η αλόγιστη χρήση των συναφών με τη στεγαστική πίστη χρηματοοικονομικών εργαλείων είχαν πρωταγωνιστικό ρόλο στο ξεκίνημα και την εξέλιξη της παγκόσμιας κρίσης της περιόδου 2007-2009. Στην Ελλάδα, η αγορά κατοικίας δεν παρουσίασε ανάλογα φαινόμενα υπερβολικής αύξησης των τιμών, ενώ παραδοσιακά αποτελεί ατμομηχανή της αναπτυξιακής διαδικασίας, επιβραβεύοντας τους Έλληνες που επενδύουν σε ακίνητα. Το μέλλον της ελληνικής αγοράς κατοικίας θα εξαρτηθεί από τις δικές της αυτόχθονες δυνάμεις, τη συνεχιζόμενη τουριστική ανάπτυξη και την ανάγκη υποδομών στη χώρα μας, ενώ οι σημερινές ελληνικές μακροοικονομικές ανισοροπίες αναμένεται να λειτουργήσουν ανασταλτικά.

1. Εισαγωγή

Η παγκόσμια οικονομία το 2009 διέρχεται τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου. Μετά τη Μεγάλη Ύφεση της περιόδου 1929-1933, ποτέ η υφήλιος ως σύνολο δεν αντιμετώπισε τόσο μεγάλη μέση αρνητική ανάπτυξη. Η κρίση επηρεάζει όλες ανεξαιρέτως τις χώρες, πλούσιες και φτωχές, με ανοικτές ή σχετικά πιο κλειστές οικονομίες όπως η ελληνική, χώρες που στο παρελθόν ακολούθησαν είτε επεκτατική είτε περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, αυτές που συμμετείχαν στο διεθνές επιχειρηματικό “πάρτι” της περιόδου 2002-2007, αλλά και όσες έδιδαν ιδιαίτερη έμφαση στον άνθρωπο και την κοινωνική πολιτική. Καμία χώρα δεν αποφεύγει την προσγείωση της οικονομίας της.

Πολλοί παράγοντες κρύβονται πίσω από την οικονομική κρίση, αλλά πρωταγωνιστικό ρόλο στο ξεκίνημά της είχε η αγορά κατοικίας και οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες που την πλαισιώνουν. Συγκεκριμένα, η κρίση έχει τις ρίζες της στην τεράστια αύξηση της αξίας των ακινή-

* Καθηγητής, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής Πανεπιστημίου Πειραιώς, Οικονομικός Σύμβουλος, Eurobank EFG. Επιθυμώ να ευχαριστήσω τον Θεοδόσιο Σαμπανιώτη για την εποικοδομητική του βοήθεια, καθώς και τους Αναστάσιο Αναστασάτο και Γεώργιο Συμιγιάννη για τα χρήσιμα σχόλιά τους.

των στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες, η οποία μετά την πάροδο ετών αντιστράφηκε και πυροδότησε την κρίση. Στις ΗΠΑ, οι αξίες των κατοικιών αυξήθηκαν μέσω του δανεισμού των νοικοκυριών και μάλιστα πολλές φορές με δάνεια στα οποία οι δανειζόμενοι πλήρωναν αρχικά μόνο τον τόκο ή χωρίς οι τράπεζες να έχουν πλήρεις εξασφαλίσεις. Οι τράπεζες δεν έδειξαν εγκράτεια. Τιτλοποιούσαν και πωλούσαν σε τρίτους τα δάνεια. Οι δε τιτλοποιήσεις των στεγαστικών δανείων ξεπέρασαν την παραδοσιακή τους απλή διάρθρωση και πήραν τη μορφή πολύπλοκων και αδιαφανών δομημένων ομολόγων, ενώ πολλές έγιναν μέσω μη κρατικών φορέων. Οι επενδυτές αφήφισαν τον κίνδυνο, είτε από άγνοια είτε από απληστία είτε από λάθος εκτίμηση είτε επειδή βασίστηκαν στις λανθασμένες βαθμολογήσεις των δομημένων ομολόγων από τους οίκους αξιολόγησης.

Η υπερβολική επιδίωξη κερδών στο χρηματοοικονομικό χώρο, σε συνδυασμό με την απουσία της κατάλληλης εποπτείας της πολιτείας και των φορέων της, οδήγησε σε παρακινδυνευμένες επενδύσεις. Πολλές χρηματοοικονομικές επενδύσεις, ιδίως από φορείς εκτός του παραδοσιακού τραπεζικού συστήματος, έγιναν με λιγοστά ίδια κεφάλαια και υψηλό βραχυχρόνιο δανεισμό. Η υψηλή αυτή μόχλευση επεξέτεινε την κρίση πέραν της αγοράς κατοικίας. Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα έφθασε στα άκρα της καινοτομίας, αλλά και της υπερβολής. Οδήγησε σε μια παγκόσμια κατανομή κεφαλαίων, που παρεξέκλινε σημαντικά από την άριστη. Στο τέταρτο τρίμηνο του 2008 το χρηματοπιστωτικό σύστημα κινδύνευσε με πλήρη κατάρρευση. Ο κίνδυνος αποσοβήθηκε με τη δραστική παρέμβαση των αρχών, με κρατικοποιήσεις τραπεζών, με πακέτα διάσωσής τους, με την αναβάθμιση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και τη χρηματοδότησή του από τις G-20, καθώς και με μια δυναμική επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική. Συγχρόνως όμως, η συνεχιζόμενη αναγκαστική απομόχλευση του χρηματοπιστωτικού τομέα στερεί πιστώσεις από την πραγματική οικονομία και την οδηγεί σε περίοδο υποτονικής ανάπτυξης.

Η Ελλάδα δεν προδόθηκε από την αγορά κατοικίας της, όπως έγινε σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, όπως η Ισπανία, το Ην. Βασίλειο ή η Ιρλανδία, όπου η πτώση υπήρξε μεγάλη και απότομη. Ο λόγος των τιμών των κατοικιών προς την απόδοσή τους (ενοίκια) παραμένει περίπου στα ίδια επίπεδα από το 2002, όταν είχε πλέον σβήσει ο ενθουσιασμός της εισόδου μας στη ζώνη του ευρώ και είχε σταματήσει η προηγούμενη πτώση των επιτοκίων και του πληθωρισμού. Στην Ελλάδα δεν διανύσαμε περίοδο “φούσκας” στα ακίνητα, ενώ διαχρονικά οι επενδύσεις σε κατοικίες έχουν αποφέρει υψηλά κέρδη.

Η κρίση έκανε άμεσα αντιληπτή τη σημασία της κατοικίας για μια οικονομία. Η αγορά κατοικίας δεν επηρεάζει μόνον τον οικονομικό κύκλο, αλλά και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι εποπτικές αρχές σε όλο τον κόσμο θα πρέπει εφεξής να έχουν αμεσότερη γνώση της συγκεκριμένης αγοράς, καθώς και των χρηματοοικονομικών εργαλείων που την πλαισιώνουν. Η Τράπεζα της Ελλάδος λοιπόν σωστά αποφασίζει σήμερα να αναβαθμίσει την εποπτεία της στο χώρο των ακινήτων. Για να μπορέσει να εκπληρώσει το ρόλο της, θα πρέ-

πει να διαθέτει αξιόπιστα στοιχεία για τις τιμές των ακινήτων, τον όγκο της οικοδομής, το απόθεμα των αδιάθετων κατοικιών και εμπορικών ακινήτων, καθώς και το μεταβαλλόμενο μέγεθος της παραοικονομίας στο χώρο. Γενικότερα, στη χώρα μας πάσχουμε από έλλειψη αξιόπιστων στοιχείων για πλήθος οικονομικών δραστηριοτήτων, με αποτέλεσμα η οικονομική πολιτική να μη μπορεί να στηθεί σε στέρεες βάσεις και στην πλήρη γνώση του παρόντος. Χαιρετίζω λοιπόν την προσπάθεια συλλογής αξιόπιστων στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος, που θα βοηθήσουν στην αναβάθμιση της γνώσης μας για ένα σημαντικό τομέα της ελληνικής οικονομίας.

Η διάρθρωση του υπόλοιπου δοκιμίου έχει ως εξής: Στην Ενότητα 2 περιγράφεται η αγορά κατοικίας στην Ελλάδα και η σπουδαιότητά της σε σύγκριση με άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 27 χωρών. Στην Ενότητα 3 γίνεται μια επισκόπηση της σχέσης της αγοράς ακινήτων και του οικονομικού κύκλου. Περιγράφονται με λεπτομέρεια οι δίαυλοι της σχέσης αυτής μέσω επενδύσεων και κατανάλωσης, ενώ επισημαίνεται ο ιδιαίτερος ρόλος του τραπεζικού συστήματος και της νομισματικής πολιτικής. Στην Ενότητα 4 περιγράφεται η επίδραση της αγοράς κατοικίας στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Γίνεται μια εκτενής ανάλυση του ρόλου της αγοράς κατοικίας των ΗΠΑ στην τρέχουσα κρίση, συγκρίνεται η κρίση με άλλες του παρελθόντος και αναλύεται το ερώτημα αν οι νομισματικές αρχές θα πρέπει να αντιδρούν σε φούσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, όπως τα ακίνητα. Στην Ενότητα 5 περιγράφεται η εξέλιξη των τιμών των κατοικιών στην Ελλάδα σε σχέση με τα ενοίκια, αναλύεται το ερώτημα αν η αγορά είναι ή όχι υπερτιμημένη, ενώ γίνεται και μια προβολή των παραγόντων που θα επηρεάσουν την ελληνική αγορά κατοικίας στο μέλλον. Τέλος, στην Ενότητα 6 συνοψίζονται τα κύρια συμπεράσματα της ανάλυσης.

2. Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα

Στον ελλαδικό χώρο, η αγορά κατοικίας είναι πολύ σημαντική. Αφενός, οι επενδύσεις στην κατοικία και τις κατασκευές αποτελούν ένα σημαντικό μερίδιο της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας. Αφετέρου, η κατοικία αποτελεί επένδυση και παραδοσιακά οι Έλληνες τοποθετούσαν τις αποταμιεύσεις τους στα ακίνητα. Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται στατιστικά στοιχεία που δείχνουν ξεκάθαρα τη σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας και γενικότερα των κατασκευών για το ελληνικό νοικοκυριό και την ελληνική οικονομία.

2.1 Το μερίδιο της αγοράς κατοικίας και των κατασκευών στην οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση

Η κατασκευή ή ανακαίνιση κατοικιών, εμπορικών κέντρων, του οδικού δικτύου και, γενικότερα, των υποδομών αποτελεί σημαντικό μέρος της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Με τα ακίνητα συνδέεται άμεσα ή έμμεσα και ένα πλήθος άλλων δαπανών και υπηρεσιών, οι οποίες τονώνουν την οικονομία, το εισόδημα και το βιοτικό

επίπεδο. Είναι οι δαπάνες συντήρησης, η αγορά πρώτων υλών (λατομεία, βιομηχανίες τσιμέντου κ.τ.λ.) και μηχανημάτων σχετικών με την κατασκευή, καθώς και οι συμπληρωματικές δαπάνες ενός νοικοκυριού σε διαρκή καταναλωτικά αγαθά που σχετίζονται με το μέγεθος και την ποιότητα της κατοικίας, όπως η επίπλωση ή η οικοσκευή. Η κατοικία επηρεάζει επίσης το εισόδημα πλειάδας επαγγελματιών, όπως υδραυλικοί, ηλεκτρολόγοι, ξυλουργοί, αρχιτέκτονες, μηχανικοί, τοπογράφοι, τραπεζικοί, μεσίτες, ή συμβολαιογράφοι, οι οποίοι χρησιμοποιούν το εισόδημα αυτό για αγορές αγαθών και υπηρεσιών. Συνεπώς, η πορεία της αγοράς κατοικίας έχει πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα στην οικονομία.

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζεται η συμβολή στο ΑΕΠ των κατοικιών και των κατασκευών γενικότερα στις χώρες της ΕΕ-27. Οι κατασκευές είναι υπερσύνολο των κατοικιών διότι περιέχουν εκτός από κατοικίες, τα εμπορικά ακίνητα και τις επενδύσεις σε υποδομές. Στον πίνακα περιγράφονται οι μέσοι όροι τριών διαδοχικών πενταετιών, 1993-97, 1998-2002, 2003-07, καθώς και ξεχωριστά το 2008. Παρατηρείται ότι στην πενταετία 2003-07, η Ιρλανδία είχε το μεγαλύτερο μερίδιο κατοικιών (12,6%) και κατασκευών (19,6%) στο ΑΕΠ από όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επισημαίνεται επίσης ότι οι νέες χώρες της ΕΕ-27, οι οποίες έχουν ιδιαίτερη ανάγκη υποδομών, έχουν πολύ περισσότερες επενδύσεις σε κατασκευές που δεν είναι κατοικίες.

Την πενταετία 2003-2007, στην Ελλάδα το μερίδιο των επενδύσεων σε κατοικίες στο ΑΕΠ ήταν 4ο κατά σειρά (7,7%) και αυτό των κατασκευών 8ο (13,3%) σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ΕΕ. Το σχετικά υψηλό μερίδιο στις κατασκευές οφείλεται εν μέρει και στην προετοιμασία των υποδομών για τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004. Τα μερίδια αυτά είναι σαφώς υψηλότερα από τους μέσους όρους της ζώνης του ευρώ των 16 χωρών (6,0% και 11,6% αντίστοιχα). Επίσης, σε όλες τις περιόδους στην Ελλάδα οι επενδύσεις σε κατοικίες υπερτερούσαν των επενδύσεων στις λοιπές κατασκευές, αφού είναι μεγαλύτερες από το ήμισυ του συνόλου των κατασκευών. Μάλιστα η αγορά κατοικίας βοήθησε τη χώρα μας να αποφύγει την ύφεση μετά το πέρας των Ολυμπιακών Αγώνων, αφού αναθερμάνθηκε το 2006. Σ' αυτό συνετέλεσε και η προαναγγελία το 2006 για αναπροσαρμογή των αντικειμενικών αξιών, η οποία πραγματοποιήθηκε το Μάρτιο του 2007.

Το 2008 υπήρξε έτος συρρίκνωσης των επενδύσεων σε κατοικίες σε σχέση με το 2007. Σε 15 χώρες της ΕΕ-27 υπάρχει πτώση και σε 11 χώρες άνοδος, ενώ οι πτώσεις ως απόλυτα μεγέθη είναι πολύ μεγαλύτερες από τις ανόδους. Υπενθυμίζεται ότι στις περισσότερες χώρες παγκοσμίως, η οικονομική κρίση, που ξεκίνησε από μια χρηματοπιστωτική αναταραχή το 2007, έγινε έκδηλη κυρίως το τελευταίο τρίμηνο του 2008, με μεγάλη πτώση του ΑΕΠ, ενώ συνεχίζεται και το 2009. Η παρατηρούμενη πτώση στο μερίδιο των κατοικιών το 2008 δείχνει ότι η κρίση αρχικά είχε πολύ μεγαλύτερη επίπτωση στις κατοικίες από ό,τι στους υπόλοιπους τομείς της οικονομίας. Όπως επισημαίνεται πιο κάτω στην επισκόπηση της βιβλιογραφίας στην Ενότητα 3, η πτώση αυτή είναι συνεπής με το γεγονός ότι οι επενδύσεις σε κατοικίες είναι πρόδρομος δείκτης του οικονομικού κύκλου (βλ. Διάγραμμα 7 για τις ΗΠΑ).

Πίνακας 1 Επενδύσεις σε κατοικίες και σε κατασκευές ως ποσοστό % του ΑΕΠ

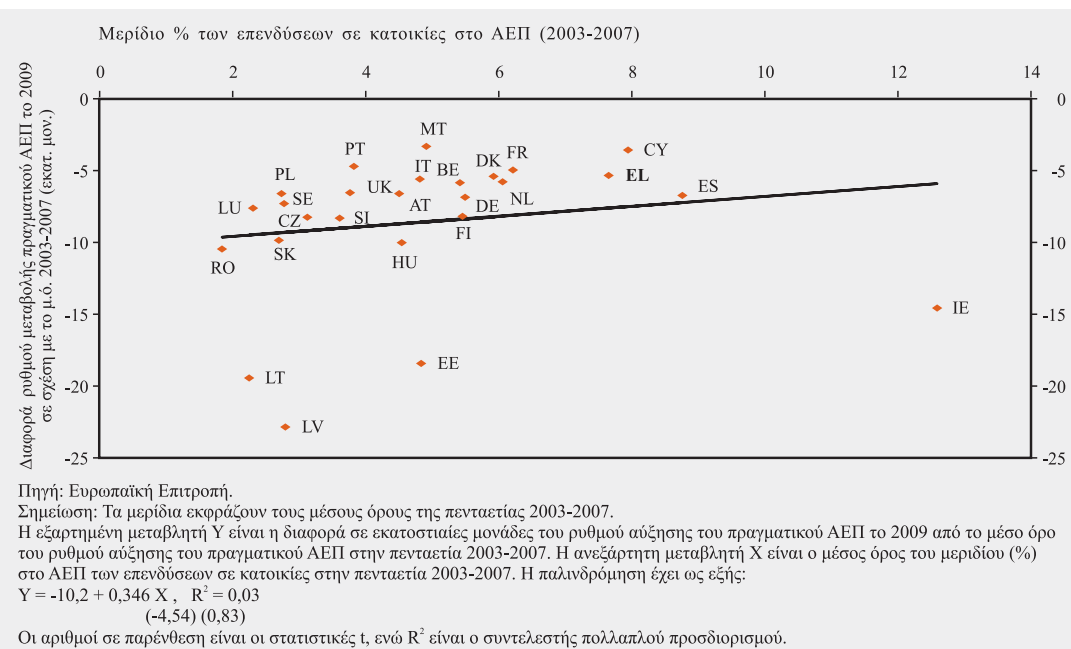
	Μερίδιο των επενδύσεων σε κατοικίες στο ΑΕΠ (%)					Μερίδιο των επενδύσεων στις κατασκευές στο ΑΕΠ (%)				
	1993-1997	1998-2002	2003-2007	2008	Δ (2008 - 2007)	1993-1997	1998-2002	2003-2007	2008	Δ (2008 - 2007)
Ιρλανδία	5,6	8,2	12,6	9,2	-3,3	10,3	14,9	19,6	16,3	-4,2
Ισπανία	4,5	6,0	8,7	8,0	-1,3	11,9	13,3	17,0	16,6	-1,3
Κύπρος		5,6	7,9	8,8	-0,1		11,3	14,0	16,9	0,8
Ελλάδα	7,4	7,3	7,7	5,4	-2,4	12,4	13,1	13,3	10,7	-2,0
Γαλλία	5,5	5,4	6,2	6,4	-0,4	11,1	10,8	12,4	10,3	-3,3
Ολλανδία	5,7	5,9	6,1	6,3	-0,1	11,4	11,6	11,2	12,0	0,3
Ζώνη ευρώ-16			6,0	6,0	-0,4		11,2	11,7	11,5	-0,9
Δανία	3,8	4,4	5,9	6,2	-0,7	8,9	9,8	10,7	11,3	-0,6
Γερμανία	7,5	6,7	5,5	5,6	0,0	13,7	11,5	9,5	10,1	0,3
Φινλανδία	4,0	4,9	5,5	5,3	-0,4	9,2	11,3	11,9	13,3	0,2
Βέλγιο	4,7	4,6	5,4	6,0	0,1	9,5	9,0	9,4	10,4	0,2
Μάλτα		3,3	4,9	4,2	-1,6		10,4	11,1	8,3	-2,7
Εσθονία	2,5	2,2	4,8	4,3	-1,8	14,9	14,0	17,8	16,5	-2,3
Ιταλία	4,8	4,3	4,8	5,1	0,0	9,7	9,4	10,7	10,9	0,0
Ουγγαρία		4,2	4,5	4,0	0,0		11,6	12,1	11,0	-0,5
Αυστρία	6,4	5,4	4,5	4,7	0,0	13,8	12,5	11,7	12,1	0,3
Πορτογαλία			3,8	3,2	-0,2		13,7	11,5	10,8	-0,1
Ην. Βασίλειο	3,0	2,9	3,8	3,5	-0,5	7,9	8,3	9,8	9,8	-0,8
Σλοβενία	3,6	3,7	3,6	4,4	0,1	11,0	13,0	13,7	15,9	0,9
Τσεχία		3,2	3,1	3,1	-0,4	16,4	13,1	12,9	12,6	-0,4
Λεττονία		2,3	2,8	3,7	-0,4		10,4	15,2	16,2	-1,8
Σουηδία	2,0	1,7	2,8	3,1	-0,2	6,7	6,2	7,2	8,3	0,3
Πολωνία		2,8	2,7	3,1	0,2		12,4	10,9	12,5	0,3
Σλοβακία	1,4	3,6	2,7	2,5	0,2	14,6	14,0	12,1	13,2	-0,2
Λουξεμβούργο	3,4	2,6	2,3	2,2	0,1	11,0	11,7	12,3	11,7	0,7
Λιθουανία		1,6	2,3	3,4	0,6		11,7	14,1	17,1	-0,5
Ρουμανία			1,8	2,3	0,2		9,1	11,4	15,9	1,4

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

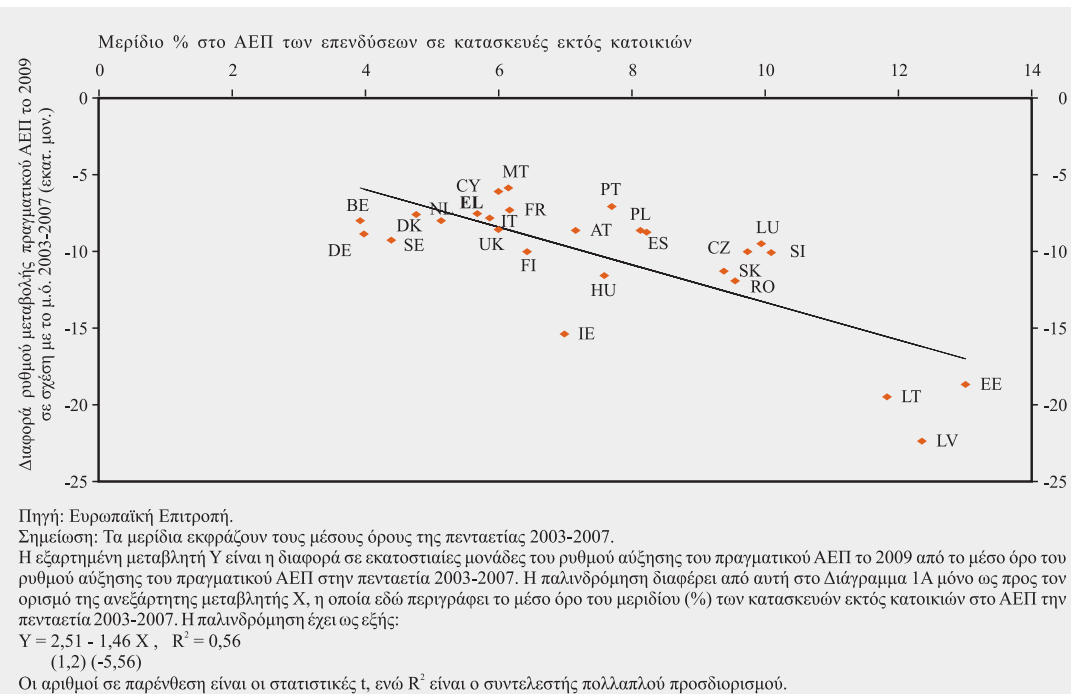
Σημείωση: Η κατάταξη των χωρών έχει γίνει σύμφωνα με το μέσο μερίδιο των επενδύσεων σε κατοικίες στο ΑΕΠ την πενταετία 2003-2007. Σε κάθε πενταετία παρουσιάζεται ο μέσος όρος των μεριδίων των 5 ετών. Η μεταβλητή Δ (2008-2007) παρουσιάζει τη μεταβολή του μεριδίου μεταξύ του 2007 και του 2008. Τα κενά στον πίνακα υποδηλώνουν έλλειψη στοιχείων. Για τη Βουλγαρία δεν υπάρχουν επίσημα στοιχεία της ΕΕ και γι' αυτό απουσιάζει από τον πίνακα.

Με αφορμή το ότι μια από τις αιτίες της κρίσης, που ξεκίνησε στις ΗΠΑ, ήταν και η υπερβολική αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες την περίοδο μετά το 2002, ορισμένοι θέτουν το ερώτημα αν τα τελευταία χρόνια οι επενδύσεις σε κατοικίες και κατασκευές υπήρξαν υπερβολικές και στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και, κατά συνέπεια, αν συνέβαλαν και αυτές στη σημερινή ύφεση. Στο Διάγραμμα 1Α, στο δείγμα 26 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, παρουσιάζεται η σχέση ανάμεσα στην πτώση του εκτιμώμενου ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2009 σε σχέση με το μέσο ρυθμό της πενταετίας 2003-07 και στο μερίδιο των επεν-

Διάγραμμα 1Α Επενδύσεις σε κατοικίες και η ύφεση του 2009

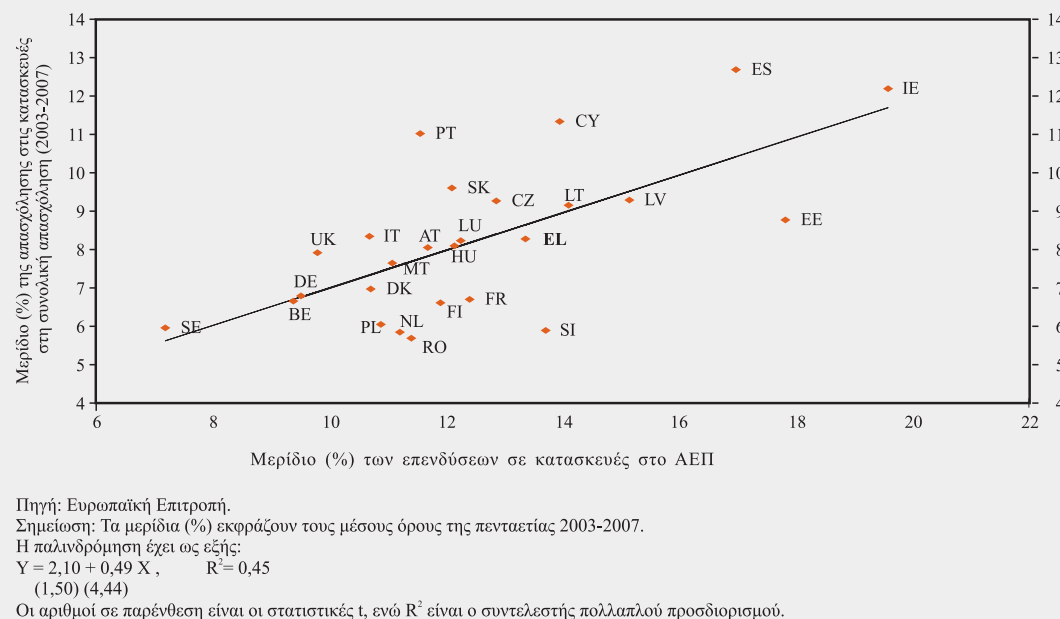


Διάγραμμα 1Β Επενδύσεις σε κατασκευές εκτός κατοικιών και η ύφεση του 2009



δύσεων σε κατοικίες στο ΑΕΠ την ίδια πενταετία. Η σημερινή πτώση του ρυθμού αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας δεν φαίνεται να σχετίζεται με την προηγούμενη ένταση των επενδύσεων σε κατοικίες. Αντίθετα, στο Διάγραμμα 1Β φαίνεται να υπάρχει σημαντική σχέση με το

Διάγραμμα 2 Απασχόληση και επενδύσεις στις κατασκευές



αντίστοιχο μερίδιο των υπόλοιπων κατασκευών στο ΑΕΠ: χώρες οι οποίες στο παρελθόν επένδυσαν περισσότερο στις κατασκευές πλην κατοικιών είναι και οι χώρες που δέχονται μεγαλύτερες πιέσεις στην οικονομική τους δραστηριότητα στη διάρκεια της παγκόσμιας κρίσης.¹

Η αγορά κατοικίας επηρεάζει και την απασχόληση. Μεγάλο μέρος του εργατικού δυναμικού απασχολείται στον κλάδο της κατοικίας και των υπόλοιπων κατασκευών. Στην Ελλάδα, η δηλωμένη απασχόληση το 2007 – έτος κορύφωσης της δραστηριότητας στον κλάδο των κατασκευών παγκοσμίως – έφθασε το 8,7% της συνολικής απασχόλησης. Στο ποσοστό αυτό δεν συμπεριλαμβάνονται οι απασχολούμενοι σε επιχειρήσεις συναφείς με την κατασκευή, όπως σε μεσιτικά γραφεία, τμήματα τραπεζών σχετικά με τραπεζικά δάνεια και οι εργαζόμενοι σε επιχειρήσεις σχετικές με την κατοικία (έπιπλα κ.τ.λ.). Ο αντίστοιχος μέσος όρος στη ζώνη του ευρώ το 2007 ήταν 8,3%, ενώ σε κάποιες χώρες όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία έφθασε το 13,3%. Το ποσοστό για την Ελλάδα θα ήταν επίσης μεγαλύτερο αν μπορούσε να συμπεριληφθεί η αδήλωτη εργασία. Μεγάλο μέρος της παραοικονομίας στην Ελλάδα και στις υπόλοιπες χώρες αφορά τον κλάδο κατασκευής κατοικιών.

Στο Διάγραμμα 2 παρουσιάζεται η σχέση μεταξύ απασχόλησης και επενδύσεων στον τομέα των κατασκευών. Στον κάθετο άξονα αναγράφεται το μερίδιο της απασχόλησης στις κατα-

¹ Η αρνητική σχέση στο Διάγραμμα 1B είναι ιδιαίτερα έντονη για τις τρεις βαλτικές χώρες. Η σχέση είναι λιγότερο έντονη, αλλά παραμένει αρνητική, χωρίς τις τρεις αυτές χώρες. Τα Διαγράμματα 1A και 1B είναι παρόμοια αν εναλλακτικά χρησιμοποιηθεί ως εξηρητημένη μεταβλητή στον κάθετο άξονα ο απλός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2009 ή αν χρησιμοποιηθούν στοιχεία του 2008 αντί για τις σημερινές προβλέψεις για το 2009.

σκευές ως ποσοστό της συνολικής απασχόλησης σε μια χώρα την πενταετία 2003-2007 και στον οριζόντιο άξονα το ανάλογο μερίδιο των επενδύσεων στο ΑΕΠ. Όπως είναι αναμενόμενο, όσο μεγαλύτερο είναι το μερίδιο των επενδύσεων στις κατασκευές, τόσο μεγαλύτερο είναι και το μερίδιο στην απασχόληση. Ωστόσο, η σχέση μεταξύ των δύο μεγεθών δεν είναι ένα προς ένα. Μια χώρα με μεγαλύτερο μερίδιο επενδύσεων κατά χ μονάδες, έχει $\frac{1}{2}$ χ μεγαλύτερο μερίδιο απασχόλησης. Στην Ελλάδα η σχέση μεταξύ μεριδίων επενδύσεων και απασχόλησης στις κατασκευές βρίσκεται πολύ κοντά στη γραμμή παλινδρόμησης. Αντιθέτως, χώρες όπως η Ισπανία, η Κύπρος ή η Πορτογαλία έχουν μεγαλύτερα μερίδια απασχόλησης σε σχέση με την πρόβλεψη της παλινδρόμησης.

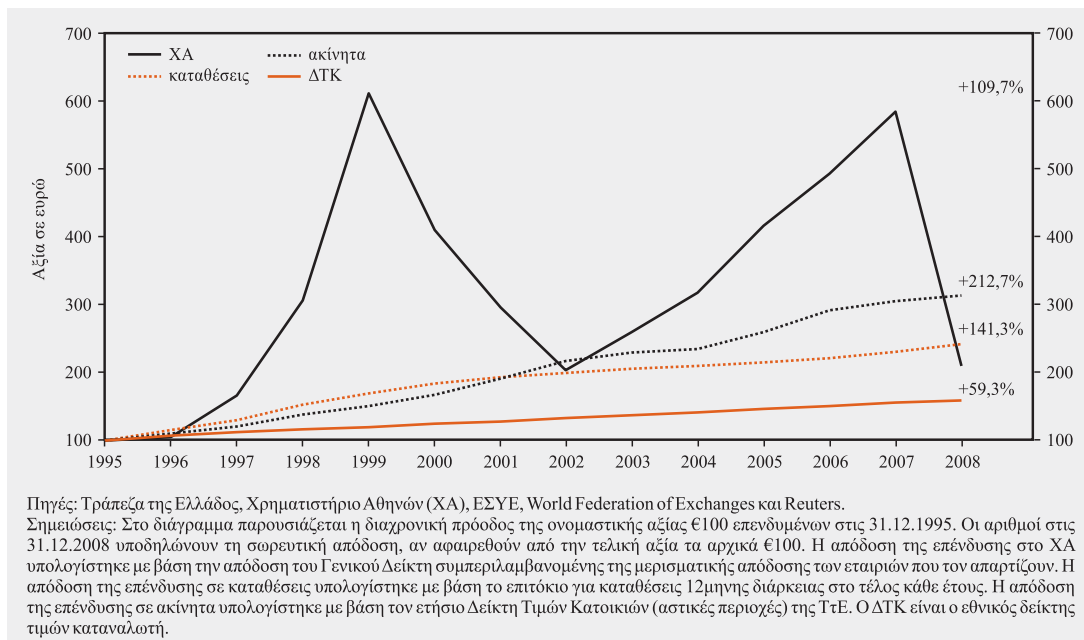
2.2 Αγορά κατοικίας, επενδύσεις και πλούτος νοικοκυριών στην Ελλάδα

Για τα ελληνικά νοικοκυριά, τα ακίνητα αποτελούν το σημαντικότερο περιουσιακό τους στοιχείο. Για πολλές δεκαετίες μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, οι Έλληνες επενδυτές είχαν περιορισμένες επενδυτικές επιλογές και η μόνη μακροπρόθεσμη προστασία απέναντι στον πληθωρισμό ήταν η επένδυση σε σπίτια και οικόπεδα. Γι' αυτό και σήμερα, το μεγαλύτερο ποσοστό του πλούτου των Ελλήνων είναι τοποθετημένο σε ακίνητα. Σύμφωνα με εκτιμήσεις διαφόρων μελετών, το ποσοστό αυτό κυμαίνεται μεταξύ 80% και 90% της συνολικής περιουσίας τους. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Eurobank EFG Research, στο 4ο τρίμηνο του 2008 το 81,8% των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών είναι σε ακίνητα, το 17% σε καταθέσεις και μόλις το 1,2% σε μετοχές. Η άμεση σχέση των Ελλήνων με την κατοικία φαίνεται και από το πολύ υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης: 80,1%, το δεύτερο υψηλότερο στην παλαιά ΕΕ-15 μετά την Ισπανία. Μάλιστα στις αγροτικές περιοχές το ποσοστό αυτό φθάνει το 97%, έναντι 73,5% στις αστικές.

Στο Διάγραμμα 3 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη της ονομαστικής αξίας εναλλακτικών μορφών επένδυσης στην Ελλάδα από το τέλος του 1995 έως το τέλος του 2008. Οι εναλλακτικές επενδύσεις ήταν: (1) αγορά κατοικίας, (2) αγορά του χαρτοφυλακίου των μετοχών που αντιπροσωπεύουν το δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και (3) καταθέσεις ταμειυτηρίου. Μια επένδυση €100 σε ακίνητα στις 31.12.1995 μετατρέπεται στις 31.12.2008 σε €312,7, δηλαδή τριπλασιάζεται, με σωρευτική ονομαστική απόδοση 212,7%. Δεν συμβαίνει το ίδιο με τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία. Οι καταθέσεις ταμειυτηρίου μετατρέπονται σε €241,3 και οι μετοχές (με τα μερίσματα) σε €209,7. Στο ίδιο διάστημα των 13 ετών, το καλάθι της νοικοκυράς από €100 ακρίβυνε στα €159,3. Αυτό σημαίνει ότι και τα τρία παραπάνω περιουσιακά στοιχεία έφεραν θετικές αποπληθωρισμένες αποδόσεις. Τα ακίνητα, πριν από τους φόρους, είχαν μια σωρευτική πραγματική απόδοση 96,3% ή 5,3% ετησίως πάνω από τον πληθωρισμό.

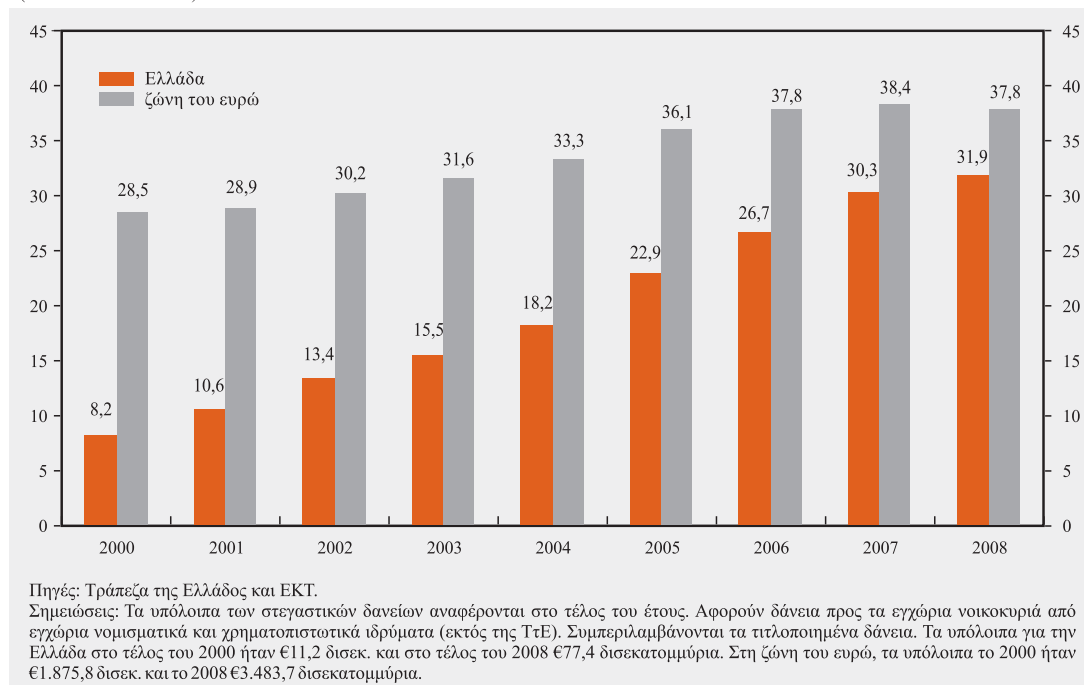
Η σημασία της κατοικίας για το ελληνικό νοικοκυριό ενισχύθηκε τα τελευταία χρόνια μετά την απελευθέρωση της στεγαστικής πίστης, καθώς και την εντονότερη πτώση των επιτοκίων που συνόδευσε την ένταξη της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ. Στο Διάγραμμα 4 περιγράφεται το

Διάγραμμα 3 Σωρευτικές αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων στην Ελλάδα



Διάγραμμα 4 Υπόλοιπα στεγαστικών δανείων

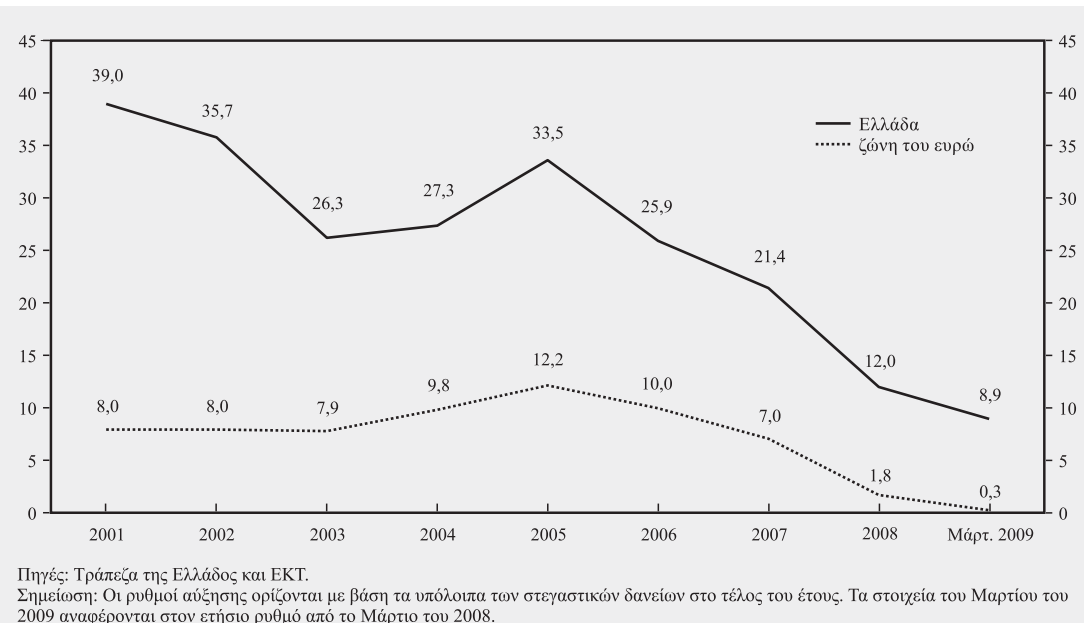
(Ποσοστό % του ΑΕΠ)



ύψος των στεγαστικών δανείων ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ από το τέλος του 2000 έως το τέλος του 2008. Στα οκτώ αυτά χρόνια στην Ελλάδα το μέγεθος των

Διάγραμμα 5 Ετήσιοι ρυθμοί αύξησης υπολοίπων στεγαστικών δανείων

(Ποσοστά %)



στεγαστικών δανείων σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας τετραπλασιάστηκε. Το υπόλοιπο των στεγαστικών δανείων αυξήθηκε από €11,2 δισεκ. (ή 8,2% του ΑΕΠ) το Δεκέμβριο του 2000 σε €77,4 δισεκ. το Δεκέμβριο του 2008 (ή 31,9% του ΑΕΠ). Στη ζώνη του ευρώ η αντίστοιχη αύξηση ήταν μικρότερη, από 28,5% του ΑΕΠ το Δεκέμβριο του 2000 σε 37,8% το Δεκέμβριο του 2008. Επισημαίνεται ότι ακόμα και το Μάρτιο του 2009, δηλαδή μετά την επιδείνωση της κρίσης το Σεπτέμβριο του 2008 και την κάμψη του διεθνούς τραπεζικού δανεισμού, οι ρυθμοί αύξησης των στεγαστικών δανείων παρέμεναν στο 8,9%, ενώ στη ζώνη του ευρώ είχαν σχεδόν μηδενιστεί (0,3%, Διάγραμμα 5). Η κρίση φυσικά έχει επιβραδύνει σημαντικά την πιστωτική επέκταση. Το 2007 οι αντίστοιχοι ρυθμοί αύξησης ήταν πολύ μεγαλύτεροι, 21,4% και 7,0% αντίστοιχα.

2.3 Η ανάγκη ολοκληρωμένης μέτρησης της οικονομικής δραστηριότητας στην αγορά κατοικίας

Η ραγδαία αύξηση της στεγαστικής πίστης στην Ελλάδα, οι τιτλοποιήσεις που έγιναν επιτρεπτές την τελευταία πενταετία, αλλά και οι απαιτήσεις της “Βασιλείας ΙΙ”, κατέστησαν αναγκαία την παροχή αξιόπιστων στοιχείων για την εξέλιξη των τιμών των κατοικιών στις διάφορες περιοχές της χώρας. Στην Ελλάδα οι σχετικοί με την αγορά ακινήτων στατιστικοί δείκτες ήταν ανεπαρκείς πριν από μια δεκαετία. Πριν από το 1999 οι δείκτες τιμών προέρχονταν από τις αγγελίες στις εφημερίδες και ήταν τιμές που ζητούσαν οι πωλητές (asking prices). Το κενό αυτό ήλθε να συμπληρώσει η ιδιωτική πρωτοβουλία. Οι μεγάλες τράπεζες στην Ελλάδα ίδρυ-

σαν την Propindex A.E. με σκοπό την κατασκευή αξιόπιστων δεικτών και υποδεικτών ακινήτων με τη βοήθεια της εταιρίας στατιστικών αναλύσεων Quantos A.E. Οι δείκτες βασίζονται στις αξίες που δίνουν οι εκτιμητές των τραπεζών.² Η ίδια μεθοδολογία ακολουθείται και σε άλλες χώρες. Έτσι σήμερα οι δείκτες της Propindex καλύπτουν το 50-55% περίπου του συνόλου των συναλλαγών στην αγορά ακινήτων. Παραλείπονται μόνον οι λίγες συναλλαγές για τις οποίες δεν έγινε δανεισμός, καθώς και οι συναλλαγές μέσω δανείων από τράπεζες που δεν συμμετέχουν στην Propindex (π.χ. Πειραιώς, Αγροτική, Marfin). Οι δείκτες ξεκινούν από το 1999 και αναφέρονται σε τιμές/τ.μ. διαμερισμάτων.³

Υπάρχει σημαντικό περιθώριο για επέκταση των δεικτών σε μονοκατοικίες, οικόπεδα και σε στοιχεία από όλες τις τράπεζες, καθώς και επέκταση των αρχικών πηγών των στοιχείων πέρα από τις τράπεζες. Βεβαίως, εκεί που η προστιθέμενη αξία στην προσπάθεια καταγραφής του τομέα θα ήταν ιδιαίτερα μεγάλη είναι σε στοιχεία για το απόθεμα των αδιάθετων κατοικιών, καθώς και σε στοιχεία όγκου οικοδομής. Τα στοιχεία όγκου που υπάρχουν σήμερα στην ΕΣΥΕ αναφέρονται απλώς σε άδειες κατασκευής και δεν αντιστοιχούν σε τελική πραγματική οικοδομική δραστηριότητα, η οποία εφόσον τελικά πραγματοποιηθεί, θα γίνει αργότερα. Δεν υπάρχουν επίσης στοιχεία απασχόλησης στην κατασκευή κατοικιών ούτε φυσικά γίνεται καταγραφή της παραοικονομίας στις κατοικίες και γενικότερα τις κατασκευές. Η παραοικονομία δεν είναι απλώς η χρήση ξένων λαθρομεταναστών στη διάρκεια ανέγερσης μιας οικοδομής, αλλά και η εργασία των Ελλήνων επαγγελματιών στο χώρο της συντήρησης και επιμέλειας της κατοικίας, που δεν καταγράφεται. Τέλος, θα ήταν ιδιαίτερα χρήσιμη η παροχή στοιχείων για τιμές και νέα οικοδομική δραστηριότητα και στην αγορά εμπορικών ακινήτων. Η Τράπεζα της Ελλάδος, εφόσον ξεκινά τη δύσκολη αυτή αποστολή, καλείται σταδιακά να συμπληρώσει πολλά από αυτά τα μεγάλα κενά στην πληροφόρησή μας.

3. Αγορά κατοικίας και οικονομικός κύκλος: εμπειρία δεκαετιών

Η αγορά κατοικίας σχετίζεται με το συνήθη οικονομικό κύκλο, καθώς υπάρχει μια προφανής αμφίδρομη σχέση μεταξύ της αγοράς κατοικίας και του οικονομικού κύκλου. Η αγορά κατοικίας παίζει επίσης σημαντικό ρόλο στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτι-

2 Αυτοί συνήθως είναι οι κατά τόπους μηχανικοί, τοπογράφοι κ.λπ. που προσλαμβάνονται από τις τράπεζες και έναντι τιμήματος παρέχουν τις εκτιμήσεις τους. Ανέρχονται σε ορισμένες χιλιάδες επαγγελματίες. Οι τράπεζες χρησιμοποιούν την εκτίμηση για να προσδιορίσουν την αξία της εμπράγματης εξασφάλισης στο δάνειο που θα δώσουν. Σημειώνεται ότι τιμές που να αντιπροσωπεύουν απευθείας τις συναλλαγές, όπως γίνεται με τις τιμές των μετοχών ή άλλων περιουσιακών στοιχείων, που είναι αντικείμενα διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές, δεν υπάρχουν ούτε στην Ελλάδα ούτε σε άλλες χώρες.

3 Είναι σημαντικό να διευκρινιστεί ότι ο υπάρχων δείκτης είναι ήδη εξαιρετικά αξιόπιστος, αφού καλύπτει το 50-55% του πληθυσμού και δεν βασίζεται σε ένα μικρό δείγμα, όπως συνήθως συμβαίνει με τους περισσότερους δείκτες της ΕΣΥΕ και άλλων οργανισμών. Σε αντιδιαστολή αναφέρεται ενδεικτικά ότι οι σταθμίσεις τιμών στο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή γίνονται κάθε 4-5 χρόνια σε δείγμα 6,5 χιλιάδων νοικοκυριών, από τα 3,8 εκατομμύρια στην Ελλάδα. Συνεπώς, η παρέμβαση της Τράπεζας της Ελλάδος στην κατασκευή του δείκτη τιμών κατοικιών, η οποία πιθανόν να χρησιμοποιήσει την ίδια πηγή στοιχείων αλλά με βάση τα δάνεια όλων των τραπεζών, έχει προστιθέμενη αξία κυρίως όσον αφορά τη μεγαλύτερη εμπιστοσύνη του κοινού στο δείκτη λόγω της σφραγίδας αξιοπιστίας την οποία θέτει το κύρος της κεντρικής τράπεζας.

κής, η οποία επίσης επηρεάζει τον οικονομικό κύκλο. Στην παρούσα ενότητα γίνεται εκτενής περιγραφή των επιδράσεων της αγοράς κατοικίας στον οικονομικό κύκλο με βάση τα αποτελέσματα της διεθνούς επιστημονικής έρευνας.

3.1 Η αμφίδρομη σχέση μεταξύ τιμών κατοικιών και οικονομικής δραστηριότητας

Όταν το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) αυξάνεται (σε πραγματικές τιμές), τότε αυξάνεται και το διαθέσιμο εισόδημα, γεγονός που οδηγεί σε άνοδο της ζήτησης για ακίνητα και αύξηση της τιμής τους. 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. Εμπειρικές έρευνες (McCarthy & 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.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ανακεφαλαιώνει τους παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των ακινήτων (ECB, 2003): (1) το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, (2) τα πραγματικά επιτόκια, (3) ο τύπος του νοικοκυριού και άλλοι δημογραφικοί παράγοντες, (4) μεταβλητές που αφορούν την προσφορά, (5) παράγοντες που αφορούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τη διαθεσιμότητα πιστώσεων, (6) οι σχετικοί φόροι και επιδοτήσεις και άλλες δημόσιες πολιτικές για την κατοικία. Το εισόδημα εκτιμάται ως ο πιο σημαντικός παράγοντας (θετική σχέση), τα πραγματικά επιτόκια είναι ο δεύτερος (αρνητική σχέση) και ακολουθούν οι δημογραφικοί παράγοντες. Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγουν οι Borio and McGuire (2004). Στους παραπάνω παράγοντες μπορούν να προστεθούν η ανεργία (Schnure, 2005), ο πληθωρισμός (Tsatsaronis and Zhu, 2004) και οι τιμές των μετοχών (Sutton, 2002).

Αντιστρόφως, οι τιμές των ακινήτων επιδρούν θετικά στην οικονομική δραστηριότητα κυρίως μέσω νέων επενδύσεων σε κατοικίες (λόγω αύξησης της κερδοφορίας), μεγαλύτερης κατανάλωσης (λόγω αύξησης του πλούτου του νοικοκυριού) και αυξημένων πιστώσεων (προς διευκόλυνση των νοικοκυριών που δεν διαθέτουν όλο το κεφάλαιο για την αγορά κατοικίας). Σημαντικό ρόλο στη σχέση αυτή παίζουν και τα θεσμικά χαρακτηριστικά της αγοράς κατοικίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος κάθε χώρας. Έτσι, για τις ΗΠΑ, ο Iacoviello (2007) εκτιμά οικονομετρικά ότι μια σωρευτική μείωση κατά 15% των ονομαστικών τιμών των κατοικιών σε διάστημα δύο ετών προκαλεί σωρευτική υποχώρηση της οικονομικής ανάπτυξης κατά 3%. Γενικότερα, η ανάλυση της εμπειρίας χωρών οι οποίες στο παρελθόν υπέστησαν πτώση τιμών μετά από μια προηγούμενη μακρά περίοδο ανοδικής αγοράς καταλήγει στο συμπέρασμα ότι μια σωρευτική υποχώρηση των τιμών των κατοικιών κατά 15 εκατοστιαίες μονάδες προκαλεί σωρευτική υποχώρηση της οικονομικής ανάπτυξης κατά 2,1 εκατοστιαίες μονάδες σε διάστημα ενός έτους (Δαβραδάκης, 2007).

Η τελευταία μελέτη της ΕΚΤ δείχνει ότι η αντίδραση της συνολικής οικονομίας σε πτώσεις των τιμών των ακινήτων καθορίζεται από την αντίδραση κάθε νοικοκυριού ξεχωριστά, η οποία διαφέρει ανάλογα με τον πλούτο του, το εισόδημά του, τη δανειακή του επιβάρυνση, τον τύπο ιδιοκτησίας (ιδιοκατοίκηση ή μη) και δημογραφικούς παράγοντες (ECB, 2009α). Η αντίδραση ιδιοκτητών και ενοικιαστών επίσης διαφέρει ανάλογα και με τον πλούτο τους, αλλά και με το καθεστώς των ενοικίων στη χώρα, αν δηλαδή καθορίζονται ελεύθερα ή υπόκεινται σε ενοικιοστάσιο.

Έχει επίσης βρεθεί ότι η επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα των μεταβολών στις τιμές των ακινήτων είναι ασύμμετρη, όπου η πτώση στις τιμές των ακινήτων έχει μεγαλύτερη επίδραση από μια αντίστοιχη άνοδο (ECB, 2009β). Σε περιόδους αναταραχής, όταν οι αρνητικές μεταβολές στις τιμές των ακινήτων επιβαρύνουν ακόμα περισσότερο το ήδη μειωμένο εισόδημα των νοικοκυριών, τότε η επίδραση είναι μεγαλύτερη. Ο συνδυασμός των δύο αρνητικών εξελίξεων προκαλεί αυξημένες δυσκολίες στην αποπληρωμή των στεγαστικών δανείων, που με τη σειρά τους προκαλούν χρηματοοικονομικές δυσκολίες για τις τράπεζες, οι οποίες στη συνέχεια περιορίζουν την παροχή πιστώσεων, επιδεινώνοντας περαιτέρω την οικονομική επιβράδυνση. Επίσης, οι περίοδοι πτώσεων των τιμών είναι ιδιαίτερα επώδυνες για τα νοικοκυριά, τα οποία σε προηγούμενη φάση έντονης αύξησης των τιμών των ακινήτων είχαν αυξήσει τη δανειακή τους επιβάρυνση. Η πτώση των τιμών των κατοικιών περιορίζει την πρόσβαση των νοικοκυριών σε πιστώσεις, ώστε να αντιμετωπίσουν την πτώση του εισοδήματός τους (ECB, 2009α).

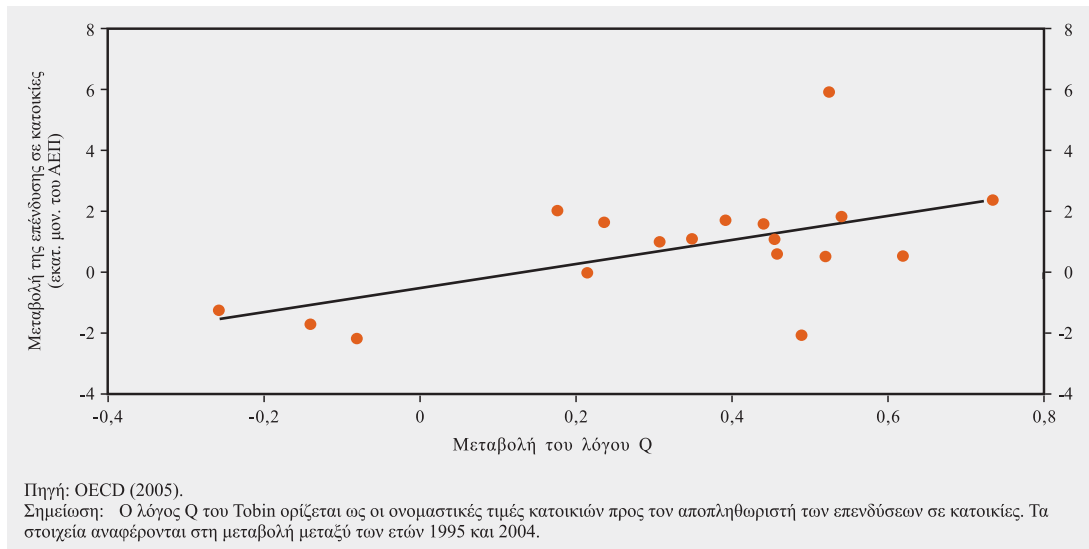
Στη συνέχεια παρουσιάζονται με μεγαλύτερη λεπτομέρεια οι επιμέρους διάλογοι επίδρασης των τιμών των κατοικιών στην κυκλική οικονομική δραστηριότητα.

3.2 Τιμές κατοικιών και επενδύσεις

Οι τιμές των κατοικιών επιδρούν στην αναμενόμενη κερδοφορία και επομένως στο ύψος των επενδύσεων σε κατοικίες, την απασχόληση στον κατασκευαστικό τομέα και τη ζήτηση για υπηρεσίες σχετικές με την κατοικία. Ο γνωστός λόγος Q του Tobin (ονομαστικές τιμές των κατοικιών προς τον αποπληθωριστή των επενδύσεων σε κατοικίες) χρησιμοποιείται από τους ερευνητές ως μέτρο αυτής της κερδοφορίας των επενδύσεων στην κατοικία. Η εμπειρική ανάλυση δείχνει, όπως προβλέπει η θεωρία, μια θετική συσχέτιση του λόγου Q με το ύψος των επενδύσεων σε κατοικίες (Girouard et al. (2006), βλ. Διάγραμμα 6). Όμως η συσχέτιση αυτή, αν και στατιστικά σημαντική, είναι μικρή, το οποίο υποδηλώνει ότι υπάρχουν πολλοί άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος της επένδυσης, εύρημα όπως περιορισμοί στη χρήση γης, η προσφορά γης ή οι συνθήκες ανταγωνισμού στον κατασκευαστικό τομέα.

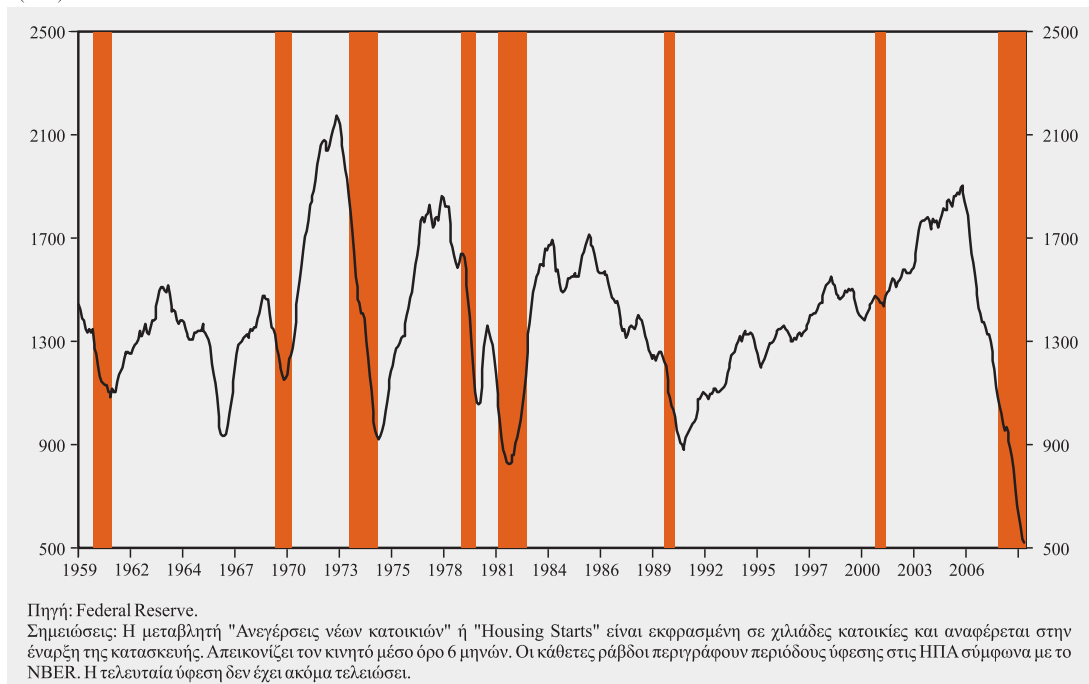
Στις ΗΠΑ οι αυξήσεις των επενδύσεων σε κατοικίες προηγούνται του οικονομικού κύκλου και αποτελούν πρόδρομο δείκτη της οικονομικής δραστηριότητας (Leamer, 2007). Μάλιστα, ακόμη και κατά την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης (1929–1933), η πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες προηγήθηκε της πτώσης του πραγματικού κατά κεφαλήν διαθέσιμου εισοδήματος.

Διάγραμμα 6 Ο λόγος Q του Tobin και η επένδυση σε κατοικίες: μεταβολές περιόδου 1995-2004



Διάγραμμα 7 Ανεγέρσεις νέων κατοικιών στις ΗΠΑ

(Χιλ.)



Στο Διάγραμμα 7 φαίνεται ξεκάθαρα ότι σε όλες, πλην μιας, τις μεταπολεμικές υφέσεις στις ΗΠΑ προηγήθηκε πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες.⁴

⁴ Ενώ οι ανεγέρσεις νέων κατοικιών μειώθηκαν, η ύφεση δεν ήλθε το 1966-67 λόγω της ιδιαίτερα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής που προκάλεσε ο πόλεμος στο Βιετνάμ.

3.3 Τιμές κατοικιών και κατανάλωση

Υπάρχει μια άμεση αρχική σχέση μεταξύ της δραστηριότητας στην αγορά κατοικίας και την κατανάλωση υπηρεσιών και αγαθών σχετικών με αυτή, π.χ. έξοδα μετακόμισης, αγορά επίπλων. Στις ΗΠΑ οι πραγματικές δαπάνες γι' αυτού του είδους τα αγαθά και τις υπηρεσίες σχετίζονται με τον αριθμό πωλήσεων νέων και παλαιών κατοικιών (McCarthy and Steindel, 2007). Αποτελούν όμως μικρό μόνο μέρος της συνολικής κατανάλωσης. Η σχέση μεταξύ των τιμών των κατοικιών και της συνολικής κατανάλωσης οφείλεται κυρίως στην επίδραση που φαίνεται να αρκούν οι τιμές των κατοικιών στην περιουσία των νοικοκυριών (wealth effect).

Η μεγάλη πλειονότητα των ερευνητών βρίσκει ότι η αύξηση των τιμών των κατοικιών οδηγεί σε αύξηση της κατανάλωσης –βλ. ενδεικτικά Carroll et al. (2006), Benjamin et al. (2004), Slacalek (2006), Belsky and Prakken (2004), Bostic et al. (2005). Οι Catte et al. (2004) υπολογίζουν την αντίστοιχη οριακή ροπή για κατανάλωση από 0,01 στην Ιταλία και την Ιαπωνία έως 0,08 στην Ολλανδία και 0,05 για τις ΗΠΑ. Σύμφωνα με έρευνα της ΕΚΤ, οι αυξήσεις των τελευταίων ετών στις τιμές των ακινήτων δεν αύξησαν σημαντικά την καταναλωτική δαπάνη στη ζώνη του ευρώ, όπως έκαναν στις ΗΠΑ και το Ην. Βασίλειο (ECB, 2009α). Έτσι, μια πτώση των τιμών στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να έχει σχετικά μικρότερη επίδραση στην κατανάλωση.

Αρκετές μελέτες εκτιμούν τη σχέση τιμών κατοικιών και κατανάλωσης, αξιοποιώντας μικροδοδεδομένα, δηλαδή δεδομένα σε επίπεδο νοικοκυριού. Οι Attanasio et al. (2005) βρίσκουν για το Ην. Βασίλειο ότι οι τιμές των κατοικιών επηρεάζουν την κατανάλωση και μάλιστα, όπως προβλέπει η θεωρία, η επίδραση είναι μεγαλύτερη όσο μικρότερη είναι η ηλικία του ιδιοκτήτη. Οι Campbell and Cocco (2005) επίσης βρίσκουν μια παρόμοια θετική σχέση στο Ην. Βασίλειο, αλλά, σε αντίθεση με τη θεωρία, εκτιμούν ότι η επίδραση δεν μειώνεται με την ηλικία. Ο Lehnert (2004) εξετάζει μικροδοδεδομένα στις ΗΠΑ και βρίσκει αποτελέσματα συνεπή με τη θεωρία και παρόμοια με τα εμπειρικά αποτελέσματα των Attanasio et al. στο Ην. Βασίλειο.

Η εμπειρική έρευνα έχει επίσης επικεντρωθεί στη σύγκριση των επιδράσεων που έχουν στην κατανάλωση οι αυξήσεις των τιμών των κατοικιών με τις αντίστοιχες επιδράσεις των αυξήσεων των τιμών των μετοχών. Οι περισσότεροι ερευνητές πιστεύουν ότι η επίδραση των κατοικιών είναι μεγαλύτερη από αυτή των μετοχών, καθώς οι μετοχές δεν είναι κατανεμημένες στον πληθυσμό τόσο ομοιόμορφα όσο οι κατοικίες και μεγαλύτερο μέρος του πληθυσμού κατέχει κάποιο ακίνητο παρά μετοχές. Συγκεκριμένα, οι Benjamin et al. (2004), Carroll et al. (2006) και Case et al. (2005) βρίσκουν ότι η επίδραση στην κατανάλωση είναι μεγαλύτερη όταν προέρχεται από μεταβολές στην αξία των κατοικιών.

Τέλος, σημειώνεται ότι ορισμένοι, όπως η Τράπεζα της Αγγλίας (βλ. Benito et al., 2006), αμφιβάλλουν για το μέγεθος της επίδρασης, χωρίς όμως να μπορούν να τεκμηριώσουν την έλλειψη επίδρασης από τις τιμές των κατοικιών στον πλούτο και την κατανάλωση. Υποστηρίζουν ότι μια αύξηση της τιμής της κατοικίας δεν αυξάνει αναγκαστικά την κατανάλωση, επειδή η κατοικία, εκτός από επένδυση, παρέχει και καταναλωτικές υπηρεσίες στην οικογένεια που ζει μέσα σ' αυτή.

Η συνολική αξία των καταναλωτικών αυτών υπηρεσιών είναι το άθροισμα των σημερινών υπηρεσιών (που προσεγγίζεται με την αξία του ενοικίου της ίδιας ή αντίστοιχης κατοικίας που ενοικιάζεται) και της παρούσας αξίας των μελλοντικών υπηρεσιών (μελλοντικών ενοικίων). Όταν λοιπόν η τιμή της κατοικίας αυξάνεται, τότε συγχρόνως αυξάνεται και η αξία των καταναλωτικών υπηρεσιών που παρέχονται σήμερα και στο μέλλον στο νοικοκυριό, με αποτέλεσμα το νοικοκυριό να επιθυμεί τη μείωση της κατανάλωσης (φαινόμενο υποκατάστασης της κατανάλωσης ή substitution effect). Με άλλα λόγια, η αξία της κατοικίας ως επενδυτικού προϊόντος αυξάνει τον πλούτο, αλλά η συνολική επίδραση στην κατανάλωση έχει ένα αλγεβρικό πρόσημο που τελικά είναι θεωρητικά αμφίβολο. Την άποψη αυτή ενστερνίζεται μερικώς και ο Buiter (2008), ένα από τα συμπεράσματα του οποίου είναι ότι η επίδραση στην κατανάλωση διαφέρει ανάλογα με το αν οι αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων αφορούν την πραγματική τιμή/αξία (fundamental value) του ακινήτου ή το κερδοσκοπικό κομμάτι της τιμής του (speculative or bubble component). Στην πρώτη περίπτωση, μια μεταβολή στην τιμή των ακινήτων δεν έχει επίδραση στην κατανάλωση, ενώ στη δεύτερη έχει. Παρόμοια άποψη έχουν και οι Calomiris et al. (2009), οι οποίοι ισχυρίζονται ότι οι προηγούμενες εμπειρικές αναλύσεις υπερεκτιμούν την επίδραση των τιμών των κατοικιών στον πλούτο και την κατανάλωση, επειδή στην εκτίμησή τους περιλαμβάνουν και την επιπλέον επίδραση τρίτων παραγόντων, αφού τα νοικοκυριά, που περιμένουν το εισόδημά τους να αυξηθεί στο μέλλον από τρίτους παράγοντες, αγοράζουν κατοικίες σήμερα και ανεβάζουν τις τιμές τους.

3.4 Ο ιδιαίτερος ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα επηρεάζει τη σχέση τιμών κατοικιών και ΑΕΠ. Η στεγαστική πίστη επιτρέπει ακόμα περισσότερη κατανάλωση και επενδύσεις, ιδίως σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν περιορισμούς στη χρηματοδότηση, επιταχύνοντας τη συνολική επίδραση των τιμών των κατοικιών στον οικονομικό κύκλο (Iacoviello, 2005).

Η επίδραση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της στεγαστικής πίστης έγινε σταδιακά ισχυρότερη με την πάροδο του χρόνου. Τα τελευταία 30 χρόνια παρατηρείται μια σταδιακή μετάβαση από ένα σύστημα υψηλής ρύθμισης και εποπτείας σε ένα πιο ελεύθερο σύστημα αγοράς (Green & Wachter, 2007). Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται μια παγκόσμια τάση για χαλάρωση των πιστωτικών κριτηρίων και περιορισμών όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, αλλά με διαφορετικούς ρυθμούς κατά χώρα (Committee on the Global Financial System, 2006). Σε πολλές χώρες γίνεται όλο και πιο εύκολο να δανείζονται οι ιδιοκτήτες ακινήτων με εγγύηση το ίδιο το ακίνητο, καθώς η τιμή του αυξάνεται. Επίσης, τα περιθώρια επιτοκίων (σε σχέση με τα επιτόκια παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών) στα στεγαστικά δάνεια μειώθηκαν, ενώ οι λόγοι του ύψους των δανείων προς την αξία της υποθήκης αυξήθηκαν. Αυξήθηκαν σημαντικά και οι χορηγήσεις προς χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας νοικοκυριά (sub-prime lending), ιδίως στις ΗΠΑ. Οι καταναλωτές απέκτησαν περισσότερες επιλογές όσον αφορά τους όρους δανεισμού τους. Οι τιτλοποιήσεις έγιναν πιο διαδεδομένες.

Η κατάργηση των διοικητικών περιορισμών και η εισαγωγή καινοτομιών στην αγορά στεγαστικής πίστης έκαναν τόσο την κατανάλωση όσο και τις επενδύσεις εκτός κατοικιών πολύ πιο εξαρτημένες από τις εξελίξεις στις επενδύσεις σε κατοικίες από ό,τι πριν (Miles, 2009). Οι Calza et al. (2007) υποστηρίζουν ότι η συσχέτιση μεταξύ της καταναλωτικής δαπάνης και των τιμών των κατοικιών είναι υψηλότερη σε οικονομίες με ευέλικτες/ανεπτυγμένες αγορές στεγαστικής πίστης. Παρόμοια αποτελέσματα βρίσκει και ο Slacalek (2006), ο οποίος διαπιστώνει ότι η επίδραση της αύξησης του πλούτου λόγω αύξησης των τιμών των κατοικιών ενισχύθηκε μετά το 1988, όταν και έγινε πιο εύκολο για τα νοικοκυριά να δανείζονται με βάση την αξία του σπιτιού τους. Έρευνα της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ έδειξε ότι στις οικονομίες όπου τα νοικοκυριά έχουν ευκολότερη πρόσβαση σε στεγαστικά δάνεια (ΗΠΑ, Δανία, Ολλανδία, Αυστραλία, Σουηδία) η επίδραση μιας απότομης πτώσης των τιμών των ακινήτων θα είναι μεγαλύτερη από ό,τι στις υπόλοιπες οικονομίες (ECB, 2009α). Σε άλλη έρευνα της ΕΚΤ συμπεραίνεται ότι οι δεσμοί μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της μακροοικονομίας είναι πιο στενοί σε εκείνες τις χώρες της ζώνης του ευρώ όπου τα επίπεδα δανειακής επιβάρυνσης είναι υψηλότερα και οι αυξήσεις των τιμών των ακινήτων ήταν μεγαλύτερες (ECB, 2009β). Γενικότερα, το ζήτημα της επίδρασης της απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη σχέση τιμών ακινήτων και κατανάλωσης έχει αναλυθεί διεξοδικά και από τον Muellbauer (2007).

Η αύξηση της κατανάλωσης μεγεθύνεται με τη βοήθεια του δανεισμού έναντι της υπεραξίας της κατοικίας (Mortgage Equity Withdrawal – MEW), η οποία διευκολύνει την άμεση ρευστοποίηση του επιπλέον πλούτου. Ο δανεισμός αυτός είναι θεσμοθετημένος σε πολλές χώρες του εξωτερικού, ενώ στην Ελλάδα είναι άτυπος, αφού πολλά νοικοκυριά παίρνουν στεγαστικά ή επισκευαστικά δάνεια, τα οποία χρησιμοποιούν για άλλους σκοπούς. Ορισμένοι οικονομολόγοι θεωρούν σημαντικό το ρόλο τους (Hatzius, 2005). Η σημασία των τιμών των ακινήτων στη χαλάρωση των πιστωτικών περιορισμών εξαρτάται από το κόστος του MEW και την αποτελεσματικότητα της αγοράς στεγαστικής πίστης. Οι Aoki et al. (2002) βρίσκουν ότι το κόστος του MEW έχει μειωθεί διαχρονικά στο Ην. Βασίλειο. Η μεγαλύτερη διαθεσιμότητα του MEW στις ΗΠΑ και το Ην. Βασίλειο είχε αποτέλεσμα τη μεγαλύτερη επίδραση του πλούτου των νοικοκυριών στην αύξηση της κατανάλωσης από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (Slacalek, 2006, IMF, 2008).

Τέλος, σημειώνεται ότι οι διαφορές στον τρόπο λειτουργίας των αγορών στεγαστικής πίστης επιδρούν και στη διακύμανση των τιμών των κατοικιών. Χώρες με πιο “φιλελεύθερα” πιστωτικά συστήματα τείνουν να έχουν πιο απότομους και υπερβολικούς κύκλους τιμών των κατοικιών (White, 2007).⁵

5 Εκτός από το πιστωτικό σύστημα, και άλλοι παράγοντες, όπως η δημοσιονομική πολιτική και το θεσμικό πλαίσιο, παίζουν σημαντικό ρόλο στον περιορισμό των υπερβολικών διακυμάνσεων στις τιμές των ακινήτων (βλ. G10, 2002). Σύμφωνα με τη μελέτη αυτή, ένα μη επαρκές θεσμικό πλαίσιο, αλλά και ξαφνικές μεταβολές στη δημοσιονομική πολιτική, ενίσχυσαν και, σε κάποιες περιπτώσεις, προκάλεσαν υπερβολικές μεταβολές στις τιμές των ακινήτων.

3.5 Αγορά κατοικίας και πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός είναι μια σημαντική μεταβλητή, που έχει αρνητική επίδραση στην αγορά κατοικίας, διότι οδηγεί σε άνοδο των ονομαστικών επιτοκίων και σε αντίδραση των νομισματικών αρχών, οι οποίες αναγκαστικά ακολουθούν περιοριστική νομισματική πολιτική για να τον καταπολεμήσουν. Το σύνηθες αποτέλεσμα είναι μια αύξηση των πραγματικών επιτοκίων, γεγονός που επιφέρει πτώση στη ζήτηση για στεγαστικά δάνεια, αλλά και αυξημένο κόστος κατασκευής νέων κατοικιών. Σύμφωνα με τους Τσατσαρώνη and Zhu (2007), το μεγαλύτερο ποσοστό διακύμανσης των τιμών των κατοικιών οφείλεται στη διακύμανση του πληθωρισμού.

3.6 Ο ρόλος της αγοράς κατοικίας στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής

Η αγορά κατοικίας επιδρά στον τρόπο μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής τόσο μέσω της ζήτησης όσο και μέσω της προσφοράς χορηγήσεων. Μια αύξηση των επιτοκίων παρέμβασης των νομισματικών αρχών μεταφέρεται άμεσα στα επιτόκια των νέων στεγαστικών δανείων και στη συνέχεια στα επιτόκια των παλαιών δανείων, που έχουν συναφθεί με κυμαινόμενο επιτόκιο. Έτσι αυξάνεται η μηνιαία επιβάρυνση του νοικοκυριού και συνεπώς μειώνεται η ζήτηση δανείων. Συγχρόνως, μειώνεται και η προσφορά δανείων, καθώς μειώνεται η ικανότητα των δανειστών και η προθυμία τους να παρέχουν νέα δάνεια. Αυτό σημαίνει είτε αύξηση του ασφαλίστρου κινδύνου στα επιτόκια των στεγαστικών δανείων είτε ποσοτικούς περιορισμούς.⁶

Οι συνθήκες που επικρατούν στην αγορά της στεγαστικής πίστης επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία. Υψηλότερα επίπεδα ανταγωνισμού στο χρηματοπιστωτικό τομέα ενισχύουν τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής (Bondt, 2002, Gropp et al., 2007, Leuvensteijn et al., 2008). Επίσης, ο βαθμός ανάπτυξης της αγοράς στεγαστικής πίστης ενισχύει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής σύμφωνα με τους Calza et al. (2007) και IMF (2008). Όμως, η εισαγωγή καινοτομιών στη στεγαστική πίστη δεν φαίνεται να είχε ξεκάθαρο αποτέλεσμα όσον αφορά την αποδυνάμωση ή ενδυνάμωση της αποτελεσματικότητας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Οι Muellbauer (2007), Iacoviello & Minetti (2003), Goodhart & Hofmann (2008) και IMF (2008) βρίσκουν ενδυνάμωση της αποτελεσματικότητας, ενώ οι Weber et al. (2008) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι στη ζώνη του ευρώ δεν υπήρξε σημαντική μεταβολή στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής τις τελευταίες δεκαετίες. Αντίθετα, οι Dynan et al. (2005), Peek and Wilcox (2006) και Kuttner and Mosser (2002) παρουσιάζουν στοιχεία αποδυνάμωσης στις ΗΠΑ. Παρόμοια αποδυνάμωση βρίσκουν και οι Altunbas et al. (2007) για τη ζώνη του ευρώ, ιδίως εξαιτίας της χρήσης του εργαλείου των τιτλοποιήσεων.

⁶ Ο Mishkin (2007) ανακεφαλαιώνει τις επιδράσεις της αγοράς ακινήτων στη διαδικασία μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και τις κατατάσσει εξαντλητικά σε έξι επιμέρους διαύλους: (1) κόστος κεφαλαίου, (2) αναμενόμενες μεταβολές στις τιμές των ακινήτων, (3) προσφορά κατοικιών, (4) πλούτος του καταναλωτή, (5) πιστώσεις για κατανάλωση και (6) ζήτηση για κατοικίες μέσω πιστώσεων.

4. Αγορά κατοικίας και η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος: η πρόσφατη εμπειρία

Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση της περιόδου 2007-2009 έχει φέρει στο επίκεντρο της συζήτησης το ρόλο της αγοράς κατοικίας. Είναι πλέον ξεκάθαρο ότι όχι μόνον οι χρηματοπιστωτικές αγορές μετοχών, συναλλάγματος, μετάλλων και άλλων προϊόντων ή παραγώγων αλλά και η παραδοσιακή αγορά ακινήτων μπορεί να επηρεάσει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομίας γενικότερα. Στην παρούσα ενότητα γίνεται μια περιγραφή της ανόδου των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ, καθώς και της άνηθης των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης και υψηλού κινδύνου (sub-prime) και των τιτλοποιήσεων, τα οποία αύξησαν περαιτέρω τις τιμές των κατοικιών και επέτειναν τη μετέπειτα πτώση τους. Στη συνέχεια, περιγράφεται η σχέση της αγοράς κατοικίας με τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και συγκρίνεται η σημερινή κρίση με παλαιότερες, ενώ αναλύονται πολλά από τα προβλήματα που διατηρούν την κρίση. Τέλος, αναλύεται το ερώτημα αν κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής θα πρέπει στο μέλλον να λαμβάνονται υπόψη και πιθανές φούσκες στις αγορές, όπως αυτές στην αγορά κατοικίας.

4.1 Το ξεκίνημα της σημερινής κρίσης και ο ρόλος της αγοράς κατοικίας

Η κρίση ξεκίνησε στην αγορά κατοικιών στις ΗΠΑ και τη σχετικά υπερβολική αύξηση των τιμών, η οποία μέσα στο 2006 σταμάτησε και στη συνέχεια αντιστράφηκε. Σύμφωνα με το δείκτη των Case & Shiller⁷ (Standard & Poor's, 2006), η άνοδος των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ από τον Ιανουάριο του 2000 έως τα μέσα του 2006 ήταν 107%. Η μετέπειτα πτώση τους έφθασε το Μάρτιο του 2009 στο 32% (βλ. Διάγραμμα 8). Η πτώση συνοδεύθηκε και από άνοδο των αποθεμάτων αδιάθετων κατοικιών (βλ. Διάγραμμα 9).

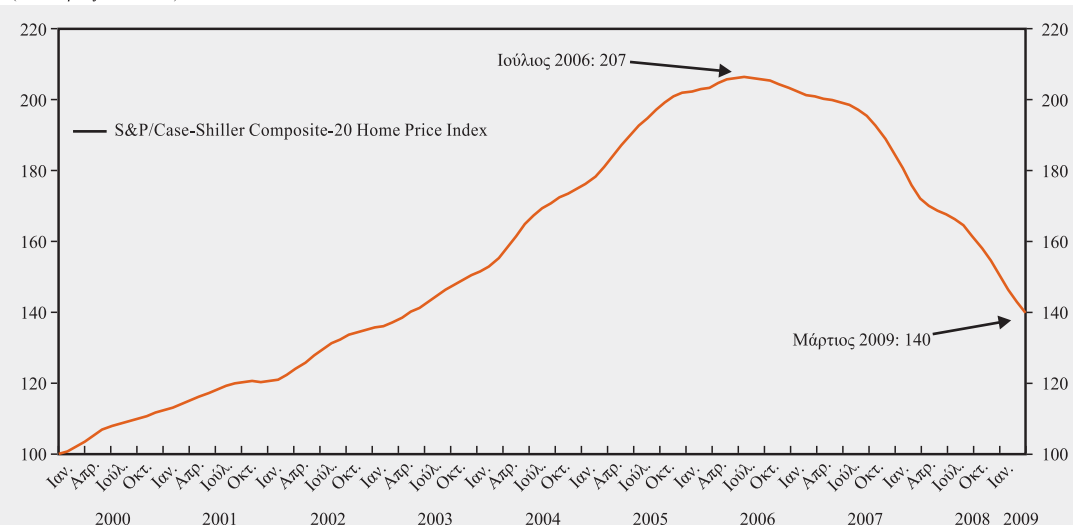
Η αιτία της αρχικής αύξησης των τιμών ήταν τα χαμηλά στεγαστικά επιτόκια και η προσπάθεια της τότε αμερικανικής κυβέρνησης του κ. Μπους να αποκτήσουν κατοικία τα φτωχά νοικοκυριά και οι μειονότητες.⁸ Οι τράπεζες όμως στη συνέχεια, καθώς τα επιτόκια παρέμβασης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (Fed) άρχισαν να αυξάνονται, σταδιακά χαλάρωναν τα πιστωτικά τους κριτήρια, γνωρίζοντας ότι στο άμεσο μέλλον θα πωλούσαν τα δάνεια μέσω τιτλοποιήσεων σε τρίτους επενδυτές. Οι τιτλοποιήσεις είχαν αποτέλεσμα οι τράπεζες να δανείζουν αφοβα σε μη φερέγγυους δανειολήπτες, αφού γνώριζαν εκ προοιμίου ότι τα δάνεια τελικά δεν

7 Ο δείκτης των S&P/Case & Shiller-20 χρησιμοποιείται πολύ πιο συχνά από τον επίσημο δείκτη OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight), γιατί στον τελευταίο, παρά τη μεγαλύτερη γεωγραφική του κάλυψη, υποαντιπροσωπεύονται τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, καθώς και οι πωλήσεις κατοικιών υψηλής αξίας.

8 Πολλοί ισχυρίζονται ότι μια αιτία του ξεκινήματος της κρίσης ήταν τα χαμηλά επιτόκια της Fed την περίοδο 2003-04, τα οποία ώθησαν τους ιδιώτες επενδυτές στην αναζήτηση ριψοκίνδυνου κέρδους. Σε ιδιωτική συζήτηση, ο τότε Πρόεδρος της Fed κ. Alan Greenspan αντικρούει σήμερα τον ισχυρισμό αυτό, λέγοντας ότι τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης επεκτάθηκαν αφότου τα επιτόκια παρέμβασης στις ΗΠΑ ακολούθησαν εκ νέου ανοδική τροχιά. Επίσης, σύμφωνα με εκτιμήσεις του συγγραφέα που αφορούν τον κανόνα τύπου Taylor σχετικά με την αντίδραση των νομισματικών αρχών των ΗΠΑ στην ανεργία και τον πληθωρισμό, τα επιτόκια παρέμβασης έπρεπε να ήταν πολύ χαμηλά την εποχή εκείνη, όπως και ήταν.

Διάγραμμα 8 Δείκτης ονομαστικών τιμών κατοικιών των Case & Shiller

(Ιανουάριος 2000=100)

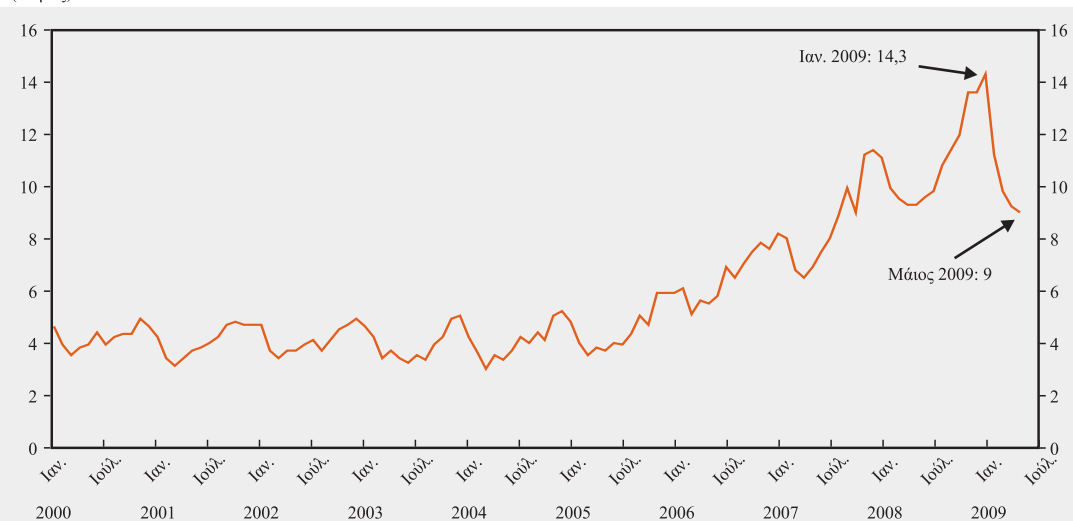


Πηγή: Bloomberg.

Σημειώσεις: Ο δείκτης S&P/Case-Shiller-20 χρησιμοποιεί τη μέθοδο των "επαναλαμβανόμενων πωλήσεων", κατά την οποία χρησιμοποιούνται δεδομένα για κατοικίες που έχουν αποτελέσει αντικείμενο αγοραπωλησίας τουλάχιστον δύο φορές. Έχει μηνιαία συχνότητα, καλύπτει γεωγραφικά 20 μητροπολιτικές περιοχές των ΗΠΑ και τα στοιχεία συλλέγονται από γραφεία εκτιμητών.

Διάγραμμα 9 Απόθεμα νέων κατοικιών προς πώληση

(Μήνες)



Πηγή: Bloomberg.

Σημειώσεις: Ο δείκτης S&P/Case-Shiller-20 χρησιμοποιεί τη μέθοδο των "επαναλαμβανόμενων πωλήσεων", κατά την οποία χρησιμοποιούνται δεδομένα για κατοικίες που έχουν αποτελέσει αντικείμενο αγοραπωλησίας τουλάχιστον 2 φορές. Έχει μηνιαία συχνότητα, καλύπτει γεωγραφικά 20 μητροπολιτικές περιοχές των ΗΠΑ και τα στοιχεία συλλέγονται από γραφεία εκτιμητών.

θα έμεναν στον ισολογισμό τους, ενώ χρησιμοποιούσαν και το ρευστό από την πώληση για την παραγωγή νέων δανείων και συνεπώς περισσότερων κερδών. Επίσης, όσο οι τιμές των κατοικιών αυξάνονταν, ιδίως από το 2003 έως το 2006, οι δανειστές αδιαφορούσαν για τον κίνδυνο

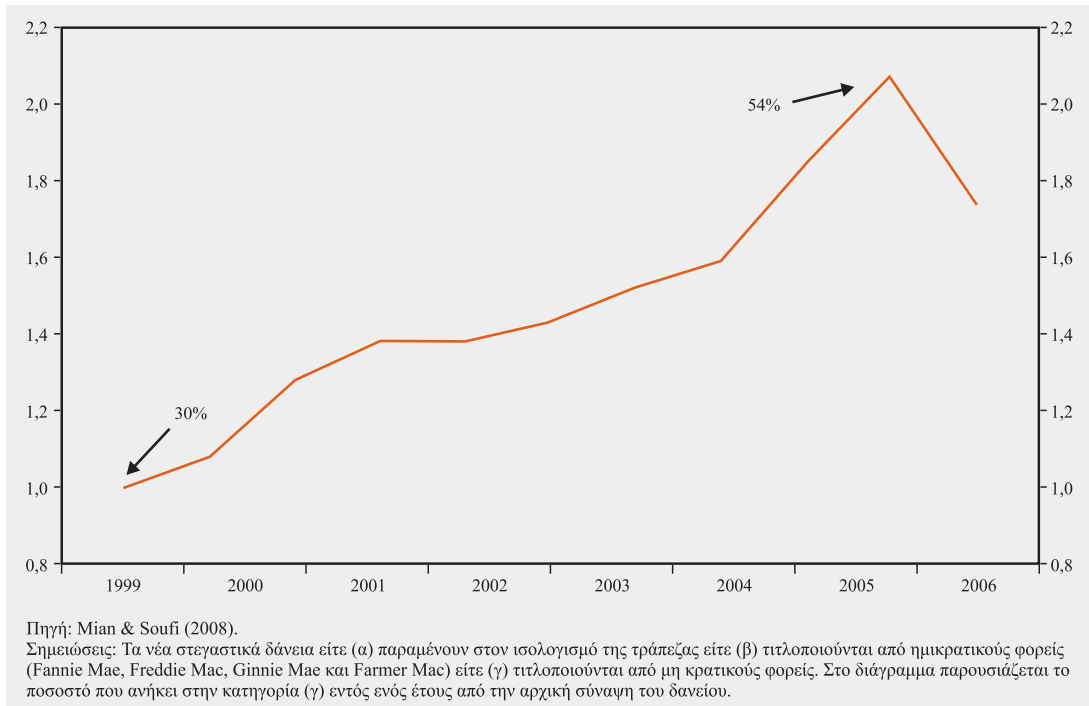
(Ιανουάριος 2000=100)



Σημείωση: Τα στοιχεία σχετικά με τα δάνεια για ακίνητα αφορούν υπόλοιπα δανείων από εμπορικές τράπεζες στις ΗΠΑ στο τέλος κάθε μήνα για αγορά ακινήτων (συμπεριλαμβανομένων οικοπέδων και εμπορικών ακινήτων). Στα "λοιπά δάνεια" περιλαμβάνονται όλες οι υπόλοιπες κατηγορίες δανείων από εμπορικές τράπεζες των ΗΠΑ εκτός των διατραπέζιων δανείων. Οι δύο αυτές κατηγορίες συνπαρτίζουν το σύνολο των δανείων των εμπορικών τραπεζών. Τον Ιανουάριο του 2000 τα υπόλοιπα των δανείων για αγορά ακινήτων ήταν \$1.498,4 δισεκ. και στο τέλος Μαΐου του 2009 \$3.876,3 δισεκ., ενώ τα υπόλοιπα των λοιπών δανείων ήταν \$2.016,8 δισεκ. και \$3.195,4 δισεκ. αντίστοιχως.

Συγχρόνως, η ζήτηση για τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης αυξήθηκε λόγω καινοτομιών στην αγορά τιτλοποιήσεων. Με βάση τις αναμενόμενες μηνιαίες πληρωμές των δανείων, οι οποίες συγκεντρώνονταν σε κοινό ταμείο, οι αγοραστές ενός χαρτοφυλακίου στεγαστικών δανείων εξέδιδαν μια σειρά από τίτλους με διαφορετικό πιστωτικό κίνδυνο (tranches), τα λεγόμενα “Collateralized Debt Obligations (CDOs)”. Δημιουργήθηκαν κανόνες κατανομής των μηνιαίων ταμειακών εισροών προς τα διαφορετικά δομημένα ομόλογα. Κάποια από τα δομημένα ομόλογα είχαν πιο βέβαιες πληρωμές από το ταμείο (και φυσικά υψηλότερη τιμή, άρα χαμηλή αναμενόμενη απόδοση), κάποια πολύ αβέβαιες (και

Διάγραμμα ΙΙ Ποσοστό (%) στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ που τιτλοποιήθηκαν από μη κρατικούς φορείς



φυσικά χαμηλότερη τιμή, άρα υψηλή αναμενόμενη απόδοση). Έτσι, ο πιστωτικός κίνδυνος, ακόμη και από δάνεια χαμηλής διαβάθμισης, θεωρητικά θα διασπειρόταν και θα αναλαμβανόταν από επενδυτές που αμείβονταν για τον κίνδυνο.⁹

Στην πράξη, η τιμολόγηση του κινδύνου στα δομημένα ομόλογα απέτυχε, αλλά η αποτυχία έγινε αντιληπτή μόνον εκ των υστέρων. Εκ των υστέρων, γνωρίζουμε ότι οι επενδυτές που αγόραζαν τα ομόλογα υψηλού κινδύνου υπήρξαν είτε αφελείς είτε παραπληροφορημένοι για το ύψος του κινδύνου είτε πλεονέκτες είτε άτυχοι (δηλαδή ένα κακό γεγονός με μικρή πιθανότητα έτυχε να πλήξει την αγορά πολύ γρήγορα σε σχέση με την αντικειμενική του πιθανό-

⁹ Οι τιτλοποιήσεις εμφανίστηκαν για πρώτη φορά στις ΗΠΑ το 1939 με την έκδοση Mortgage Backed Securities (MBSs) που είχαν κρατική εγγύηση. Η πρωτοβουλία ανήκε στην πολιτική ηγεσία των ΗΠΑ, η οποία επιθυμούσε τη διευκόλυνση της χρηματοδότησης της κατοικίας. Έκτοτε το μεγάλο πρόβλημα των MBS ήταν ο κίνδυνος προπληρωμής. Η προπληρωμή πηγάζει από τη δυνατότητα του νοικοκυριού να προπληρώσει ένα στεγαστικό δάνειο, αν τα σταθερά επιτόκια έχουν πέσει πολύ ή από την ανάγκη πώλησης του ακινήτου λόγω μετακόμισης σε άλλη περιοχή, διαζυγίου κ.λπ. Η προπληρωμή αλλάζει αυθαίρετα το μηνιαίο ποσό που εισέρχεται στο ταμείο που υποστηρίζει το MBS, επομένως και το μηνιαίο ποσό που τελικά λαμβάνει ο κάτοχος του ομολόγου MBS. Το πρόβλημα του κινδύνου προπληρωμής λύθηκε το 1983 από τον Richard Roll, καθηγητή του UCLA, ο οποίος ήλθε στη Νέα Υόρκη στη Goldman Sachs για δύο χρόνια περίπου και δημιούργησε τα τότε αποκαλούμενα “Collateralized Mortgage Obligations (CMOs)”. Η λύση ήταν η δημιουργία, αντί για ένα ομόλογο, το MBS, σειράς δομημένων ομολόγων με κλιμακούμενα χαρακτηριστικά του κινδύνου προπληρωμής (tranches), ώστε οι κάτοχοι των δομημένων ομολόγων να περιορίζουν σε πιο στενά πλαίσια το ύψος του κινδύνου που αντιμετωπίζουν. Στη δεκαετία του 1990, η λύση αυτή αντιγράφηκε στην τότε δημιουργία των Collateralized Debt Obligations (CDOs), όπου, αντί για τον παλαιό κίνδυνο προπληρωμής, τα δομημένα ομόλογα διαχωρίζαν σε κλιμάκια (tranches) τον πιστωτικό κίνδυνο του αρχικού οφειλέτη, οποιοσδήποτε και αν ήταν αυτός που εξέδωσε τον αρχικό τίτλο. Μάλιστα ορισμένα CDOs, τα επονομαζόμενα “CDOs2”, είχαν ως μέρος του υποστηρικτικού ταμείου ρευστού ένα άλλο προηγούμενο CDO! Σαφώς, η πολυπλοκότητα έφερε την αδιαφάνεια. Έφερε και την καταστροφή της διασποράς του κινδύνου.

τητα).¹⁰ Μάλλον συνέβησαν και τα τέσσερα. Σίγουρα όμως οι επενδυτές δεν εκτίμησαν σωστά τον κίνδυνο. Μάλιστα η κρίση έδειξε ότι ακόμα και τα δομημένα ομόλογα που είχαν αξιολογηθεί ως AAA, δηλαδή τα υποτιθέμενα πλέον ασφαλή, είχαν μεγάλο κίνδυνο, αφού πολλά έχασαν σχεδόν το μισό της αξίας τους μετά τον Ιούλιο του 2007. Π.χ., 27 από τα 30 δομημένα ομόλογα που είχε δημιουργήσει η Merrill Lynch το 2007 και είχαν βαθμολογηθεί ως AAA επαναξιολογήθηκαν ως “junk”, δηλαδή “άχρηστα” ή μεγάλου ρίσκου (Craig et. al., 2008).¹¹

Οι Coval et al. (2009) δείχνουν ότι κύριες αιτίες της τότε κακής βαθμολόγησης των αξιολογικών οίκων ήταν δύο: Πρώτον, στα δομημένα ομόλογα (CDOs), σε αντίθεση με τα κανονικά ομόλογα, οποιαδήποτε λάθη στην εκτίμηση του κινδύνου πολλαπλασιάζονται. Δεύτερον, στα δομημένα ομόλογα η πιθανότητα χρεοκοπίας είναι πολύ μεγαλύτερη από ό,τι στα κανονικά ομόλογα λόγω της θετικής συσχέτισης των επιμέρους κινδύνων στις πληρωμές που κάνει το κοινό υποστηρικτικό ταμείο του δομημένου ομολόγου. Καταστρέφεται η διασπορά του κινδύνου, κάτι που αγνοήθηκε στις τότε αξιολογήσεις.

Σημειώνεται ότι οι ίδιες οι επενδυτικές τράπεζες, που ως μεσάζουσες δημιουργούσαν τις τιτλοποιήσεις των δανείων, συνήθως διακρατούσαν το μερίδιο με το μεγαλύτερο κίνδυνο και την υψηλότερη απόδοση (equity tranche). Έτσι, όταν ξέσπασε η κρίση στα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης και στη συνέχεια μεταφέρθηκε στα δομημένα ομόλογα που χρηματοδότησαν τα “κακά” δάνεια, οι επενδυτικές τράπεζες ήταν αυτές που υπέστησαν τις πρώτες μεγάλες απώλειες. Οι ίδιες ισχυρίζονται ότι έπρεπε να επενδύουν σε μέρος του equity tranche, για να διοχετεύουν το μήνυμα ασφάλειας στους υπόλοιπους επενδυτές των πιο ασφαλών δομημένων ομολόγων (tranches) του κοινού ταμείου. Βεβαίως, η ζέση για υψηλά κέρδη την εποχή εκείνη ήταν τόσο μεγάλη ώστε σε ορισμένες επενδυτικές τράπεζες εκδιώχθηκαν οι επικεφαλές των τομέων διαχείρισης κινδύνου διότι ενοχλούσαν τη Διοίκηση της τράπεζας με τις παραινήσεις τους για προσοχή σ’ αυτές τις επενδύσεις (π.χ. Merrill Lynch).

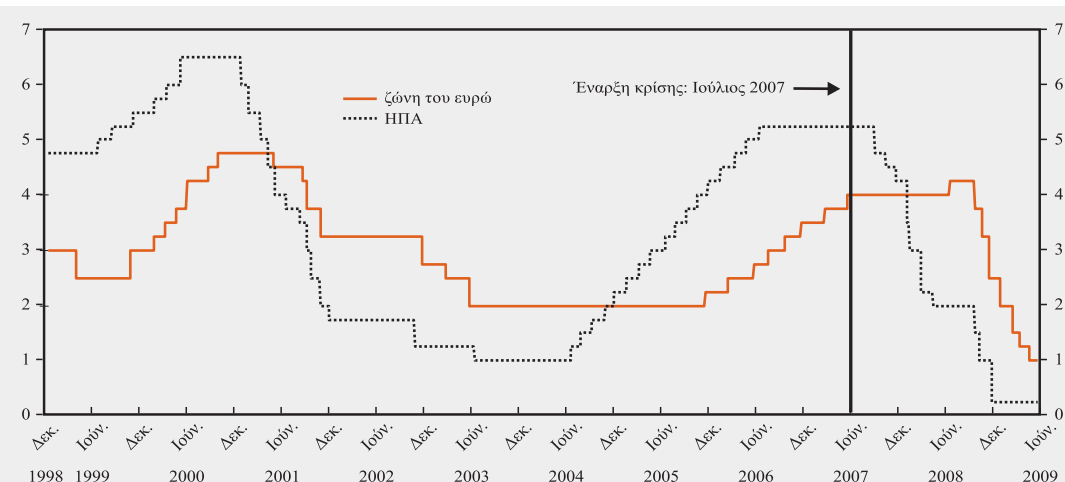
Το πρόβλημα σταδιακά γιγαντώθηκε, κυρίως λόγω της υψηλής μόχλευσης των επενδυτών στα δομημένα ομόλογα. Σε όλες τις αγορές περιουσιακών στοιχείων, οι επενδυτικές τράπεζες και πολλά hedge funds χρησιμοποιούσαν πολύ λίγα δικά τους κεφάλαια, δανειζόμενες τα υπόλοιπα και μάλιστα βραχυπρόθεσμα. Ορισμένοι οργανισμοί είχαν συντελεστή μόχλευσης 20, 30 ή και 40! Π.χ., μια επενδυτική τράπεζα τύπου Bear Stearns ή Lehman Brothers με μόχλευση 20 σημαίνει (περίπου) ότι όταν αγοράζει ένα δομημένο ομόλογο αξίας 100, βάζει δικά της χρήματα αξίας 5 και δανείζεται τα 95. Αν λοιπόν η τιμή του ομολόγου πέσει κατά 5% και φθάσει τα 95, η τράπεζα θα έχει χάσει όλο το κεφάλαιο που κατέθεσε. Αν μάλιστα έχει επενδύσει σημαντικό τμήμα του χαρτοφυλακίου της σε τέτοια ομόλογα, θα υποστεί συρρίκνωση του κεφα-

10 Συνέβη, δηλαδή, το αντίθετο από το γνωστό στην οικονομική βιβλιογραφία πρόβλημα του μεξικανικού πέσο (Peso Problem), όταν η αγορά στη δεκαετία του 1980 προσδοκούσε υποτίμηση του πέσο, τιμολογούσε έτσι στην προθεσμιακή αγορά, αλλά η υποτίμηση δεν ερχόταν.

11 Η πλειοψηφία των εσόδων των αξιολογικών οίκων την περίοδο μετά το 2002 προήλθε από την αξιολόγηση των δομημένων ομολόγων των τιτλοποιήσεων.

Διάγραμμα 12 Επιτόκια παρέμβασης κεντρικών τραπεζών

(Ποσοστά %)



Πηγές: Federal Reserve και ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το επιτόκιο παρέμβασης στις ΗΠΑ είναι το federal funds rate, με το οποίο δανείζονται οι εμπορικές τράπεζες μεταξύ τους, διάρκειας μίας ημέρας (overnight). Το επιθυμητό ύψος αυτού ορίζεται από την επιτροπή FOMC της Federal Reserve και απεικονίζεται στο διάγραμμα. Το επιτόκιο παρέμβασης στη ζώνη του ευρώ είναι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (main refinancing rate) ή ελάχιστο επιτόκιο προσφορών (minimum bid rate) και είναι το επιτόκιο, διάρκειας μίας εβδομάδας, με το οποίο η ΕΚΤ δανείζει τις εμπορικές τράπεζες.

λαίου της, κάτι που μάλιστα θα πρέπει σύντομα να το δείξει στα βιβλία της λόγω της τότε¹² νομοθεσίας περί λογιστικής αποτύπωσης με βάση τις τιμές της αγοράς (marking to market). Οι δανειστές της θα αντιληφθούν το πρόβλημα έλλειψης κεφαλαίων και πολύ σύντομα, λόγω και της αντίστοιχης σύντομης λήξης των δανείων, θα αρνηθούν την περαιτέρω χρηματοδότηση της επενδυτικής τράπεζας. Η μόχλευση με βραχυχρόνιο δανεισμό ενέχει λοιπόν τον κίνδυνο να οδηγήσει πολύ γρήγορα στη χρεοκοπία. Οδηγεί και σε προσπάθεια ταχείας πώλησης του περιουσιακού στοιχείου, πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και, έτσι, σε πανικό και επέκταση της κρίσης.¹³

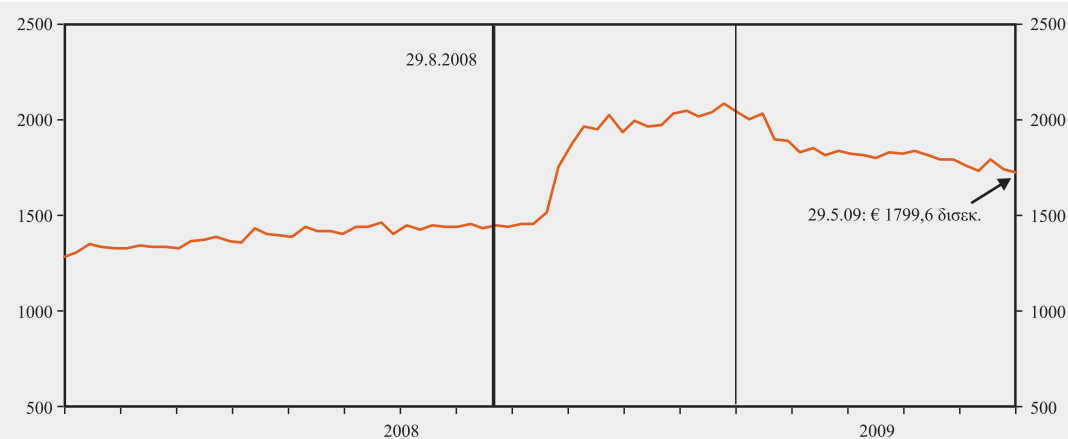
Η κρίση πήρε τέτοιες διαστάσεις, ιδιαίτερα μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008, ώστε πολλοί, κατά τη διάρκεια του 2009, τη συγκρίνουν πλέον με τη Μεγάλη Ύφεση του 1929-1933. Η μεγάλη όμως διαφορά με την περίοδο εκείνη είναι η σημερινή ισχυρή και άμεση αντίδραση των νομισματικών και δημοσιονομικών αρχών, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ. Η πιο άμεση αντίδραση των Αμερικανών φαίνεται, για παράδειγμα, στη νομισματική πολιτική. Μείωσαν αμέσως τα επιτόκια παρέμβασης από το καλοκαίρι του 2007 (Διάγραμμα 12), ενώ τροφοδότησαν με άφθονη ρευστότητα την αγορά, όπως φαίνεται όχι μόνον

¹² Δηλαδή πριν από την τροποποίηση των ΔΛΠ 39 και ΔΠΧΠ 7 το 2008.

¹³ Μια αιτία των όσων συνέβησαν ήταν και η χαλάρωση της εποπτείας, τόσο από τη Federal Reserve στους μεγάλους τραπεζικούς ομίλους (Bank Holding Companies), οι οποίοι αφέθηκαν ελεύθεροι να δημιουργούν θυγατρικές εταιρίες ειδικού τύπου (Special Purpose Vehicles) και να παρακάμπτουν τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας (δηλαδή να συντηρούν υψηλούς συντελεστές μόχλευσης), όσο και από τη Securities and Exchange Commission στις επενδυτικές τράπεζες, οι οποίες μπορούσαν να έχουν υψηλούς συντελεστές μόχλευσης. Πολλοί δακτυλοδεικτούν την κατάργηση το 1999 της Glass-Steagall Act, δηλ. της νομοθεσίας που διαχωρίζει την εμπορική από την επενδυτική τραπεζική.

Διάγραμμα 13Α Ύψος συνολικού ενεργητικού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)

(Δισεκ. ευρώ)

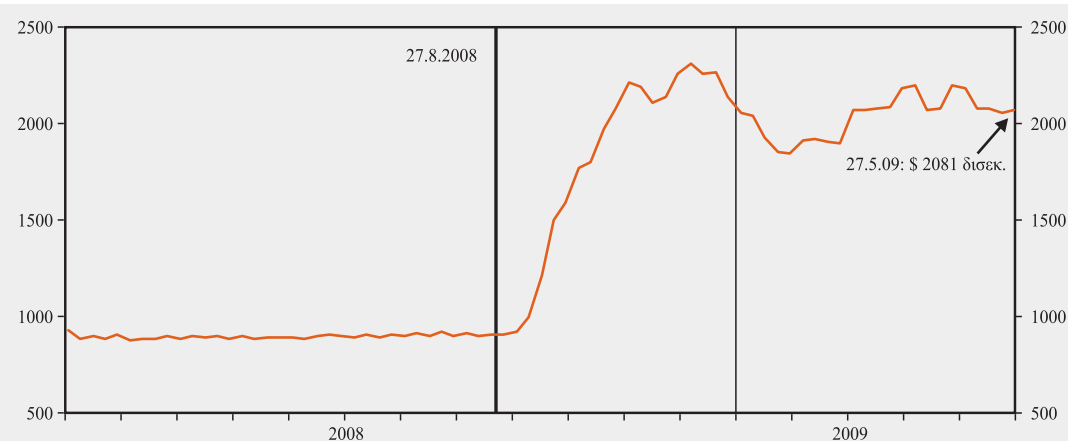


Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Στις 29.8.2008, λίγο πριν από την κατάρρευση της Lehman Brothers, το ύψος του ενεργητικού ήταν €1.449,1 δισεκατομμύρια. Η αύξησή του, έως τις 29.5.2009, κατά 24% (ή €350,5 δισεκ.), προήλθε κυρίως από την αύξηση κατά 87% (ή €48 δισεκ.) των απαιτήσεων έναντι κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε ξένο νόμισμα, την αύξηση κατά 167% (ή €185,5 δισεκ.) των τίτλων που εκδίδονται σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ και τέλος την αύξηση κατά 46% (ή €213 δισεκ.) του δανεισμού σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα 13Β Ύψος συνολικού ενεργητικού της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve)

(Δισεκ. δολ. ΗΠΑ)



Πηγή: Federal Reserve.

Σημειώσεις: Στις 27.8.2008, λίγο πριν από την κατάρρευση της Lehman Brothers, το ύψος του ενεργητικού ήταν \$908,9 δισεκατομμύρια. Η αύξησή του, έως τις 27.5.2009, κατά 129% (ή \$1.172,7 δισεκ.), προήλθε κυρίως από την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού που σχετίζονται με τις καινοτομίες της Federal Reserve. Οι τίτλοι του Αμερικανικού Δημοσίου (παραδοσιακό εργαλείο πολιτικής) αυξήθηκαν κατά 25% (ή \$120,5 δισεκατομμύρια). Στο ενεργητικό της 27.5.2009 εμφανίζονται στοιχεία που δεν υπήρχαν εννέα μήνες νωρίτερα: Federal Agency Debt Securities ύψους \$79,7 δισεκ., Mortgage-backed securities ύψους \$427,5 δισεκ., Central Bank Liquidity Swaps ύψους \$181,6 δισεκ. κ.λπ.

από τις καινοτομίες της Fed, αλλά και από το σημερινό υπερδιπλασιασμό του ισολογισμού της (βλ. Διάγραμμα 13Α για την ΕΚΤ και Διάγραμμα 13Β για τη Fed).

Η διαφορά με τη Μεγάλη Ύφεση του 1929-1933 φαίνεται και στη δημοσιονομική πολιτική. Τόσο η κυβέρνηση Μπους όσο και η κυβέρνηση Ομπάμα αντέδρασαν γρήγορα με δημοσιονο-

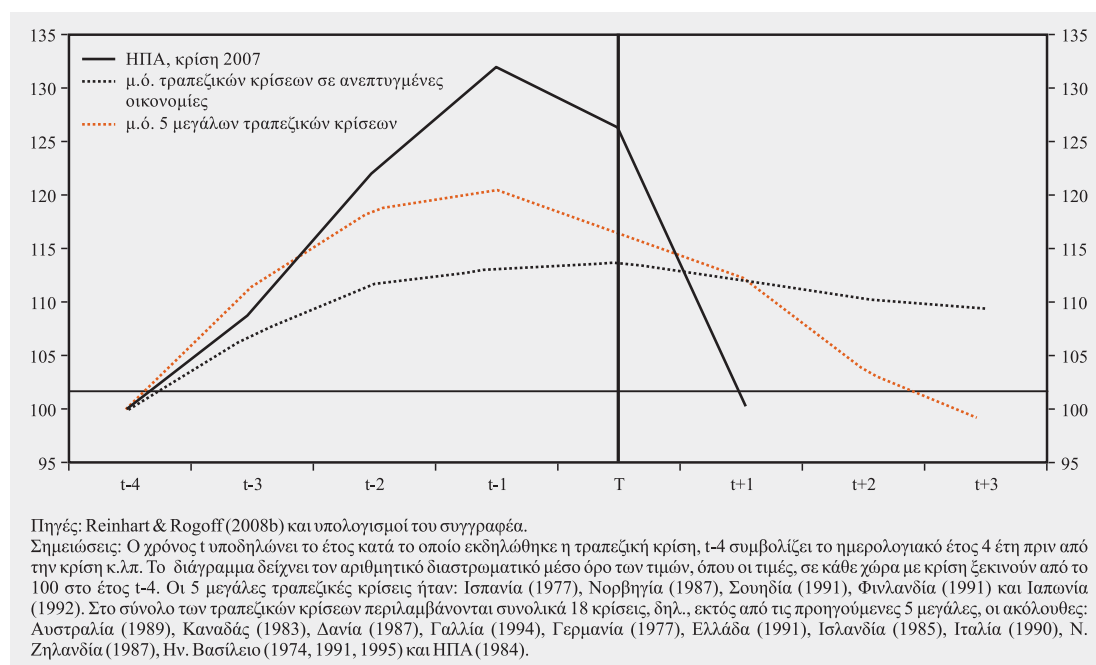
μικά πακέτα και με προσπάθεια διάσωσης των τραπεζών. Αντίθετα, η αρχική αντίδραση των Αρχών το 1929 περιλάμβανε περιοριστικές πολιτικές για τη μείωση των ελλειμμάτων, οι οποίες επέτειναν την ύφεση.

4.2 Αγορά ακινήτων και τραπεζικές κρίσεις

Κατάρρευση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας παρατηρείται όταν διακόπτεται η ομαλή χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Χωρίς πρόσβαση σε χρηματοδότηση, επιχειρήσεις και νοικοκυριά περιορίζουν τις επενδύσεις, το εμπόριο και την κατανάλωση και έτσι περιορίζεται η οικονομική ανάπτυξη. Η κατάρρευση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των τιμών των κατοικιών, μπορεί να προκαλέσει χρηματοοικονομική αστάθεια. Μια πτώση των τιμών των κατοικιών αυξάνει το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής εξαιτίας της ασύμμετρης πληροφόρησης (adverse selection) και του ηθικού κινδύνου (moral hazard) που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες στην παροχή δανείων, σε σημείο που να σταματά ο περαιτέρω δανεισμός (Greenwald and Stiglitz, 1988, Bernanke and Gertler, 1989, Mishkin, 1997). Αυτή η διακοπή στο δανεισμό οδηγεί σε κρίση.¹⁴

14 Σύμφωνα με τους Τσατσαρώνη & Zhu (2007), η επίδραση στην πιστωτική επέκταση και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα από τις κινήσεις των τιμών των ακινήτων είναι μεγαλύτερη στις χώρες όπου επικρατούν τα στεγαστικά δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου και όπου οι πρακτικές αποτίμησης των ακινήτων βασίζονται περισσότερο στην αγορά. Στις χώρες αυτές ο κίνδυνος ανάπτυξης αμοιβαία ενισχυόμενων ανισορροπιών στην αγορά ακινήτων και το χρηματοπιστωτικό τομέα είναι πιο έντονος, γεγονός που σημαίνει ότι οι αρμόδιες αρχές θα πρέπει να παρακολουθούν στενά τις εξελίξεις στις αξίες των ακινήτων.

Διάγραμμα 14 Πραγματικές τιμές ακινήτων 4 έτη πριν έως 3 έτη μετά την κρίση (t=έτος τραπεζικής κρίσης)



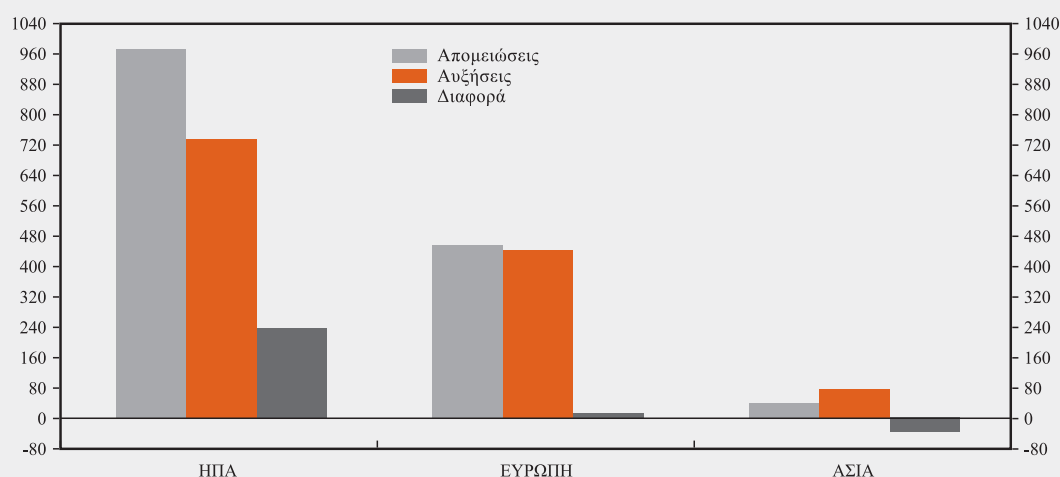
Με βάση σύγκρισης προηγούμενες τραπεζικές κρίσεις, η σημερινή είναι πολύ μεγάλη. Σε όλες αυτές τις κρίσεις προηγήθηκε μεγάλη αύξηση των τιμών των ακινήτων (Reinhart and Rogoff, 2008α, Goldman Sachs, 2008), ενώ η μετέπειτα πτώση των τιμών των ακινήτων διήρκεσε πάνω από 3 χρόνια. Η Goldman Sachs (2008) εκτιμά το μέσο όρο αυτής της χρονικής διάρκειας σε 6 χρόνια και την πτώση των πραγματικών τιμών σε 31%! Συνεπώς, σύμφωνα με την προϊστορία των κρίσεων, η σημερινή κρίση θα μας ταλαιπωρεί για μεγάλο διάστημα.

Η σημερινή κρίση έχει επιδράσει σημαντικά όχι μόνο στη ρευστότητα, η οποία στα μέσα του 2009, με την πτώση του κινδύνου αντισυμβαλλομένου, βαίνει προς ομαλοποίηση, αλλά και, κυρίως, στην κεφαλαιακή επάρκεια του τραπεζικού συστήματος. Παρά τις παρεμβάσεις των κρατικών φορέων, η κεφαλαιακή επάρκεια εξακολουθεί να είναι ένα μεγάλο πρόβλημα. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι οι τελικές σωρευτικές απώλειες των περιουσιακών στοιχείων του χρηματοπιστωτικού συστήματος παγκοσμίως θα ανέλθουν στα \$4,1 τρισεκ., οι οποίες θα πάρει πολύ χρόνο για να αναπληρωθούν (IMF, 2009). Τον Ιούνιο του 2009, οι απομειώσεις στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν είχαν ακόμα πλησιάσει τις μισές από αυτές που το ΔΝΤ εκτιμά ότι τελικά θα σωρευθούν (Διάγραμμα 15). Στο μεσοδιάστημα, οι απώλειες οδηγούν σε απομόχλευση, δηλαδή σε περιορισμό της παροχής δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Η επίδραση της απομόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην πραγματική οικονομία είναι μεγάλη. Μια τράπεζα, που έχει υποστεί απομειώσεις και, λόγω κακού κλίματος στην αγορά, δεν μπορεί να κάνει αύξηση κεφαλαίου, θα προσπαθήσει να ρευστοποιήσει τμήμα του ενεργητικού της κατά ένα πολλαπλάσιο ποσό από την ανάγκη που έχει για νέα κεφάλαια. Αν, π.χ.,

Διάγραμμα 15 Απομειώσεις και αυξήσεις κεφαλαίου στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα (Ιούλιος 2007-19.6.2009)

(Δισεκ. δολ. ΗΠΑ)



Πηγή: Bloomberg.

Σημειώσεις: Οι απομειώσεις αφορούν στοιχεία που ξεκινούν στο 3ο τρίμηνο του 2007 και σωρεύονται έως τις 19.6.2009. Εκφράζουν διαγραφές ή/και μείωση της αξίας στοιχείων του ενεργητικού, όπως εμφανίζονται στις λογιστικές καταστάσεις, αλλά και σε ανακοινώσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στις 19.6.2009 το σύνολο των απομειώσεων ανερχόταν σε \$1.471 δισεκ. και οι αυξήσεις κεφαλαίου σε \$1.257 δισεκ., δημιουργώντας χάσμα \$214 δισεκατομμυρίων.

Πίνακας 2 Παρεχουσες κρίσεις στην αγορά ακινήτων: διάρκεια και κόστος

	Ανώτατο σημείο	Κατώτατο σημείο	Διάρκεια (τρίμηνα)	Μείωση πραγματικών τιμών ακινήτων (%)		Ανώτατο σημείο	Κατώτατο σημείο	Διάρκεια (τρίμηνα)	Μείωση πραγματικών τιμών ακινήτων (%)
Ιαπωνία	'73 - δ' τρ.	'77 - γ' τρ.	15	-31	Φινλανδία	'74 - β' τρ.	'79 - β' τρ.	20	-30
Ιαπωνία	'91 - α' τρ.	'07 - δ' τρ.	67	-44	Φινλανδία	'89 - α' τρ.	'93 - α' τρ.	17	-49
Γερμανία	'81 - β' τρ.	'87 - γ' τρ.	25	-15	Ιρλανδία	'81 - γ' τρ.	'87 - β' τρ.	23	-27
Γερμανία	'94 - δ' τρ.	'07 - δ' τρ.	52	-26	N. Κορέα	'91 - β' τρ.	'96 - δ' τρ.	22	-34
Γαλλία	'81 - α' τρ.	'84 - γ' τρ.	14	-18	N. Κορέα	'97 - α' τρ.	'98 - δ' τρ.	7	-20
Ιταλία	'81 - α' τρ.	'86 - β' τρ.	21	-35	Ολλανδία	'78 - β' τρ.	'85 - γ' τρ.	29	-50
Ιταλία	'92 - γ' τρ.	'98 - β' τρ.	23	-26	Νορβηγία	'86 - δ' τρ.	'93 - α' τρ.	25	-40
Ην. Βασίλειο	'73 - γ' τρ.	'77 - β' τρ.	15	-34	Νέα Ζηλανδία	'74 - γ' τρ.	'80 - β' τρ.	23	-38
Ην. Βασίλειο	'89 - γ' τρ.	'92 - δ' τρ.	13	-26	Σουηδία	'77 - δ' τρ.	'86 - α' τρ.	33	-33
Καναδάς	'81 - α' τρ.	'85 - α' τρ.	16	-21	Σουηδία	'90 - α' τρ.	'96 - β' τρ.	25	-28
Καναδάς	'89 - δ' τρ.	'98 - γ' τρ.	35	-16	Ελβετία	'73 - α' τρ.	'76 - γ' τρ.	14	-29
Ισπανία	'78 - β' τρ.	'82 - γ' τρ.	16	-33	Ελβετία	'89 - δ' τρ.	'01 - α' τρ.	45	-39

M.O.

25

-31

M.O. "Big-5"

30

-39

ΗΠΑ - S&L

20

-8

Πηγή: Goldman Sachs (2008).

Σημειώσεις: Το δείγμα εκτείνεται από το 1970 έως το 2007. Το ανώτατο (κατώτατο) σημείο περιγράφει το τρίμηνο στη διάρκεια του οποίου παρατηρήθηκε η ανώτατη (κατώτατη) τιμή πριν από τη μετέπειτα πτώση (άνοδο). Η διάρκεια σε τρίμηνα περιγράφει τον αριθμό των τμημάτων που μεσολοβούν από το ανώτατο έως το κατώτατο σημείο των τιμών. Η μείωση των πραγματικών τιμών (μεταβολή των ονομαστικών τιμών σε σχέση με τον ετήσιο πληθωρισμό της αντίστοιχης περιόδου) είναι σωρευτική. Ο "M.O. big-5" περιγράφει το μέσο όρο των 5 μεγαλύτερων πτώσεων των πραγματικών τιμών. Οι "Big-5" είναι οι 5 μεγαλύτερες τραπεζικές κρίσεις, όπως τις ορίζουν οι Reinhart & Rogoff (2008a): Ιαπωνία (1977), Νορβηγία (1987), Σουηδία (1991), Φινλανδία (1991) και Ιαπωνία (1992). Το "ΗΠΑ - S&L" περιγράφει την περίοδο της κρίσης στα ειδικά πιστωτικά ιδρύματα που υποκαταστάει "Savings and Loans Associations" στα τέλη της δεκαετίας του '80-αρχές της δεκαετίας του '90.

το ενεργητικό της ήταν αρχικά \$100, τα κεφάλαιά της \$10 και οι καταθέσεις της \$90, μια μετέπειτα απομείωση περιουσιακών στοιχείων αξίας \$6 θα φέρει το ενεργητικό στα \$94 και τα ίδια κεφάλαια στα \$4. Τότε η τράπεζα, για να επαναφέρει το συντελεστή ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό στο αρχικό 10%, θα πρέπει να μειώσει το συνολικό ενεργητικό της από τα \$94 στα \$40. Συνεπώς, θα ρευστοποιήσει στοιχεία του ενεργητικού αξίας \$54 και θα χρησιμοποιήσει το ρευστό ώστε να μειώσει τις καταθέσεις από \$90 σε \$36. Ο πιο εύκολος τρόπος να μειώσει το ενεργητικό είναι να αρνηθεί το νέο δανεισμό ή/και την αναχρηματοδότηση παλαιών δανείων, ακόμα και σε καλούς πελάτες. Έτσι, η κρίση μεταφέρεται πολλαπλασιαστικά στην πραγματική οικονομία.

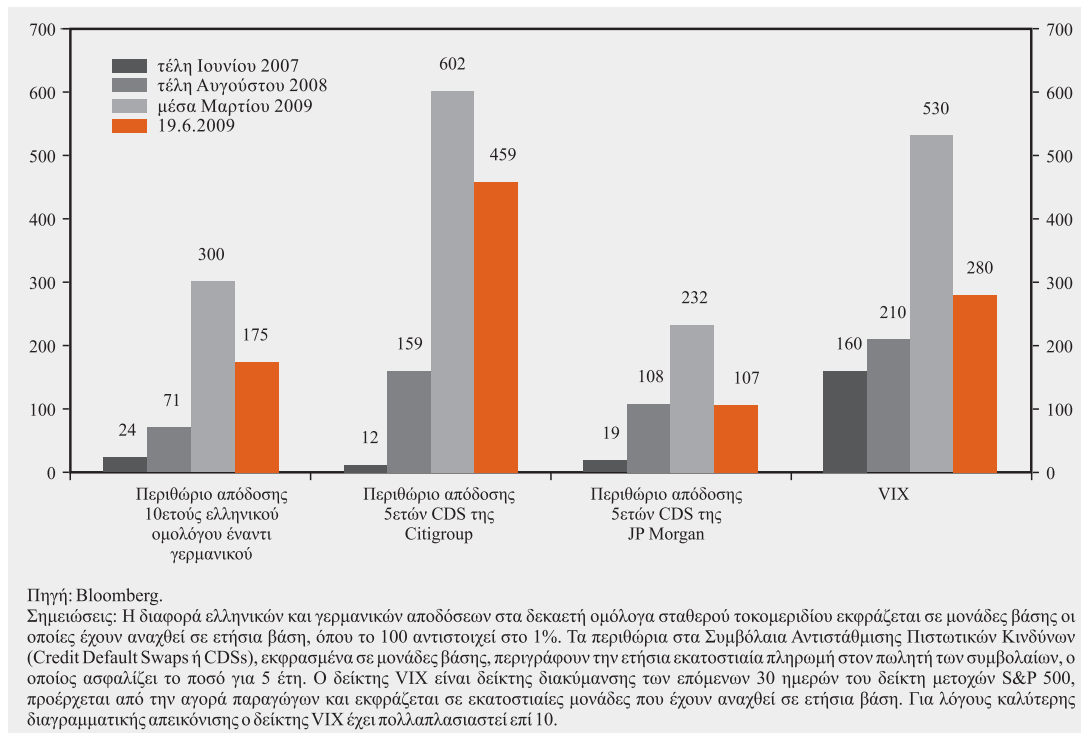
Στα μέσα του 2009, τα χειρότερα της κρίσης φαίνεται να έχουν περάσει. Η δραματική αυτή αλλαγή στο κλίμα της αγοράς — σε αντιδιαστολή με την πραγματική οικονομία — οφείλεται στην επιτυχή παρέμβαση των Αρχών, με προεξάρχουσες κυρίως δύο αποφάσεις τους: Η πρώτη ήταν η χρηματοδότηση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου από τους G-20 με ποσό ύψους ενός τρισεκ. δολ. ΗΠΑ, ώστε να μπορεί να στηρίζει χώρες με προβλήματα, και η δεύτερη ήταν η εκτέλεση και η ανακοίνωση των αποτελεσμάτων ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) σε 19 μεγάλες τράπεζες των ΗΠΑ με συνολικό ενεργητικό ίσο με το 70% του συνόλου του τραπεζικού συστήματος. Τα αποτελέσματα αυτά, αν και επικρίθηκαν έντονα ότι ήταν αποτέλεσμα άτυπης συνδιαλλαγής με τους τραπεζίτες και επομένως υποεκτιμούν τα προβλήματα, έδωσαν μια αίσθηση ασφάλειας στις αγορές ότι η έλλειψη επαρκών κεφαλαίων μπορεί να λυθεί, ότι η καταστροφή στις αγορές θα αποφευχθεί.

Αν και φαίνεται να αποσοβήθηκε ο κίνδυνος άμεσης κατάρρευσης των αγορών, πολλά προβλήματα του χρηματοπιστωτικού τομέα σκεπάστηκαν και σπρώχθηκαν προς το μέλλον με την ελπίδα ότι θα λυθούν από μόνα τους σταδιακά σε ένα πιο ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον. Στα μέσα του 2009 το τραπεζικό πρόβλημα στις ΗΠΑ είναι μεγαλύτερο από αυτό που επίσημα ανακοινώθηκε. Αιτία το γεγονός ότι οι αρχές άλλαξαν τη νομοθεσία των λογιστικών προτύπων, επιτρέποντας στις τράπεζες να κρύβουν τις ζημιές τους έως την ημερομηνία λήξης των περιουσιακών στοιχείων, των οποίων οι τιμές έχουν μειωθεί δραματικά. Στη συνέχεια, οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων έθεσαν ως βάση την υπόθεση για μεγάλη κερδοφορία το 2009 και το 2010, από την οποία αναμένεται να αντληθούν κεφάλαια ώστε να καλυφθούν οι επερχόμενες ζημιές.

Στην Ευρώπη, σε πολλές χώρες στα μέσα του 2009 δεν είχαν ακόμα γίνει ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Στην Ελλάδα έγιναν τον Ιούνιο του 2009 και τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι περισσότερες τράπεζες ήταν ασφαλείς. Στη Γερμανία, έγινε μια προσπάθεια μεταχρονολόγησης των τραπεζικών ζημιών. Η γερμανική κυβέρνηση προχώρησε στη δημιουργία “κακών τραπεζών” που δέχονται τα ζημιογόνα στοιχεία των τραπεζών, τιμολογώντας τα στο αυθαίρετο ποσοστό του 90% της αρχικής αξίας τους.

Τον Ιούνιο του 2009 η αγορά είχε ομαλοποιηθεί σε σχέση με τα μέσα Μαρτίου του ίδιου έτους, αλλά τα ασφάλιστρα κινδύνου δεν είχαν επανέλθει στα επίπεδα πριν από την επιδείνωση

Διάγραμμα 16 Ασφάλιστρα κινδύνου και διακύμανση στις διεθνείς αγορές



της κρίσης το Σεπτέμβριο του 2008. Αυτό είναι σαφές για πολλές μεταβλητές της αγοράς. Στο Διάγραμμα 16 περιγράφονται επιλεκτικά τέσσερις τέτοιες μεταβλητές. Πρώτον, τα επιτόκια που το Ελληνικό Δημόσιο πρέπει να πληρώσει για δεκαετή δανεισμό σταθερού επιτοκίου σε σχέση με τον αντίστοιχο δεκαετή δανεισμό του Γερμανικού Δημοσίου μειώθηκαν μετά το Μάρτιο του 2009, αλλά εξακολουθούν να είναι υψηλότερα από τον Αύγουστο του 2008 και πολύ υψηλότερα από την εποχή πριν από το ξεκίνημα της κρίσης. Δεύτερον, τα περιθώρια πιστωτικού κινδύνου στα συμβόλαια αντιστάθμισης πιστωτικών κινδύνων (credit default swaps) της Citigroup – μιας τράπεζας με προβλήματα σήμερα – δείχνουν παρόμοια εικόνα: Μειώθηκαν μεν σε σχέση με το Μάρτιο του 2009, αλλά παραμένουν υψηλότερα του Αυγούστου του 2008 και πάρα πολύ υψηλότερα του Ιουνίου του 2007, πριν εκδηλωθεί η κρίση. Τα περιθώρια αντίστοιχων συμβολαίων μιας τράπεζας χωρίς προβλήματα, της JP Morgan, επανήλθαν στα επίπεδα του Αυγούστου του 2008, αλλά παραμένουν πενταπλάσια σε σχέση με τον Ιούνιο του 2007, πριν από την κρίση. Τέλος, ο γνωστός δείκτης VIX της διακύμανσης των τιμών των μετοχών του δείκτη S&P 500 εξακολουθεί να είναι ελαφρά υψηλότερος από τα επίπεδα του Αυγούστου του 2008.

4.3 “Φούσκες” στην αγορά ακινήτων και νομισματική πολιτική

Μέχρι πρότινος η λέξη “φούσκα” ήταν σχεδόν απαγορευμένη στο λεξιλόγιο των οικονομολόγων, οι περισσότεροι από τους οποίους πίστευαν ότι το φαινόμενο είναι ανύπαρκτο, αφού η

ύπαρξή του σε μια ελεύθερη και ορθολογική αγορά θα συνεπαγόταν για ορισμένους επενδυτές την επίτευξη κερδών χωρίς την ανάληψη κινδύνου.¹⁵ Σήμερα, η κρίση αλλάζει σταδιακά την άποψη αυτή. Οι οικονομολόγοι φαίνεται να αποδέχονται την ύπαρξη φουσκών στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Όμως, 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, ο διαχωρισμός μεταξύ δικαιολογημένων και αδικαιολόγητων μεταβολών στις τιμές είναι δύσκολος (Detken and Smets, 2004, Filardo, 2004, Gurkaynak, 2005, Trichet, 2005). Μπροστά στην αβεβαιότητα αυτή, οι Αρχές συνήθως διστάζουν να πάρουν μέτρα εναντίον μιας ανόδου των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, αφού η πολιτική τους μπορεί να οδηγήσει σε ύφεση (Cogley, 1999, Bean, 2004).

Οι γνώμες για τον ενδεδειγμένο τρόπο αντίδρασης της νομισματικής πολιτικής σε σημαντικές αυξήσεις των τιμών των ακινήτων και άλλων περιουσιακών στοιχείων είναι αντικρουόμενες. Μια προσέγγιση είναι η πολιτική της “μη παρέμβασης”. Σύμφωνα με τους Bernanke and Gertler (2001) και τους Gilchrist and Leahy (2002), δεν υπάρχει κανένα επιπλέον όφελος από την ξεχωριστή στόχευση των τιμών των κατοικιών στο πλαίσιο μιας νομισματικής πολιτικής η οποία έχει σαφή στόχο όσον αφορά τον πληθωρισμό. Για να σταθεροποιούνται οι τιμές των κατοικιών, είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούνται εναλλακτικά εργαλεία πολιτικής, όπως οι φόροι και οι επιδοτήσεις (Bernanke, 2002).¹⁶ Ο Mishkin (2007) έχει παρόμοια άποψη και θεωρεί ότι οι τιμές των ακινήτων πρέπει να λαμβάνονται υπόψη μόνον όσον αφορά την επίδρασή τους στον πληθωρισμό και την απασχόληση. Παρομοίως, σύμφωνα με την έρευνα των Goodhart and Hofmann (2000, 2002), οι τιμές των ακινήτων και των μετοχών περιέχουν κρίσιμες πληροφορίες για τη μελλοντική ζήτηση και το μελλοντικό πληθωρισμό, που οι κεντρικές τράπεζες δεν μπορούν να αγνοούν στο σχεδιασμό της νομισματικής τους πολιτικής. Οι συγγραφείς όμως θεωρούν αμφίβολη την αποτελεσματικότητα της επιτοκιακής πολιτικής στη διόρθωση υπερβολών στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (Goodhart and Hofmann, 2003).¹⁷

Αντίθετα, οι υποστηρικτές της πιο ενεργητικής προσέγγισης θεωρούν ότι, διορθώνοντας τις όποιες υπερβολές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, επιτυγχάνεται πιο εύκολα και αποτελεσματικά ο στόχος για το επίπεδο του πληθωρισμού και μειώνονται οι διακυμάνσεις στο παραγόμενο προϊόν (Cecchetti et al., 2000 και 2002, Καρακίτσος, 2009). Σύμφωνα με αυτή την άποψη, δεν χρειάζεται να στοχεύεται κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο τιμών, αλλά να διορθώνονται υπερβολικές μεταβολές που δεν δικαιολογούνται από τα θεμελιώδη μεγέθη. Οι συγγραφείς

15 Οι οικονομολόγοι μίλούσαν για “ορθολογικές φούσκες”, οι οποίες ικανοποιούν συγκεκριμένες συνθήκες ώστε να υπάρχουν.

16 Η αναζήτηση επιπλέον εργαλείων πολιτικής για την καταπολέμηση φουσκών στο χρηματιστήριο, όπως οι υποχρεωτικές καταβολές ασφάλειας, έχει προταθεί από το συγγραφέα (Hardouvelis and Theodossiou, 2002, Hardouvelis, 2003).

17 Σύμφωνα με την ανάλυση του Iacoviello (2007), αν η νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ αντιδρούσε απευθείας στην αύξηση της τιμής των κατοικιών με μια μεγάλη άνοδο των επιτοκίων, τότε η άνοδος των τιμών των κατοικιών θα περιοριζόταν, αλλά με κόστος μια σημαντική οικονομική ύφεση, που δεν είναι επιθυμητή.

θεωρούν ότι το να αναγνωρίσει κάποιος τις υπερβολές αυτές δεν είναι πιο δύσκολο από το να υπολογίσει, π.χ., τη δυνητική παραγωγή ή το πραγματικό επιτόκιο ισορροπίας.

Μια ενδιαμέσθη πολιτική (Borio and Lowe, 2002, Filardo, 2004, ECB, 2005, Issing, 2003) είναι να ακολουθείται μια πολιτική “αντίθετη στον άνεμο” (lean against the wind) ώστε να μη δημιουργούνται χρηματοοικονομικές ανισορροπίες και ακολούθως πιστωτικές κρίσεις. Η δημιουργία φούσκας στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων συνοδεύεται συνήθως με ισχυρή αύξηση των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών. Σύμφωνα με αυτή την πολιτική, μια κεντρική τράπεζα θα μπορούσε να ακολουθήσει μια πιο περιοριστική νομισματική πολιτική (από ό,τι θα δικαιολογούνταν από το γενικό επίπεδο των τιμών) προκειμένου να αντιμετωπίσει τη δημιουργία μιας φούσκας. Η εφαρμογή μιας τέτοιας πολιτικής πάντως στη ζώνη του ευρώ θεωρείται εξαιρετικά δύσκολη (Annett, 2005).

5. Η εξέλιξη της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα

Στην παρούσα ενότητα αναλύεται το ερώτημα αν η αγορά κατοικίας στην Ελλάδα παρουσιάζει φαινόμενα φούσκας, όπως έγινε σε άλλες χώρες την τελευταία επταετία, και στη συνέχεια γίνεται μια εκτίμηση της μελλοντικής εξέλιξής της.

5.1 Είναι υπερτιμημένη η αγορά κατοικίας στην Ελλάδα;

Στο Διάγραμμα 17 περιγράφεται η εξέλιξη του δείκτη τιμών των κατοικιών ως προς έναν αντίστοιχο δείκτη ενοικίων για την Ελλάδα και άλλες πέντε χώρες και περιοχές. Οι δείκτες ξεκινούν με βάση το 100 στο τέλος του 1995. Στο τέλος του 2008 στην Ελλάδα ο δείκτης είχε την τιμή 168, που σημαίνει ότι, από το 1995 έως το 2008 οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν σωρευτικά κατά 68% περισσότερο από ό,τι τα αντίστοιχα ενοίκια.¹⁸ Μάλιστα στην Ελλάδα η αύξηση των τιμών έγινε κυρίως έως το 2002.¹⁹ Αργότερα, την εποχή κατά την οποία στο εξωτερικό διαπιστώθηκε μια “φούσκα” στα ακίνητα, ο λόγος τιμών προς ενοίκια παρέμεινε περίπου στα ίδια επίπεδα, με μια αμυδρή αύξηση έως το 2007 και μικρή πτώση το 2008.

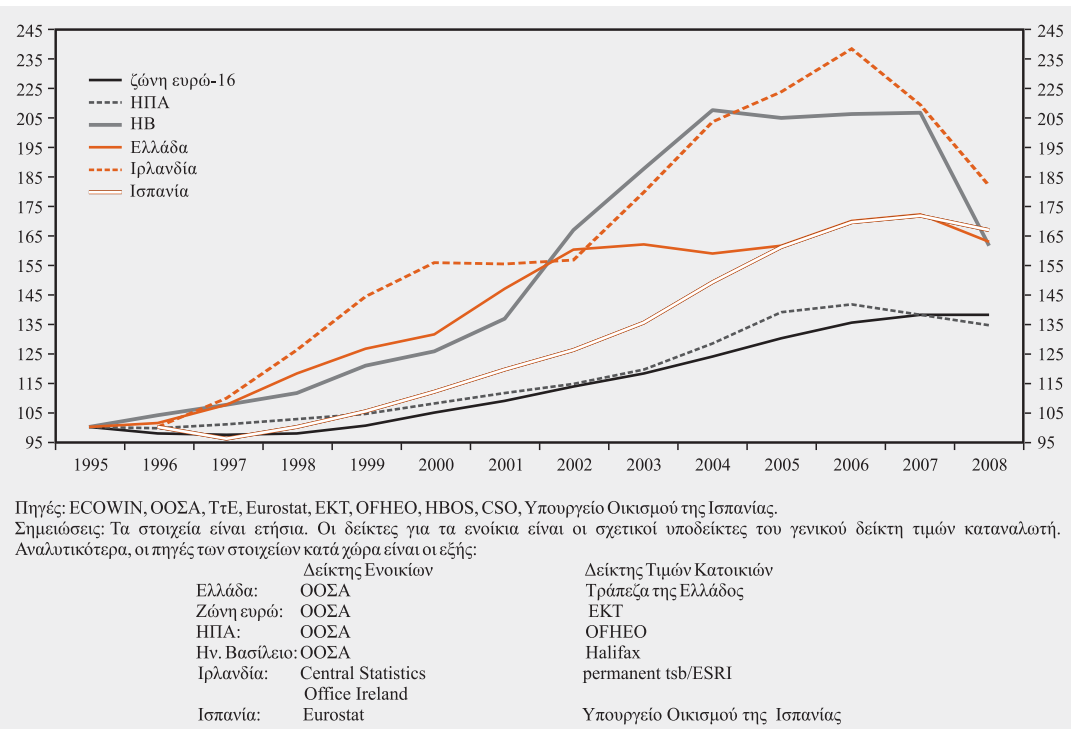
Πολλοί χρησιμοποιούν το δείκτη τιμών κατοικιών προς ενοίκια για να περιγράψουν αν οι τιμές εξελίσσονται ομαλά με την πάροδο του χρόνου (βλ. Μαλλιαρόπουλος, 2007). Τα ενοίκια περιγράφουν τη μικτή ετήσια απόδοση από μια επένδυση σε κατοικίες και, κατά συνέπεια, η διαχρονική πρόοδος των ενοικίων επιδρά και στην πρόοδο των τιμών. Μάλιστα, η απλή εξίσωση της ονομαστικής απόδοσης μιας επένδυσης σε ένα ακίνητο μπορεί να μετασχηματιστεί αλγεβρικά και να ξαναγραφεί ως εξίσωση του λογαρίθμου του λόγου τιμών προς ενοίκια. Ο λόγος αυτός ισούται — ως ταυτότητα — με τη διαφορά ανάμεσα στις παρού-

¹⁸ Οι ονομαστικές τιμές αυξήθηκαν σωρευτικά κατά 213%, ενώ τα ενοίκια κατά 86%. Η μέση ετήσια αύξηση των τιμών ήταν 9,2% και των ενοικίων 4,9%. Η αντίστοιχη μέση ετήσια αύξηση του πληθωρισμού ήταν 4,0%.

¹⁹ Έως το τέλος του 2002 η μέση ετήσια αύξηση των τιμών των κατοικιών ήταν 11,6%, των ενοικίων 4,0% και του πληθωρισμού 4,5%.

Διάγραμμα 17 Δείκτης τιμών κατοικιών προς ενοίκια

(1995=100)



σες αξίες των μελλοντικών ρυθμών ανόδου των ονομαστικών αποδόσεων της επένδυσης αγοράς κατοικίας (ενοικίων) και των μελλοντικών αποδόσεων τις οποίες απαιτούν οι επενδυτές.²⁰ Έτσι, η αύξηση του λόγου τιμών προς 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.

Στην Ελλάδα, από τα τέλη της δεκαετίας του 1990 και με δεδομένη την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, παρατηρήθηκε μεγάλη μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου των διεθνών επενδυτών για ελληνικές επενδύσεις και μεγάλη πτώση των απαιτούμενων αποδόσεων. Π.χ., η αποπληθωρισμένη απόδοση ενός δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου μειώθηκε από 7,5% στο τέλος του 1995 σε 3,1% στο τέλος του 2008. Σύμφωνα με τον Μαλλιάρη (2007), η πτώση αυτή στις απαιτούμενες αποδόσεις δικαιολογεί σχεδόν πλήρως την άνοδο των τιμών των κατοικιών (σε σχέση με τα ενοίκια) έως το τέλος του 2005, που τελείωνε το δείγμα του.

Σε παρόμοιο συμπέρασμα, ότι δηλ. οι τιμές των κατοικιών στην Ελλάδα κατά τη χρονική περίοδο 1994-2007 διαμορφώθηκαν με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη, καταλήγουν και οι Συμιγάννης και Χονδρογιάννης (2009). Οι συγγραφείς προχωρούν σε οικονομετρική εκτίμηση ενός

20 Για τον υπολογισμό της ταυτότητας, βλ. Campbell et al. (1997), Κεφάλαιο 7. 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.

υποδείγματος ζήτησης για κατοικία, χρησιμοποιώντας τριμηνιαία στατιστικά δεδομένα, το οποίο ερμηνεύει τις πραγματικές τιμές των κατοικιών με βάση το κατά κεφαλήν διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων. Σημειώνεται ότι το συμπέρασμα σχετικά με την έλλειψη υπερτίμησης στην ελληνική αγορά κατοικίας είναι συνεπές και με τα αποτελέσματα μελέτης των Brissimis and Vlassopoulos (2009), οι οποίοι βρίσκουν ότι οι τιμές των κατοικιών στην Ελλάδα δεν επηρεάζονται μακροχρόνια από το ύψος των στεγαστικών δανείων, αν και βραχυχρόνια φαίνεται να υπάρχει αμφίδρομη σχέση. Η έλλειψη μακροχρόνιας επίδρασης των στεγαστικών δανείων στις τιμές των κατοικιών σημαίνει ότι η αύξηση των τιμών μετά το 1995 δεν είναι απλώς αποτέλεσμα της απελευθέρωσης της στεγαστικής πίστης, όπως πολλοί πιστεύουν στην Ελλάδα, αλλά είναι συνεπής με τις θεμελιώδεις μεταβλητές της αναπτυσσόμενης ελληνικής οικονομίας και συγκεκριμένα με την πτώση των πραγματικών επιτοκίων και των απαιτούμενων αποδόσεων των επενδυτών.

Μια αντίστοιχη αύξηση — είτε μεγαλύτερη είτε μικρότερη — παρατηρείται και για τις υπόλοιπες χώρες στο Διάγραμμα 17. Σημειώθελον ότι σ' αυτές τις χώρες η αύξηση συνεχίστηκε και μετά το 2002. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι, αν και η κρίση ξεκίνησε από την αγορά κατοικίας των ΗΠΑ, στις ΗΠΑ οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν μόνο κατά 37% περισσότερο από τα ενοίκια. Στην Ισπανία επίσης η άνοδος συνεχίστηκε και μετά το 2002. Σύμφωνα με τους Ayuso and Restoy (2007), η ισπανική αγορά κατοικίας ήταν υπερτιμημένη κατά 28% ήδη από το 2004.

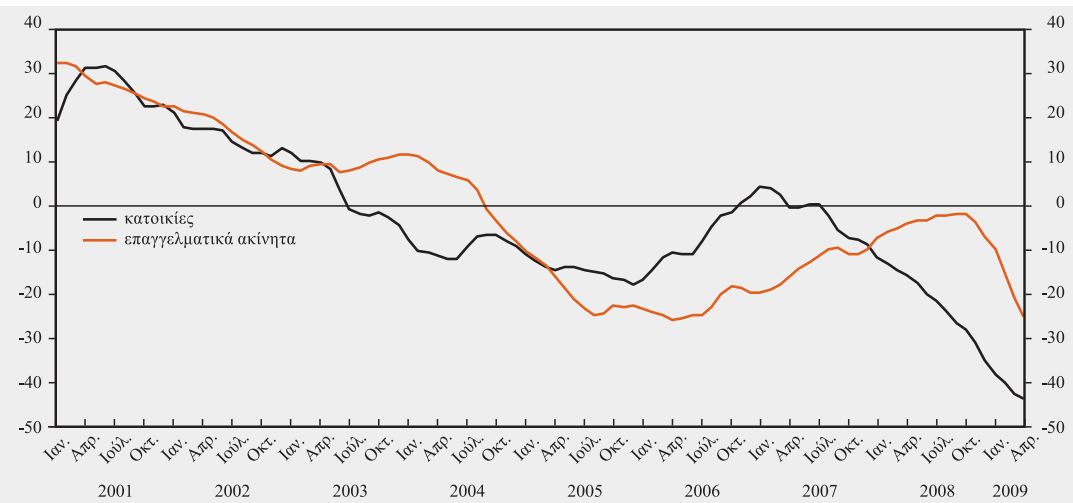
Στη διάρκεια του 2008 η αγορά κατοικίας υπέστη συρρίκνωση στην Ελλάδα. Αυτό πιστοποιείται από τα στοιχεία του ΑΕΠ: το μερίδιο των κατοικιών, αλλά και των κατασκευών γενικότερα, στο ΑΕΠ μειώθηκε σημαντικά (βλ. Πίνακα 1). Δημοσιογράφοι και ειδικοί του χώρου συχνά αναφέρονται σε εκατοντάδες χιλιάδες αδιάθετα διαμερίσματα και σπίτια, χωρίς όμως να μπορούν να τεκμηριώσουν την άποψή τους, αφού δεν υπάρχουν επίσημα στοιχεία για τα αποθέματα αδιάθετων κατοικιών.²¹ Αυτό που μπορεί να μετρηθεί είναι η συμπεριφορά των τιμών. Οι ονομαστικές τιμές αυξήθηκαν ελαφρά, κατά 2,6% (λίγο πάνω από τον πληθωρισμό, που ήταν 2,0%), τα ενοίκια περισσότερο, κατά 8,6%, και έτσι ο λόγος τιμών προς ενοίκια μειώθηκε κατά 5,5%.

5.2 Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;

Το ερώτημα σήμερα είναι αν η παρατηρούμενη πτώση ή στασιμότητα της διετίας 2008-2009 θα συνεχιστεί και στο μέλλον. Το κλίμα για μια ανάκαμψη είναι άσχημο. Ο δείκτης προσδοκίων των κατασκευαστών τόσο στις κατοικίες όσο και στα εμπορικά ακίνητα συνεχίζει να μειώνεται (βλ. Διάγραμμα 18). 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

21 Παρά την αβεβαιότητα οποιασδήποτε εκτίμησης του αποθέματος αδιάθετων κατοικιών, οι Magginas and Pateli (2009) εκτιμούν το απόθεμα στα 137 χιλιάδες διαμερίσματα ή σπίτια το τρίτο τρίμηνο του 2008, χωρίς όμως να παρουσιάζουν τις λεπτομέρειες του υποδείγματος που χρησιμοποιούν.

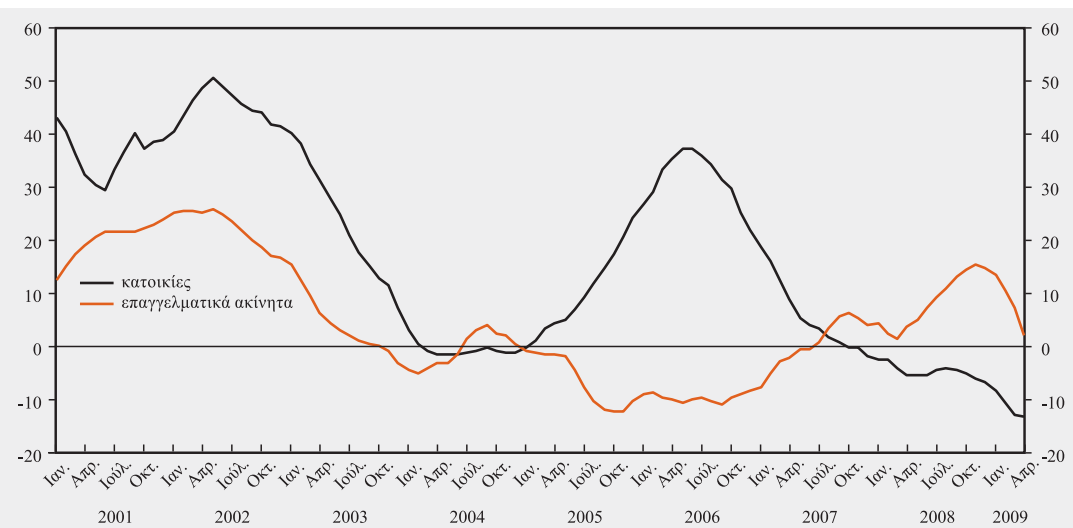
Διάγραμμα 18 Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές στην Ελλάδα (κυλιόμενος κινητός μέσος 12 προηγούμενων μηνών)



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Eurobank EFG Research.

Σημειώσεις: Αριθμητικός μέσος δύο δεικτών σχετικής πλειοψηφίας (διαφοράς ποσοστών) θετικών και αρνητικών απαντήσεων: (α) υπάρχουσες παραγγελίες (αρκετές ή όχι) και (β) προσδοκίες για απασχόληση στην εταιρία τους επόμενους 3 μήνες (αύξηση ή μείωση). Θετικές (αρνητικές) τιμές του δείκτη σημαίνουν ότι το ποσοστό των θετικών (αρνητικών) απαντήσεων είναι μεγαλύτερο από το ποσοστό των αρνητικών (θετικών).

Διάγραμμα 19 Δείκτης αναμενόμενης κατεύθυνσης στις τιμές χρέωσης από τους κατασκευαστές στην Ελλάδα (κυλιόμενος κινητός μέσος 12 προηγούμενων μηνών)



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Eurobank EFG Research.

Σημειώσεις: Παρουσιάζεται η διαφορά ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων των κατασκευαστών ακινήτων στην Ελλάδα σχετικά με την κατεύθυνση των τιμών τις οποίες σκοπεύουν να χρεώσουν τους επόμενους 3 μήνες. Θετικές (αρνητικές) τιμές του δείκτη σημαίνουν ότι το ποσοστό των κατασκευαστών που απάντησαν ότι σκοπεύουν να χρεώσουν υψηλότερες (χαμηλότερες) τιμές είναι μεγαλύτερο από το ποσοστό αυτών που απάντησαν ότι σκοπεύουν να χρεώσουν χαμηλότερες (υψηλότερες).

απασχόλησης στην εταιρία τους κατά τους επόμενους τρεις μήνες. Μια παρόμοια δυσμενή εικόνα δείχνουν και οι προσδοκίες των κατασκευαστών για τη μελλοντική τιμολόγηση που θα κάνουν. Στις απαντήσεις της επισκόπησης, αυξάνεται το ποσοστό των κατασκευαστών οι

οποίοι σκοπεύουν να μειώσουν τις τιμές στο μέλλον. Στην αγορά κατοικίας αυτό έχει ξεκινήσει από την αρχή του 2007, ενώ για τα επαγγελματικά ακίνητα η αρνητική τάση είναι πιο πρόσφατη, από το Σεπτέμβριο του 2008 (βλ. Διάγραμμα 19).

Η συμπεριφορά της ελληνικής αγοράς κατοικίας στο μέλλον θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό και από τη μελλοντική πορεία της ελληνικής οικονομίας, η οποία θα επηρεάσει τόσο την πορεία των ενοικίων όσο και τις απαιτούμενες αποδόσεις των επενδυτών. Δυστυχώς, η πορεία της ελληνικής οικονομίας δεν προβλέπεται ευοίωνη. Η πιθανότητα μακροχρόνιας στασιμότητας είναι σημαντική. Κύρια αιτία της αναμενόμενης επιβράδυνσης του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης είναι οι μεγάλες ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας, που έχουν ενταθεί τα τελευταία χρόνια και τις οποίες η κρίση έφερε στην επιφάνεια. Η Ελλάδα έχει ένα τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (14,4% του ΑΕΠ το 2008) — δείγμα πολύ χαμηλής ανταγωνιστικότητας — και ένα πολύ υψηλό δημόσιο χρέος — δείγμα μεγάλης ανεπάρκειας του κράτους —, το οποίο αναμένεται να πλησιάσει το 105% του ΑΕΠ στο τέλος του 2009. Σε ένα κόσμο που επί μακρό χρονικό διάστημα αναμένεται η ανάπτυξη να τρέχει με χαμηλότερους ρυθμούς από ό,τι την πενταετία 2002-2007, η Ελλάδα κινδυνεύει να μένει ακόμη πιο πίσω.²²

Οι αναμενόμενοι χαμηλότεροι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης συνεπάγονται μικρότερη αύξηση της ζήτησης σε σχέση με το παρελθόν για πρώτη ή δεύτερη (εξοχική) κατοικία και συνεπώς χαμηλότερους ρυθμούς αύξησης των ενοικίων από αυτούς που είχαμε συνηθίσει μέχρι πρότινος. Επιπλέον, οι επενδυτές θα απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις για τις επενδύσεις τους στην Ελλάδα, αφού τα ασφάλιστρα κινδύνου έχουν ήδη αυξηθεί (βλ. Διάγραμμα 16) και φαίνεται ότι θα παραμείνουν υψηλά όσο οι ανισορροπίες των δίδυμων ελλειμμάτων στη χώρα μας παραμένουν. Συνεπώς, και οι δύο μεταβλητές — αναμενόμενα ενοίκια και αναμενόμενες απαιτούμενες αποδόσεις — που, όπως αναλύσαμε νωρίτερα, αποτελούν τον κορμό της τιμολόγησης, οδηγούν σε μια αγορά κατοικίας, όπου οι τιμές, εφόσον αυξάνονται, θα αυξάνονται με πολύ χαμηλούς ρυθμούς σε σχέση με τον πληθωρισμό.

Βεβαίως, ο κατασκευαστικός τομέας έχει ακόμη πολλά περιθώρια ανάπτυξης στη χώρα μας. Η Ελλάδα έχει ιδιαίτερη γεωγραφική διαμόρφωση, με συχνή εναλλαγή ορεινού και πεδινού τοπίου και πολλά νησιά. Η ανάγκη για υποδομές στη χώρα μας είναι πολύ μεγαλύτερη από ό,τι σε άλλες χώρες της Ευρώπης. Η μελλοντική ενεργοποίηση των ΣΔΙΤ επομένως μπορεί να βοηθήσει ώστε ο κλάδος να συνεχίσει να κατέχει την πρωτοπορία που είχε στο παρελθόν. Επι-

²² Η εκτίμηση του συγγραφέα είναι ότι την επόμενη πενταετία ή δεκαετία η παγκόσμια οικονομία θα αναπτύσσεται με χαμηλότερους ρυθμούς από ό,τι στο παρελθόν. Ο Αμερικανός καταναλωτής θα σταματήσει να είναι ο αγοραστής των κινεζικών, ιαπωνικών ή γερμανικών προϊόντων με την ίδια ένταση όπως στο παρελθόν, καθώς οι ρυθμοί αποταμίευσης στις ΗΠΑ αναγκαστικά θα αυξηθούν. Το κενό αυτό στην παγκόσμια ζήτηση είναι δύσκολο να αναπληρωθεί από την εσωτερική ζήτηση στην κινεζική οικονομία, η οποία ταλαιπωρείται από σημαντικά διαρθρωτικά προβλήματα και επενδύει στις υποδομές και όχι στην κατανάλωση, την ινδική, η οποία παραμένει κλειστή, τη ρωσική, η οποία βασίζεται μονοδιάστατα στον τομέα της ενέργειας, ή την ευρωπαϊκή οικονομία, η οποία παραδοσιακά τρέχει με χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και με υστέρηση, ενώ επηρεάζεται αρνητικά από το ισχυρό ευρώ. Συγχρόνως, τα μεγάλα δημοσιονομικά χρέη που προκαλεί η κρίση αναμένεται να αποθαρρύνουν μια περαιτέρω επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στο μέλλον, ενώ τα ασφάλιστρα κινδύνου στα επιτόκια θα είναι υψηλότερα από αυτά της προ της κρίσης περιόδου, με αποτέλεσμα τη μείωση των ρυθμών των επενδύσεων.

πλέον, η κατασκευή παραθεριστικών κατοικιών και ξενοδοχείων αναμένεται να συνεχιστεί, αφού η Ελλάδα έχει σημαντικό συγκριτικό πλεονέκτημα στον τουριστικό κλάδο.

Υπάρχουν επίσης αισιόδοξα σημάδια στην αγορά κατοικίας, τα οποία δεν πρέπει να παραβλέπουμε. Παρά τη δυσμενή εικόνα της μακροοικονομίας, το γεγονός ότι η ελληνική αγορά κατοικίας έδειξε σταθερότητα και δεν υπέπεσε σε φαινόμενα “φούσκας” στο παρελθόν σημαίνει ότι δεν είναι επιρρεπής σε υπερβολές και, κατά συνέπεια, σε μια μεγάλη ύφεση του τομέα, όπως συμβαίνει σήμερα, το 2008 και 2009, σε πολλές χώρες του εξωτερικού. Αυτό είναι συνεπές και με τη χαμηλή ελαστικότητα της προσφοράς παλαιών κατοικιών στην Ελλάδα. Σύμφωνα με σχετικά πρόσφατη πανελλαδική έρευνα νοικοκυριών της τράπεζας Eurobank, οι Έλληνες ιδιοκτήτες ακινήτων είναι μακροπρόθεσμοι επενδυτές και επιπλέον διστάζουν να πωλήσουν, ακόμη και αν θεωρούν τις τιμές υψηλές (Δαβραδάκης και Χαρδούβελης, 2006). Η συμπεριφορά αυτή δημιουργεί δυνάμεις αντίστασης σε περιόδους πτώσεων των τιμών. Γνωρίζουμε επίσης ότι τα στεγαστικά δάνεια ως ποσοστό του ΑΕΠ δεν έχουν ακόμη φθάσει το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα 4), ενώ οι ελληνικές τράπεζες είναι ισχυρές, πολύ ισχυρότερες από τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές.²³ Κατά συνέπεια, δεν αναμένεται να υπάρξουν τριβές στη χρηματοπιστωτική αγορά που να δημιουργήσουν προσκόμματα στη ζήτηση κατοικίας. Ο μόνος ανασχετικός παράγοντας αναμένεται να είναι η ίδια η μακροοικονομία.

Σημαντικό ρόλο για τη μελλοντική πορεία της αγοράς ακινήτων στις επιμέρους περιοχές της Ελλάδος αναμένεται να παίξουν και οι εξελίξεις στο θεσμικό πλαίσιο. Η συμμετοχή της αξίας της γης στη συνολική τιμή ενός ακινήτου είναι ιδιαίτερα υψηλή στην Ελλάδα. Η τιμή της γης θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από τις εξελίξεις σε θέματα χωροταξίας. Συγκεκριμένα, θέματα όπως αυτά του κτηματολογίου, του χωροταξικού σχεδιασμού, του καθορισμού των χρήσεων γης και των πολεοδομήσεων επιδρούν άμεσα στην αξία της γης. Επίσης, σημαντικό ρόλο θα παίξει η ρύθμιση εκκρεμοτήτων που αφορούν την αυθαίρετη δόμηση. Στην αγορά έχουν δημιουργηθεί σημαντικές στρεβλώσεις από το “κλείσιμο” ημιυπαίθριων χώρων, την καταπάτηση δημόσιων εκτάσεων, την εκτεταμένη παράνομη οικοδόμηση εκτός σχεδίου πόλεως και τη διαιώνιση των αυθαίρετων κτισμάτων μέσω της αποφυγής να δοθεί οριστική λύση, προς όποια κατεύθυνση και αν είναι αυτή, π.χ. κατεδάφιση ή νομιμοποίηση.

6. Συμπέρασμα

Η αγορά κατοικίας και γενικότερα οι κατασκευές συνιστούν ένα σημαντικό μερίδιο της ελληνικής οικονομικής δραστηριότητας. Παραδοσιακά αποτελούσαν κινητήριο μοχλό της οικονομικής ανάπτυξης. Ο κύριος όγκος του πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών είναι επίσης

23 Σύμφωνα με στοιχεία του δικτύου ενημέρωσης Bloomberg για τις μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες, το πρώτο εξάμηνο του 2008 ο λόγος ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό των ελληνικών τραπεζών ήταν ο υψηλότερος ανάμεσα σε όλες τις χώρες της παλαιάς Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15, γύρω στο 7,5%.

τοποθετημένος στα ακίνητα και η επένδυσή τους σ' αυτά έχει προστατεύσει τα νοικοκυριά από τον πληθωρισμό, ενώ παράλληλα τους έχει προσφέρει και θετικές πραγματικές αποδόσεις.

Η αγορά κατοικίας δέχεται τις θετικές επιδράσεις της οικονομικής ανάπτυξης και της ανόδου του βιοτικού επιπέδου των πολιτών, καθώς και τις αρνητικές επιδράσεις του πληθωρισμού, ενώ η ίδια έχει σημαντική επίδραση στον οικονομικό κύκλο. Οι τιμές επιδρούν θετικά στις επενδύσεις νέων κατοικιών, ενώ το ξεκίνημα κατασκευής κατοικιών αποτελεί έναν από τους καλύτερους πρόδρομους δείκτες της μελλοντικής διακύμανσης της οικονομικής δραστηριότητας. Η αγορά κατοικίας επιδρά θετικά και στην κατανάλωση, αφού η ανατίμηση της αξίας των κατοικιών αυξάνει την αξία των εμπράγματων εξασφαλίσεων όσων διαθέτουν ακίνητα, ώστε να μπορούν να δανείζονται παραπάνω. Σύμφωνα με πολλές μελέτες, η ανατίμηση της αξίας των κατοικιών επιδρά θετικά και στην αίσθηση πλούτου του νοικοκυριού, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η κατανάλωση. Πολλοί έχουν συγκρίνει τα ακίνητα με άλλα περιουσιακά στοιχεία, όπως οι μετοχές, αλλά δεν συμφωνούν όλοι οι συγγραφείς ως προς το ποιες τιμές έχουν την ισχυρότερη επίδραση στην κατανάλωση. Η επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα εξαρτάται και από τα χαρακτηριστικά του τραπεζικού συστήματος μιας χώρας. Όσο πιο αναπτυγμένο και ώριμο το τραπεζικό σύστημα, τόσο μεγαλύτερες δυνατότητες δανεισμού παρέχει και τόσο μεγαλύτερη η ευαισθησία της οικονομικής δραστηριότητας στην αγορά ακινήτων.

Η αγορά κατοικίας επιδρά και στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Κύρια αιτία της πρόσφατης κρίσης ήταν η άνοδος και η μετέπειτα πτώση των τιμών των κατοικιών και η αλόγιστη χρήση χρηματοοικονομικών εργαλείων συναφών με τη στεγαστική πίστη. Ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα σε κρίση αργεί να επανέλθει σε ομαλή λειτουργία λόγω της απομόχλευσης στην οποία υπόκειται. Στο μεσοδιάστημα περιορίζει τις πιστώσεις στην πραγματική οικονομία και επιφέρει ύφεση διαρκείας. Η σημερινή κρίση είναι πολύ μεγάλη, είναι παγκόσμια και συγκρίνεται με την αντίστοιχη παγκόσμια κρίση της δεκαετίας του 1930. Η κύρια διαφορά τους έγκειται στο γεγονός ότι οι Αρχές έχουν διδαχθεί από τα λάθη του παρελθόντος και έτσι προέβησαν σε επιθετικές κινήσεις σωτηρίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομίας. Σημειώνεται ότι και στην κρίση της δεκαετίας του 1930 είχε προηγηθεί μεγάλη αύξηση των τιμών των κατοικιών. Η κρίση αναμένεται να φέρει αλλαγές στο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο των αγορών και πιθανόν στον τρόπο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής. “Φούσκες” τιμών στα περιουσιακά στοιχεία, όπως οι κατοικίες, θα απασχολήσουν πολύ περισσότερο από ό,τι πριν τις νομισματικές αρχές.

Στην Ελλάδα, οι τιμές των κατοικιών την περίοδο 2003-2008 δεν παρουσίασαν τις υπερβολές που εμφανίστηκαν σε άλλες χώρες. Η διαχρονική κίνηση του δείκτη τιμών προς ενοίκια εξηγείται από την αντίστοιχη κίνηση στις θεμελιώδεις μεταβλητές της ελληνικής οικονομίας. Έως το 2002 παρατηρήθηκε μεγάλη άνοδος του δείκτη, η οποία εξηγείται από τη μεγάλη πτώση των απαιτούμενων αποδόσεων των επενδυτών λόγω της εισόδου της χώρας μας στη ζώνη του ευρώ. Μετά το 2002 και έως το 2007 ο ελληνικός δείκτης δεν παρουσίασε την άνοδο

των αντίστοιχων δεικτών χωρών του εξωτερικού. Έτσι η ελληνική οικονομία δεν επηρεάστηκε πολύ αρνητικά από την αγορά κατοικίας της στο βαθμό που αυτό συνέβη σε άλλες χώρες.

Το μέλλον της αγοράς κατοικίας στη χώρα μας θα εξαρτηθεί από την πορεία της ελληνικής οικονομίας και από τις δικές της αυτόχθονες δυνάμεις. Αναμένονται σημαντικές αρνητικές και θετικές επιδράσεις στις τιμές και την οικοδομική δραστηριότητα. Οι αρνητικές πιέσεις πηγάζουν από τις μεγάλες ανισορροπίες της μακροοικονομίας και συγκεκριμένα τα δίδυμα ελλείμματα, το δημοσιονομικό έλλειμμα και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τα δίδυμα ελλείμματα οδηγούν στην πρόβλεψη υψηλών ασφαλίστρων κινδύνου και απαιτούμενων αποδόσεων των επενδυτών, καθώς και χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης και ζήτησης για κύρια ή δευτερεύουσα κατοικία. Και οι δύο αυτές μεταβλητές αποτελούν τον κορμό της τιμολόγησης στην αγορά κατοικίας. Η αναμενόμενη πορεία τους λειτουργεί ανασχετικά στην πορεία των τιμών των κατοικιών και της οικοδομικής δραστηριότητας.

Αντίθετα, θετικές αναμένονται οι επιδράσεις στην αγορά κατοικίας από τη συνεχιζόμενη ανάγκη για υποδομές στην Ελλάδα, καθώς και την αναμενόμενη διαχρονική αύξηση της σημασίας του τουρισμού και των παραθεριστικών κατασκευών στην οικονομική δραστηριότητα. Το τελικό αποτέλεσμα, αν δηλαδή οι θετικές επιδράσεις θα υπερισχύσουν των αρνητικών ή όχι, είναι δύσκολο να προβλεφθεί. Εξαρτάται από το βαθμό που η Ελλάδα, πολίτες και πολιτικοί, θα αντιληφθούν επαρκώς το μακροοικονομικό πρόβλημα της χώρας, ώστε να αρθούν στο ύψος της πρόκλησης, που είναι η εξάλειψη των ανισορροπιών της οικονομίας και η ανάγκη για μια νέα πορεία σε στέρεες βάσεις.

Βιβλιογραφία

A. Ελληνική

Δαβραδάκης, Μ. (2007), “Αγορά ακινήτων και μακροοικονομία”, Κεφάλαιο 1, στο: Ν. Καραμούζης και Γκ. Χαρδούβελης (επιμ.) *Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες*, Εκδόσεις Σάκκουλα.

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

Ayuso, J. και F. Restoy (2007), “Τιμές κατοικίας και ενοίκια στην Ισπανία: Είναι ο συντελεστής προεξόφλησης σημαντικός παράγων;”, Κεφάλαιο 6, στο: Ν. Καραμούζης και Γκ. Χαρδούβελης (επιμ.) *Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες*, Εκδόσεις Σάκκουλα.

Iacoviello, M. (2007), “Νομισματική πολιτική και αγορά κατοικίας”, Κεφάλαιο 9, στο: Ν. Καραμούζης και Γκ. Χαρδούβελης (επιμ.) *Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες*, Εκδόσεις Σάκκουλα.

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.

Συμιγιάννης, Γ.Θ. και Γ. Χονδρογιάννης (2009), “Τιμές κατοικιών: η πρόσφατη ελληνική εμπειρία”, στον παρόντα τόμο.

Τσατσαρώνης, Κ. και H. Zhu (2007), “Οι τιμές κατοικιών διεθνώς και η χρηματοδότηση στεγαστικών δανείων”, Κεφάλαιο 2, στο: Ν. Καραμούζης και Γκ. Χαρδούβελης (επιμ.) *Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες*, Εκδόσεις Σάκκουλα.

B. Ξενόγλωσση

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

Aoki, K., J. Proudman and G. Vlieghe (2002), “Houses as Collateral: Has the Link between House Prices and Consumption in the UK changed?”, Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, 8, 163-77.

Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques (2007), “Securitisation and the Bank Lending Channel”, ECB Working Paper Series, No. 838.

Attanasio, O., L. Blow, L. R. Hamilton and A. Leicester (2005), “Booms and Busts: Consumption, house prices and expectations”, Working Paper 05/24, Institute for Fiscal Studies, Λονδίνο.

Bean, C. (2004), “Asset Prices, Monetary Policy and Financial Stability: A Central Banker’s View”, ομιλία στο συνέδριο της AEA, San Diego Marriott Hotel & Marina.

Belsky, E. and J. Prakken (2004), “Housing Wealth Effects: Housing’s Impact on Wealth Accumulation, Wealth Distribution and Consumer Spending”, Harvard University, Joint Center for Housing Studies, W04-13.

Benito, A., J. Thompson, M. Waldron and R. Wood (2006), “House Prices and Consumer Spending”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer, 142-54.

Benjamin, J., P. Chinloy and D. Jud (2004), “Real Estate versus Financial Wealth in Consumption”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 29 (3), 341-54.

Bernanke B. (2002) “Asset-Price “Bubbles” and Monetary Policy”, ομιλία ενώπιον του New York Chapter of the National Association for Business Economics, Νέα Υόρκη, 15 Οκτωβρίου.

Bernanke, B. and M. Gertler (1989), “Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations”, *American Economic Review*, Vol. 79, 14-31.

Bernanke, B. and M. Gertler (2001), “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 91, No. 2, 253-57.

Bondt, G. de (2002), “Interest rate pass-through: empirical results for the euro area”, ECB Working Paper Series, No. 136.

Borio, C. and P. Lowe (2002), “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus”, BIS Working Papers, No. 114.

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

Bostic, R., S. Gabriel and G. Painter (2005), “Housing Wealth, Financial Wealth and Consumption: New Evidence from Micro Data”, Συμπόσιο των NUS και HKU με θέμα: Real Estate Research, National University of Singapore, Ιούλιος.

Brissimis, S.N. and T. Vlassopoulos (2009), “The Interaction between Mortgage Financing and Housing Prices in Greece”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, υπό δημοσίευση.

Buiter, W.H. (2008), “Housing Wealth isn’t Wealth”, NBER Working Paper, 14204, Ιούλιος.

Calomiris, C., S. Longhofer and W. Miles (2009), “The (Mythical?) Wealth Effect” NBER Working Paper, 15075, Ιούνιος.

Calza, A., T. Monacelli and L. Stracca (2007), “Mortgage Markets, Collateral Constraints and Monetary Policy: Do Institutional Factors Matter?” Center for Financial Studies, Working Paper Series, No. 2007/10.

Campbell, J.Y. and J.F. Cocco (2005), “How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data”, NBER Working Paper Series, 11534, Αύγουστος.

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

Carroll, C.D., M. Otsuka and J. Slacalec (2006), “How Large Is the Housing Wealth Effect? A New Approach”, John Hopkins University Economics, Working Paper, 535.

Case, K., J. Quigley and R. Shiller (2005), “Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market”, *Advances in Macroeconomics*, Vol. 5, Issue 1.

Catte, P., N. Girouard, R. Price and C. André (2004), “Housing Markets, Wealth and the Business Cycle”, OECD Economics Department, Working Paper 394.

Cecchetti, S., H. Genberg and S. Wadhvani (2002), “Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework”, αδημοσίευτη μελέτη.

Cecchetti, S., H. Genberg, J. Lipsky and S. Wadhvani (2000), “Asset Prices and Central Bank Policy”, εισήγηση στο συνέδριο του International Centre for Monetary and Banking Studies με θέμα: “Central Banks and Asset Prices”, Γενεύη, 5 Μαΐου.

Cogley, T. (1999), “Should the Fed take deliberate steps to deflate asset price bubbles?” Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Review*, No. 1, 42-52.

Committee on the Global Financial System (2006), “Housing Finance in the Global Financial Market”, CGFS Working Group Report, No. 26.

Coval, J., J. Jurek and E. Stafford (2009), “The Economics of Structured Finance”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, Winter, 3-25.

Craig, S., R. Smith and S. Ng (2008), “Merrill aims to raise billions more: Firm dumps mortgage assets as crisis drags on; another big write-down”, *The Wall Street Journal*, 29 Ιουλίου.

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

Dynan, K., D. Elmendorf and D. Sichel (2005), “Can Financial Innovation Help to Explain the Reduced Volatility of Economic Activity?”, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 2005-54.

ECB (2003), *Structural Factors in the EU Housing Markets*, Μάρτιος.

ECB (2005), “Asset Price Bubbles and Monetary Policy”, *Monthly Bulletin*, 47-60, Απρίλιος.

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

ECB (2009β), “Housing Finance in the Euro Area”, Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, Occasional Paper Series, No. 101, Μάρτιος.

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

G10 Contact Group on Asset Prices (2002), *Turbulence in Asset Markets: The Role of Micro Policies*.

Gilchrist, S. and V. Leahy (2002), “Monetary Policy and Asset Prices”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, 75-97.

Girouard, N., M. Kennedy, P. Van Den Noord and C. André (2006), “Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals”, OECD Economics Department Working Papers, No. 475, ECO/WKP(2006)3, Ιανουάριος.

Goldman Sachs (2008), “The US Housing Bust in International Perspective”, *Global Economics Weekly*, Issue No. 08/14, 16 Απριλίου.

Goodhart, C. and B. Hofmann (2000), “Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation?”, *The Manchester School*, Vol. 68, No. 5.

Goodhart, C. and B. Hofmann (2002), “Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy”, Royal Economic Society, *Royal Economic Society Annual Conference*, No. 88.

Goodhart, C. and B. Hofmann (2003), “Deflation, Credit and Asset Prices”, Hong Kong Institute for Monetary Research, Working Papers, No. 132003, Ιούλιος.

Goodhart, C. and B. Hofmann (2008), “House Prices, Money, Credit and the Macroeconomy”, ECB Working Paper Series, No. 888.

Green, R. and S. Wachter (2007), “The Housing Finance Revolution”, Συμπόσιο της Federal Reserve Bank of Kansas City με θέμα: Housing, Housing Finance and Monetary Policy, Jackson Hole, Γουαϊόμινγκ, 30 Αυγούστου-1 Σεπτεμβρίου.

Greenwald, B. and J.E. Stiglitz (1988), “Imperfect Information, Finance Constraints and Business Fluctuations” στο M. Kahn and S.C. Tsiang (επιμ.), *Finance Constraints, Expectations, and Macro-economics*, Οξφόρδη: Oxford University Press, 103-40.

Gropp, R., K.C. Sorensen and J. Lichtenberger (2007), “The Dynamics of Bank Spreads and Financial Structure”, ECB Working Paper Series, No. 714.

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, Ιανουάριος.

Hardouvelis, G. A. (2003), “Asset Prices and the Need for New Policy Instruments: the Case of Countercyclical Margin Policy”, Banque de France, Διεθνές Συμπόσιο με θέμα: Monetary Policy, Economic Cycle and Financial Dynamics, 315-50, Μάρτιος.

Hardouvelis, G.A. and P. Theodossiou (2002), “The Asymmetric Relation Between Initial Margin Requirements and Stock Market Volatility Across Bull and Bear Markets” *The Review of Financial Studies*, Winter, Vol. 15, No. 5, 1525-59.

Hatzius, J. (2005), “Housing Holds the Key to Fed Policy”, Goldman Sachs Global Economics Paper, No. 137, Φεβρουάριος.

Iacoviello, M. (2005), “House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle”, *American Economic Review*, Vol. 95, Issue 3, Ιούνιος, 739-64.

Iacoviello, M. and R. Minetti (2003), “Financial Liberalisation and the Sensitivity of House Prices to Monetary Policy: Theory and Evidence”, *The Manchester School*, Vol. 71, No. 1, 20-34.

International Monetary Fund (2008), “The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy”, Chapter 3, *World Economic Outlook*, Απρίλιος.

International Monetary Fund (2009), *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*, Απρίλιος 2009.

Issing, O. (2003), “Asset Prices and Monetary Policy”, Introductory Statement at the ECB Workshop on “Asset Prices and Monetary Policy”, Φραγκφούρτη, 11-12 Δεκεμβρίου.

Karakitsos, E. (2009), “The Lessons from the Housing Market Crisis”, στον παρόντα τόμο.

Kuttner, K.N. and P.C. Mosser (2002), “The monetary transmission mechanism: some answers and further questions”, Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review /Proceedings*, v. 8, no.1, 15-26, Μάιος.

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

Lehnert, A. (2004), “Housing, Consumption and Credit Constraints”, *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Finance and Economics Discussion Paper, No. 2004-63.

Leuvensteijn, Van M., K.C. Sørensen, Bikker J.A. and A.A.R.J.M. Van Rixtel (2008), “Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area”, ECB Working Paper Series, No. 885.

Magginas, N. and E. Pateli (2009), “Greek residential real estate market: Recovery in sight by mid-2010”, National Bank of Greece, *Economic and Market Analysis*, Ιούνιος.

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

McCarthy, J. and C. Steindel (2007), “Housing Activity and Consumer Spending”, *Business Economics*, Vol. 42, No. 2, Απρίλιος.

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

Miles, W. (2009), “Housing Investment and the U.S. Economy: How Have the Relationships Changed?”, *Journal of Real Estate Research*, υπό δημοσίευση.

Mian, R.A. and A. Soufi (2008), “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis”, NBER Working Paper, 13936, Απρίλιος.

Mishkin, F.S. (1997), “The causes and propagation of financial instability: lessons for policy makers”, Federal Reserve Bank of Kansas City, *Proceedings*, 55-96.

Mishkin, F.S. (2007), “Housing and the Monetary Transmission Mechanism”, συμπόσιο της Federal Reserve Bank of Kansas City με θέμα: Housing, Housing Finance and Monetary Policy, Jackson Hole, Γουαϊόμινγκ, 30 Αυγούστου-1 Σεπτεμβρίου.

Muellbauer, J.N. (2007), “Housing, Credit and Consumer Expenditure”, συμπόσιο της Federal Reserve Bank του Κάνσας Σίτι με θέμα: Housing, Housing Finance and Monetary Policy, Jackson Hole, Γουαϊόμινγκ, 30 Αυγούστου-1 Σεπτεμβρίου.

OECD (2005), “Recent house price developments: the role of fundamentals”, *OECD Economic Outlook*, No. 78, Chapter 3, Δεκέμβριος.

Peek, J. and J.A. Wilcox (2006), “Housing, Credit Constraints, and Macro Stability: The Secondary Mortgage Market and Reduced Cyclicalities of Residential Investment”, Fisher Center for Real Estate & Urban Economics, Fisher Center Working Papers: Paper 298, Ιανουάριος.

Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2008α), “Banking Crises: An Equal Opportunity Menace”, NBER Working Paper, 14587, Δεκέμβριος.

Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2008β), “Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison”, NBER Working Paper, W13761.

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

Slacalek, J. (2006), “What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth” *German Institute for Economic Research*, DIW Berlin Discussion Paper, 647.

Standard & Poor’s (2006), “S&P/Case-Shiller Metro Area Home Price Indices Methodology”, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/SPCS_MetroArea_HomePrices_Methodology.pdf, Μάιος.

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

Trichet, J.C. (2005), “Asset Price Bubbles and Monetary Policy”, Ομιλία του Προέδρου της ΕΚΤ, Mas lecture, 8 Ιουνίου, Σιγκαπούρη.

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

Weber, A.A., R. Gerge and A. Worms (2008), “Has the monetary transmission process in the euro area changed? Evidence based on VAR estimates”, παρουσίαση στο 7ο ετήσιο συνέδριο της ΤΑΔ, BIS, 26-7 Ιουνίου.

White, W.R. (2007), “Commentary: The Housing Finance Revolution”, Συμπόσιο της Federal Reserve Bank of Kansas City με θέμα: Housing, Housing Finance and Monetary Policy, Jackson Hole, Γουαϊόμινγκ, 30 Αυγούστου-1 Σεπτεμβρίου.

