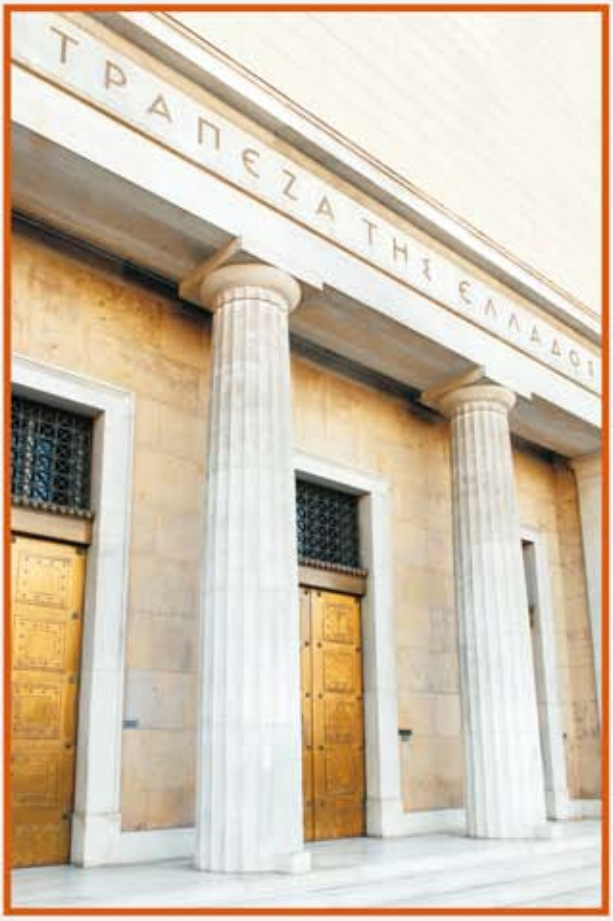
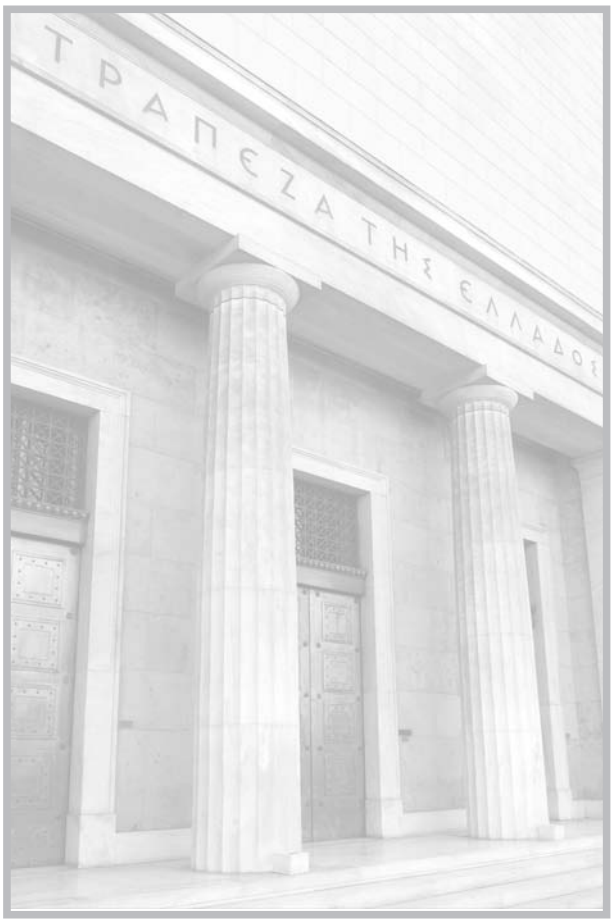
ΑΓΟΡΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ:
ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ



ΟΜΙΛΙΕΣ ΗΜΕΡΙΔΑΣ
29 ΑΠΡΙΛΙΟΥ 2009

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΑΓΟΡΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ:
ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ



ΟΜΙΛΙΕΣ ΗΜΕΡΙΔΑΣ
29 ΑΠΡΙΛΙΟΥ 2009

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
Ελευθ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

www.bankofgreece.gr

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών - Γραμματεία
Τηλ. ++30 210 320 2393
Fax ++30 210 323 3025

Τυπώθηκε στο
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISBN 978-960-7032-44-7

Περιεχόμενα

Πρόλογος 7

Χαιρετισμός από τον Διοικητή κ. Γεώργιο Προβόπουλο στην Ημερίδα της Τράπεζας της Ελλάδος (29 Απριλίου 2009) με θέμα: 9

"Αγορά ακινήτων: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές"

Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία 13

Γκίκας Α. Χαρδούβελης

The lessons from the housing market crisis 59

Elias Karakitsos

Τιμές κατοικιών: Η πρόσφατη ελληνική εμπειρία 89

Γεώργιος Θ. Συμιγιάννης

Γεώργιος Χονδρογιάννης

Εταιρίες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: Διεθνές και ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας 115

Δρ. Αριστοτέλης Καρυτινός

Στατιστικά στοιχεία και Δείκτες Τιμών Ακινήτων: Η νέα πρωτοβουλία της Τράπεζας της Ελλάδος 129

Θεόδωρος Μητράκος

Πρόλογος

Κύριο χαρακτηριστικό της αγοράς ακινήτων είναι η σημαντική επίδραση που ασκεί στην οικονομική δραστηριότητα και ανάπτυξη. Επιπρόσθετα, η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, που όπως είναι γνωστό είχε ως πηγή τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης και την αγορά ακινήτων των ΗΠΑ, καταδεικνύει κατά τον πιο εναργή τρόπο πόσο κρίσιμος μπορεί να είναι ο ρόλος της αγοράς ακινήτων για τη χρηματοπιστωτική και μακροοικονομική σταθερότητα. Ταυτόχρονα, υπογραμμίζει την ανάγκη συλλογής στατιστικών στοιχείων με στόχο την επαρκή καταγραφή και παρακολούθηση των εξελίξεων και την αξιολόγηση των κινδύνων που συνδέονται με την αγορά αυτή.

Ο παρών τόμος περιλαμβάνει τις εργασίες που παρουσιάστηκαν στην ημερίδα με θέμα *"Αγορά ακινήτων: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές"*, την οποία διοργάνωσε η Τράπεζα της Ελλάδος στις 29 Απριλίου 2009. Σκοπός της ημερίδας ήταν ακριβώς να συζητηθεί και να αναδειχθεί η σημασία της αγοράς ακινήτων όσον αφορά τη συμβολή της στην οικονομική δραστηριότητα και ανάπτυξη και την επίδρασή της στη χρηματοπιστωτική και μακροοικονομική σταθερότητα, καθώς και να εξεταστούν οι πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων. Παράλληλα, παρουσιάστηκε η πρόσφατη πρωτοβουλία της Τράπεζας αναφορικά με τη συλλογή στατιστικών πληροφοριών και την ανάπτυξη σχετικών δεικτών που μπορούν να συμβάλουν στην επαρκέστερη και ακριβέστερη τεκμηρίωση των εξελίξεων και των κινδύνων της αγοράς ακινήτων και να βοηθήσουν στην πληρέστερη αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Επιπρόσθετα, σκοπός της Τράπεζας είναι να δημιουργηθεί ένα φόρουμ στο οποίο θα συμμετέχουν οι διάφοροι παράγοντες της αγοράς ακινήτων, όπως οι τράπεζες, οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων, οι εκτιμητές ακινήτων, οι κτηματομεσίτες κ.ά., και όπου, παράλληλα με την επισκόπηση και αξιολόγηση των εξελίξεων και των προοπτικών στην εν λόγω αγορά, θα συζητούνται και θα εξετάζονται και θέματα που αφορούν αφενός τη λειτουργία και τους θεσμούς της αγοράς και αφετέρου την ποσοτική και ποιοτική επάρκεια και τη διάχυση της συναφούς στατιστικής πληροφόρησης ώστε αυτή να προσαρμόζεται και να καλύπτει ικανοποιητικά και έγκαιρα τις εκάστοτε ανάγκες. Η διοργάνωση ημερίδων αυτού του είδους για την αγορά ακινήτων μπορεί να αποτελέσει ένα σημαντικό βήμα προς τη δημιουργία ενός τέτοιου φόρουμ και για το λόγο αυτό η Τράπεζα της Ελλάδος σκοπεύει να τις καθιερώσει σε τακτική βάση.

Ο Διοικητής

Γεώργιος Προβόπουλος

Χαιρετισμός από τον Διοικητή κ. Γεώργιο Προβόπουλο στην Ημερίδα της Τράπεζας της Ελλάδος (29 Απριλίου 2009) με θέμα: "Αγορά ακινήτων: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές"

Κυρίες και κύριοι, αγαπητοί φίλοι,

Θα ήθελα πρώτα από όλα να σας καλωσορίσω στη σημερινή εκδήλωση. Η παρουσία σας καταδεικνύει με τον πιο σαφή τρόπο το μεγάλο και πολύπλευρο ενδιαφέρον που έχει η αγορά ακινήτων. Δεν πρέπει να ξεχνάμε άλλωστε ότι η παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία κλονίζει τη διεθνή οικονομία, είχε ως αφετηρία την αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ.

Είναι σε όλους γνωστό ότι η αγορά ακινήτων έχει σημαντική συμμετοχή στην οικονομική δραστηριότητα των ανεπτυγμένων χωρών. Στη χώρα μας το 2008, οι επενδύσεις στην αγορά κατοικίας αποτελούσαν το 1/4 περίπου του συνόλου των επενδύσεων. Πέραν τούτου, τα μεγέθη που συνδέονται με την αγορά ακινήτων, όπως π.χ. οι τιμές των ακινήτων, το ύψος των ενοικίων και τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, επηρεάζουν την αγοραστική δύναμη αλλά και την αξία του πλούτου των νοικοκυριών, ιδίως μάλιστα στην Ελλάδα, όπου το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου διακρατείται σε ακίνητα. Τα μεγέθη αυτά επομένως επηρεάζουν και τη ροπή των νοικοκυριών προς κατανάλωση και αποταμίευση, συνδιαμορφώνοντας έτσι τις συνθήκες που επηρεάζουν τη συνολική οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό, αλλά και τη σταθερότητα και την ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, όπως γνωρίζετε, είναι ο θεματοφύλακας της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας. Στο πλαίσιο αυτό, αναλύουμε συστηματικά τις πηγές κινδύνου που ενδέχεται να επηρεάσουν τη σταθερότητα αυτή. Παράλληλα, αξιολογούμε συνεχώς την ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να απορροφά αρνητικές επιδράσεις από ενδεχόμενες διαταραχές, ώστε να ελαχιστοποιούνται οι παρενέργειες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την οικονομία. Η εμπειρία από την τρέχουσα κρίση έχει αναδείξει, δυστυχώς με επώδυνο τρόπο, την εξάρτηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας από την πορεία της αγοράς ακινήτων.

Παρά τη σημασία που έχει όμως η αγορά ακινήτων για τη σταθερότητα και την οικονομική ανάπτυξη, στη χώρα μας υπάρχει ένα γενικό έλλειμμα πληροφόρησης και συστηματικής παρακολούθησης των δεδομένων που σχετίζονται με την αγορά αυτή. Δεν υπήρχε επίσης θεσμικός

φορέας, που να χαίρει ευρείας εμπιστοσύνης, ο οποίος να καταγράφει και να αξιολογεί τεκμηριωμένα τις εξελίξεις στην αγορά. Η Τράπεζα της Ελλάδος έρχεται τώρα να καλύψει το συγκεκριμένο έλλειμμα αναλαμβάνοντας φιλόδοξες πρωτοβουλίες.

Πράγματι, δημιουργήσαμε πρόσφατα μια ανεξάρτητη υπηρεσιακή μονάδα, η οποία έχει ως αντικείμενο τη συστηματική καταγραφή, επεξεργασία και ανάλυση των σχετικών με την αγορά ακινήτων στατιστικών στοιχείων. Πρόκειται για το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων, οι εργασίες του οποίου θα μας επιτρέψουν να έχουμε εφεξής μια εμπεριστατωμένη και ορθή εικόνα των εξελίξεων στον κλάδο, ώστε να διατυπώνουμε απόλυτα τεκμηριωμένες αξιολογήσεις για την υφιστάμενη κατάσταση και τις προοπτικές του.

Μια πρώτη σημαντική κίνηση του Τμήματος είναι η κατασκευή επίσημου Δείκτη Τιμών Ακινήτων, μέσα από αναλυτικές πληροφορίες και στοιχεία που θα συλλέγει από τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας. Στόχος είναι η κατασκευή ενός αξιόπιστου δείκτη, με σύγχρονη επιστημονική μεθοδολογία, η οποία θα πιστοποιηθεί και από διεθνή φορέα. Ο δείκτης αυτός θα δημοσιεύεται σε τακτική βάση και σταδιακά θα καλύπτει ολοένα περισσότερες περιοχές της χώρας και κατηγορίες ακινήτων (π.χ. είδος ακινήτου, ηλικία ακινήτου κ.ά.).

Στόχος μας είναι να καλύψουμε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο το έλλειμμα πληροφόρησης που προανέφερα. Την αξιόπιστη πληροφόρηση έχει ιδιαίτερη ανάγκη η εγχώρια αγορά, καθώς τα δεδομένα που κατά καιρούς τροφοδοτούν το δημόσιο διάλογο είναι κατά κανόνα πενιχρά, αποσπασματικά και στερούνται επαρκούς θεμελίωσης. Η βελτίωση και η διάχυση της πληροφόρησης με συστηματικό και επιστημονικά συνεπή τρόπο είναι βέβαιο ότι, εκτός των άλλων, θα διευκολύνει το έργο όχι μόνο των φορέων άσκησης πολιτικής, αλλά και όλων των παραγόντων που εμπλέκονται στην αγορά ακινήτων (μεσιτικά γραφεία, κατασκευαστικές εταιρίες, εκτιμητές, διαχειριστές χαρτοφυλακίων, επενδυτές κ.λπ.). Κατά συνέπεια, το όφελος για όλους θα είναι σημαντικό.

Εξάλλου, η έγκαιρη και ορθή πληροφόρηση για τις εξελίξεις στις τιμές των ακινήτων θα διευκολύνει σοβαρά και τις τράπεζες να ανταποκριθούν αποτελεσματικά στις υποχρεώσεις που απορρέουν από το πλαίσιο "Βασιλεία ΙΙ", καθώς θα είναι σε θέση να εκτιμήσουν ακριβέστερα την αξία των επενδυτικών τους χαρτοφυλακίων και συνεπώς να διαχειριστούν αποτελεσματικότερα το σχετικό κίνδυνο.

Πιστεύω ότι οι πρωτοβουλίες μας αυτές θα συμβάλουν ουσιωδώς στη βελτίωση της ποιότητας και του εύρους των διαθέσιμων πληροφοριών, καθώς και στην αξιόπιστη καταγραφή των τάσεων και των προοπτικών της αγοράς, συνεισφέροντας έτσι στη λειτουργία μιας πιο αποτελεσματικής αγοράς ακινήτων. Μην ξεχνάμε άλλωστε ότι, όπως και σε άλλες περιπτώσεις, αποτελεσματική αγορά είναι πρωτίστως εκείνη στην οποία όλοι οι συμμετέχοντες διαθέτουν επαρκή και σύμμετρη πληροφόρηση.

Στις παρουσιάσεις που θα ακολουθήσουν, οι εκλεκτοί προσκεκλημένοι μας θα έχουν την ευκαιρία να αναλύσουν και να αξιολογήσουν τα δεδομένα στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, ενώ

στελέχη της Τράπεζας θα περιγράψουν αναλυτικά τις πρωτοβουλίες που έχουμε ήδη δρομολογήσει. Μετά τις εισηγήσεις των ομιλητών θα έχετε την ευκαιρία να συμβάλετε και εσείς παραθέτοντας απόψεις και εμπειρίες, ώστε να εμπλουτιστεί ο προβληματισμός μας για τα επιμέρους ζητήματα.

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 ανισορροπίες 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 αψήφησαν 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).

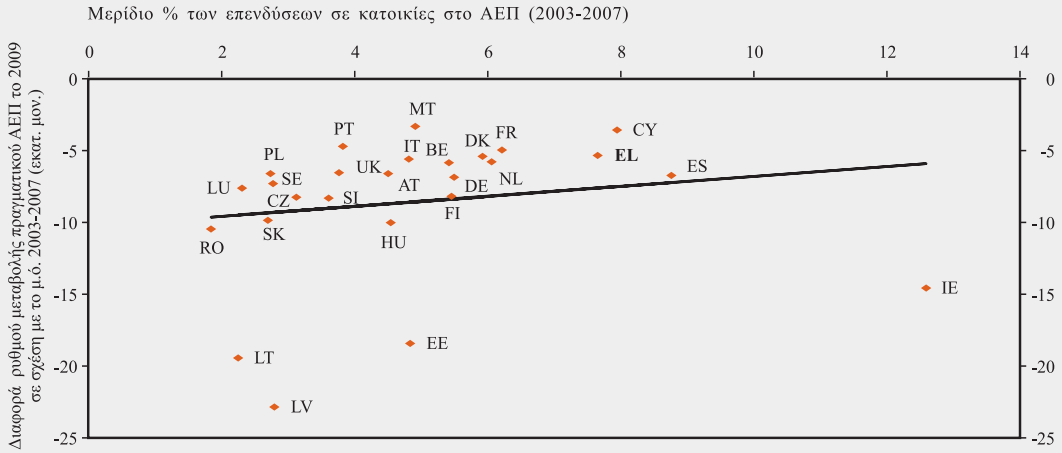
Πίνακας 1 Επενδύσεις σε κατοικίες και σε κατασκευές ως ποσοστό % του ΑΕΠ

	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

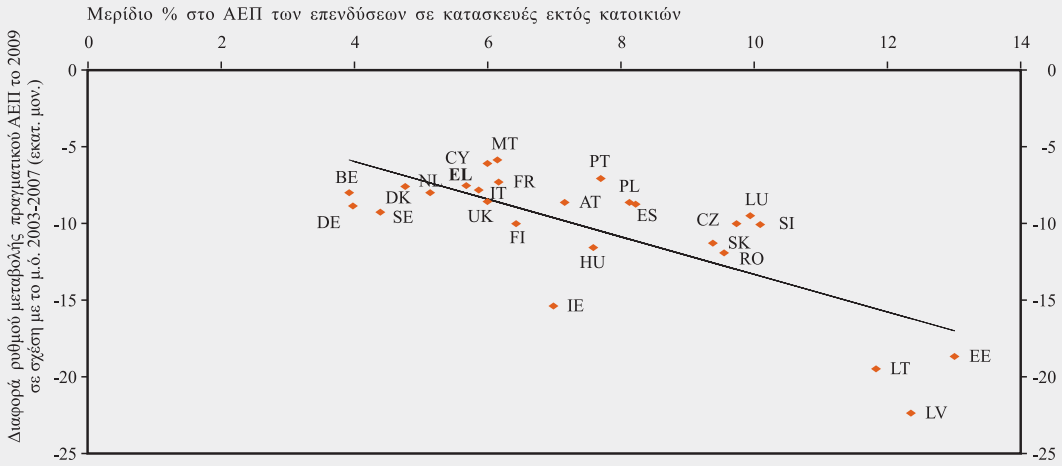


Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.
Σημείωση: Τα μερίδια εκφράζουν τους μέσους όρους της πενταετίας 2003-2007.
Η εξαρτημένη μεταβλητή Y είναι η διαφορά σε εκατοστιαίες μονάδες του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2009 από το μέσο όρο του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στην πενταετία 2003-2007. Η ανεξάρτητη μεταβλητή X είναι ο μέσος όρος του μεριδίου (%) στο ΑΕΠ των επενδύσεων σε κατοικίες στην πενταετία 2003-2007. Η παλινδρόμηση έχει ως εξής:

$Y = -10{,}2 + 0{,}346\ X\ ,\quad R^2 = 0{,}03$
(-4,54) (0,83)

Οι αριθμοί σε παρένθεση είναι οι στατιστικές t, ενώ R^2 είναι ο συντελεστής πολλαπλού προσδιορισμού.

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



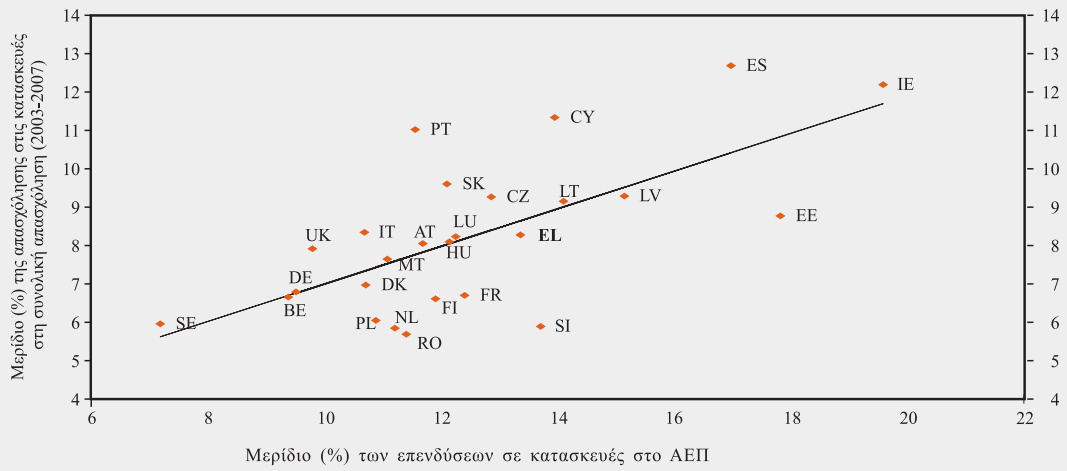
Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.
Σημείωση: Τα μερίδια εκφράζουν τους μέσους όρους της πενταετίας 2003-2007.
Η εξαρτημένη μεταβλητή Y είναι η διαφορά σε εκατοστιαίες μονάδες του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2009 από το μέσο όρο του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στην πενταετία 2003-2007. Η παλινδρόμηση διαφέρει από αυτή στο Διάγραμμα 1Α μόνο ως προς τον ορισμό της ανεξάρτητης μεταβλητής X, η οποία εδώ περιγράφει το μέσο όρο του μεριδίου (%) των κατασκευών εκτός κατοικιών στο ΑΕΠ την πενταετία 2003-2007. Η παλινδρόμηση έχει ως εξής:

$Y = 2{,}51 - 1{,}46\ X\ ,\quad R^2 = 0{,}56$
(1,2) (-5,56)

Οι αριθμοί σε παρένθεση είναι οι στατιστικές t, ενώ R^2 είναι ο συντελεστής πολλαπλού προσδιορισμού.

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



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.
Σημείωση: Τα μερίδια (%) εκφράζουν τους μέσους όρους της πενταετίας 2003-2007.
Η παλινδρόμηση έχει ως εξής:
$Y = 2{,}10 + 0{,}49\ X$, $R^2 = 0{,}45$
(1,50) (4,44)
Οι αριθμοί σε παρένθεση είναι οι στατιστικές t, ενώ R^2 είναι ο συντελεστής πολλαπλού προσδιορισμού.

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 1Β είναι ιδιαίτερα έντονη για τις τρεις βαλτικές χώρες. Η σχέση είναι λιγότερο έντονη, αλλά παραμένει αρνητική, χωρίς τις τρεις αυτές χώρες. Τα Διαγράμματα 1Α και 1Β είναι παρόμοια αν εναλλακτικά χρησιμοποιηθεί ως εξηρτημένη 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 ½ 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.

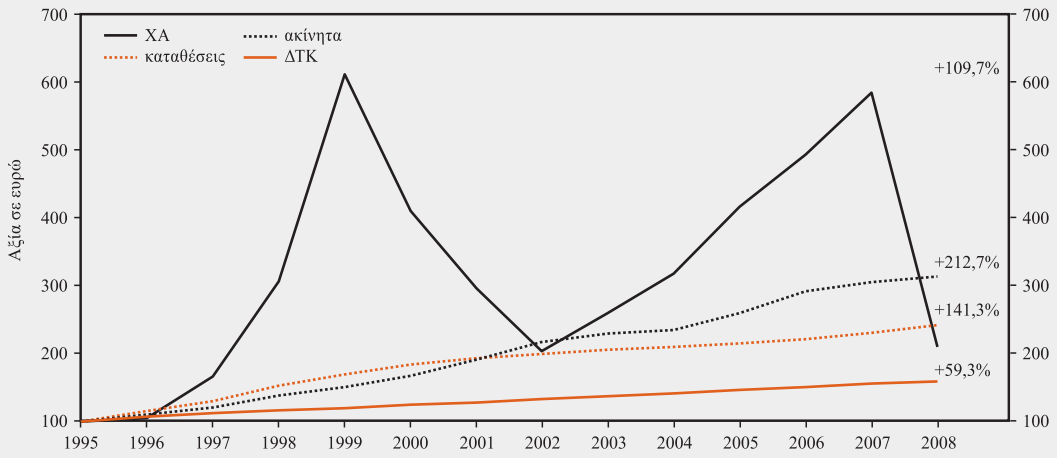
2.2 Αγορά κατοικίας, επενδύσεις και πλούτος νοικοκυριών στην Ελλάδα

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 ταμιευτηρίου. 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 ταμιευτηρίου 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 εντονότατη πτώση των επιτοκίων που συνόδευσε την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ. Στο Διάγραμμα 4 περιγράφεται το

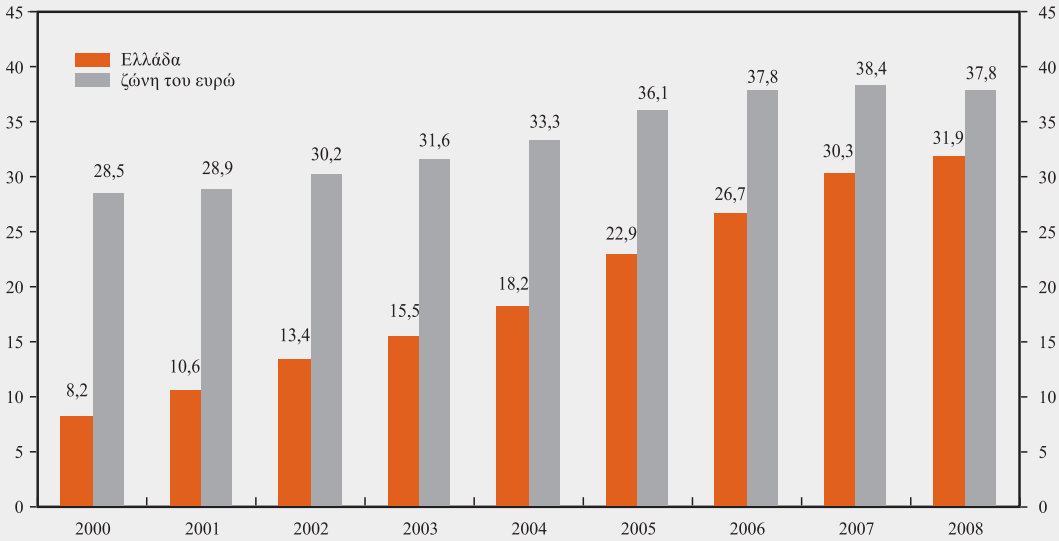
Διάγραμμα 3 Σωρευτικές αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων στην Ελλάδα



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ), ΕΣΥΕ, World Federation of Exchanges και Reuters.
Σημειώσεις: Στο διάγραμμα παρουσιάζεται η διαχρονική πρόοδος της ονομαστικής αξίας €100 επενδυμένων στις 31.12.1995. Οι αριθμοί στις 31.12.2008 υποδηλώνουν τη σωρευτική απόδοση, αν αφαιρεθούν από την τελική αξία τα αρχικά €100. Η απόδοση της επένδυσης στο ΧΑ υπολογίστηκε με βάση την απόδοση του Γενικού Δείκτη συμπεριλαμβανομένης της μερισματικής απόδοσης των εταιριών που τον απαρτίζουν. Η απόδοση της επένδυσης σε καταθέσεις υπολογίστηκε με βάση το επιτόκιο για καταθέσεις 12μηνης διάρκειας στο τέλος κάθε έτους. Η απόδοση της επένδυσης σε ακίνητα υπολογίστηκε με βάση τον ετήσιο Δείκτη Τιμών Κατοικιών (αστικές περιοχές) της ΤτΕ. Ο ΔΤΚ είναι ο εθνικός δείκτης τιμών καταναλωτή.

Διάγραμμα 4 Υπόλοιπα στεγαστικών δανείων

(Ποσοστό % του ΑΕΠ)

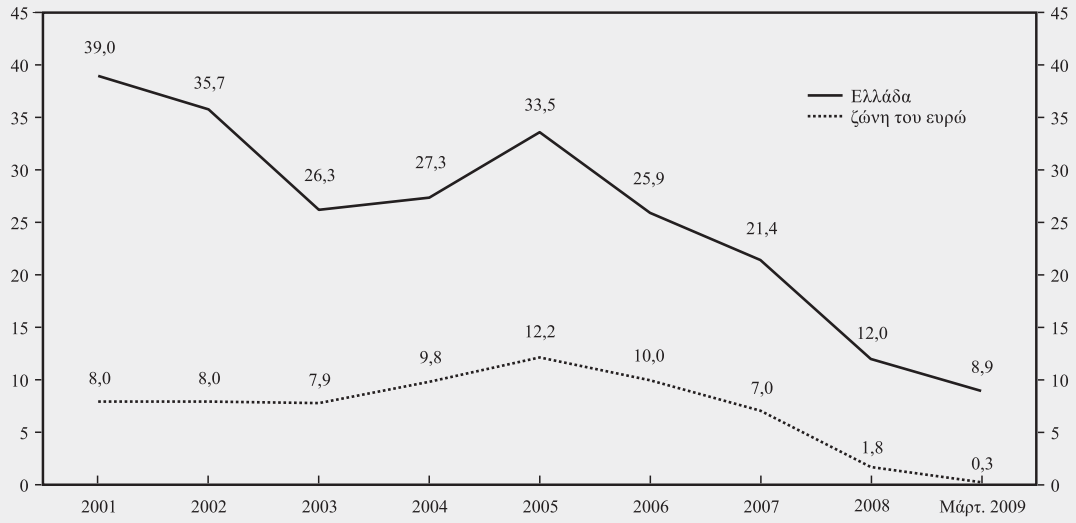


Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.
Σημειώσεις: Τα υπόλοιπα των στεγαστικών δανείων αναφέρονται στο τέλος του έτους. Αφορούν δάνεια προς τα εγχώρια νοικοκυριά από εγχώρια νομισματικά και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (εκτός της ΤτΕ). Συμπεριλαμβάνονται τα τιτλοποιημένα δάνεια. Τα υπόλοιπα για την Ελλάδα στο τέλος του 2000 ήταν €11,2 δισεκ. και στο τέλος του 2008 €77,4 δισεκατομμύρια. Στη ζώνη του ευρώ, τα υπόλοιπα το 2000 ήταν €1.875,8 δισεκ. και το 2008 €3.483,7 δισεκατομμύρια.

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 %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.
Σημείωση: Οι ρυθμοί αύξησης ορίζονται με βάση τα υπόλοιπα των στεγαστικών δανείων στο τέλος του έτους. Τα στοιχεία του Μαρτίου του 2009 αναφέρονται στον ετήσιο ρυθμό από το Μάρτιο του 2008.

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 Α.Ε. με σκοπό την κατασκευή αξιόπιστων δεικτών και υποδεικτών ακινήτων με τη βοήθεια της εταιρίας στατιστικών αναλύσεων Quantos Α.Ε. 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).

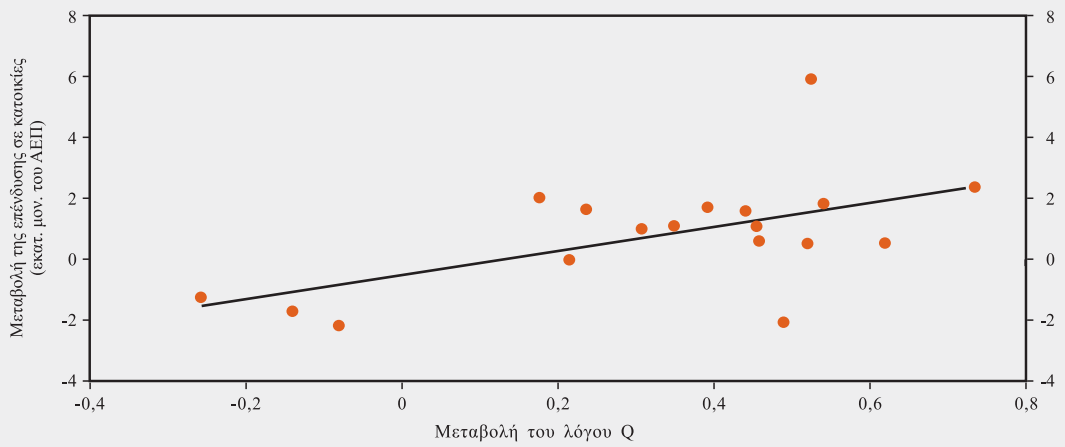
Στη συνέχεια παρουσιάζονται με μεγαλύτερη λεπτομέρεια οι επιμέρους δίαυλοι επίδρασης των τιμών των κατοικιών στην κυκλική οικονομική δραστηριότητα.

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.

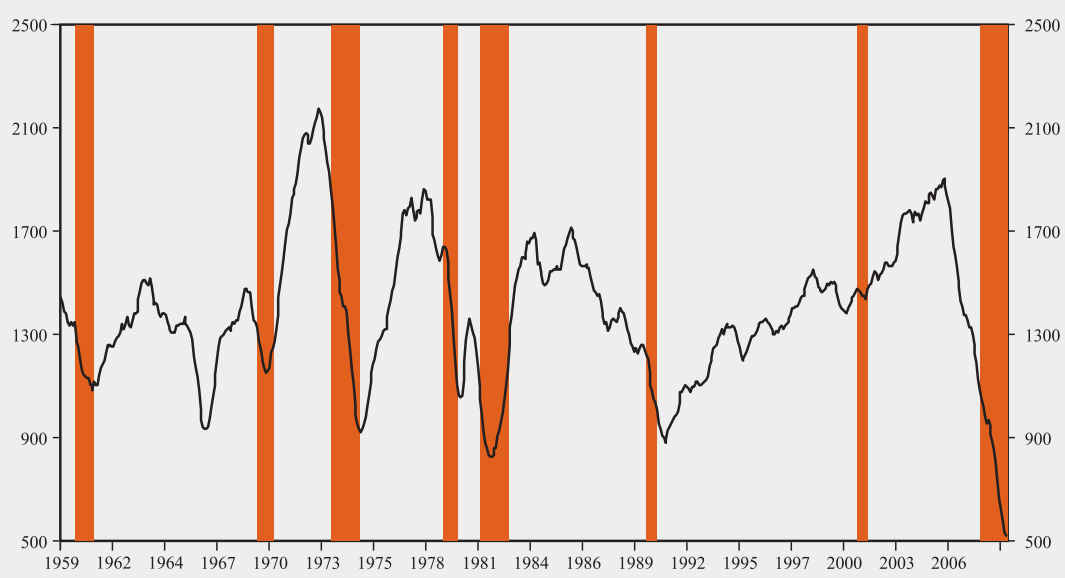
Διάγραμμα 6 Ο λόγος Q του Tobin και η επένδυση σε κατοικίες: μεταβολές περιόδου 1995-2004



Πηγή: OECD (2005).
Σημείωση: Ο λόγος Q του Tobin ορίζεται ως οι ονομαστικές τιμές κατοικιών προς τον αποπληθωριστή των επενδύσεων σε κατοικίες. Τα στοιχεία αναφέρονται στη μεταβολή μεταξύ των ετών 1995 και 2004.

Διάγραμμα 7 Ανεγέρσεις νέων κατοικιών στις ΗΠΑ

(Χιλ.)



Πηγή: Federal Reserve.
Σημειώσεις: Η μεταβλητή "Ανεγέρσεις νέων κατοικιών" ή "Housing Starts" είναι εκφρασμένη σε χιλιάδες κατοικίες και αναφέρεται στην έναρξη της κατασκευής. Απεικονίζει τον κινητό μέσο όρο 6 μηνών. Οι κάθετες ράβδοι περιγράφουν περιόδους ύφεσης στις ΗΠΑ σύμφωνα με το NBER. Η τελευταία ύφεση δεν έχει ακόμα τελειώσει.

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 μικροδεδομένα, 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 μικροδεδομένα 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 άνθησης 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 & Shiller[7] (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).

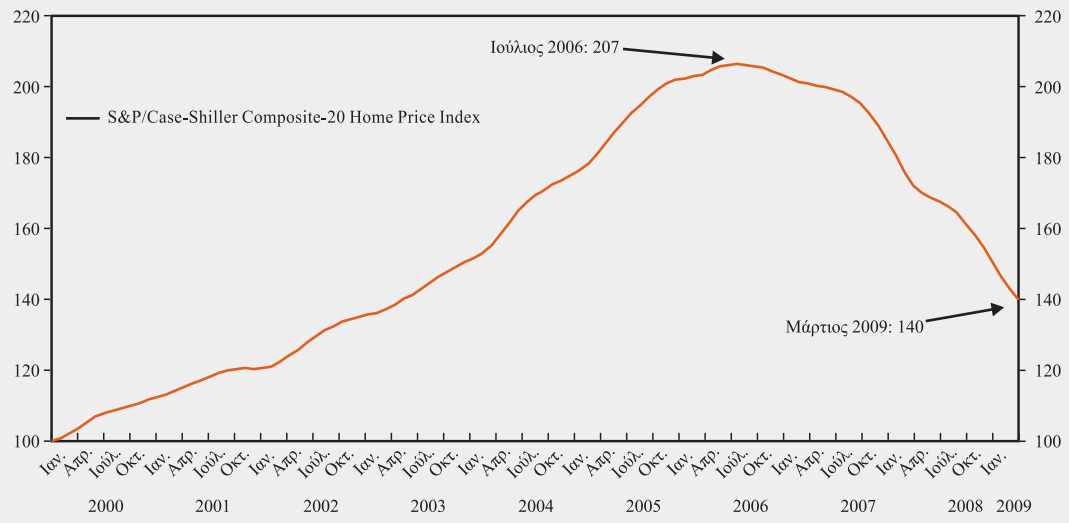
Η αιτία της αρχικής αύξησης των τιμών ήταν τα χαμηλά στεγαστικά επιτόκια και η προσπάθεια της τότε αμερικανικής κυβέρνησης του κ. Μπους να αποκτήσουν κατοικία τα φτωχά νοικοκυριά και οι μειονότητες.[8] Οι τράπεζες όμως στη συνέχεια, καθώς τα επιτόκια παρέμβασης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (Fed) άρχισαν 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 άφοβα 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

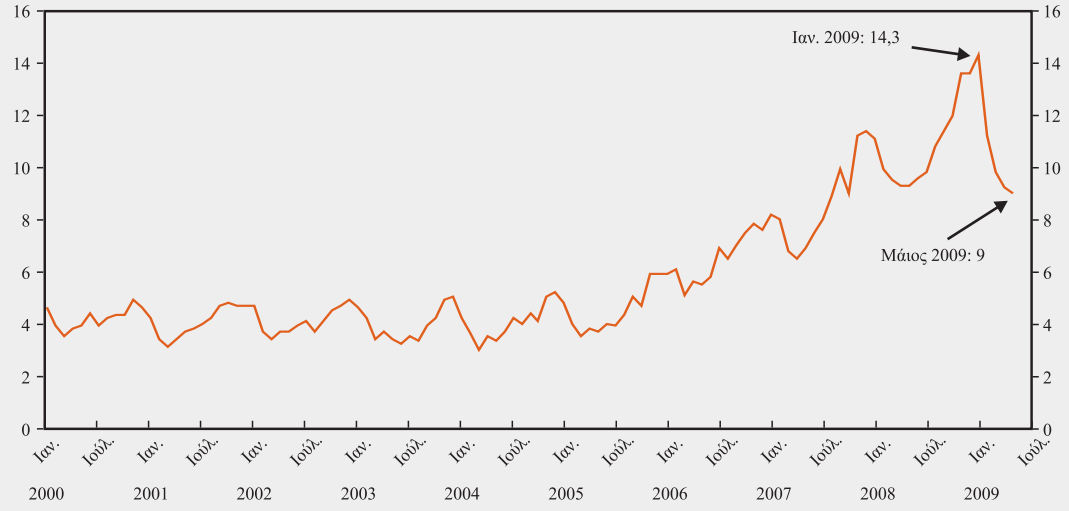
(Ιανουάριος 2000=100)



Πηγή: Bloomberg.
Σημειώσεις: Ο δείκτης S&P/Case-Shilller-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)

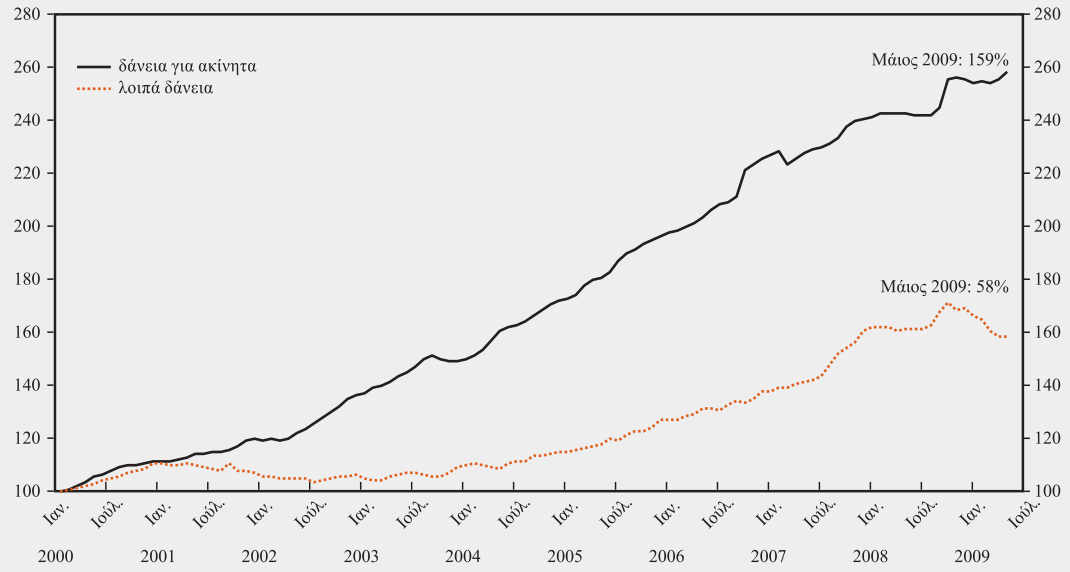


Πηγή: Bloomberg.
Σημειώσεις: Ο δείκτης S&P/Case-Shilller-20 χρησιμοποιεί τη μέθοδο των "επαναλαμβανόμενων πωλήσεων", κατά την οποία χρησιμοποιούνται δεδομένα για κατοικίες που έχουν αποτελέσει αντικείμενο αγοραπωλησίας τουλάχιστον 2 φορές. Έχει μηνιαία συχνότητα, καλύπτει γεωγραφικά 20 μητροπολιτικές 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

Διάγραμμα 10 Αύξηση δανείων εμπορικών τραπεζών στις ΗΠΑ

(Ιανουάριος 2000=100)

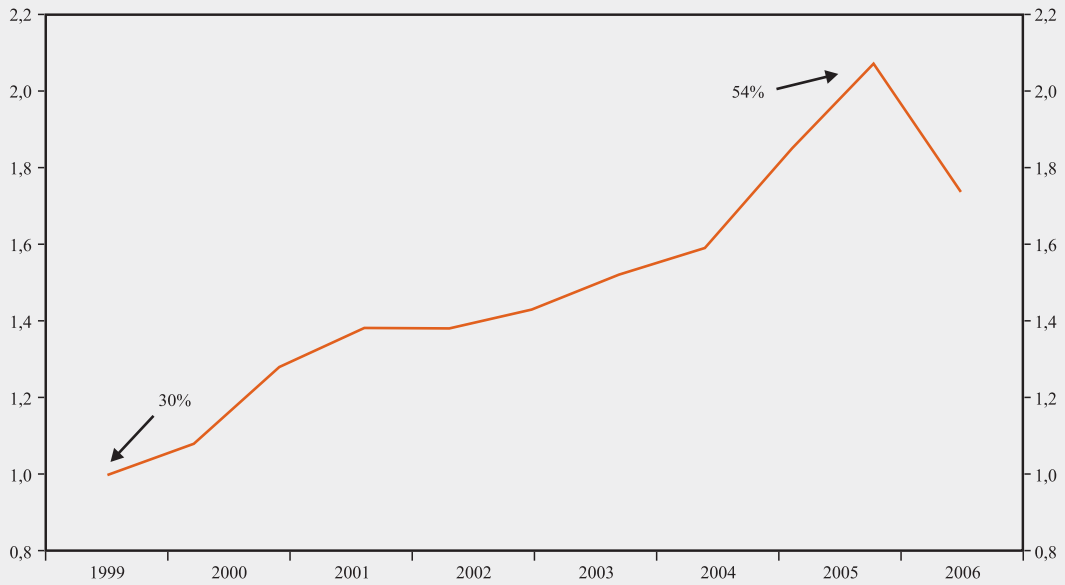


Πηγή: FRB of St. Louis – Federal Reserve Economic Data (FRED).
Σημείωση: Τα στοιχεία σχετικά με τα δάνεια για ακίνητα αφορούν υπόλοιπα δανείων από εμπορικές τράπεζες στις ΗΠΑ στο τέλος κάθε μήνα για αγορά ακινήτων (συμπεριλαμβανομένων οικοπέδων και εμπορικών ακινήτων). Στα "λοιπά δάνεια" περιλαμβάνονται όλες οι υπόλοιπες κατηγορίες δανείων από εμπορικές τράπεζες των ΗΠΑ εκτός των διατραπεζικών δανείων. Οι δύο αυτές κατηγορίες συναπαρτίζουν 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. αντιστοίχως.

των στεγαστικών δανείων, αφού, ακόμη και στην περίπτωση που το νοικοκυριό αδυνατούσε να πληρώσει τις μηνιαίες δόσεις του, η τράπεζα θα έπαιρνε από τον τελικό πλειστηριασμό ένα σπίτι μεγαλύτερης αξίας από εκείνη του αρχικού δανείου. Όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 10, η στεγαστική πίστη αυξήθηκε πολύ πιο γρήγορα από την υπόλοιπη πίστη. Μάλιστα, ακόμα πιο γρήγορα αυξήθηκαν τα δάνεια που τιτλοποιήθηκαν από μη κρατικούς φορείς, δηλαδή αυτά που δεν πληρούσαν τις αυστηρές προδιαγραφές ποιότητας του Κογκρέσου για τους ημικρατικούς φορείς, όπως η Fannie Mae ή η Freddie Mac, ώστε να μπορούν να τιπλοποιηθούν από αυτούς ή, εναλλακτικά, ήταν δάνεια μεγάλης αξίας (jumbo mortgages), που υπερέβαιναν το ανώτατο επιτρεπτό όριο που θέτει το Κογκρέσο για να μπορούν οι ημικρατικοί φορείς να τα τιτλοποιούν (βλ. Διάγραμμα 11).

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



Πηγή: Mian & Soufi (2008).
Σημειώσεις: Τα νέα στεγαστικά δάνεια είτε (α) παραμένουν στον ισολογισμό της τράπεζας είτε (β) τιτλοποιούνται από ημικρατικούς φορείς (Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae και Farmer Mac) είτε (γ) τιτλοποιούνται από μη κρατικούς φορείς. Στο διάγραμμα παρουσιάζεται το ποσοστό που ανήκει στην κατηγορία (γ) εντός ενός έτους από την αρχική σύναψη του δανείου.

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 μηναίο 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 διαχώριζαν 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 Merill 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 επικεφαλής των τομέων διαχείρισης κινδύνου διότι ενοχλούσαν τη Διοίκηση της τράπεζας με τις παραινέσεις τους για προσοχή σ' αυτές τις επενδύσεις (π.χ. Merrill Lynch).

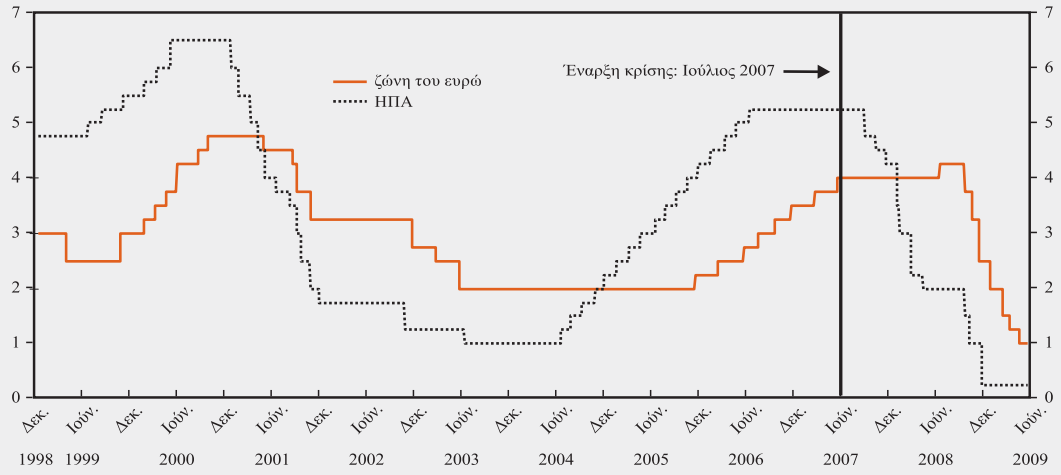
Το πρόβλημα σταδιακά γιγαντώθηκε, κυρίως λόγω της υψηλής μόχλευσης των επενδυτών στα δομημένα ομόλογα. Σε όλες τις αγορές περιουσιακών στοιχείων, οι επενδυτικές τράπεζες και πολλά hedge funds χρησιμοποιούσαν πολύ λίγα δικά τους κεφάλαια, δανειζόμενες τα υπόλοιπα και μάλιστα βραχυπρόθεσμα. Ορισμένοι οργανισμοί 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 τότε[12] 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]

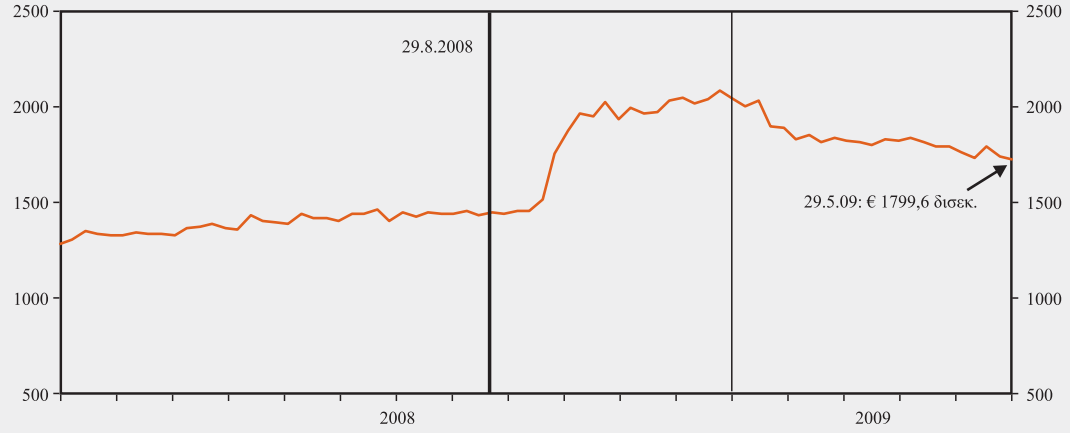
Η κρίση πήρε τέτοιες διαστάσεις, ιδιαίτερα μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008, ώστε πολλοί, κατά τη διάρκεια του 2009, τη συγκρίνουν πλέον με τη Μεγάλη Ύφεση του 1929-1933. Η μεγάλη όμως διαφορά με την περίοδο εκείνη είναι η σημερινή ισχυρή και άμεση αντίδραση των νομισματικών 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 διαχώριζε την εμπορική από την επενδυτική τραπεζική.

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

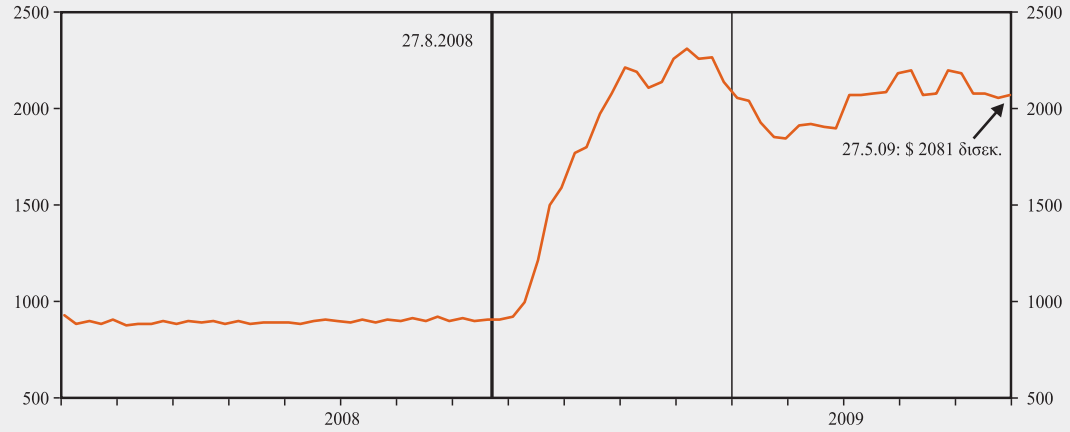
(Δισεκ. ευρώ)



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-

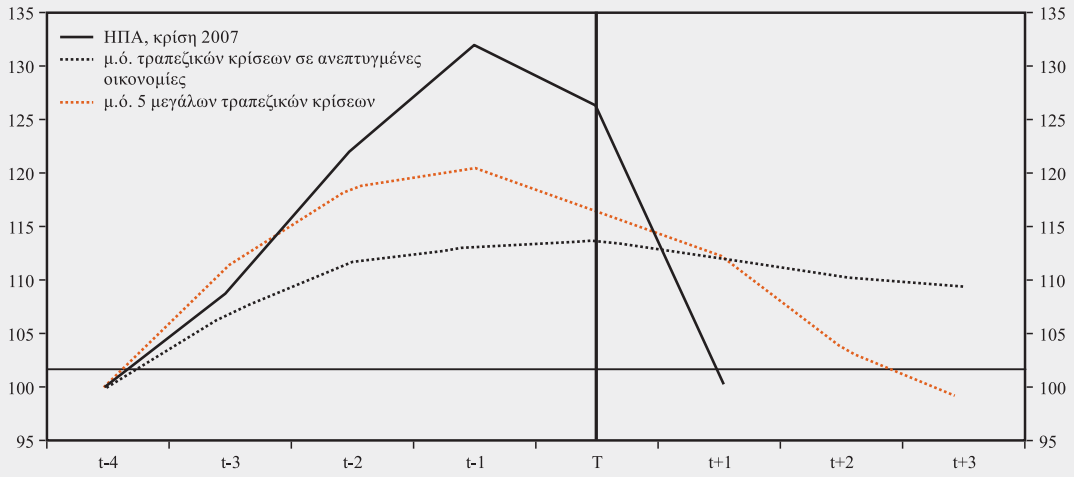
μικά πακέτα και με προσπάθεια διάσωσης των τραπεζών. Αντίθετα, η αρχική αντίδραση των Αρχών το 1929 περιλάμβανε περιοριστικές πολιτικές για τη μείωση των ελλειμμάτων, οι οποίες επέτειναν την ύφεση.

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)



Πηγές: Reinhart & Rogoff (2008b) και υπολογισμοί του συγγραφέα.
Σημειώσεις: Ο χρόνος t υποδηλώνει το έτος κατά το οποίο εκδηλώθηκε η τραπεζική κρίση, t-4 συμβολίζει το ημερολογιακό έτος 4 έτη πριν από την κρίση κ.λπ. Το διάγραμμα δείχνει τον αριθμητικό διαστρωματικό μέσο όρο των τιμών, όπου οι τιμές, σε κάθε χώρα με κρίση ξεκινούν από το 100 στο έτος t-4. Οι 5 μεγάλες τραπεζικές κρίσεις ήταν: Ισπανία (1977), Νορβηγία (1987), Σουηδία (1991), Φινλανδία (1991) και Ιαπωνία (1992). Στο σύνολο των τραπεζικών κρίσεων περιλαμβάνονται συνολικά 18 κρίσεις, δηλ., εκτός από τις προηγούμενες 5 μεγάλες, οι ακόλουθες: Αυστραλία (1989), Καναδάς (1983), Δανία (1987), Γαλλία (1994), Γερμανία (1977), Ελλάδα (1991), Ισλανδία (1985), Ιταλία (1990), Ν. Ζηλανδία (1987), Ην. Βασίλειο (1974, 1991, 1995) και ΗΠΑ (1984).

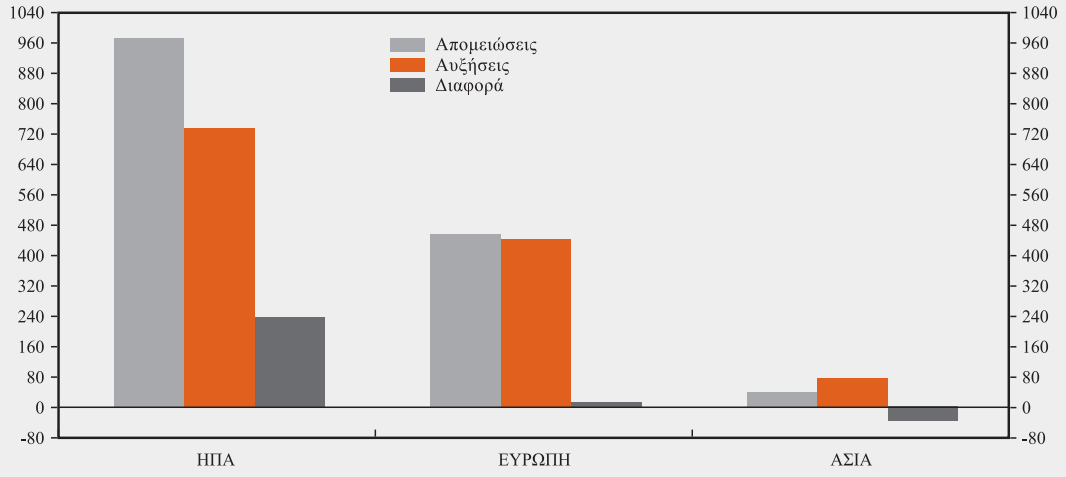
Με βάση σύγκρισης προηγούμενες τραπεζικές κρίσεις, η σημερινή είναι πολύ μεγάλη. Σε όλες αυτές τις κρίσεις προηγήθηκε μεγάλη αύξηση των τιμών των ακινήτων (Reinhart and Rogoff, 2008α, Goldman Sachs, 2008), ενώ η μετέπειτα πτώση των τιμών των ακινήτων διήρκεσε πάνω από 3 χρόνια. Η Goldman Sachs (2008) 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 19.6.2007. 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 Παρελθούσες 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**	Ν. Κορέα	'91 - β΄ τρ.	'96- δ΄ τρ.	**22**	**-34**
Γαλλία	'81 - α΄ τρ.	'84 - γ΄ τρ.	**14**	**-18**	Ν. 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**
Μ.Ο.			**25**	**-31**					
Μ.Ο. "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 τριμήνων που μεσολαβούν από το ανώτατο έως το κατώτατο σημείο των τιμών. Η μείωση των πραγματικών τιμών (μεταβολή των ονομαστικών τιμών σε σχέση με τον εγχώριο πληθωρισμό της αντίστοιχης περιόδου) είναι σωρευτική. Ο "Μ.Ο. big-5" περιγράφει το μέσο όρο των 5 μεγαλύτερων πτώσεων των πραγματικών τιμών. Οι "Big-5" είναι οι 5 μεγάλες τραπεζικές κρίσεις, όπως τις ορίζουν οι Reinhart & Rogoff (2008a): Ισπανία (1977), Νορβηγία (1987), Σουηδία (1991), Φινλανδία (1991) και Ιαπωνία (1992). Το "ΗΠΑ – S&L" περιγράφει την περίοδο της κρίσης στα ειδικά πιστωτικά ιδρύματα που αποκαλούνται "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.

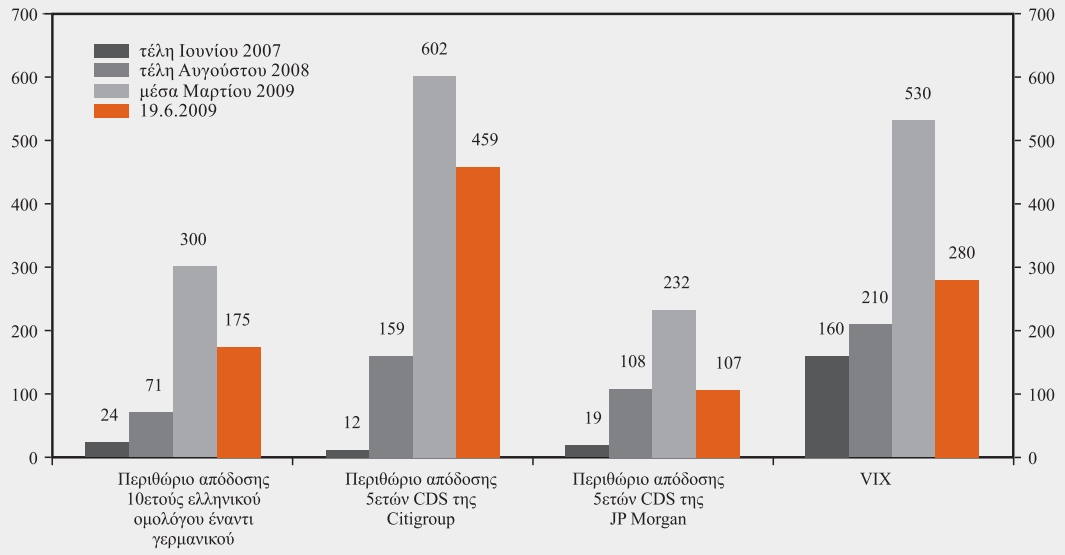
Στα μέσα του 2009, τα χειρότερα της κρίσης φαίνεται να έχουν περάσει. Η δραματική αυτή αλλαγή στο κλίμα της αγοράς —σε αντιδιαστολή με την πραγματική οικονομία— οφείλεται στην επιτυχή παρέμβαση των Αρχών, με προεξάρχουσες κυρίως δύο αποφάσεις τους: Η πρώτη ήταν η χρηματοδότηση του Διεθνούς Νομισματικού 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 ζημίες 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 ζημίες.

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



Πηγή: Bloomberg.
Σημειώσεις: Η διαφορά ελληνικών και γερμανικών αποδόσεων στα δεκαετή ομόλογα σταθερού τοκομεριδίου εκφράζεται σε μονάδες βάσης οι οποίες έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση, όπου το 100 αντιστοιχεί στο 1%. Τα περιθώρια στα Συμβόλαια Αντιστάθμισης Πιστωτικών Κινδύνων (Credit Default Swaps ή CDSs), εκφρασμένα σε μονάδες βάσης, περιγράφουν την ετήσια εκατοστιαία πληρωμή στον πωλητή των συμβολαίων, ο οποίος ασφαλίζει το ποσό για 5 έτη. Ο δείκτης VIX είναι δείκτης διακύμανσης των επόμενων 30 ημερών του δείκτη μετοχών S&P 500, προέρχεται από την αγορά παραγώγων και εκφράζεται σε εκατοστιαίες μονάδες που έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση. Για λόγους καλύτερης διαγραμματικής απεικόνισης ο δείκτης VIX έχει πολλαπλασιαστεί επί 10.

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 μιλούσαν 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 ενδιάμεση 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.

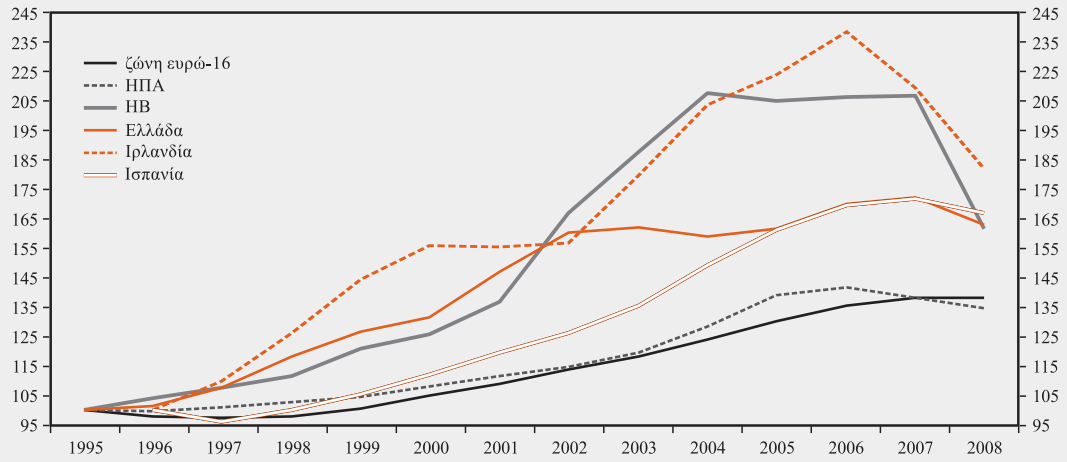
Πολλοί χρησιμοποιούν το δείκτη τιμών κατοικιών προς ενοίκια για να περιγράψουν αν οι τιμές εξελίσσονται ομαλά με την πάροδο του χρόνου (βλ. Μαλλιαρόπουλος, 2007). Τα ενοίκια περιγράφουν τη μικτή ετήσια απόδοση από μια επένδυση σε κατοικίες και, κατά συνέπεια, η διαχρονική πρόοδος των ενοικίων επιδρά 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)



Πηγές: ECOWIN, ΟΟΣΑ, ΤτΕ, Eurostat, ΕΚΤ, OFHEO, HBOS, CSO, Υπουργείο Οικισμού της Ισπανίας.
Σημειώσεις: Τα στοιχεία είναι ετήσια. Οι δείκτες για τα ενοίκια είναι οι σχετικοί υποδείκτες του γενικού δείκτη τιμών καταναλωτή. Αναλυτικότερα, οι πηγές των στοιχείων κατά χώρα είναι οι εξής:

	Δείκτης Ενοικίων	Δείκτης Τιμών Κατοικιών
Ελλάδα:	ΟΟΣΑ	Τράπεζα της Ελλάδος
Ζώνη ευρώ:	ΟΟΣΑ	ΕΚΤ
ΗΠΑ:	ΟΟΣΑ	OFHEO
Ην. Βασίλειο:	ΟΟΣΑ	Halifax
Ιρλανδία:	Central Statistics Office Ireland	permanent tsb/ESRI
Ισπανία:	Eurostat	Υπουργείο Οικισμού της Ισπανίας

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 ασφαλίστρων 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 Μαλλιαρόπουλο (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 Συμιγιάννης 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. Σημειωτέον 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.

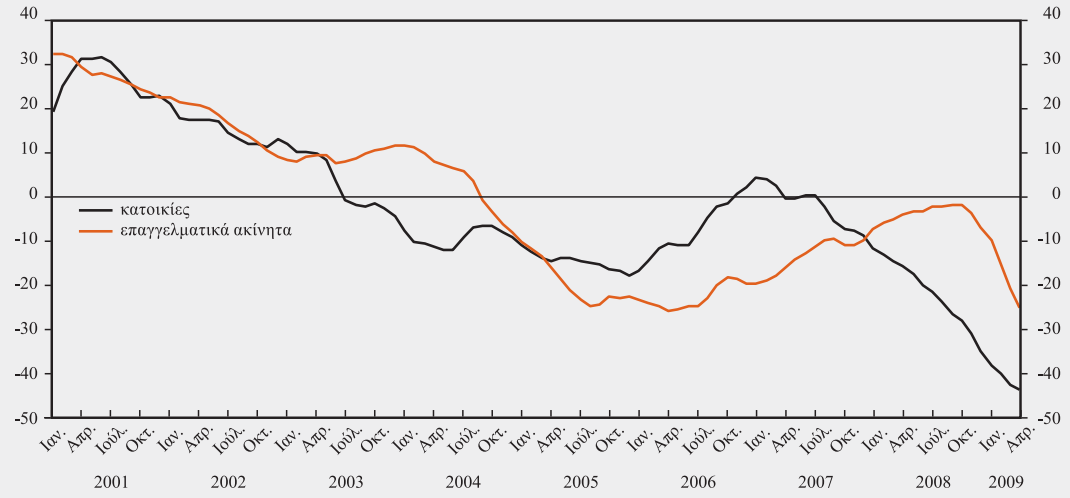
Στη διάρκεια του 2008 η αγορά κατοικίας υπέστη συρρίκνωση στην Ελλάδα. Αυτό πιστοποιείται από τα στοιχεία του ΑΕΠ: το μερίδιο των κατοικιών, αλλά και των κατασκευών γενικότερα, στο ΑΕΠ μειώθηκε σημαντικά (βλ. Πίνακα 1). Δημοσιογράφοι και ειδικοί του χώρου συχνά αναφέρονται σε εκατοντάδες χιλιάδες αδιάθετα 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 προσδοκιών 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

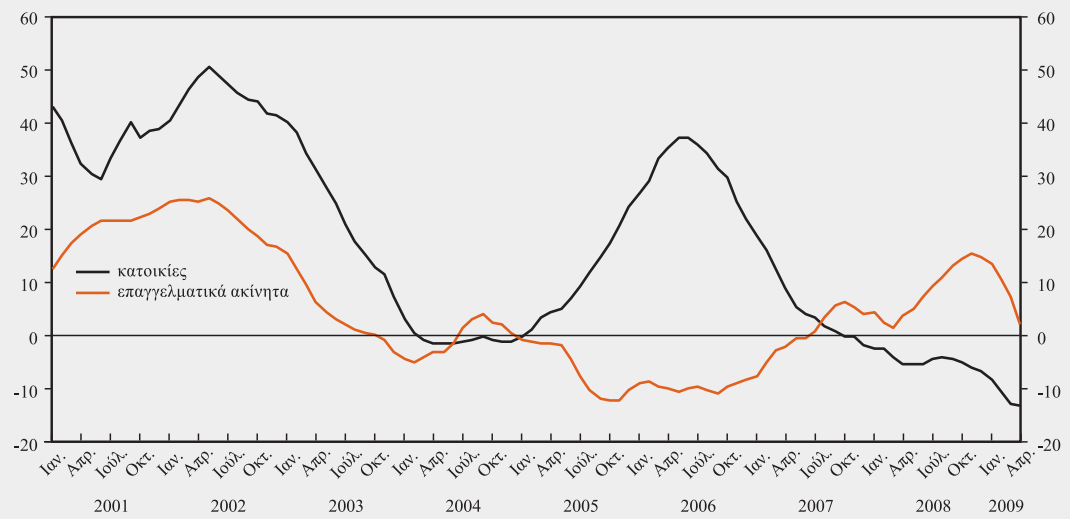
21 Παρά την αβεβαιότητα οποιασδήποτε εκτίμησης του αποθέματος αδιάθετων κατοικιών, οι Magginas and Pateli (2009) εκτιμούν το απόθεμα στα 137 χιλιάδες διαμερίσματα ή σπίτια το τρίτο τρίμηνο του 2008, χωρίς όμως να παρουσιάζουν τις λεπτομέρειες του υποδείγματος που χρησιμοποιούν.

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

Α. 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 Η. 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.

Β. 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. Wadhwani (2002), "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework", αδημοσίευτη μελέτη.

Cecchetti, S., H. Genberg, J. Lipsky and S. Wadhwani (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 Cyclicality 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 ΤΔΔ, 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.

The lessons from the housing market crisis

Elias Karakitsos*

Executive summary

Causes

The US housing market is not the cause of the credit crisis and the current woes of the global economy. It is simply the symptom of the huge liquidity that was put in place by "bad" financial engineering and some mistakes in the conduct of monetary policy, especially in the US. This liquidity has financed a number of bubbles in the last ten years with a major impact on the economy (internet, housing, and commodities) and a few more (shipping and private equity) with a smaller impact on the economy (see Arestis and Karakitsos, 2009b, and Karakitsos, 2008). From a European perspective, micro-economic fundamentals and country-specific factors have differentiated the countries in the euro area, with housing bubbles emerging in some countries, like Spain, but not in others, like Germany. Thus, both a macro- and micro-perspective are needed to understand the full story.

From a macro-perspective, liquidity is the real culprit. Without this excessive liquidity, there would have been no bubbles – no credit, no bubble. Although one might point to some errors on the part of the Fed in removing the accommodation bias on a number of occasions in the last ten years, financial engineering has played by far a more important role in creating this prodigious liquidity. In the press, financial engineering is deemed synonymous to fraud —finding loopholes in the law and the regulatory environment to make money— and it is accordingly condemned. "Bad" financial engineering has resulted in a "shadow-banking" that developed and worked in parallel with regulated banking. The "shadow-banking" operated outside the regulation and control of the authorities. So, whatever was not allowed in regulated banking was developed in the "shadow-banking".

* Director and Fund Manager, Guildhall Asset Management, Ltd; and Associate Member, Centre of Economic and Public Policy, Department of Land Economy, University of Cambridge. I am grateful to participants at the EFMA Annual Conference (Athens, June 2008); the 5th International Conference on Developments in Economic Theory and Policy, (Bilbao, July 2008); the Conference on "Housing Market Challenges in Europe and the US: Any Solutions Available?" Central Bank of Austria (Vienna, Sept. 2008); The Big Bang and the Big Crunch, Murray Edwards College, University of Cambridge (Cambridge, Nov. 2008) for helpful comments. The usual disclaimer applies.

Consequences and risks

The K-model predicts that US house prices will stabilise in the spring of 2010 at more than 40% lower than the peak in 2006, triggering losses in financial institutions in excess of $3 trillion. Gross wealth will return to its pre-bubble level, but net wealth will fall even lower, due to the irreversibility of the debt. The erosion of wealth will induce US households to save more, pushing the savings ratio to more than 8%, thus making consumption the driver to this deep and protracted recession. Firms will respond to lower demand by slashing investment and cutting employment, which will have a negative feedback on consumption. US GDP growth will bottom out in mid-2010, signalling a recovery in the second half. But there are risks to the sustainability of the recovery stemming from the current actions of policymakers. In the current environment, the Fed has flooded the system with liquidity, at a time when excess liquidity has been at the root of the problem of the current credit crisis. Moreover, the Fed is printing money at an unprecedented rate that risks fuelling higher inflation when the economy recovers and/or huge dollar depreciation. This liquidity has now sown the seeds of a new bubble – US government bonds, which might be pricked by the huge issuance of Treasuries. The burst of this new bubble will undermine the recovery in 2010 and risks plunging the US economy into another recession in 2011 or 2012, as default risk premiums, exchange-rate premiums and inflation premiums soar.

Policy inconsistencies and challenges

Although the measures adopted so far have dealt with the panic phase of a bubble, the policymakers are inconsistent in their long-term objectives in that they want both deleverage and high asset prices. They should either engineer an orderly deleverage, while at the same time accepting that in the new long-run equilibrium asset prices will be substantially lower; or they should flood the system with liquidity to prevent the erosion of asset prices, knowing, however, that deleverage will not materialise. In other words the policymakers are not clear as to whether they should target deflation or inflation in the long run. It is a hard fact of life, however, that from a long-term perspective the first target is what makes sense; otherwise, the excess liquidity that financed so many bubbles in the last ten years will not be drained and will carry on financing new bubbles. Irrespective of whether the policymakers target deflation or inflation, the forces of deflation are more powerful than those of inflation. So, even if the policymakers wished to reflate asset prices, they might find it extremely hard to achieve their objectives.

The challenge for the policymakers is to break the vicious circle between falls in house prices and bank losses, if they are to shorten the asset and debt deflation process to less than ten years. This requires preventing households from falling into negative equity; otherwise, delinquencies rise and bank losses mount; mortgage-lenders repossess the properties and dump them

into the market, only causing lower house prices and even higher bank losses. Spending public money to cover the losses of the banks without supporting households to keep their homes and encourage others to obtain new mortgages is like throwing money into a black hole. Hence, the policies that should be pursued are on both sides of the credit market: demand and supply. Unless demand for credit and demand for the general bank products is boosted in the months ahead, no amount of money can salvage the financial system. Dealing just with the supply side of credit and ignoring its dependence on demand will be a waste of resources. Hoarding of cash by banks, mutual funds, hedge funds, businesses and individuals will be a terrible blow to demand that will trigger new losses for the financial institutions in 2009, thus creating a vicious circle. We are now in what Keynes called a "liquidity trap". Monetary policy does not work in this environment and neither does fiscal policy in the form of tax cuts; people will hoard the extra money – they will not spend it.

Assessment of current policies

The policymakers' efforts so far have concentrated on unfreezing the credit markets and restoring confidence in banks by pumping liquidity and guaranteeing bank loans, so that the interbank market can start to function again. However, this is the wrong diagnosis as banks are not worried about liquidity, but about credit risk – the insolvency of other banks that results in a "queen of spades" strategy with hoarding of liquidity and unwillingness to lend to each other. Policymakers have also assigned public funds to recapitalise banks by buying mostly preferred shares and increased the guarantee limit on deposits to deflect runs on depository institutions. In the US the Fed has, in addition, extended credit facilities to non-depository institutions and has lowered the quality of assets that it accepts as collateral for lending. Although these measures may be adequate to ease the panic phase of the burst of a bubble, they are inadequate to deal with the crisis in the long run, as they deal with the supply side of credit, but not with the demand for it.

The various schemes that have been put forward to resolve the credit crisis can be grouped into two categories: "business-as-usual" and a "good bank" solution (see Karakitsos, 2009b). The first, which takes different forms – insurance or guarantee of the assets or liabilities of the financial institutions, "bad bank" and temporary nationalisation – is the one favoured by banks and pursued by governments in the US, the UK and other countries. It amounts to a bailout of the financial system with taxpayer money. Its drawback is that the cost may exceed by trillions the original estimates of $700 billion; and despite the mounting cost it may not even prevent the bankruptcy of financial institutions. Moreover, it runs the risk of making the US and the UK government insolvent, and turning an already severe recession into a depression worse than the one of the 1930s. It is also immoral, unfair and unjust in accordance with the common concept of justice and maximises moral hazard.

The "good bank" solution consists of creating a new (Phoenix) banking system from the ashes of the old one by removing the healthy assets and liabilities from the balance sheet of the old banks. Apart from its small cost, it has the major advantage that credit flows will resume and the economy will recover. It is also fair and just and minimises moral hazard. Its drawback is that it lets the old banks swim or sink. But if they sink with huge losses, these might spill over to the personal sector and the ultimate cost may be the same as in the "business-as-usual" model. The downside may again be a depression.

Our own solution (see Karakitsos, 2009b) is for a "good bank" model but with a government guarantee of a large proportion of the assets of the personal sector or the assumption of the first loss by the government in case the old banks fail. It has the same advantages as the original "good bank" model, but it makes sure, in the eventuality that the old banks become insolvent, that the economy is shielded from falling into depression and the ultimate recovery is ensured.

Policies to avoid future crises

The backlash of the greed of financial institutions is likely to increase calls for strict regulation of the industry. As the taxpayer is called upon to clean up the mess of the banks, tougher regulation of the industry is very likely to ensue. But from a policy perspective it should be recognised that regulation is backward- rather than forward-looking. Smart people will always look for loopholes to take advantage of any given legislation. Regulators will always react with a long lag to close the loopholes and in some occasions, like the current crisis, too late to prevent a calamity. A better approach than overregulation is for the central bank to have a target on asset prices in a way that does not impede the functioning of free markets and does not prevent "good" financial innovation (see Arestis and Karakitsos, 2009c). Since securitisation implies the transfer of assets and the risk to the personal sector, the ideal target variable for a central bank is the net wealth of the personal sector as a percent of disposable income. Since this is a stationary variable, a target range can be set. In the US, for example, this can be a range around five times the net wealth of the personal sector. In this way, the central bank can monitor the implications of financial innovations as they impact net wealth, even if it is ignorant of these innovations, as in the case of Structured Investment Vehicles (SIV). With a wealth target, the central bank can act pre-emptively to curb an asset upswing cycle from becoming a bubble. Information on the constituent components of net wealth is available in the US with a one-quarter lag, a month after the release of the NIPA accounts, thus making it useful for policy analysis and targeting. In the euro area, there are huge efforts to compile such data, a prerequisite for targeting.

Asset-led business cycles —like the current one, as well as those in Japan in the 1990s and the US in the 1930s—, produce a larger variability in output than inflation. In the upswing of the cycle, output growth surpasses historical norms giving the impression that potential output

growth has increased, thus creating a general feeling of euphoria and prosperity, as it did in the second half of the 1990s in the US. But in the downswing the recession is deeper than normal and, even more importantly, it lasts for a long time with many false dawns, as in the case of Japan. As asset prices fall, the past accumulation of debt becomes unsustainable and households engage in a debt reduction process by retrenching. This depresses demand putting a new downward pressure on asset prices thus creating a vicious circle. The burst of a bubble in the last five hundred years has entailed asset and debt deflation that has triggered retrenchment on the part of households and firms, with severe consequences for profits, the incomes of households and jobs. The deflation process is usually long and painful and the evidence of the last three episodes (1870s, 1930s and Japan in the 1990s) is that it usually lasts for ten years.

The policy implication is that in asset-led business cycles guiding monetary policy by developments in inflation alone will not prevent a bubble from becoming bigger than otherwise. Monetary policy should be formulated with two targets: inflation and the output gap. However, in a highly leveraged economy such a policy might lead to instability (see Karakitsos, 2009a). In this context there are merits to mild, but not excessive, wealth-targeting in addition to inflation- and output gap-targeting. Mild wealth-targeting will stabilise the system, whereas over-zealous wealth-targeting may destabilise it. The problem is that there are three targets and just one instrument – interest rates. Although a rate hike will reduce the output gap, diminish inflation and curb the net wealth of the personal sector, the impact on each target will be felt with a variable lag. This differential speed of adjustment of each target to monetary policy poses perils to the central bank task of stabilising the economy along the potential output growth path. Thus, strict adherence to the fulfilment of each target by the central bank may cause instability rather than stability.

Keywords: housing market, credit crisis, wealth effect, monetary policy, monetary rules, natural rate of interest, real profit rate, potential output, Neo-Wicksellian model, new consensus macroeconomics.

JEL Codes: E13, E32, E43

1. Introduction

The US housing market has played a key role in the last business cycle. In the upswing it boosted output and concealed adverse macroeconomic developments, such as the decline in multi-factor productivity, while in the downswing it has been the key driver of the unravelling recession that has turned out to be one of the worst since the Great Depression. The boom in the housing market was financed not by rising household incomes, but by accumulated debt because of unduly low interest rates and easy credit conditions, as banks abandoned the traditional "originate-and-hold" model of loan portfolio in favour of the "originate-and-distribute" one. "Bad" financial engineering, in the form of synthetic products, such as Collateralised Debt

Obligations (CDO), and derivative products, such as Credit Default Swaps (CDS), has disproportionately expanded credit to households. Banks set up a "shadow banking" through Structured Investment Vehicles (SIV) or conduits that facilitated the credit boom by an expanded securitisation programme that enabled the transfer of risks from the originate banks to the personal sector and banks abroad, thus making the problem global. With low risk in their loan portfolio, banks had an incentive to expand credit through the subprime market, Alt-A mortgages and "teaser" interest rates. As the Fed removed, albeit sluggishly, the accommodation bias that had been put in place after the burst of the internet bubble, the yield curve became inverted for one and a half years to mid-2007 triggering the collapse of shadow banking. The losses of shadow banking spilled over to the mother banks, which were aggravated by direct holdings of CDO and an as yet unsecuritised loan portfolio at the time the crisis erupted in the summer of 2007, which amounts to $4.5 trillion. Nominal house prices have so far fallen more than 25% from their peak in mid-2006, but real prices have dropped nearly 35% from their peak in mid-2005. The losses of financial institutions, globally, have so far mounted to $1.3 trillion. This paper uses the K-model to assess the likely fall in US house prices and its impact on the unravelling asset and debt deflation process.

Central banks have formulated monetary policy by targeting inflation and/or the output gap. The intellectual basis of this approach lies in the New-Consensus Macroeconomics (NCM) or the Neo-Wicksellian model. The NCM model implies that inflation is under the control of the central bank in the long run, through changes in interest rates, whereas output and the unemployment rate are not (see Arestis, 2007, for a review of the NCM model). Adding the output gap to the central bank objective function might help in achieving the inflation target, as minimising the output gap ensures that inflation approaches its target faster. Yet the NCM model is incapable of detecting a bubble and monitoring its growth, as the credit that has financed the bubbles in the last ten years does not show up in monetary aggregates. Even worse, monetary aggregates are a residual in the NCM model and therefore have no effect on inflation, output and unemployment. Arestis and Karakitsos (2009a) have endogenised potential output and the natural interest rate, which in the original Wicksellian model is the real profit rate, whereas in the NCM model it is simply the long-run interest rate to which the short-term interest rate (the instrument of monetary policy) converges in the long-run equilibrium. These two amendments are sufficient to reject the NCM proposition that output and unemployment are not under the control of the central bank, in the long run. In this new framework the real profit rate plays a significant equilibrating role, in addition to interest rates. In fact, the real profit rate moves first to restore long-run equilibrium, following a shock to the system. The interest rate, on the other hand, affects the real profit rate fast, but output and inflation sluggishly. Strict adherence to inflation-targeting may interfere with the equilibrating function of the real profit rate. Karakitsos (2008) has extended the model of

Arestis and Karakitsos (2009a) by incorporating a wealth effect in aggregate demand, through its influence on consumption in accordance with the Life-Cycle-Hypothesis, and has endogenised wealth by modelling its two constituent components (equities and houses). In this expanded system, inflation and the output gap are necessary targets in central bank policy to stabilise the economy around an endogenous potential output. However, in a highly leveraged economy, such as the US in the 2000s, monetary policy based on inflation and the output gap may, in fact, destabilise the system (see Karakitsos, 2009a). In this paper, we assess the merits of adding net wealth as an additional target to the central bank objective function. It is shown that mild, but not over-zealous, wealth-targeting stabilises the system, even in a highly leveraged economy.

The paper is organised as follows: the next two sections review monetary policy in the last two business cycles and analyse the risks of the current crisis using the K-model. Section 4 puts forward the case for wealth-targeting in addition to inflation and the output gap. Section 5 presents an overhaul of the NCM model to deal with asset-led business cycles. Section 6 uses the model and the augmented objective function to assess the merits and perils of wealth-targeting, while the final section summarises and concludes.

2. Monetary policy in the last two business cycles

The evidence of the last two business cycles shows that monetary policy has to a large extent been successful in keeping inflation under control (see Figure 1). Since the mid-1990s, core PCE-inflation, the preferred measure of the Fed, has fluctuated between 1% and 2.6%, not far from the unofficial target of 1-2%. Minimising the output gap has been more successful than in any other period and this has been instrumental in keeping inflation within a narrow band (see Figure 2).

Figure 1 Headline CPI & core PCE inflation

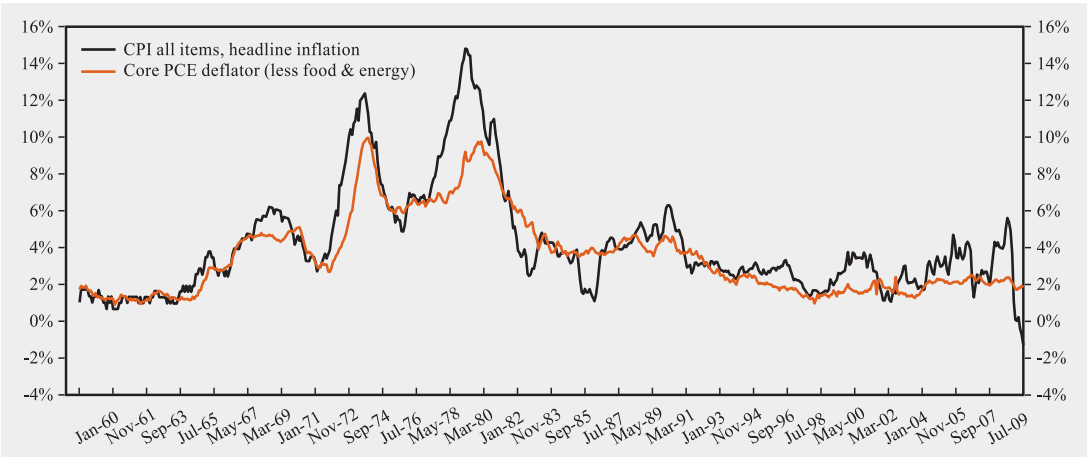
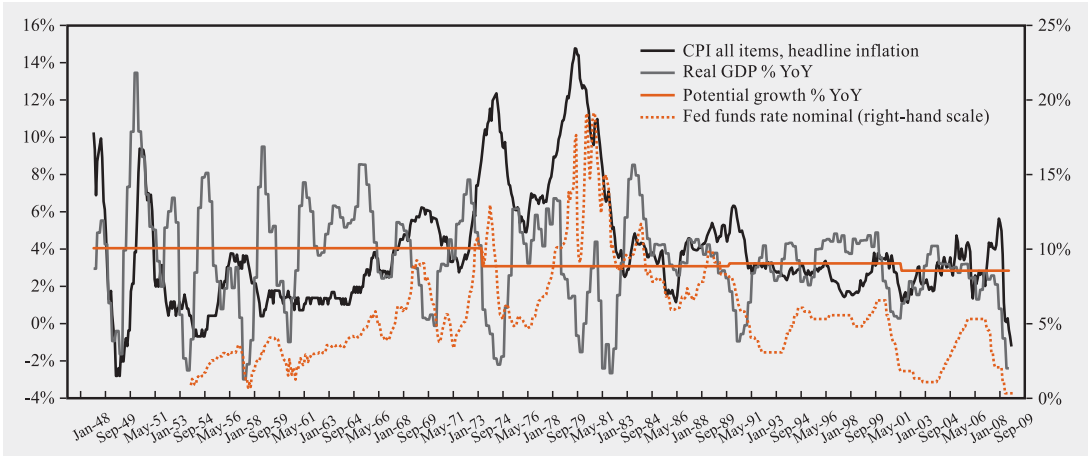
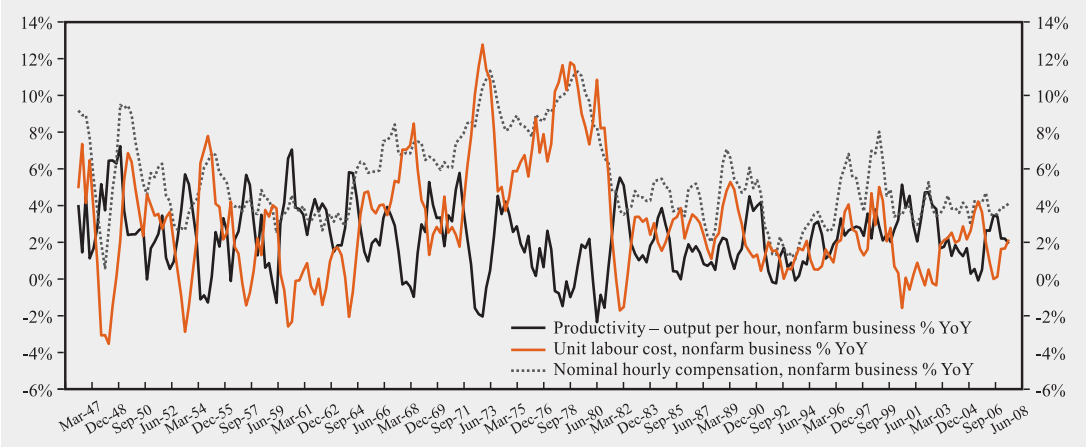


Figure 2 US Business cycle



After the soft landing of 1994-95 and the easing of monetary policy in the second half of 1995, US economic growth exceeded potential once more in the spring of 1996 (see Figure 2). As a result of this overheating, wage inflation accelerated and unit labour cost soared. It quadrupled to more than 4% in the twelve months to the autumn of 1998 (see Figure 3). The Asian-Russian crisis of 1997-98 put a lid on wage growth for a year (from the autumn of 1998 to the autumn of 1999) and unit labour cost slowed down. However, the easing of monetary policy during the Asian-Russian crisis kept US economic growth intact with the economy remaining overheated. As a result, wage growth and unit labour cost soared once more. The Fed not only reversed the rate cuts of the Asian-Russian crisis, but raised them to 6.5% and kept them at this level until the economy entered into a recession (i.e. at the end of 2000) that broke the wage-price spiral. Both wage inflation and the growth rate of unit labour cost peaked in the autumn of 2000 and fell precipitously in the next two years. In spite of the apparent success in stabilising the economy around potential and keeping inflation at historically low levels, the Fed did not manage to prevent the internet bubble from ballooning in the second half of the 1990s. It also did not deflect the burst of the bubble. Instead, the Fed preferred to deal with the consequences of the burst of the bubble, which usually result in asset and debt deflation. Thus, despite the shallowest recession in the post-WWII era, or because of it, the Fed cut interest rates to 1%, a level that had not been seen since the 1950s. The over-accommodative monetary policy can be seen in the Fed cutting interest rates, from 1.75% to 1%, after the economy had begun to recover. The justification of the Fed for easing monetary policy was that the recovery was anaemic (i.e. growth during the recovery below potential). This, along with easy fiscal policy (there was another fiscal package in 2003) boosted growth that exceeded potential in the autumn of 2003. Despite the overheating the Fed kept rates at 1% until mid-2004, thus providing the clearest evidence of an over-accom-

Figure 3 Wages, productivity & unit labour cost in non-farm business



modation bias. Moreover, this was removed only gradually "at a pace that can be measured", meaning 25 basis points (bps) in every FOMC meeting.

The low interest rates spurred the housing boom, which was evident as early as 2004.[1] Indeed, the housing bubble ballooned in the next two years as prodigious credit flows were made available through the "shadow banking". The overheating of the economy persisted until mid-2006, although it was the mildest in the entire post-WWII era. But in spite of the miniscule overheating, unit labour cost, which had oscillated around zero until late 2004, soared in the following two years, not so much because of heightened wage inflation, but because of declining labour productivity, as the pace of job creation accelerated. As the economy grew faster than potential growth, companies became confident about the sustainability of the recovery and hired labour as fast as in other recoveries. The Fed under Bernanke continued to remove the accommodation bias at the same sluggish pace and interest rates reached a plateau of 5.25% in mid-2006, a level that was maintained until the credit crisis erupted in the summer of 2007. By then the economy had cooled down and a negative output gap had emerged since late 2006. However, headline inflation surged as the prices of commodities, and in particular oil, industrial supplies and imported raw materials were soaring. The liquidity that had financed the previous two bubbles was now financing the commodities bubble, which only burst when all major economies fell off a cliff in mid-2008.

This account of the conduct of monetary policy shows that the Fed made some errors by cutting interest rates when the economy started to recover and by removing the accommodation bias too sluggishly. But in spite of these errors the Fed maintained growth nearer to potential

1 Arestis and Karakitsos (2004) warned that the internet bubble will be transformed into a housing bubble that would burst when the 30-year mortgage rate nudges 7% plunging the economy into a huge recession. See Arestis and Karakitsos (2007), (2008) for an assessment of the housing market plunge and its impact on consumption and the overall economy.

output than ever before and kept at least core inflation as low as in the 1960s and within a very narrow range. One can hardly claim that monetary policy was unsuccessful.

3. The inadequacy of monetary policy in asset-led business cycles and current risks

The NCM model is incapable of detecting a bubble and cannot monitor its growth, as the liquidity created by the process of securitisation is not reflected in ordinary monetary aggregates. The original loan is counted in the consolidated banking balance sheet and therefore in the overall liquidity. However, it is removed from the banking balance sheet once it is securitised. Therefore, the huge liquidity of the last ten years was not detected by central banks, which continued as late as the spring of 2007 to believe that the subprime market was not posing a threat to the economy, as the size of this market was small, around 10%, of the overall market (see Bernanke, 2007).

Asset-led business cycles —like the current one, Japan in the 1990s and the US in the 1930s—, produce a larger variability in output than in inflation. In the upswing of the cycle, output growth surpasses historical norms giving the impression that potential output growth has increased, thus creating a general feeling of euphoria and prosperity. But in the downswing the recession is deeper than normal and, even more importantly, lasts for a long time with many false dawns, as in the case of Japan. The bubble is usually pricked by rising interest rates, as the central bank tries to control a relatively small increase in inflation. In fact, the more leveraged the economy, the smaller the interest rate hike necessary to prick a bubble. As asset prices fall, the past accumulation of debt becomes unsustainable and households and businesses engage in a debt reduction process by retrenching. This depresses demand putting a new downward pressure on asset prices, thus creating a vicious circle.

The NCM model, with its emphasis on targeting inflation, is incapable of preventing the ballooning of a bubble and deflecting its burst. The reason is that, in an asset-led business cycle, the volatility of the output gap is greater than the volatility of inflation. In the upswing of the cycle, when credit expands and asset prices soar, inflation remains subdued for two reasons. First, potential output increases in the upswing, thus dampening the positive output gap and containing inflationary pressures. Second, cyclical productivity improvements, which appear as structural as they did in the US in the late 1990s, reduce unit labour cost thus putting a lid on inflation. On the other hand, the expansion of credit and the soaring asset prices increase output disproportionately compared to a standard demand-led business cycle. This explains why the Fed appeared successful in controlling inflation and minimising the output gap in the last ten years.

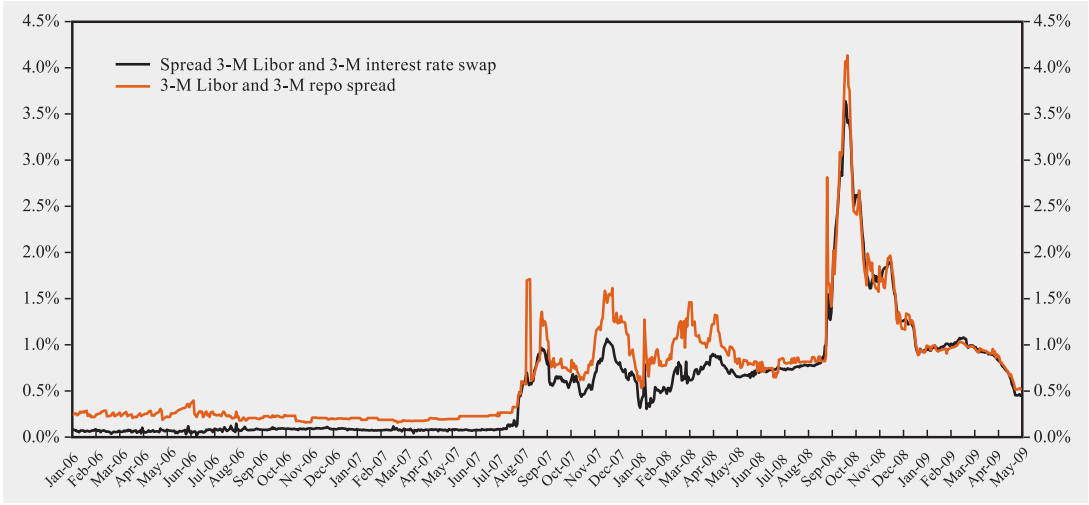
The burst of the internet bubble would have plunged the US economy into a long and deep recession, had it not been for the prodigious and pre-emptive rate cuts by the Fed from 6.5% to 1%. This resulted in the shallowest recession in half a century. Greenspan was fully aware of

the risks of asset and debt deflation that plague an economy after the burst of a bubble. He had recognised in mid-1990s that a bubble was in the making and tried to talk it down with his remarks of an "irrational exuberance". However, either because of statutory constraints or because of his fervent support of the market mechanism, he did not try to prevent the bubble, but decided instead to deal with its consequences. In retrospect, the prodigious easing of monetary policy averted an asset and debt deflation but sowed the seeds for the housing bubble. From this angle, the aforementioned mistakes of the Fed proved to be significant ones in fuelling the housing bubble. Bernanke, following in Greenspan's steps, presided over the last two years of the ballooning of the housing bubble and financed the commodities bubble, which further weakened the effectiveness of monetary policy in dealing with the burst of the housing bubble.

House price inflation peaked at the end of 2005, but house prices carried on rising until mid-2006. The combination of falling house prices with an inverted yield curve for one and a half years to mid-2007 turned the hefty profits of "shadow banking" into mounting losses that spilled over to the mother banks. The credit crisis is the outcome of financial distress, which in the refined Minsky model is the third stage of a bubble cycle: displacement, euphoria, distress, panic and crash. The credit crisis can be seen as unfolding in three stages. In the first stage, credit spreads widen as banks become unwilling to lend to each other for fear of contagion from potential losses on the collateral assets of the borrowing banks. In the second stage, the losses of the financial institutions unravel, while in the third stage the ramifications to the economy are felt. Credit spreads have been widening since the summer of 2007, although coordinated central bank efforts have succeeded at times in suppressing them (see Figures 4a and 4b). In spite of central bank action, the credit crisis deepened with credit spreads widening yet again, culminating in a pinnacle and the panic of September and October of 2008. The worldwide losses of financial institutions have amounted so far to $1.3 trillion, as asset-backed securities have lost around 80% of their value. Since the outbreak of the crisis, the systemic risk has fluctuated but has mainly remained high. It subsided with the bailout of Bear Stearns, but surged again in the autumn of 2008, as Fannie Mae and Freddie Mac that hold or guarantee nearly half of mortgage-backed securities ($5.4 trillion) came to a bankruptcy point and had to be bailed out by the US Treasury. In spite of the bailout of the two giants in the US mortgage market, the credit risk remained high with the bankruptcy of Lehman Bros in mid-September and finally with the near collapse and subsequent bailout of AIG. The crisis has brought the demise of the investment-bank model, and the remaining institutions (Morgan Stanley and Goldman Sachs) have run for cover behind the façade of commercial banks.

Central banks have attributed the widening of credit spreads to a lack of liquidity and responded by flooding the system with liquidity. However, this is the wrong diagnosis as banks are not worried about liquidity, but the insolvency of the banking system. Although credit default

Figure 4a Liquidity and credit risk vs credit risk (libor OIS vs libor repo)

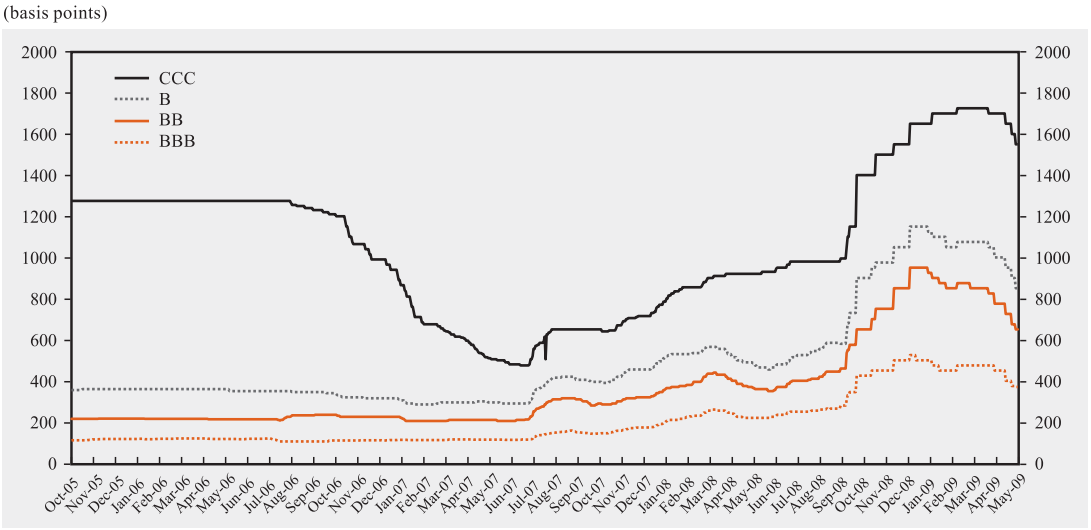


swaps illustrate such risk for individual banks, an aggregate measure of the insolvency risk of the banks can be obtained by decomposing the risk implicit in the Libor rate into interest rate risk, liquidity risk and credit (or counterparty) risk. The 3-month Libor rate reflects the true cost of money for banks. The overnight 3-month interest rate swap (OIS) is a measure of the interest rate risk, as it reflects market expectations of what the fed funds rate will be over the next three months. Thus, the spread between Libor and OIS of corresponding maturities is a measure of liquidity and credit risk, as it has eliminated the interest rate risk. A measure of credit risk, in turn, is the spread between secured and unsecured borrowing by the banks. One form of secure loans is government-backed repos between banks. Thus, the spread between Libor and repo rates of corresponding maturities provides a measure of credit risk. Figure 4a shows the close correlation between the Libor-OIS spread and Libor-repo spread. This suggests that the banks are concerned more about credit risk than liquidity risk and hence they are worried about the insolvency of the entire financial system. Hence, central banks have made the wrong diagnosis and have administered the wrong medicine. This highlights a fundamental difference between the Great Depression and the current credit crisis. The former was due to liquidity risk and therefore the remedy was an increase in the supply of money. But the current crisis is mainly due to credit risk. By flooding the system with liquidity the policymakers have sowed the seeds for the next bubble in US Treasuries that could threaten the solvency of the US government.[2]

The ramifications to the economy from the credit crisis are likely to stem from the response of the banks to their losses – tightening of lending standards, higher cost of lending, lower avail-

2 See Karakitsos (2009b) for a review and assessment of the various models that have been suggested for resolving the credit crisis and for a recommendation of a viable solution.

Figure 4b 10-year spread over Treasuries



ability of credit, hoarding of money balances. The huge liquidity, which was created by "bad" financial engineering and the aforementioned mistakes of monetary policy, financed the house bubble (see Arestis and Karakitsos, 2009b). The low interest rates prompted households to accumulate mortgage debt. Between 1998 and 2007 mortgage debt as a proportion of disposable income increased by more than 50% from 61% to 101% (see Figure 5a). This debt spurred house prices, and the gross house wealth of the personal sector soared to 230% of disposable income by the end of 2005, from 144% in 1998. The increase in gross house wealth was less than 50%, which is lower than the more than 50% increase in debt, making the marginal efficiency of leverage less than unit – a sign of diminishing returns from extra borrowing. In the last two years of

Figure 5a Gross, net real estate of households and mortgage debt

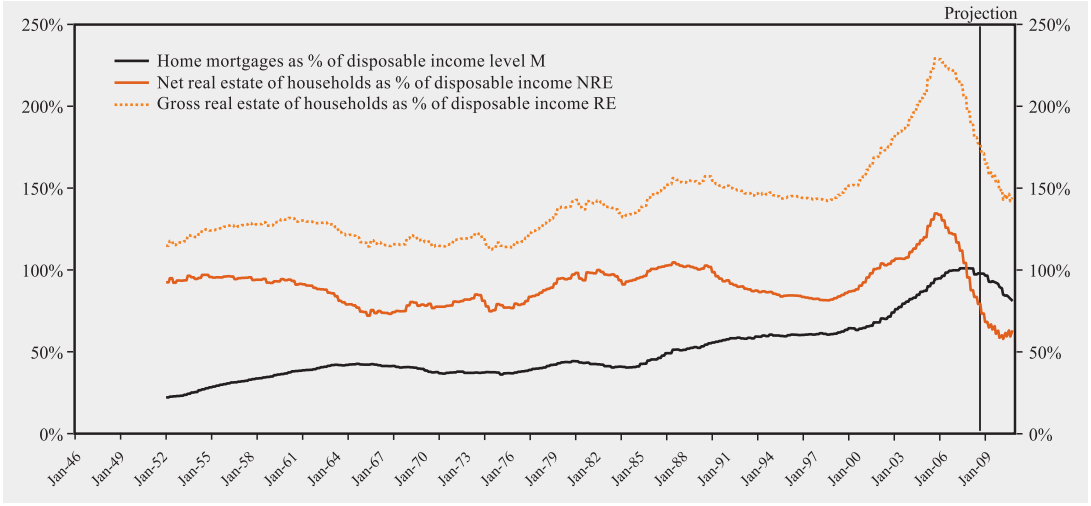
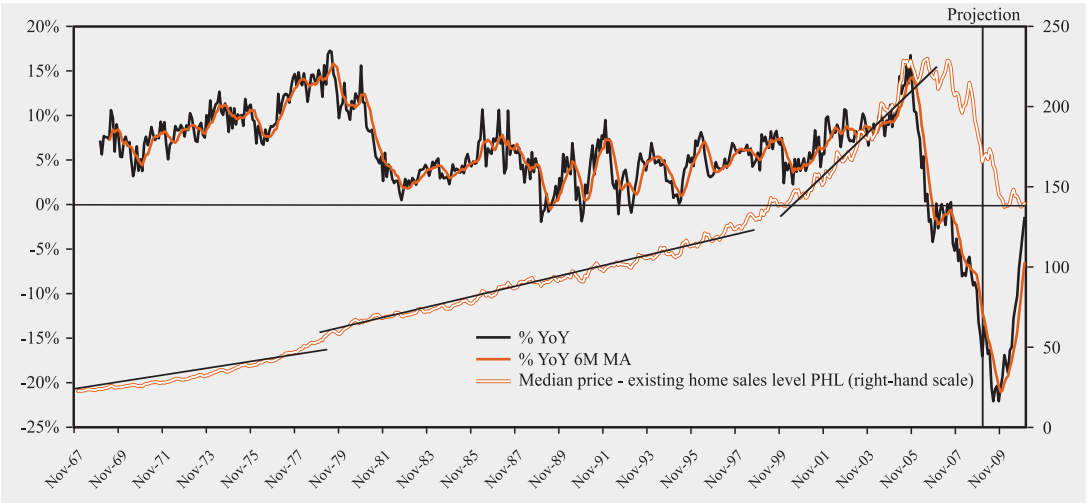


Figure 5b Median price – existing homes



the house bubble, when the subprime market thrived, additional debt was not adding to the gross house wealth. Instead, gross house wealth was decreasing. Accordingly, gross and net house wealth peaked at the end of 2005. The ultimate damage to gross and net wealth depends on the extent to which house prices will fall in the current downturn, as this determines the losses of financial institutions. According to the K-model (see Arestis and Karakitsos, 2004) house prices will bottom out in the spring of 2010 at more than 40% lower than the peak, sending bank losses to $3 trillion (see Figure 5b). Gross and net wealth will continue falling probably beyond the forecast period, end of 2010. Gross house wealth will return by the end of 2010 to its level at the beginning of the bubble in 1998. Net wealth, on the other hand, will probably diminish to a much lower level than at the beginning of the bubble in 1998 as a result of the irreversibility of debt – households cannot easily get rid of their debt (see Figure 5a).

House wealth and financial wealth have moved in opposite directions for most of the past ten years. Thus, in the aftermath of the burst of the internet bubble financial wealth (mainly equities) tumbled, but house wealth increased, thus ameliorating the impact on the net wealth of the personal sector. As the house bubble ballooned, equities recovered and the net wealth of the personal sector soared higher than the peak of the internet bubble (see Figure 5a). But since the credit crisis erupted in mid-2007, both equities and house prices moved lower in tandem, thus magnifying the fall of net wealth. The fall in asset prices has made debt unsustainable and the only way households can restore the value of their net wealth is by saving a higher proportion out of their current income (i.e. a higher savings ratio). The K-model predicts that the savings ratio will increase to more than 8%. Consumption will register its worst recession after WWII, as incomes slide and employment losses mount, causing GDP to plunge (see Figures 6a, 6b and 6c).

Figure 6a Consumption, income, savings and wealth

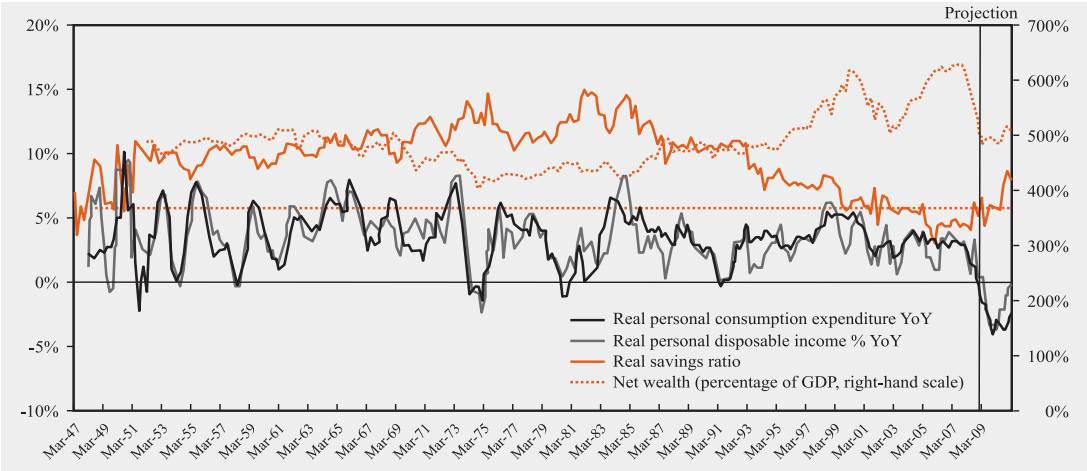


Figure 6b Employment growth, non-farm payrolls – short-run equilibrium

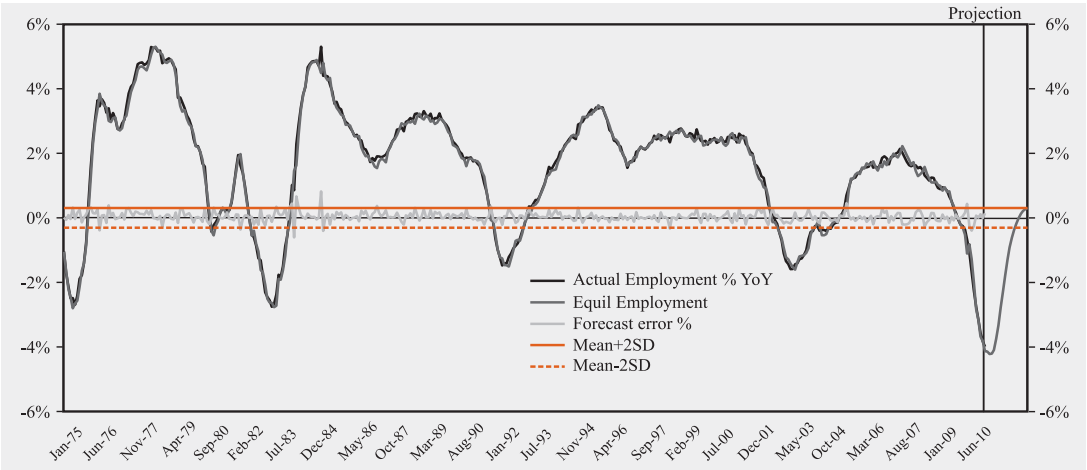


Figure 6c Real GDP

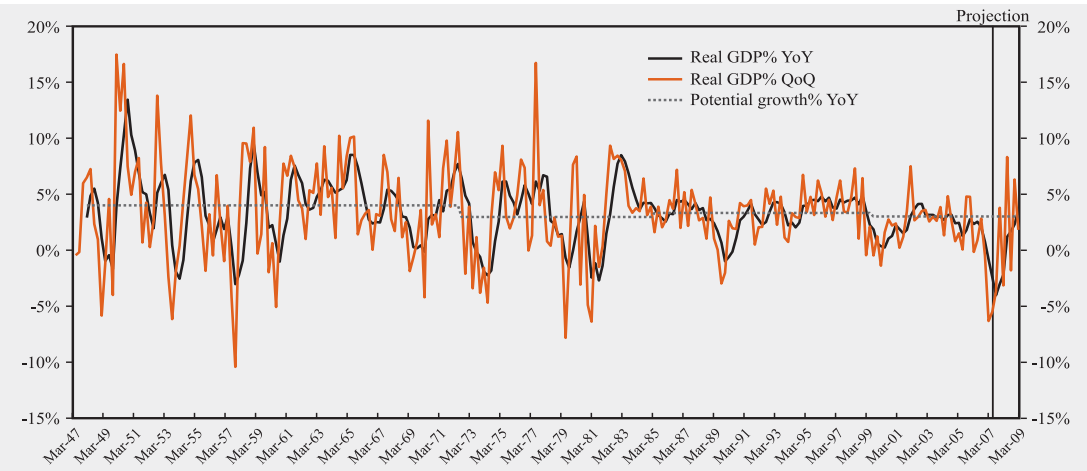
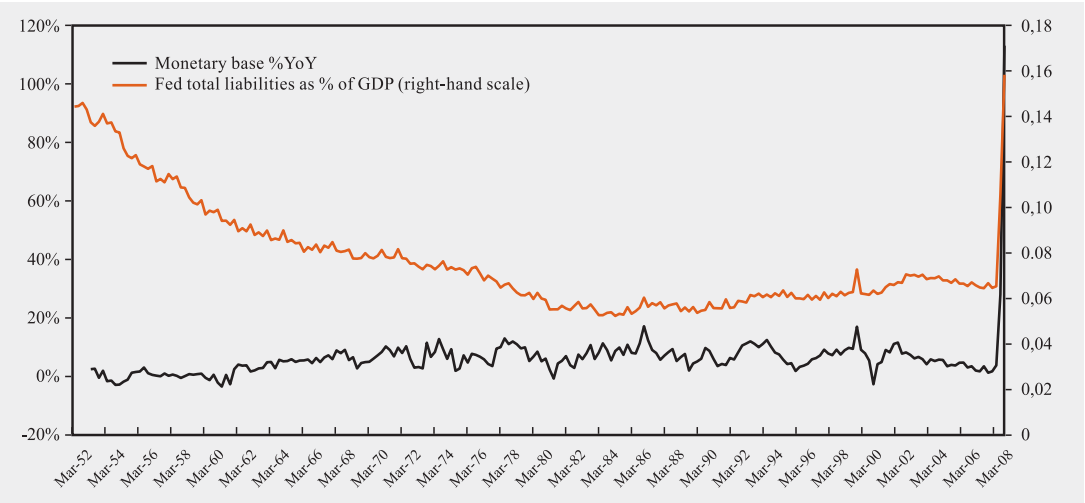


Table 1 Government commitments and current allocations

	Amounts (in billion US $)	
	Limit	Current
Total	***12,798.14***	***4,169.71***
Federal Reserve total	7,765.64	1,678.71
Primary credit discount	110.74	61.31
Secondary credit	0.19	1.00
Primary dealer and others	147.00	20.18
ABCP liquidity	152.11	6.85
AIG credit	60.00	43.19
Net portfolio CP funding	1,800.00	241.31
Maiden Lane (Bear Stearns)	29.50	28.82
Maiden Lane II (AIG)	22.50	18.54
Maiden Lane III (AIG)	30.00	24.04
Term securities lending	250.00	88.55
Term auction facility	900.00	468.59
Securities lending overnight	10.00	4.41
Term asset-backed loan facility	900.00	4.71
Currency swaps/other assets	606.00	377.87
MMIFF	540.00	0.00
GSE debt purchases	600.00	50.39
GSE mortgage-backed securities	1,000.00	236.16
Citigroup bailout Fed portion	220.40	0.00
Bank of America bailout	87.20	0.00
Commitment to buy Treasuries	300.00	7.50
FDIC Total	***2,038.50***	***357.50***
Public-private investment*	500.00	0.00
FDIC liquidity guarantees	1,400.00	316.50
GE	126.00	41.00
Citigroup bailout FDIC	10.00	0.00
Bank of America bailout FDIC	2.50	0.00
Treasury total	***2,694.00***	***1,833.50***
TARP	700.00	599.50
Tax break for banks	29.00	29.00
Stimulus package (Bush)	168.00	168.00
Stimulus II (Obama)	787.00	787.00
Treasury exchange stabilisation	50.00	50.00
Student loan purchases	60.00	0.00
Support for Fannie/Freddie	400.00	200.00
Line of credit for FDIC*	500.00	0.00
HUD Total	***300.00***	***300.00***
Hope for homeowners FHA	300.00	300.00

Source: Bloomberg.

Figure 7 Fed balance sheet and monetary base



Besides the deep and long recession, there are lingering fears about the sustainability of the recovery and false dawns, implying further downturns in the years to come. Such fears stem from the US government and the Fed spending, lending or guaranteeing $12.8 trillion so far, an amount that approaches the level of nominal GDP ($14.2 trillion). Table 1 summarises the hitherto commitments and the money that has already been allocated to fund them, which amount to $4.2 trillion. For the Fed these measures imply the expansion of its balance sheet, which means printing money to buy diversified assets, such as mortgage debt, agency paper and commercial paper. Since the crisis erupted in mid-2007, the Fed balance sheet has expanded by $1.4 trillion to $2.2 trillion by the end of 2008 (see Figure 7). As a result the monetary base soared to more than 100% in the second half of 2008 (see Figure 7). Further expansion of the Fed balance sheet should be expected in the course of 2009. This huge liquidity poses two risks, unless it is drained in timely fashion. First, inflation might surge once the negative output gap is eliminated. Second, the dollar might depreciate dramatically. Of course, the Fed has a number of tools at its disposal to drain this liquidity, such as raising short-term rates once the crisis wanes; unwinding emergency-loan programmes; conducting reverse repurchase agreements against long-term securities holdings; and increasing the rate the Fed pays on bank reserves. However, there are lingering fears that the Fed will be under huge pressure not to drain the liquidity as unemployment will continue to soar in 2010.

Further risks arise from the vast issuance of US Treasuries, which this year alone will soar to $2.5 trillion, with more to come next year. For the supply of Treasuries to be absorbed yields will ultimately have to rise, even though in the short run this may be capped by Fed purchases of government bonds. The Fed announced in its March 2009 meeting that it will buy $300 billion of Treasuries. The ultimate rise of long-term interest rates will undermine

the sustainability of the recovery in 2010 and risks plunging the economy into another recession in 2011 or 2012.

4. A reformulated central bank objective function

Central banks have an aversion to bailing out speculators when asset bubbles burst, but ultimately, as custodians of the financial system, they have to do exactly that. Their actions are justified by the goal of protecting the economy from the bursting of bubbles. While their intention may be different, the result is the same: speculators, careless investors, and banks are bailed out. A far better approach is for central banks to widen their scope and target the net wealth of the personal sector. Using interest rates in both the upswing and the downswing of a (business) cycle would avoid moral hazard (Arestis and Karakitsos, 2009c).

A net wealth target would not impede the free functioning of the financial system, as it deals with the economic consequences of the *rise and fall* of asset prices rather than asset prices (equities or houses) *per se*. Thus, it is not a target, say, on the S&P 500, on house prices or on their rates of growth. Although a boost in house or equity prices will increase gross wealth, this is not a one-to-one relationship, as it also depends on the volume of houses and the capitalisation of the stock market. Moreover, if an increase in gross wealth is matched by a corresponding increase in debt or in disposable income, net wealth will remain unchanged. In the last two years of the house bubble, gross wealth increased but net wealth decreased. A wealth target would also help to control liquidity and thus avoid future crises.

One can sympathise with those who argue that central banks should not rescue speculators, careless investors or banks when bubbles burst because they encouraged the sale (purchase) of assets in the upswing of the economic cycle. A rescue encourages one-way bets on future bubbles, as investors expect central banks to bail them out in an economic downswing. Many commentators during the current crisis have advocated policies that avoid moral hazard. As custodians of the financial system, central bankers share this concern, but they must act when markets are dysfunctional. During the current crisis they injected temporary liquidity and provided direct loans to banks in trouble. In the beginning (of the crisis) they refrained from lowering interest rates that would make their temporary liquidity injections permanent, thereby avoiding moral hazard issues. As the crisis deepened, however, the Fed, the Bank of England (BoE) and the European Central Bank (ECB), the latter reluctantly, made temporary liquidity injections permanent by cutting interest rates. Leamer (2007) makes the point well when he argues that the Fed's focus on issues other than housing led to an overheated housing market whose unravelling threatens to plunge the US economy into recession (which has come to pass). As it has been argued in Section 2, successful control of CPI-inflation does not guarantee control of asset price-inflation. The thrust of the argument is succinctly summarised by Claudio Borio (2008), who labels it a "paradox of credibility," implying that the more a central bank succeeds

in keeping prices stable, the more likely asset bubbles will be the first signal of an overheating economy.[3]

The standard argument against asset price targeting is that it interferes not only with the free functioning of financial markets, but also with the economy as a whole. Moreover, it is considered to be outside the realm of central banks because it results from "irrational exuberance" or else reflects market forces. According to Alan Greenspan (2005), asset price targeting would require the authorities to outperform market participants. Central bankers would rather deal with the consequences of bubbles that burst by minimising the damage to the real economy. Greenspan's success after the internet bubble burst in 2001 gave some credence to this approach, which has been adopted by the four major central banks (the Fed, the BoE, the ECB and the Bank of Japan). But, as has been argued, the recent housing bubble could be viewed as the result of Greenspan's "successful" policies at the turn of the 21st century that countered the threat of a 1930s-style depression after the internet collapse.

The way to avoid these problems is to monitor and target the implications of asset prices for consumer spending patterns. A primary candidate for this purpose is the net wealth of the private sector. Net wealth is defined as (financial and tangible) assets less personal sector liabilities, including mortgage debt and consumer credit. The ratio of net wealth to disposable income fluctuates widely in the short term but there is no trend in the long term because to imply otherwise would mean intergenerational changes in savings habits. Net wealth is an ideal variable to monitor (and control) bubbles because it is at the heart of the transmission mechanism between asset prices and debt, and consumption.

Since the end of World War II, average net wealth in the US has been approximately five times the annual disposable income. The peak of the recent internet bubble became transparent when net wealth hit a high of 6.2 times annual disposable income. The peak ratio subsided when equity prices fell, but it revived with the emergence of a new (housing) bubble. Thus, the Fed should maintain a target ratio of net wealth to disposable income in the range of, say, 4.3 to 5.3, similar to its implicit target of 1 to 2 percent for core PCE (personal consumption expenditure) inflation. The target range could be revised to account for demographics or to anchor expectations of asset price inflation. Furthermore, monetary policy should be tightened or relaxed to maintain this particular threshold. This action would not only allow asset price booms but it would also prevent bubbles, and their huge adverse economic consequences.

This approach would also help to regulate financial engineering. Securitisation implies a transfer of risk from banks to the personal sector, making banks more willing to promote both lending and the sale of asset-backed securities to the personal sector. Financial engineering

3 "Paradoxically, these endogenous responses to credible monetary policy increase the probability that latent inflation pressures manifest themselves in the development of imbalances in the financial system, rather than immediate upward pressure on higher goods and services price inflation", Borio and Lowe (2002, p. 22).

enabled the US housing market bubble, and its complexity means that central banks would find it difficult to measure, monitor, and control total liquidity in the economy. A wealth target, however, would mitigate the consequences of liquidity and not impede the financial engineering of banks.

5. A reformulated NCM model

The micro-foundations of the NCM or Neo-Wicksellian model are established in Rottemberg and Woodford (1995, 1997). The similarities of the NCM with Wicksell (1898) are pointed out in Woodford (2003) and Fontana (2006). A review of the NCM model can be found in Arestis (2007) and Goodhart (2004).

The reduced form of the model in Karakitsos (2008) consists of six equations with only one difference. The central bank objective function includes a net wealth target. Thus, the system is:

(1) $Y_t = a_0(G-T)+a_1Y_t +a_2Y_{t-1}+a_3E_tY_{t+1}+a_4[R_t-E_t(P_{t+1}) - RR_t]+a_5NW_t+u_{1t}$

(2) $Y_t^g = a_0(G-T)-q+(a_1-b_1)Y_t+a_2Y_{t-1}+a_3E_t(Y_{t+1})+a_4[R_t-E_t(P_{t+1})]-(a4+b2)RR+a_5NW_t+u_{2t}$

(3) $Pt = d_0+d_1E_t(P_{t+1})+d_3P_{t-1}+(d_4)Y_t^g+u_{3t}$

(4) $RR_t = q+f_1[P_t-E_t(P_{t+1})]+f_2Y_t+f_3R_t+f_4Y_t^g+u_{4t}$

(5) $R_t = (1-\gamma_0)[R_t+E_t(P_{t+1})]+\gamma_1Y_{t-1}^g+\gamma_2(P_{t-1}-P^T)+\gamma_3(NW_t-NW^T)+\gamma_1R_{t-1}+u_{5t}$

(6) $NW_t = \Omega_1R_t+\Omega_2RR_t+\Omega_3RC+u_{6t}$, Ω_1, $\Omega_3<0$, $\Omega_2>0$

All variables are expressed as rates of growth (log-differences): Y is (the rate of growth of) output, which is equal to the rate of aggregate demand; Y^s is (the rate of growth of) the supply of output (potential-output); Y^g is the output gap, the difference between the growth rates of current output and potential output; R is the nominal short-term interest rate; RR is the natural interest rate or real profit rate; P is the inflation rate; P^T is the central bank target inflation rate; NW is net household wealth; RC is credit risk; $E_t(X_{t+1})$ and is the expectation of variable X in period $t+1$, as with information at time t.

The system of equations (1)–(6) determines the six endogenous variables:

The similarities and differences with the NCM (or Neo-Wicksellian) model are the following: The NCM model is simply equations (2), (3) and (5) with the last two terms in (2) being omitted. In the reformulated model there are three more equations: equation (1), which determines the equilibrium level of output from the level of demand in the economy; equation (4),

which determines the rate of profit, which is treated as a constant in NCM models; equation (6), which determines net wealth. The reformulated model through the last two terms in equation (2) emphasises: (i) the influence of the profit rate in determining the output gap; and (ii) the wealth effect on consumption.

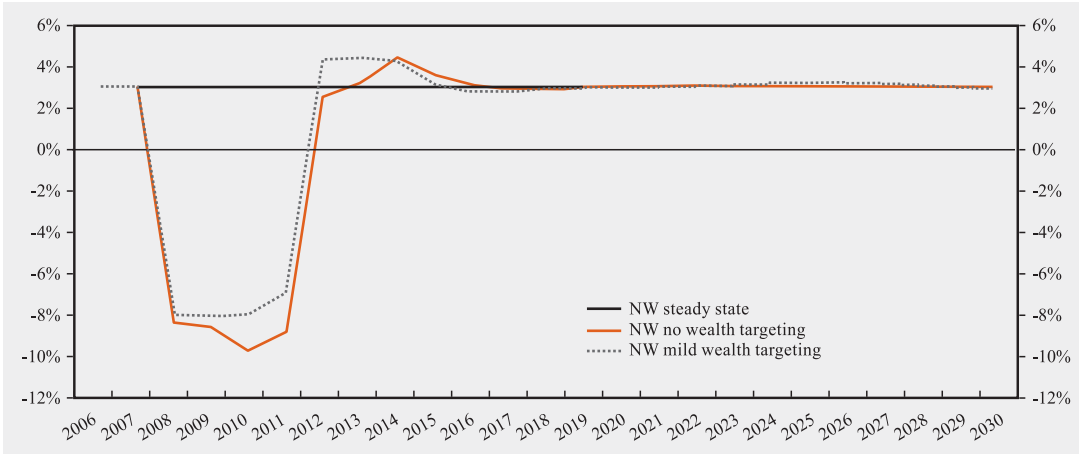
The steady-state properties of the system and the stability conditions are analysed in Karakitsos (2008). The model is capable of accounting for the stylised facts of the last three major bubbles —internet, housing and commodities— (see Karakitsos, 2008 and 2009). Financial engineering creates more liquidity than is consistent with long run equilibrium and this boosts equities and/or house prices. The higher level of wealth stimulates output and inflation rises above the central bank target, prompting higher interest rates. This pricks the bubble triggering rising risk aversion (a widening of credit spreads). This, in turn, reduces wealth that leads to a fall in output. The central bank responds by cutting interest rates to offset the deflationary gap and with this action prevents the de-leveraging (i.e. the drain of liquidity). By doing so, the central bank perpetuates the excessive liquidity and sows the seeds for a new bubble. This explains how successive bubbles have been created and subsequently pricked. The house bubble is a transformation of the internet bubble and the commodities bubble a transformation of the house bubble. The story keeps repeating itself, but in every cycle liquidity makes another leap forward.

6. The merits and perils of wealth targeting

We have shown elsewhere (see Karakitsos, 2009a) that in an asset-led business cycle a central bank should have two targets – inflation and the output gap. With these two targets and despite the fact that the central bank is using only one instrument —interest rates— it is more likely to be successful in dealing with a credit crisis and the consequences of the burst of an asset bubble. However, in a highly leveraged economy, like the US, even the two targets of inflation and the output gap are likely to prove inadequate to deal with the crisis. As the degree of leverage increases, guidance of monetary policy by these two targets is likely to lead to a prolonged crisis and possibly to instability because of the differential speed of the economy to changes in interest rates and profitability. The real profit rate impacts the economy rapidly, while the interest rate slowly. Moreover, the interest rate responds to economic developments with a lag, as a central bank waits until it is sure that the economy is leaning in one way before it acts. But the interest rate affects the profit rate faster than other output and inflation. Thus, a central bank might delay, if not destabilise, the recovery of a highly leveraged economy. Indeed, Karakitsos (2009a) shows that, as the degree of leverage increases, central bank action guided by inflation and the output gap leads to instability. It is in this context that a wealth target in addition to the two other conventional targets might be important.

The dynamic effects of the credit crisis are analysed by simulating a numerical analogue of the theoretical model. The credit crisis is portrayed in the model by a widening of credit spreads

Figure 8 Net wealth



– corporate bond yields increase over government bond yields. In the simulations it is assumed that for four years credit spreads widen by 450 bps, consistent with the stylised facts of the current crisis. Two cases are analysed: (1) no wealth targeting, meaning that the targets are inflation and the output gap; and (2) mild wealth targeting, in addition to the other two targets. With no wealth targeting, net wealth falls from its steady-state value of 3% to -10% in the next three years, as both equities and house prices plunge, but then gradually recover (see Figure 8). Net wealth overshoots its initial steady-state by 1.5% and then converges to it. The whole dynamic adjustment lasts ten years, which is consistent with the experience of the 1930s and Japan in the 1990s. With mild wealth targeting, wealth falls by less.

The fall in net wealth creates a recession with a negative output gap, which in the case of no wealth targeting reaches a trough at nearly -3% in three years (see Figure 9). But then the econ-

Figure 9 Output gap

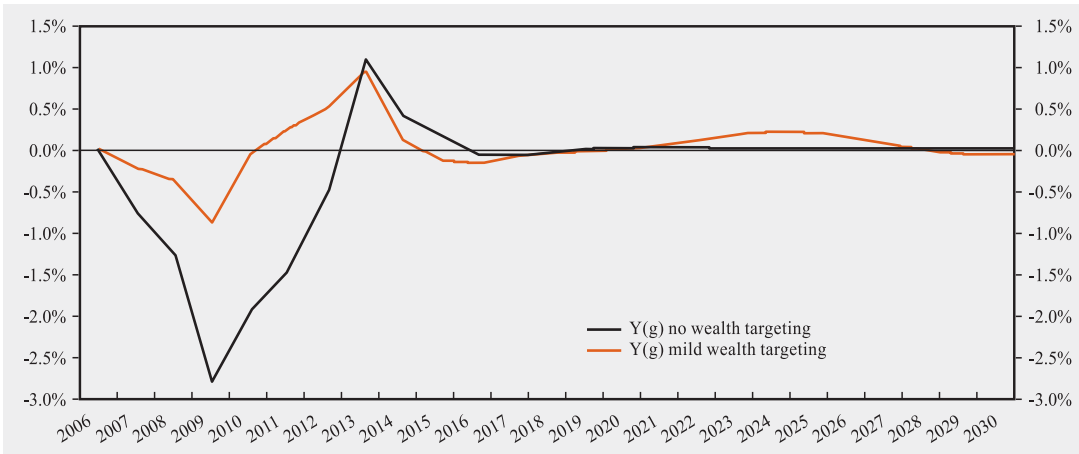
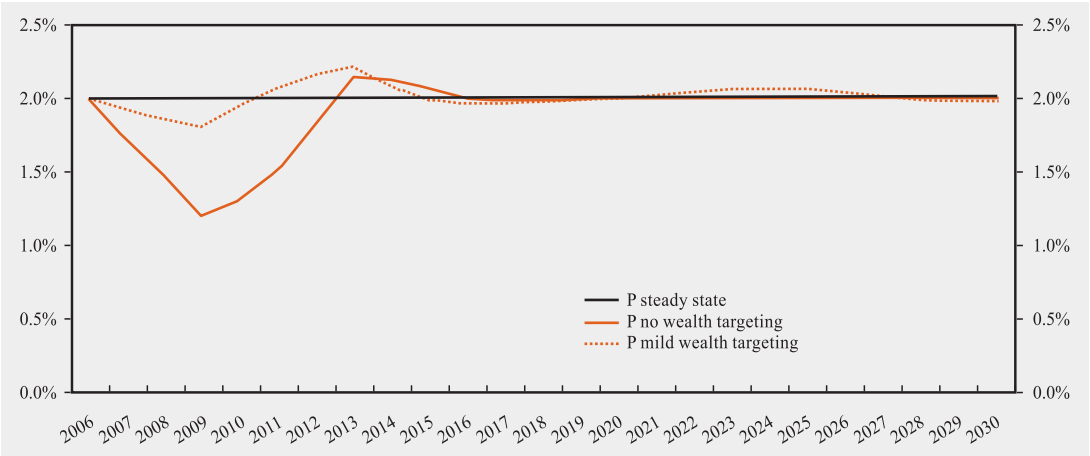


Figure 10 Inflation



omy recovers and converges to its initial steady state in ten years, while overshooting it for a short period of time. Potential output growth also diminishes during the credit crisis by a maximum of 1%, but ultimately returns to its initial steady-state. The fall in potential output mitigates the negative output gap and therefore it has a stabilising effect on the deflationary impact of the credit crisis. The decrease in potential output is due to lower growth and the impact of declining profitability on the capital accumulation process. With wealth targeting the recession is milder; just one-third as deep as in the previous case.

As a result of the negative output gap, inflation falls in both cases, but much more with no wealth targeting. Inflation falls from its steady-state value of 2% to slightly more than 1% in three years and then converges to its initial steady state, largely following the path of the output gap (see Figure 10). With wealth targeting, inflation falls by far less, in line with the smaller negative output gap. As inflation falls below the central bank target and the economy falters with a negative output gap, the central bank responds by cutting interest rates aggressively from 4.5% to less than 0.5% in four years, consistent with the stylised facts of Japan in the 1990s and the US in the 2000s. A year after the economy begins to recover, the central bank gradually removes the accommodation bias. During the overshooting it lifts the interest rate above the target level, but then takes it back to its initial steady state (see Figure 11). With wealth targeting the central bank cuts interest rates less aggressively.

The key to the differences between the two policy regimes is the real profit rate, which falls deeply with no wealth targeting and does not recover for six years. With wealth targeting, the real profit rate falls only mildly and recovers strongly later on (see Figure 12). This mitigates the fall in wealth that has a dampening effect on the negative output gap. The early recovery of profitability is due to the quick impact of the interest rate cut and an early return of company pricing power.

Figure 11 Interest rate

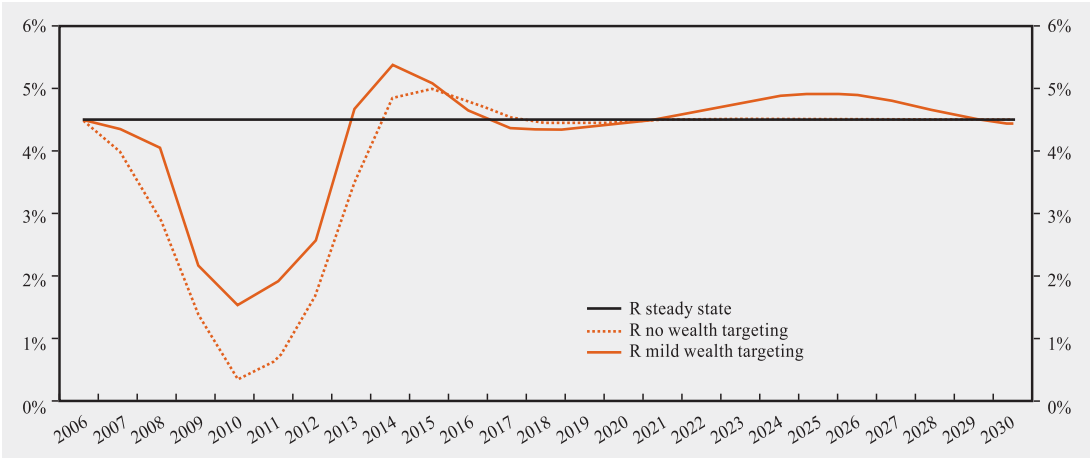
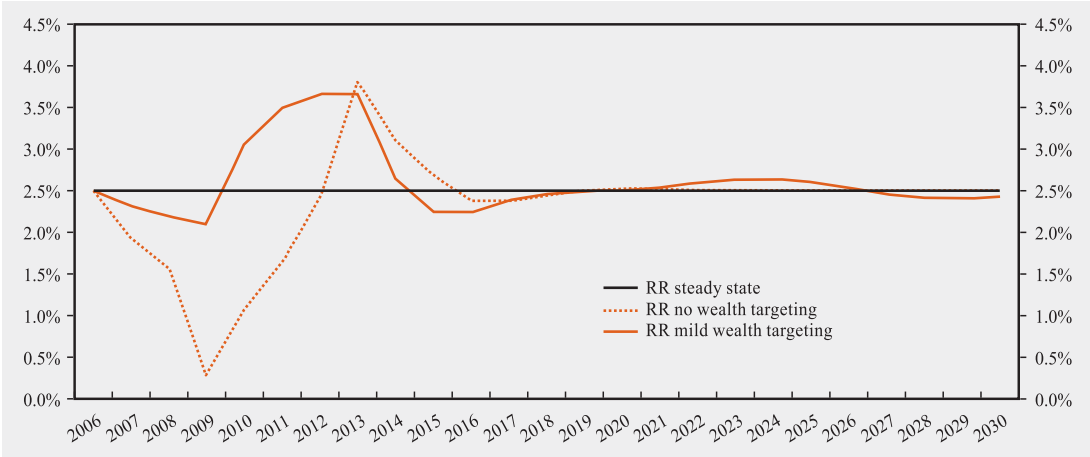


Figure 12 Real profit rate



We caution that overly zealous enthusiasm for wealth targeting might cause instability and lead to a deeper recession than that associated with mild wealth targeting. As the importance of wealth targeting increases in relation to inflation and the output gap, the swings in interest rates become larger and given the lags in the effects of monetary policy on output and inflation, but the fast response of wealth to profitability, this volatility in interest rates destabilises the economy (see Figures 13-15). Hence, excessive wealth targeting leads to a prolonged recession and risks destabilising the economy. Therefore, a mild wealth targeting is preferable to both no wealth targeting and excessive wealth targeting. The simple rationale of this conclusion stems from the fact that in the real world profitability adjusts faster than interest rates and the economy responds faster to changes in profitability than to interest rates.

Figure 13 Net wealth with excessive wealth targeting

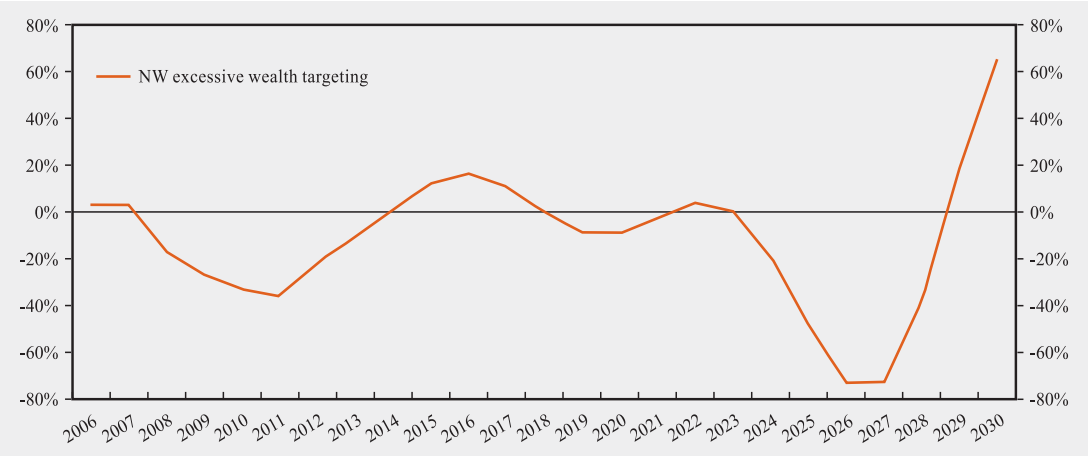


Figure 14 Output gap with excessive wealth targeting

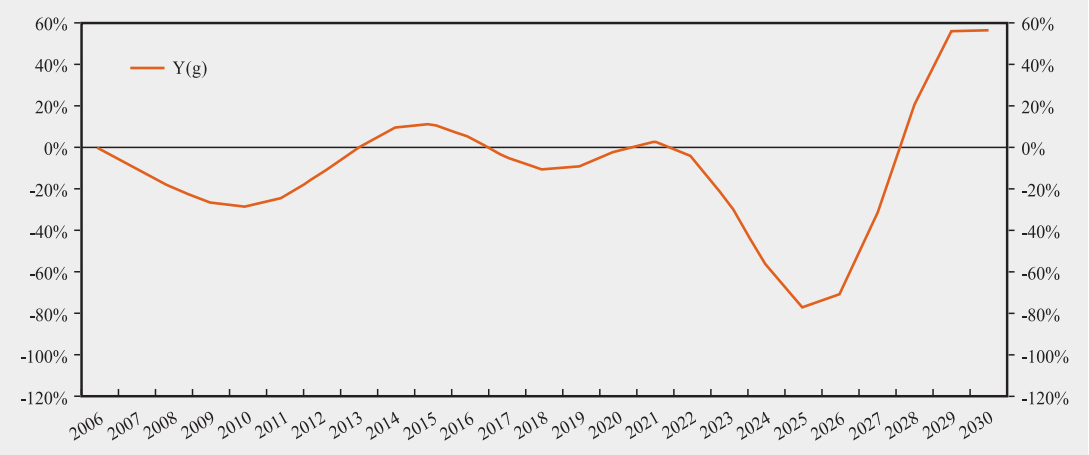
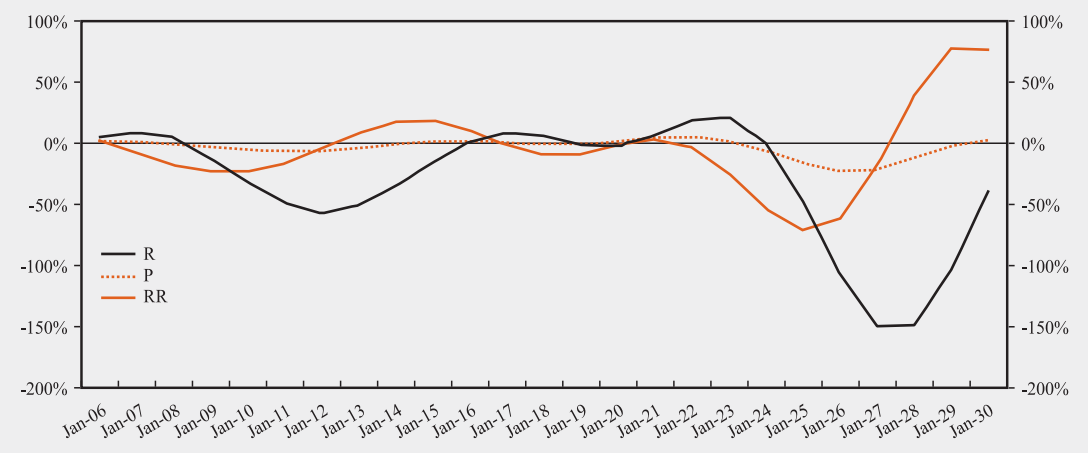


Figure 15 Interest rate, inflation and the natural interest rate with excessive wealth targeting



The simulations show that the model captures the stylised facts of asset and debt deflation, caused by bank losses during the burst of an asset bubble that trigger the widening of credit spreads. The credit crisis causes larger swings in the output gap than in inflation, a characteristic of all asset and debt deflations, and shows the importance of the output gap as a target of central bank policy. Reliance on inflation alone is likely to exacerbate and prolong the deflationary impact of the credit crisis. Output gap targeting helps, but not when the economy is over-leveraged. Mild, but not excessive, wealth targeting further bolsters the central bank task of stabilising the economy.

7. Summary and conclusions

The K-model predicts that house prices will stabilise in the spring of 2010 at more than 40% lower than the peak in 2006, triggering losses in financial institutions in excess of $3 trillion. Gross wealth will return to its pre-bubble level, but net wealth will fall even lower, due to the irreversibility of debt. The erosion of wealth will induce households to save more, pushing the savings ratio to more than 8%, thus making consumption the driver to this deep and protracted recession. Firms will respond to lower demand by slashing investment and cutting employment, which will have a negative feedback on consumption. GDP growth will bottom out in mid-2010, signalling a recovery in the second half. But there are risks to the sustainability of the recovery stemming from the current actions of policymakers. In the current environment the Fed has flooded the system with liquidity, at a time when excess liquidity has been at the root of the problem of the current credit crisis. Moreover, the Fed is printing money at an unprecedented rate that risks fuelling higher inflation when the economy recovers and/or huge dollar depreciation. This liquidity has now sown the seeds of a new bubble – US government bonds, which might be pricked by the huge issuance of Treasuries. The burst of this new bubble will undermine the recovery in 2010 and risks plunging the US economy into another recession in 2011 or 2012, as default risk premiums, exchange-rate premiums and inflation premiums soar.

The experience of the last two business cycles suggests that there are lessons for the design of policy. In asset-led business cycles, like the last two in the US, sole reliance on inflation targeting is unlikely to prevent a bubble from ballooning and deflecting its catastrophic consequences once it bursts, as the volatility of the output gap is greater than the volatility of inflation. This explains why the Fed, among other central banks, such as the BoE and the ECB, has been successful in keeping inflation and its volatility low, yet the US and, consequently, the world at large are in one of the most severe recessions since the Great Depression. Adding the output gap as an additional target of monetary policy helps, but it is insufficient when the economy is highly leveraged. In this case the pursuit of such policies leads to instability – every time a bubble bursts, the central bank adds further liquidity that sows the seeds for the next bubble. In every cycle the level of interest rates required to prick the bubble is lower, but the downturn

is worse. In this context mild, but not excessive, wealth targeting ensures the central bank task of stabilising the economy along an endogenous path of potential output. A wealth target does not imply a target on asset prices *per se* (such as the S&P or house prices), as it deals with the consequences of net wealth on the spending patterns of consumers. The ratio of net wealth to disposable income is an ideal variable to monitor bubbles and control them from ballooning and bursting, as it is a stationary variable at the heart of the transmission of monetary policy. A central bank hikes rates when net wealth exceeds the upper end of an acceptable range and cuts rates when it falls below the low end. This framework will allow asset cycles, while it will prevent them from becoming bubbles. It will also control liquidity, which is at the root of the current woes, without having to resort to an overregulated system, as it is now suggested, that will interfere with financial engineering.

The reformulated central bank objective function is interlinked with an overhauling of the NCM model, which forms the intellectual basis of inflation targeting. The overhaul involves endogenising the natural interest rate and potential output; introducing a wealth effect in demand and explaining its constituent components of equities and houses. The amended NCM model along with the reformulated objective function provides a framework for explaining the stylised facts of the asset and debt deflation that characterises the current downturn.

References

Arestis, P. (2007), "What is the New Consensus in Macroeconomics?" P. Arestis (ed.) *Is There a New Consensus in Macroeconomics?* Palgrave-Macmillan: Houndmills, Basingstoke.

Arestis, P. and E. Karakitsos (2004), *The Post-Bubble US Economy: Implications for Financial Markets*. Palgrave-Macmillan: London and New York.

Arestis, P. and E. Karakitsos (2007), "Modelling the US Housing Market", *Ekonomia*, vol. 10, No. 2, Winter.

Arestis, P. and E. Karakitsos (2008), "The U.S. Housing Slump and the Consumer", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, No. 1, Spring.

Arestis, P. and E. Karakitsos (2009a), "Unemployment and the Natural Interest Rate in a Neo-Wicksellian Model", P. Arestis and J. McCombie (eds.) *Unemployment: Past and Present.* Palgrave-Macmillan: London and New York.

Arestis, P. and E. Karakitsos (2009b), "Subprime Mortgage Market and Current Financial Crisis", P. Arestis, P. Mooslechner and K. Wagner (eds.), *Housing Market Challenges in Europe and the United States – Any Solutions Available?* Palgrave-Macmillan: Houndmills, Basingstoke. Forthcoming.

Arestis, P. and E. Karakitsos (2009c), "What Role for Central Banks in view of the Current Crisis?", *The Levy Economics Institute of Bard College*, Policy Note, No. 2.

Bernanke, B.S. (2007), "The Housing Market and Subprime Lending", remarks by Chairman Ben S. Bernanke to the 2007 International Monetary Conference, Cape Town, South Africa, 5 June 2007. Available at: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2007/20070605/default.htm

Borio, C. (2008), "The Financial Turmoil of 2007 – A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations", Working Paper No. 251, Basel: Bank for International Settlements, March.

Borio, C. and P. Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", Working Paper No.114, Basel: Bank for International Settlements, July.

Fontana, G. (2006), "The 'New Consensus' View of Monetary Policy: A New Wickselian Connection?", *Levy Economics Institute Working Paper* No. 476, New York: Levy Economics Institute of Bard College.

Goodhart, C.A.E. (2004), Review of *Interest and Prices* by M. Woodford, *Journal of Economics*, 82(2), 195-200.

Gorton, G.B. (2008), "The Panic of 2007", NBER Working Paper Series, No. 14358, National Bureau of Economic Research: Cambridge, MA.

Greenspan, A. (2005), "Reflections on Central Banking", paper presented at *The Greenspan Era: Lessons for the Future.* A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyo., August 25-27.

Karakitsos, E. (2008), "The 'New Consensus' Macroeconomics in the Light of the Current Crisis", *Ekonomia*, vol. 11, No. 2, Winter.

Karakitsos, E. (2009a), "Bubbles lead to Long-term Instability", M. Sawyer (ed.) *Macroeconomics, Finance and Money,* Palgrave-Macmillan. Forthcoming.

Karakitsos, E. (2009b), "An Assessment of Credit Crisis Solutions", *The Levy Economics Institute of Bard College,* Policy Note, No. 3.

Leamer, E. (2007), "Housing Is the Business Cycle", Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City Aug. 30 – Sept. 1, Jackson Hole, Wyoming, 1-74.

Rottemberg, J.J. and M. Woodford (1995), "Dynamic General Equilibrium Models with Imperfectly Competitive Product Markets", T.J. Cooley (ed.) *Frontiers of Business Cycle Research*, 243-93, Princeton University Press: Princeton.

Rotemberg, J.J. and M. Woodford (1997), "An Optimization-Based Econometric framework for the Evaluation of Monetary Policy", *NBER Macroeconomics Annual 1997,* 297-346, National Bureau of Economic Research: Cambridge, MA.

Wicksell, K. (1898), "Geldzins und Güterpreise", Verlag Gustav Fischer: Frankfurt. English translation in R.F. Kahn (1965), *Interest and Prices,* Kelley: New York.

Woodford, M. (2003), *Interest and Prices,* Princeton University Press: Princeton.

Τιμές κατοικιών: Η πρόσφατη ελληνική εμπειρία

Γεώργιος Θ. Συμιγιάννης*
Γεώργιος Χονδρογιάννης*

1. Εισαγωγή

Η ένταση και η διάρκεια της κρίσης που συνεχίζει να πλήττει το χρηματοπιστωτικό και τον πραγματικό τομέα της παγκόσμιας οικονομίας έχουν αναδείξει τη μεγάλη σημασία που έχουν οι εξελίξεις στην αγορά κατοικιών για τη χρηματοπιστωτική και μακροοικονομική σταθερότητα. Η ισχυρή διασύνδεση της αγοράς κατοικιών με το τραπεζικό σύστημα και, μέσω αυτού, με τη μακροοικονομική δραστηριότητα οφείλεται εν πολλοίς στο γεγονός ότι η αγορά κατοικίας χρηματοδοτείται κατά κύριο λόγο με τραπεζικό δανεισμό και οι κατοικίες χρησιμοποιούνται συχνά ως κύρια εγγύηση για τη λήψη τραπεζικών δανείων. Ως εκ τούτου, μια απότομη πτώση στις τιμές των κατοικιών επηρεάζει άμεσα την καθαρή θέση των τραπεζών και συνεπάγεται σημαντικό κόστος για την αναπλήρωση της κεφαλαιακής τους επάρκειας.[1] Παράλληλα, επειδή οι κατοικίες αποτελούν το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο των νοικοκυριών, οι διακυμάνσεις των τιμών τους επηρεάζουν τον πλούτο των νοικοκυριών και, μέσω αυτού, την ιδιωτική κατανάλωση και τη συνολική οικονομική δραστηριότητα.[2]

Τα ανωτέρω υπογραμμίζουν την ανάγκη στενής παρακολούθησης των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων και ειδικότερα στις τιμές των κατοικιών από τις νομισματικές και εποπτικές αρχές. Σ' αυτό το πνεύμα, στο Πρόγραμμα Αξιολόγησης του Χρηματοπιστωτικού Τομέα του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας οι τιμές των ακινήτων περιλαμβάνονται μαζί με τα στεγαστικά δάνεια και τα δάνεια για τα εμπορικά ακίνητα στο σύνολο των προτεινόμενων δεικτών χρηματοπιστωτικής ευρωστίας (Financial Soundness Indicators – FSIs).[3]

* Ο Γεώργιος Συμιγιάννης είναι Ειδικός Σύμβουλος της Διοίκησης της Τράπεζας της Ελλάδος και ο Γεώργιος Χονδρογιάννης είναι Οικονομικός Εμπειρογνώμων στη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας. Το άρθρο απηχεί τις απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' ανάγκην της Τράπεζας της Ελλάδος. Ευχαριστίες εκφράζονται στον Υποδιοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Ιωάννη Παπαδάκη και τη Διευθύντρια-Σύμβουλο κ. Heather Gibson για τα πολύτιμα σχόλιά τους.

1 Για το θεωρητικό υπόβαθρο των διασυνδέσεων μεταξύ της αγοράς κατοικιών και του τραπεζικού συστήματος βλ. Bernanke et al. (1994), Aoki et al. (2004) και Miles (1995).

2 Ενδείξεις για το αποτέλεσμα αυτό παρέχουν οι Girouard and Blondal (2001) για διάφορες χώρες του ΟΟΣΑ, η ECB (2009α) για τη ζώνη του ευρώ και οι Campbell and Cocco (2007) για το Ηνωμένο Βασίλειο.

3 Το πρόγραμμα αυτό (Financial System Assessment Program – FSAP) του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας εισήχθη το 1999 και αποβλέπει στον εντοπισμό των σημείων ισχύος αλλά και ευπάθειας των χρηματοπιστωτικών συστημάτων των χωρών-μελών τους, με απώτερο στόχο να βοηθήσει στη διαμόρφωση κατάλληλης πολιτικής ανάλογα για την ενίσχυση ή την αντιμετώπισή τους. Για περισσότερες λεπτομέρειες βλ. http://www.imf.org./external/np/fsap/fsap.asp

Στην Ελλάδα οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς κατά την τελευταία δεκαπενταετία. Συγκεκριμένα κατά τη διάρκεια της περιόδου 1993-2007 οι πραγματικές τιμές των κατοικιών υπερδιπλασιάστηκαν (σωρευτική αύξηση 105,3%), αυξανόμενες με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,9%. Την ίδια περίοδο, ανάλογη ή και ταχύτερη ανοδική πορεία ακολούθησαν οι πραγματικές τιμές των κατοικιών και σε διάφορες άλλες χώρες του ΟΟΣΑ όπως η Ιρλανδία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ισπανία, η Ολλανδία και η Νορβηγία.[4]

Η παρούσα εργασία εξετάζει και αξιολογεί τις εξελίξεις αυτές στην Ελλάδα και παρέχει ενδείξεις ότι η άνοδος στις τιμές των κατοικιών αιτιολογείται από τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας. Ειδικότερα, το δεύτερο και το τρίτο τμήμα της εργασίας αναλύουν τις επιδράσεις των τιμών των κατοικιών στην οικονομική δραστηριότητα και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Το τέταρτο τμήμα πραγματεύεται τη χρήση των δεικτών τιμών κατοικιών για την παρακολούθηση των εξελίξεων στην αγορά κατοικιών και για την προώθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Το πέμπτο τμήμα εξετάζει την εξέλιξη των τιμών των κατοικιών κατά τα τελευταία 15 περίπου έτη στην Ελλάδα και προσπαθεί, με τη χρήση συγκεκριμένων δεικτών, να αξιολογήσει τις συνθήκες που διαμορφώθηκαν στην αγορά αυτή, αν δηλαδή υπάρχουν ενδείξεις για υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση των κατοικιών. Η ανάλυση αυτή συμπληρώνεται στο έκτο τμήμα με την εκτίμηση ενός απλού οικονομετρικού υποδείγματος που περιγράφει την αγορά κατοικιών, ενώ το έβδομο τμήμα συνοψίζει τα συμπεράσματα.

2. Τιμές κατοικιών και οικονομική δραστηριότητα

Οι μεταβολές στις τιμές των κατοικιών ενδέχεται να επηρεάσουν τη συνολική ζήτηση και την οικονομική δραστηριότητα[5] κυρίως μέσα από δύο διαύλους: τον πλούτο και τις επενδύσεις.

2.1 Η επίδραση του πλούτου

Η σχετική επιχειρηματολογία για την επίδραση του πλούτου στην οικονομική δραστηριότητα βασίζεται στην υπόθεση του μόνιμου εισοδήματος ή τη θεωρία του κύκλου ζωής. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η κατανάλωση του νοικοκυριού εξαρτάται από την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών εισοδημάτων του. Δεδομένου ότι οι κατοικίες αποτελούν ίσως το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο των νοικοκυριών, άνοδος των τιμών τους συνεπάγεται αύξηση του πλούτου των νοικοκυριών, τα οποία ενδέχεται ως εκ τούτου να αυξήσουν την καταναλωτική τους δαπάνη και να μειώσουν την αποταμίευσή τους. Όμως, η συνολική επίδραση του πλούτου εξαρτάται από πολλούς παράγοντες και είναι γενικά αβέβαιη. Κατ' αρχάς, εξαρτάται από το αν τα νοικοκυριά εκλαμβάνουν την αύξηση των τιμών ως μόνιμη ή προσωρινή, δεδο-

4 Βλ. OECD (2005) και Girouard et al. (2006).

5 Βεβαίως, όπως αναφέρεται πιο κάτω στο 6.1, η μεταξύ τους σχέση μπορεί να είναι και προς την αντίθετη κατεύθυνση. Συγκεκριμένα, αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και του διαθέσιμου εισοδήματος οδηγούν σε αύξηση της ζήτησης ακινήτων και επομένως σε άνοδο των τιμών τους. Βλ. σχετικά Χαρδούβελης (2009).

μένου ότι δεν αναμένεται τα νοικοκυριά να προσαρμόσουν την κατανάλωσή τους στην περίπτωση που η αύξηση των τιμών θεωρηθεί ότι είναι προσωρινή. Επιπρόσθετα, η αύξηση των τιμών των κατοικιών αυξάνει βεβαίως τον πλούτο όσων έχουν ήδη κατοικία, αλλά ταυτόχρονα καθιστά την απόκτηση κατοικίας πιο δύσκολη, καθώς αυξάνει και το ποσό της αρχικής καταβολής για όσους χρηματοδοτούν την αγορά κατοικίας με δανεισμό. Επομένως, τα νοικοκυριά που θέλουν να αγοράσουν πρώτη κατοικία θα πρέπει να αυξήσουν την αποταμίευσή τους καταναλώνοντας λιγότερο. Επειδή όμως το υψηλότερο ποσό της αρχικής καταβολής επηρεάζει κυρίως αυτούς που ενδιαφέρονται να αποκτήσουν πρώτη κατοικία, δηλαδή ένα σχετικά μικρό ποσοστό του συνολικού πληθυσμού, η επίδραση αυτή είναι πιθανό να είναι σχετικά μικρή. Έτσι, το μέγεθος της επίδαρσης του πλούτου εξαρτάται από το ποσοστό ιδιοκατοίκησης: όσο υψηλότερο είναι το ποσοστό αυτό, τόσο πιο έντονη είναι η επίδραση της αύξησης των τιμών των κατοικιών στην κατανάλωση.

Επιπλέον, κύριο χαρακτηριστικό των κατοικιών ως περιουσιακού στοιχείου είναι ο πολύ χαμηλός βαθμός ρευστότητάς τους. Η ρευστοποίηση και κατανάλωση των κεφαλαιακών κερδών από την αύξηση των τιμών των κατοικιών εξαρτάται σε σημαντική έκταση από τις δυνατότητες αναχρηματοδότησης που παρέχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα και συγκεκριμένα από το πόσο ανταγωνιστική, ευέλικτη και ολοκληρωμένη είναι η αγορά στεγαστικής πίστης, αν δηλαδή είναι δυνατή η αναχρηματοδότηση των στεγαστικών δανείων, με ποιους όρους και με ποιο κόστος. Τυπικά χαρακτηριστικά του βαθμού ολοκλήρωσης των αγορών στεγαστικής πίστης είναι το ποσοστό της αξίας του ακινήτου που καλύπτει το στεγαστικά δάνειο, το κόστος πρώιμης εξόφλησής του και η δυνατότητα δανεισμού για καταναλωτικούς σκοπούς με την υποθήκευση της κατοικίας (mortgage equity withdrawal – MEW). Η εμπειρία έχει δείξει ότι η αντίδραση της καταναλωτικής δαπάνης στις μεταβολές των τιμών των κατοικιών είναι εντονότερη στις χώρες με πιο ολοκληρωμένες αγορές στεγαστικής πίστης παρά σε εκείνες όπου οι αγορές αυτές είναι λιγότερο ολοκληρωμένες.[6] Πρόσφατη μελέτη της ΕΚΤ δείχνει ότι η επίδραση του πλούτου στην κατανάλωση είναι περιορισμένη στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Εν μέρει, αυτό αντανακλά το γεγονός ότι στη ζώνη του ευρώ δεν είναι τόσο διαδεδομένο το φαινόμενο τα νοικοκυριά να δανείζονται χρησιμοποιώντας ως εξασφάλιση την περιουσία τους για να χρηματοδοτήσουν την κατανάλωσή τους (βλ. ECB, 2009α, και Campbell and Cocco, 2007). Όσον αφορά ειδικότερα την Ελλάδα, το φαινόμενο αυτό αναμένεται ότι είναι ακόμη πιο περιορισμένο, δεδομένου ότι, παρά την ταχεία άνοδο του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων κατά τα τελευταία έτη, η ετήσια αύξησή τους ως απόλυτο μέγεθος υπολείπεται ακόμη σημαντικά των ετήσιων επενδύσεων σε κατοικίες. Σημειώνεται σχετικά ότι η αύξηση των στεγαστικών δανείων ως ποσοστό των επενδύσεων σε κατοικίες ανήλθε σταδιακά από 10% το 1995 σε 69% το 2007 και υποχώρησε στο 49% το 2008.

6 Βλ. IMF (2008).

2.2 Δίαυλος των επενδύσεων

Σύμφωνα με την προσέγγιση q του Tobin, οι επενδύσεις σε ακίνητα καθίστανται επικερδείς όταν η αξία των ακινήτων υπερβαίνει το κόστος αντικατάστασής τους. Σ' αυτή την περίπτωση, οι επενδύσεις σε κατοικίες αυξάνονται και παράλληλα αυξάνονται η απασχόληση και η ζήτηση προϊόντων που σχετίζονται με την κατασκευή κατοικιών. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να έχει σημαντική επίδραση στο σύνολο της οικονομίας, καθώς οι επενδύσεις σε κατοικίες αποτελούν συνήθως σημαντικό μέρος των συνολικών πάγιων επενδύσεων. Ιδιαίτερο ρόλο παίζει εν προκειμένου το πιστωτικό σύστημα, καθώς οι επενδύσεις σε κατοικίες απαιτούν σημαντικά ποσά και η προσφυγή σε τραπεζική χρηματοδότηση είναι πολύ συνηθισμένη. Όπως έχει συμβεί και σε άλλες χώρες, η απελευθέρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και η προσφορά καινοτόμων, προσαρμοσμένων στις ιδιαίτερες ανάγκες και χαρακτηριστικά της πελατείας των τραπεζών και χαμηλότοκων στεγαστικών δανείων συνέβαλαν ουσιαστικά στη διαμόρφωση της υψηλής κατασκευαστικής δραστηριότητας που παρατηρήθηκε κατά την τελευταία δεκαετία.[7] Από την άλλη πλευρά όμως, η προσφορά χαμηλότοκων στεγαστικών δανείων έχει οδηγήσει σε αύξηση της δανειακής επιβάρυνσης των νοικοκυριών και επομένως μπορεί τελικά να έχει επηρεάσει τη δυνατότητά τους να εξυπηρετούν κανονικά τις δανειακές τους υποχρεώσεις χωρίς σημαντική προσαρμογή της καταναλωτικής τους δαπάνης, ιδίως σε περιόδους αύξησης των επιτοκίων και κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας.[8]

3. Τιμές ακινήτων και χρηματοπιστωτική σταθερότητα

Όπως προαναφέρθηκε, η στεγαστική πίστη είναι η σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησης της αγοράς κατοικιών,[9] με αποτέλεσμα το κόστος χρηματοδότησης και οι όροι χορήγησης στεγαστικών δανείων να παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της ζήτησης και των τιμών των κατοικιών και αντίστροφα οι μεταβολές στις τιμές των κατοικιών να επηρεάζουν την προσφορά στεγαστικών δανείων.

7 Σημειώνεται ότι οι επενδύσεις σε κατοικίες στην Ελλάδα κατά μέσο όρο αποτελούσαν περίπου το 1/3 των ακαθάριστων επενδύσεων και αντιστοιχούσαν στο 7,5% του ΑΕΠ την περίοδο 2000-2008, έναντι περίπου ¼ των ακαθάριστων επενδύσεων και 5% του ΑΕΠ την περίοδο 1993-1999. Ιδιαίτερα αυξημένες ήταν οι επενδύσεις σε κατοικίες το 2006 (37,6% των επενδύσεων και 9,1% του ΑΕΠ), καθώς η ζήτηση κατοικιών και οι τιμές είχαν επηρεαστεί ανοδικά από την αναγγελία διοικητικών και φορολογικών ρυθμίσεων, δηλαδή την αύξηση των αντικειμενικών τιμών των ακινήτων και την επιβολή ΦΠΑ στα νέα ακίνητα από την 1η Ιανουαρίου 2006.

8 Από τη σύγκριση των αποτελεσμάτων των δύο τελευταίων δειγματοληπτικών ερευνών της Τράπεζας της Ελλάδος για το δανεισμό των νοικοκυριών το 2005 και το 2007 προκύπτει ότι στο χρονικό διάστημα μεταξύ των δύο ερευνών αυξήθηκε η χρηματοοικονομική πίεση στα νοικοκυριά, όπως αυτή μετρείται με το λόγο του κόστους εξυπηρέτησης των δανείων (τόκοι και χρεολύσια) προς το εισόδημα των νοικοκυριών σε μια ορισμένη περίοδο. Συγκεκριμένα, το ποσοστό των νοικοκυριών για τα οποία το κόστος εξυπηρέτησης δεν υπερβαίνει το 1/3 του εισοδήματός τους μειώνεται σε 78% το 2007 από 81% το 2005 και το ποσοστό των νοικοκυριών για τα οποία το κόστος εξυπηρέτησης δεν υπερβαίνει το 40% του εισοδήματός τους μειώνεται σε 84% το 2007 από 88% το 2005. Η επιδείνωση αυτή συνδέεται άμεσα με την αύξηση των τραπεζικών επιτοκίων την περίοδο μεταξύ των δύο ερευνών. Όμως, παρά την αύξηση των επιτοκίων και την ταχεία αύξηση των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά, η καμπύλη κόστους εξυπηρέτησης των δανείων διατηρήθηκε γενικά σε σχετικά χαμηλό επίπεδο. Επισημαίνεται ότι στο τέλος του 2008 τα στεγαστικά δάνεια αποτελούσαν τα 2/3 του συνολικού τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών και, σύμφωνα με τη δειγματοληπτική έρευνα του 2007, ήταν η δεύτερη πιο διαδεδομένη κατηγορία δανείων, αφού 40,1% των υπόχρεων νοικοκυριών δήλωσε ότι έχει δάνειο αυτής της κατηγορίας (δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών: 60,8%). Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2008).

9 Σημειώνεται σχετικά ότι τα νέα στεγαστικά δάνεια την περίοδο 2003-2008, για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, αντιστοιχούσαν κατά μέσο όρο στο 75% των ακαθάριστων επενδύσεων σε κατοικίες, αν και το ποσοστό αυτό κυμαίνεται σημαντικά από έτος σε έτος.

Συγκεκριμένα, καθώς το απόθεμα των κατοικιών και η προσφορά νεόδμητων κατοικιών προσαρμόζονται με σημαντική χρονική υστέρηση[10] στη μεταβολή της ζήτησης, μεταβολές στην προσφορά και στους όρους χορήγησης στεγαστικών δανείων επηρεάζουν τη ζήτηση κατοικιών και μπορεί έτσι να συμβάλλουν στη διακύμανση των τιμών τους. Για παράδειγμα, μείωση των επιτοκίων στα στεγαστικά δάνεια καθιστά τις κατοικίες πιο ελκυστικές ως στοιχείο διακράτησης πλούτου και αυξάνει τη ζήτηση και τις τιμές τους. Από την άλλη πλευρά, πτώση των τιμών των ακινήτων μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις για τις τράπεζες, τόσο άμεσα όσο και έμμεσα. Τα στεγαστικά δάνεια εξασφαλίζονται κατά κανόνα με την εγγραφή υποθήκης (ή προσημείωσης) επί του χρηματοδοτούμενου ακινήτου και γενικά θεωρούνται ασφαλή, δεδομένου ότι συνήθως εξυπηρετούνται από το εισόδημα του νοικοκυριού, που είναι κατά κανόνα σταθερό και δεν υπόκειται σε μεγάλες διακυμάνσεις. Όμως, μια αιφνιδιαστική και σημαντική πτώση στις τιμές των κατοικιών μπορεί να συνεπάγεται ουσιώδη αύξηση του κινδύνου και χειροτέρευση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών, ιδίως εκείνων που ειδικεύονται στη στεγαστική πίστη. Ο πιστωτικός κίνδυνος μάλιστα δεν περιορίζεται στον τομέα της στεγαστικής πίστης. Τα ακίνητα χρησιμοποιούνται ως εμπράγματη ασφάλεια και για άλλες κατηγορίες δανείων, ιδίως προς τον επιχειρηματικό τομέα της οικονομίας. Μια πτώση επομένως στις τιμές των ακινήτων μειώνει τη δανειοληπτική βάση των επιχειρήσεων, περιορίζοντας έτσι τις επενδύσεις τους, τη δραστηριότητα και την κερδοφορία τους, γεγονός που συνεπάγεται αύξηση του πιστωτικού κινδύνου στον οποίο είναι εκτεθειμένες οι τράπεζες. Η αύξηση των προβλέψεων για την κάλυψη του κινδύνου αυτού αλλά και η μείωση της αξίας των πάγιων στοιχείων των τραπεζών περιορίζουν το δείκτη μόχλευσής τους. Ως εκ τούτου, η προσφορά δανείων μειώνεται και τελικά περιορίζονται τα έσοδα των τραπεζών από τόκους και προμήθειες που σχετίζονται με συναλλαγές σε ακίνητα. Έτσι, μια απροσδόκητη πτώση των τιμών των ακινήτων μπορεί να οδηγήσει σε κρίση το χρηματοπιστωτικό τομέα, με σοβαρές επιπτώσεις στις γενικές οικονομικές συνθήκες και τον πραγματικό τομέα της οικονομίας, όπως άλλωστε δείχνει η εμπειρία από την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση.

Οι διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων είναι δυνατόν να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και εξαιτίας του ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια που εφαρμόζουν οι τράπεζες είναι πολλές φορές "υπερκυκλικά" και μπορεί να ενισχύουν τις διακυμάνσεις των τιμών. Όπως παρατηρούν οι Herring and Wachter (1999), οι τράπεζες τείνουν να υποεκτιμούν τους πιστωτικούς κινδύνους που ενσωματώνονται στα στεγαστικά δάνεια κατά τη διάρκεια της ανοδικής φάσης των τιμών των ακινήτων. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους, όπως σε ανεπάρκεια των συστημάτων αξιολόγησης των κινδύνων, στην έλλειψη αξιόπιστων στοιχείων και πληροφόρησης, αλλά, σε σημαντικό βαθμό, και στο ότι η ίδια η αύξηση των τιμών δημιουργεί μια αίσθηση ασφάλειας και αποτελεί κίνητρο για περαιτέρω πιστωτική επέ-

10 Η ολοκλήρωση της κατασκευής των νεόδμητων κατοικιών απαιτεί συνήθως ένα έως δύο έτη.

κταση. Η μυωπική αυτή θεώρηση των πραγμάτων μπορεί τελικά να αποδειχθεί ως ο κυριότερος παράγοντας που συμβάλλει στη διατήρηση της ανοδικής τάσης των τιμών και στην αύξηση του πιστωτικού κινδύνου για τις τράπεζες. Αντίθετα, μια πτώση των τιμών και μείωση της αξίας των υποθηκευμένων ακινήτων, επειδή αυξάνει τον πιστωτικό κίνδυνο και τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών, μπορεί να οδηγήσει σε περιορισμό της πιστωτικής επέκτασης, μείωση της ζήτησης για κατοικίες και συνεπώς σε ενδυνάμωση της πτωτικής πορείας των τιμών.

Επομένως, με δεδομένο το σχετικά υψηλό μερίδιο των στεγαστικών δανείων στο χαρτοφυλάκιο δανείων των τραπεζών,[11] η κεντρική τράπεζα αλλά και οι ίδιες οι εμπορικές τράπεζες θα πρέπει να έχουν σαφή εικόνα των αποτελεσμάτων που συνεπάγεται η μεταβολή των τιμών των ακινήτων στα χαρτοφυλάκια και την κερδοφορία τους και, τελικά, στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ώστε να προσαρμόζουν ανάλογα την πολιτική τους.

4. Η χρησιμότητα του δείκτη τιμών ακινήτων για την παρακολούθηση και αξιολόγηση της αγοράς ακινήτων και την προώθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας

Όπως προαναφέρθηκε, η τιμή των κατοικιών ισούται με την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών υπηρεσιών (τα ενοίκια) που το ακίνητο θα προσφέρει στον κάτοχό του συν την παρούσα αξία του τιμήματος που αναμένεται να εισπραχθεί από την πώληση του ακινήτου στο μέλλον. Γενικά, η αξία των υπηρεσιών (ενοίκιο) του ακινήτου μεταβάλλεται σταδιακά, αλλά η μελλοντική αξία του ακινήτου μπορεί να μεταβληθεί πολύ πιο απότομα, διότι, εκτός από τις τρέχουσες ή μελλοντικές μεταβολές στην αξία των στεγαστικών υπηρεσιών και το κόστος χρηματοδότησης, η μελλοντική αξία του ακινήτου επηρεάζεται και από τις προσδοκίες που επικρατούν όσον αφορά τη μελλοντική του τιμή.

Ως "φούσκα" γενικά ορίζεται η περίπτωση κατά την οποία οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων υπερβαίνουν τη θεμελιώδη τους αξία κατά ένα προφανώς μεγάλο περιθώριο.[12] Ειδικότερα, οι Case and Wachter (2005) ορίζουν ως "φούσκα" στις τιμές των κατοικιών μια αύξηση των τιμών τους που βασίζεται αποκλειστικά στις προσδοκίες ότι η αύξηση αυτή των τιμών θα συνεχιστεί στο μέλλον, χωρίς αυτό να δικαιολογείται από τη μεταβολή στα θεμελιώδη μεγέθη, όπως είναι η αξία των υπηρεσιών στέγασης και το κόστος χρηματοδότησης. Οι συγγραφείς αυτοί παρατηρούν μάλιστα ότι, αν και όλες οι χρηματοπιστωτικές διαταραχές πρέπει να παρακολουθούνται και να αξιολογούνται, καθώς μπορούν να έχουν εξαιρετικά δυσμενείς συνέπειες, είναι σημαντικό να διακρίνονται οι "φούσκες" της αγοράς από τις αυξήσεις στην αξία των ακινήτων και γενικά των περιουσιακών στοιχείων που προκαλούνται από μεταβολές στα θεμελιώδη μεγέθη. Η διάκριση αυτή είναι ουσιαστική, καθώς η αντιμε-

11 Στο τέλος του 2008, τα στεγαστικά δάνεια αποτελούσαν το 31% του χαρτοφυλακίου δανείων του συνόλου των τραπεζών που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα προς τον ιδιωτικό τομέα.

12 Βλ. Helbling (2005).

τώπιση κάθε συγκεκριμένης περίπτωσης μπορεί να απαιτεί την άσκηση εντελώς διαφορετικής πολιτικής τόσο από τις οικονομικές, νομισματικές και εποπτικές αρχές όσο και από τις τράπεζες.

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι για τους οποίους οι τιμές των ακινήτων υπόκεινται σε σημαντικές διακυμάνσεις. Κατ' αρχάς, η κατασκευή νέων κατοικιών απαιτεί σημαντικό χρόνο, με αποτέλεσμα η προσφορά νεόδμητων κατοικιών να προσαρμόζεται με χρονική υστέρηση στις συνθήκες που διαμορφώνονται στην αγορά ακινήτων. Έτσι, αν μια διαταραχή στη ζήτηση, π.χ. λόγω αναμενόμενης αύξησης των αντικειμενικών αξιών, αυξήσει τις τιμές των κατοικιών σε επίπεδο υψηλότερο από το κόστος αντικατάστασής τους, αυτό, όπως προαναφέρθηκε, θα τονώσει τις επενδύσεις σε κατοικίες. Αλλά θα παρέλθει σημαντικό χρονικό διάστημα έως ότου ολοκληρωθεί η κατασκευή νέων κατοικιών. Μέχρι τότε, οι τιμές των κατοικιών θα παραμένουν υψηλές, αντανακλώντας τη σχετική έλλειψη στην προσφορά οικιστικών υπηρεσιών. Θα τείνουν όμως να υποχωρούν καθώς θα ολοκληρώνεται η κατασκευή νεόδμητων κατοικιών και θα αυξάνεται η προσφορά ακινήτων.

Η προσαρμογή —με σημαντική υστέρηση— της προσφοράς στις συνθήκες που διαμορφώνονται στην αγορά κατοικίας μπορεί επομένως να δημιουργήσει κυκλικότητα στις τιμές τους, πράγμα το οποίο θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη από τις τράπεζες στη διαμόρφωση της πιστοδοτικής τους πολιτικής. Συγκεκριμένα, η κυκλικότητα αυτή στις τιμές των κατοικιών υποδηλώνει ότι η ζήτηση στεγαστικών δανείων θα είναι αυξημένη κατά την περίοδο της ανόδου των τιμών των ακινήτων και σχετικά περιορισμένη την περίοδο που οι τιμές βρίσκονται στην καθοδική φάση του κύκλου. Επομένως, η εφαρμογή σε όλη τη διάρκεια του κύκλου ενός σταθερού ποσοστού χρηματοδότησης επί της τρέχουσας αξίας των εκάστοτε χρηματοδοτούμενων ακινήτων σημαίνει ότι το χαρτοφυλάκιο στεγαστικών δανείων της τράπεζας θα αντιστοιχεί σε υψηλότερο ποσοστό επί της τρέχουσας αξίας των ακινήτων που έχει χρηματοδοτήσει όταν ολοκληρωθεί η προσαρμογή της προσφοράς κατοικιών και πέσουν οι τιμές τους. Δηλαδή η τράπεζα θα βρεθεί τελικά να έχει αναλάβει υψηλότερους κινδύνους από αυτούς στους οποίους είχε αρχικά στοχεύσει και τους οποίους ανέμενε.

Κατά τους Herring and Wachter (1999), ένας άλλος λόγος για τον οποίο υπάρχει κυκλικότητα στις τιμές των ακινήτων είναι η απουσία προθεσμιακών αγορών για ακάλυπτη πώληση ακινήτων, δηλαδή η έλλειψη αγοράς για την προθεσμιακή πώληση μιας κατοικίας που δεν έχει σήμερα στην κατοχή του ο πωλητής, αλλά ελπίζει να την αγοράσει σε χαμηλότερη τιμή αργότερα και πάντως πριν από τον προσυμφωνημένο χρόνο παράδοσης. Η έλλειψη αυτή δικαιολογείται από τη μεγάλη ετερογένεια που χαρακτηρίζει την αγορά ακινήτων. Αποτέλεσμα της έλλειψης αυτής είναι η αγορά ακινήτων να κυριαρχείται από μυωπικούς αγοραστές, οι οποίοι έχουν την τάση να προεκτείνουν τις τρέχουσες αυξήσεις των τιμών στο μέλλον, ακόμη και αν οι αυξήσεις αυτές δεν δικαιολογούνται από τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς. Σε μια αποτελεσματική αγορά, οι αυξήσεις αυτές των ακινήτων θα αντισταθμίζονταν από μη μυωπικούς επεν-

δυτές που θα προέβαιναν σε ακάλυπτες προθεσμιακές πωλήσεις και, κατά τους συγγραφείς αυτούς, θα εξομαλύνονταν οι κυκλικές διακυμάνσεις στις τιμές. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η ύπαρξη μιας τέτοιας προθεσμιακής αγοράς θα ενίσχυε την αποτελεσματικότητα της αγοράς ακινήτων, αλλά δεν είναι βέβαιο ότι θα εξομάλυνε τις διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων ή ακόμη περισσότερο ότι οι τιμές αυτές θα ήταν πάντοτε ίσες με τη "θεμελιώδη" αξία των ακινήτων, όπως υποδηλώνει η εμπειρία από άλλες σημαντικές αγορές, ιδίως τις χρηματιστηριακές, αλλά και η θεωρία σχετικά με τις "ορθολογικές κερδοσκοπικές φούσκες".[13] Επιπρόσθετα, οι παραπάνω συγγραφείς παρατηρούν ότι σε μια οικονομία όπου οι τιμές των ακινήτων αυξάνονται επί μακρά χρονική περίοδο χωρίς εμβόλιμες περιόδους μείωσης, οι αγοραστές τείνουν να υποεκτιμούν την πιθανότητα μιας ενδεχόμενης πτώσης των τιμών, ακριβώς επειδή η πτώση αυτή εμφανίζεται με πολύ μικρή συχνότητα (disaster myopia).

Επιπλέον, οι αγορές ακινήτων γίνονται πιο ευπαθείς στη διακύμανση των τιμών εξαιτίας του ρόλου που παίζει το τραπεζικό σύστημα. Σύμφωνα με τους Herring and Wachter (1999), η αύξηση των τιμών των ακινήτων αυξάνει την καθαρή θέση των τραπεζών, στο βαθμό που κατέχουν τέτοια περιουσιακά στοιχεία. Κατ' ακολουθία, οι τράπεζες τείνουν να χαλαρώνουν τα πιστοδοτικά τους κριτήρια και να αυξάνουν την έκθεσή τους σε ακίνητα όταν αυξάνονται οι τιμές τους. Η στάση τους αυτή αντιστρέφεται σε περίπτωση πτώσης των τιμών των ακινήτων, οπότε η εισαγωγή αυστηρότερων πιστοδοτικών κριτηρίων και ο περιορισμός της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών μπορεί να μεγεθύνουν τις επιπτώσεις από την πτώση των τιμών. Επισημαίνεται σχετικά ότι έχουν εκφραστεί ανησυχίες πως οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες που προβλέπονται στο νέο εποπτικό πλαίσιο "Βασιλεία ΙΙ", ιδίως η αυξημένη ευαισθησία των απαιτήσεων αυτών στον κίνδυνο, μπορεί να ενισχύσουν τη "χρηματοπιστωτική υπερκυκλικότητα" και τελικά να επιτείνουν τις οικονομικές διακυμάνσεις.[14]

Επίσης, οι Pavlov and Wachter (2004) παρατηρούν ότι, στο βαθμό που οι μισθοί και οι έκτακτες παροχές (bonus) των ανώτερων στελεχών των τραπεζών προσδιορίζονται με βάση τη βραχυχρόνια κερδοφορία των τραπεζών, υπάρχει ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard) να παραβλέπονται ή να υποεκτιμώνται οι σχετικοί κίνδυνοι που συνδέονται με τη χορήγηση στεγαστικών δανείων και μπορεί έτσι να ενισχύονται οι διακυμάνσεις των τιμών των ακινήτων. Εξάλλου, οι Pavlov and Wachter (2003) δείχνουν ότι ο κίνδυνος αυτός είναι μεγαλύτερος όταν, υπό την πίεση που ασκεί ο ανταγωνισμός στα περιθώρια κερδοφορίας τους, οι τράπεζες ωθούνται να υποκοστολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο που ενυπάρχει στα στεγαστικά δάνεια και να μη σχηματίζουν επαρκείς προβλέψεις, και μάλιστα η συμπεριφορά αυτή των τραπεζών τείνει να ενθαρρύνεται από τους μετόχους.

13 Ως "ορθολογική κερδοσκοπική φούσκα" (rational speculative bubble) ορίζεται η περίπτωση κατά την οποία οι τιμές των μετοχών μπορεί για κάποιο διάστημα να αυξάνονται ακριβώς επειδή οι επενδυτές αναμένουν ότι έτσι θα γίνει. Βλ. π.χ. Blanchard (1997).

14 Βλ. ECB (2001), Jokipii and Milne (2006) και Hoeller and Rae (2007).

Πέραν των ανωτέρω, οι Case and Wachter (2005) παρατηρούν ότι η έλλειψη της αναγκαίας πληροφόρησης και συνακόλουθα η ανεπαρκής ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου που απορρέει από τη στεγαστική πίστη συμβάλλουν στην ευπάθεια του τραπεζικού συστήματος. Θεωρητικά, η απόφαση χορήγησης ενός στεγαστικού δανείου πρέπει να βασίζεται σε μακροχρόνιες προβλέψεις όσον αφορά την αξία της χρηματοδοτούμενης κατοικίας μέχρι την εξόφληση του δανείου. Όμως, η έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης για την αξιολόγηση των τάσεων που επικρατούν στην αγορά και την πιθανή διαμόρφωση των τιμών στο μέλλον έχει αποτέλεσμα οι αποφάσεις χρηματοδότησης να βασίζονται κατά κύριο λόγο στις τιμές που διαμορφώνονται για παρόμοιες κατοικίες κατά την τρέχουσα περίοδο. Οι τρέχουσες τιμές όμως υπόκεινται σε βραχυχρόνιες διακυμάνσεις και ενδεχομένως ενσωματώνουν "φούσκες" και η απλή προέκτασή τους αποτελεί μη ασφαλή μέθοδο εκτίμησης της μελλοντικής διαμόρφωσής τους.

Οι δείκτες τιμών των ακινήτων μπορούν να χρησιμεύσουν κατά δύο τρόπους στο να περιορίσουν τις διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων και την επακόλουθη κυκλικότητα στο τραπεζικό σύστημα. Κατ' αρχάς, σε αντιδιαστολή με την εν γένει εσφαλμένη προέκταση των βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων στο μέλλον, οι δείκτες αυτοί παρέχουν την αναγκαία πληροφόρηση ώστε να εκτιμάται με μεγαλύτερη ασφάλεια η μακροχρόνια τάση στην εξέλιξη της αξίας των ακινήτων και να αξιολογούνται οι τρέχουσες αποκλίσεις από την τάση αυτή. Επομένως, οι δείκτες παρέχουν στις τράπεζες ένα πιο σταθερό υπόβαθρο (σε σύγκριση με την απλή προέκταση των τρεχουσών εξελίξεων στο μέλλον) για την αξιολόγηση και διαχείριση των κινδύνων που αναλαμβάνουν και τελικά για τη διαμόρφωση της πιστοδοτικής πολιτικής και της πολιτικής προβλέψεων που εφαρμόζουν.

Επιπλέον, μεγάλες διακυμάνσεις στο δείκτη αυτό ή μεγάλες αποκλίσεις από τη μακροχρόνια τάση του μπορεί να χρησιμεύσουν ως προειδοποίηση ότι αναπτύσσεται μια "φούσκα" στην αγορά, η αντιμετώπιση της οποίας, πέρα από την κατάλληλη προσαρμογή της πολιτικής των επιμέρους τραπεζών, ενδεχομένως απαιτεί και παρέμβαση των αρμόδιων νομισματικών, εποπτικών και οικονομικών αρχών.

Όπως επισημαίνεται από τους Case and Wachter (2005), για λόγους ηθικού κινδύνου και οικονομιών κλίμακας, η ευθύνη κατασκευής αυτού του δείκτη πρέπει να αναλαμβάνεται σε κεντρικό επίπεδο από τις αρμόδιες αρχές. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες δεν μπορούν από μόνες τους να κατασκευάσουν δείκτες που να καλύπτουν ολόκληρη την αγορά, πρώτον διότι καθεμία χωριστά δεν έχει επαρκή δεδομένα και δεύτερον επειδή υπάρχει ο ηθικός κίνδυνος που τις αποτρέπει από τη συλλογή αξιόπιστων στοιχείων. Επιπλέον, η στατιστική λειτουργία, συγκεκριμένα η συλλογή πρωτογενών στατιστικών στοιχείων, η επεξεργασία τους με την εφαρμογή προηγμένων μεθοδολογιών και τεχνολογιών και η κατασκευή των δεικτών διέπονται από σημαντικές οικονομίες κλίμακας. Για τους λόγους αυτούς εκτιμάται ότι η εποπτική λειτουργία εξυπηρετείται καλύτερα αν η κατασκευή του δείκτη δεν αφήνεται στις τράπεζες ή σε ιδιωτικούς φορείς, αλλά αποτελεί ευθύνη αρμόδιας κεντρικής στατιστικής υπηρεσίας ή της κεντρικής τράπεζας.

5. Εξέλιξη των τιμών των κατοικιών στην Ελλάδα

Την περίοδο 1993-2007, για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία,[15] οι πραγματικές τιμές των κατοικιών, δηλαδή οι ονομαστικές τιμές τους αποπληθωρισμένες με το δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), υπερδιπλασιάστηκαν (σωρευτική αύξηση 105,3%), αυξανόμενες με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,9%. Σημαντική ανοδική πορεία ακολούθησαν περίπου την ίδια περίοδο και οι πραγματικές τιμές των κατοικιών στη μεγάλη πλειονότητα των χωρών του ΟΟΣΑ, ιδίως στην Ιρλανδία (1992-2005: +243%), το Ηνωμένο Βασίλειο (1995-2005: +138%), τη Νορβηγία (1993-2005: +125%), την Ισπανία(1996-2005:+114%) και την Ολλανδία (1993-2005:+110%).[16]

Ωστόσο, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, η εξέλιξη των πραγματικών τιμών των κατοικιών δεν ήταν μονότονη: Την τριετία 1994-96 οι τιμές παρέμειναν περίπου σταθερές, καταγράφοντας μικρές αποκλίσεις από τρίμηνο σε τρίμηνο. Από τις αρχές του 1997 όμως ακολούθησαν έντονα ανοδική πορεία και κορυφώθηκαν το β΄ τρίμηνο του 2002. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά κυρίως παράγοντες της ζήτησης κατοικιών, η οποία επηρεάστηκε θετικά από την περαιτέρω απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, αλλά κυρίως συνδέεται με τη διαδικασία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας προς την ΟΝΕ και τις γενικά ευνοϊκές μακροοικονομικές συνθήκες που διαμορφώθηκαν την περίοδο αυτή, την πτώση του πληθωρισμού και τη σημαντική μείωση των επιτοκίων. Ειδικότερα, η σύγκλιση των ελληνικών επιτοκίων προς τα πολύ χαμηλότερα επίπεδα της ζώνης του ευρώ οδήγησε σε μεγάλη άνοδο των τιμών όλων των περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των κατοικιών, καθώς αυξήθηκε η παρούσα αξία των μελλοντικών αποδόσεών τους. Την περίοδο β΄ τρίμηνο 2002-β΄ τρίμηνο 2004 οι πραγματικές τιμές των κατοικιών παρουσίασαν ελαφρά πτωτική τάση, η οποία όμως στη συνέχεια αντιστράφηκε σε έντονα ανοδική, καθώς οι τιμές κορυφώθηκαν και πάλι την περίοδο δ΄ τρίμηνο 2006-α΄ τρίμηνο 2007 και παρέμεναν περίπου σ' αυτό το επίπεδο μέχρι το τέλος του 2007. Φαίνεται επομένως ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο (δ΄ τρίμηνο 1993-δ΄ τρίμηνο 2007) οι τιμές των κατοικιών ακολούθησαν κυκλική πορεία γύρω από μια ανοδική τάση. Επισημαίνεται σχετικά ότι η σωρευτική αύξηση της πραγματικής τιμής των κατοικιών μεταξύ β΄ τριμήνου 2002 και δ΄ τριμήνου 2006, δηλαδή των δύο σημείων όπου παρατηρήθηκε ανακοπή και ελαφρά αναστροφή της έντονα ανοδικής πορείας τους, ανέρχεται σε 18,3%. Είναι δηλαδή υψηλότερη από τη σωρευτική αύξηση από ανώτατο σε ανώτατο σημείο κατά τουλάχιστον 15%, την οποία ο Helbling (2005) ορίζει ως κριτήριο για την ταυτοποίηση ενός κύριου κύκλου.[17]

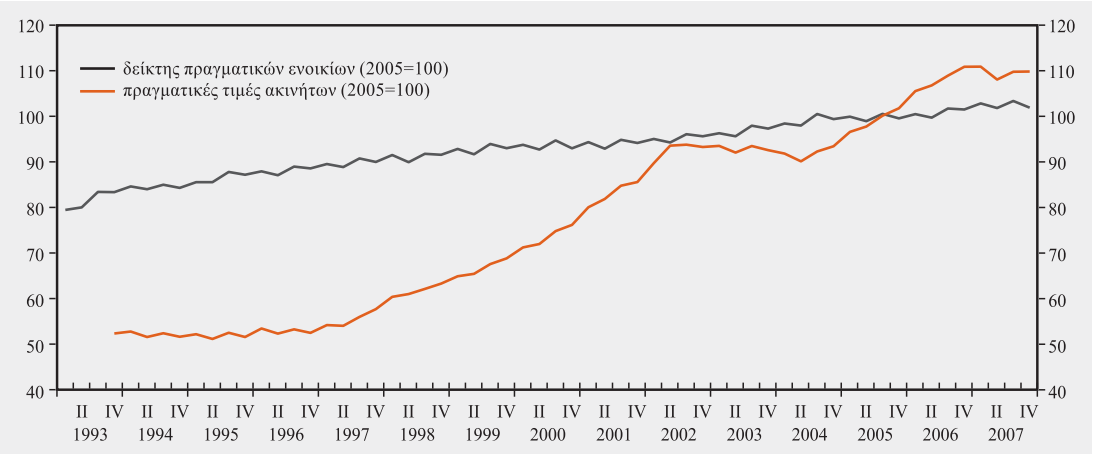
Σε αντίθεση με τις πραγματικές τιμές των κατοικιών, η πραγματική αξία των υπηρεσιών από κατοικίες, όπως αυτή προσεγγίζεται από το δείκτη των ενοικίων αποπληθωρισμένο με τον

15 Τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται σ' αυτή τη μελέτη περιγράφονται στο Παράρτημα.

16 Βλ. OECD (2005) και Girouard et al. (2006).

17 Το κριτήριο για το ποια αύξηση θεωρείται σημαντική ώστε η εξέλιξη των τιμών σε μια συγκεκριμένη περίοδο να θεωρηθεί ως κύριος κύκλος είναι αναπόφευκτα θέμα ορισμού. Σχετικά με την εφαρμογή του κριτηρίου σωρευτικής αύξησης τουλάχιστον κατά 15% από ένα ανώτατο σε άλλο ανώτατο σημείο, ώστε να χαρακτηριστεί η εξέλιξη των τιμών στην περίοδο αυτή ως κύριος κύκλος, βλ. Helbling (2005) και OECD (2005).

Διάγραμμα 1 Πραγματικές τιμές κατοικιών και ενοικίων

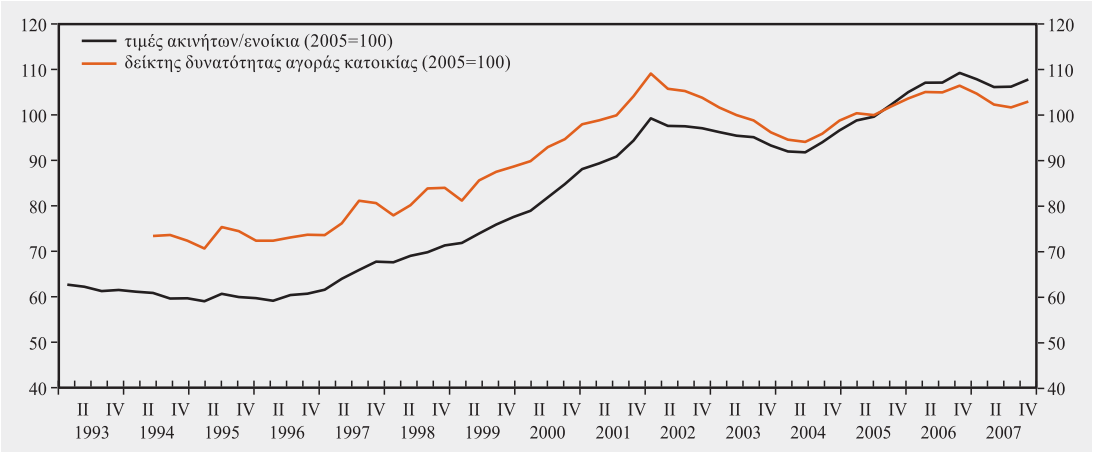


ΔΤΚ, ακολούθησε σε όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου μια γενικά ομαλή, ελαφρά ανοδική πορεία (βλ. Διάγραμμα 1). Συγκεκριμένα, την περίοδο αυτή αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 1,5%, δηλαδή υποτριπλάσιο από αυτόν της πραγματικής τιμής των κατοικιών. Υπάρχει επομένως σημαντική αναντιστοιχία μεταξύ των εξελίξεων στις τιμές κατοικιών και των ενοικίων, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι, όπως προαναφέρθηκε, η τιμή των κατοικιών θεωρητικά ισούται με την παρούσα αξία όλων των προσδοκώμενων μελλοντικών υπηρεσιών από τις κατοικίες, δηλαδή των ενοικίων.

Ο λόγος των τιμών των κατοικιών προς τα ενοίκια και ο λόγος των τιμών των ακινήτων προς το διαθέσιμο κατά κεφαλήν εισόδημα χρησιμοποιούνται συχνά ως δείκτες για την αξιολόγηση των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά ακινήτων.[18] Ο πρώτος λόγος χρησιμοποιείται ως μέτρο υπερεκτίμησης ή υποεκτίμησης της αξίας των κατοικιών και συνήθως προσεγγίζεται με το λόγο του ονομαστικού δείκτη των τιμών των κατοικιών προς το δείκτη ενοικίων που ενσωματώνεται στο δείκτη τιμών καταναλωτή. Ο λόγος αυτός, που είναι αντίστοιχος του λόγου τιμής προς κέρδη (P/E) των μετοχών, μπορεί να θεωρηθεί ότι αποτυπώνει το κόστος κυριότητας έναντι της ενοικίασης μιας κατοικίας. Έτσι, αν οι τιμές των κατοικιών είναι υψηλές σε σχέση με τα ενοίκια, οι δυνητικοί αγοραστές θα προτιμούν να ενοικιάσουν παρά να αγοράσουν μια κατοικία, με αποτέλεσμα να ασκούνται πτωτικές πιέσεις στις τιμές των κατοικιών, και αντίστροφα. Σε γενικές γραμμές, ο λόγος του δείκτη τιμών κατοικιών προς ενοίκια παρουσιάζει παρόμοια εξέλιξη με αυτή των πραγματικών τιμών, αν και η κυκλική συνιστώσα είναι σχετικά πιο έντονη στην περίπτωση του λόγου των τιμών προς τα ενοίκια (βλ. Διάγραμμα 2). Είναι πάντως χαρακτηριστικό ότι το 2007 ο λόγος των τιμών των κατοικιών προς τα ενοίκια ήταν υψηλότερος κατά 32% από το μακροχρόνιο μέσο επίπεδό του, όπως αυτό εκτιμάται με βάση το μέσο όρο ολόκληρης της εξε-

18 Βλ. OECD (2005).

Διάγραμμα 2 Λόγος τιμών κατοικιών προς ενοίκια και δείκτης δυνατότητας αγοράς κατοικίας



ταζόμενης περιόδου. Παρατηρείται δηλαδή σημαντικά χαμηλότερη απόκλιση από εκείνη της πραγματικής τιμής των ακινήτων από το μακροχρόνιο μέσο επίπεδό της το ίδιο έτος (42%).

Αντίστοιχα, ο λόγος των τιμών των κατοικιών προς το διαθέσιμο κατά κεφαλήν εισόδημα, ο οποίος στη μελέτη αυτή προσεγγίζεται με το λόγο του δείκτη τιμών κατοικιών προς το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, παρέχει μια ένδειξη του κατά πόσον οι τιμές των κατοικιών διαμορφώνονται σε επίπεδο προσιτό για το μέσο αγοραστή, δηλαδή αποτελεί δείκτη της δυνατότητας που έχει ο μέσος αγοραστής για αγορά κατοικίας. Εάν αυτός ο λόγος είναι στην τρέχουσα περίοδο υψηλότερος από το μακροχρόνιο μέσο όρο του, αυτό θα μπορούσε να εκληφθεί ως ένδειξη ότι η αξία των κατοικιών είναι υπερεκτιμημένη. Γενικά, ο λόγος αυτός παρουσιάζει παρόμοια κυκλική διακύμανση με εκείνη του λόγου των κατοικιών προς τα ενοίκια, αλλά σημαντικά μικρότερη ανοδική τάση (βλ. Διάγραμμα 2). Το 2007 ο λόγος αυτός ήταν υψηλότερος κατά μόνο 13% από το μακροχρόνιο μέσο όρο του, δηλαδή κατά σημαντικά μικρότερο ποσοστό από ό,τι σε αρκετές χώρες του ΟΟΣΑ κατά την πρόσφατη περίοδο,[19] και πάντως βρισκόταν σε επίπεδο χαμηλότερο κατά 5,7% από το ιστορικά υψηλό επίπεδο που σημειώθηκε το β΄ τρίμηνο του 2002.

Όμως, η εξέλιξη τόσο του λόγου των τιμών των κατοικιών προς το κατά κεφαλήν ΑΕΠ όσο και του λόγου των τιμών προς τα ενοίκια θα πρέπει να αξιολογούνται με βάση και άλλους δείκτες. Για παράδειγμα, η δυνατότητα του μέσου αγοραστή προκύπτει όχι μόνο από τη σύγκριση των τιμών των κατοικιών με το εισόδημά του, αλλά και από το επίπεδο των επιτοκίων, καθώς σε πολύ μεγάλο βαθμό η αγορά κατοικίας χρηματοδοτείται με δανεισμό. Όπως σημειώθηκε πιο πάνω, τα τραπεζικά επιτόκια διαμορφώθηκαν την τρέχουσα δεκαετία σε ιστορικώς χαμηλά επί-

19 Συγκεκριμένα, ο λόγος αυτός το 2004 ήταν περισσότερο από 40% υψηλότερος από το μακροχρόνιο μέσο όρο του στην Αυστραλία (48%), το Ηνωμένο Βασίλειο (42%), την Ιρλανδία (60%), την Ισπανία (72%), τη Νέα Ζηλανδία (47%) και την Ολλανδία (50%). Βλ. OECD (2005).

πεδα, με συνέπεια να γίνει πιο προσιτός για ευρύτερη κατηγορία νοικοκυριών ο τραπεζικός δανεισμός για την αγορά κατοικίας.[20] Εξάλλου, η εξέλιξη του λόγου των τιμών προς τα ενοίκια θα πρέπει να αξιολογείται με βάση το κόστος χρήσης των κατοικιών, το οποίο λαμβάνει υπόψη τις χρηματοοικονομικές αποδόσεις που σχετίζονται με την ιδιοκατοίκηση, το κόστος απόσβεσης και συντήρησης των κατοικιών, τις τυχόν φοροαπαλλαγές και τους φόρους επί της περιουσίας, καθώς και τα πιθανά κεφαλαιακά κέρδη από την κατοχή κατοικίας.

Το κόστος χρησιμοποίησης των κατοικιών, C, μπορεί να υπολογιστεί με την ακόλουθη εξίσωση:[21]

$$C = P(i^a + m + \delta + \beta - \pi) \quad (1)$$

όπου: C = το κόστος χρησιμοποίησης της κατοικίας,

P = η αξία της κατοικίας,

i^a = το επιτόκιο δανεισμού για την αγορά της κατοικίας, προσαρμοσμένο για τις μειώσεις φόρου, όπως π.χ. στην περίπτωση αγοράς πρώτης κατοικίας. Εναλλακτικά, αντιπροσωπεύει τη διαφυγούσα απόδοση (επιτόκιο) από εναλλακτική τοποθέτηση των κεφαλαίων του ιδιοκτήτη της κατοικίας,

m = το κόστος συντήρησης της κατοικίας, ως ποσοστό της αξίας της κατοικίας,

δ = η απόσβεση,

β = το περιθώριο κινδύνου (ή ασφάλισης) που συνεπάγεται η κατοχή κατοικίας, και

π = το αναμενόμενο κεφαλαιακό κέρδος (ή ζημία).

Σε κατάσταση ισορροπίας, το κόστος χρήσης της κατοικίας θα πρέπει να ισούται με το κόστος ενοικίασης, E, δηλαδή:

$$E = P(i^a + d - \pi) \text{ όπου } d = m + \delta + \beta \quad (2)$$

Η εξίσωση αυτή μπορεί να γραφεί:

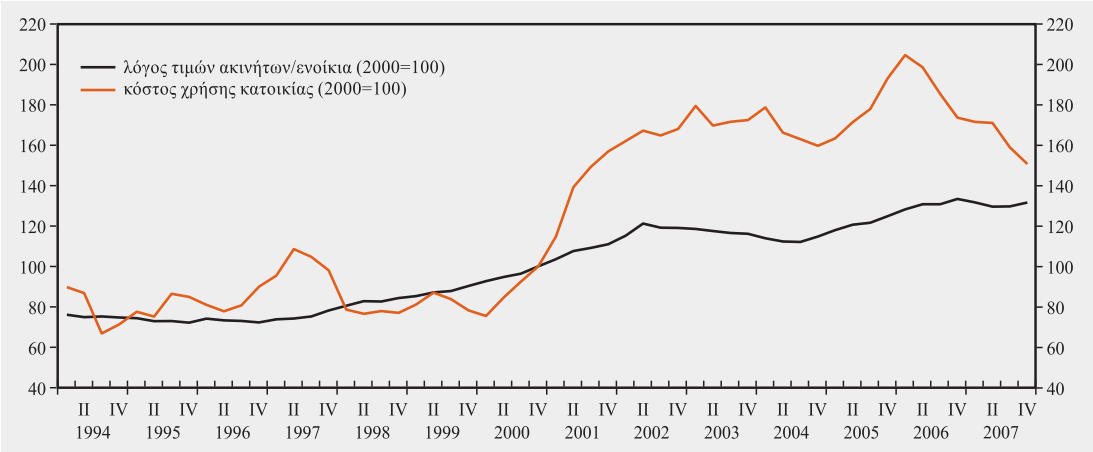
$$P/E = 1 / (i^a + d - \pi) \quad (3)$$

Η εξίσωση (3) δίνει επομένως το λόγο της τιμής της κατοικίας προς το ενοίκιο, όπως αυτός υπολογίζεται με βάση το κόστος χρήσης της κατοικίας. Ο λόγος αυτός συγκρίνεται με τον παρατηρούμενο λόγο της τιμής των κατοικιών προς τα ενοίκια που αναφέρθηκε πιο πάνω. Στην περίπτωση που ο παρατηρούμενος λόγος υπερβαίνει το λόγο που βασίζεται στο κόστος χρήσης της κατοικίας, η διαφορά αυτή θα μπορούσε να εκληφθεί ως ένδειξη υπερεκτίμησης της αξίας των κατοικιών και στην αντίθετη περίπτωση ως ένδειξη υποεκτίμησής της. Όπως επισημαίνεται στη μελέτη του OECD (2005), η διαφορά μεταξύ των δύο λόγων θα πρέπει να αξιολογείται με προσοχή, καθώς ο λόγος τιμής προς ενοίκιο, όπως υπολογίζεται από το κόστος χρήσης, αποτελεί μακροχρόνια σχέση και ως εκ τούτου δεν λαμβάνει υπόψη τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των επιμέρους στοιχείων του κόστους, που ενδεχομένως επηρεάζουν προς τη μία ή την άλλη

20 Επισημαίνεται σχετικά ότι το μέσο επιτόκιο των στεγαστικών δανείων μειώθηκε από 17,2% το 1995 σε 6,8% το 2000 και σε 4,8% το 2007.

21 Βλ. Poterba (1992), Girouard et al. (2006) και OECD (2005).

Διάγραμμα 3 Λόγος τιμών κατοικιών προς ενοίκια και κόστος χρήσης κατοικιών



κατεύθυνση τη διαφορά μεταξύ των δύο λόγων. Το Διάγραμμα 3 παρουσιάζει τους δύο λόγους.[22] Για τη σύγκρισή τους, οι δύο σειρές τέθηκαν ίσες με το 100 στο δ΄ τρίμηνο του 2000, δηλαδή το τρίμηνο κατά το οποίο ο παρατηρούμενος λόγος P/E ήταν ίσος με το μακροχρόνιο μέσο όρο του. Επισημαίνεται ότι η επιλογή αυτή είναι βεβαίως αυθαίρετη και μπορεί να επηρεάζει τη διαφορά μεταξύ των δύο λόγων.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 3, την περίοδο α΄ τρίμηνο 1994-δ΄ τρίμηνο 2000 ο επιθυμητός λόγος τιμής προς ενοίκιο παρουσιάζει μικρές αποκλίσεις από τον πραγματικό λόγο και επομένως η μεταξύ τους διαφορά δεν παρέχει ενδείξεις για υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση της αξίας των κατοικιών. Από το α΄ τρίμηνο του 2001 έως και το δ΄ τρίμηνο του 2007 ο επιθυμητός λόγος υπερβαίνει τον πραγματικό, αν και προς το τέλος αυτής της περιόδου οι δύο λόγοι τείνουν να συγκλίνουν. Συνεπώς, η ανάλυση αυτή δεν παρέχει ενδείξεις ότι οι κατοικίες ήταν υπερεκτιμημένες κατά την πιο πρόσφατη περίοδο.

6. Οικονομετρική προσέγγιση

6.1 Το θεωρητικό υπόδειγμα

Οι ενδείξεις που παρέχουν οι πιο πάνω προσεγγίσεις όσον αφορά τη "θεμελιώδη" τιμή των κατοικιών συμπληρώνονται στο τμήμα αυτό με την εκτίμηση μιας συνάρτησης ζήτησης κατοικιών που βασίζεται σε ένα απλό θεωρητικό υπόδειγμα που ανέπτυξαν οι McQuinn and O'Reilly (2006 και 2007). Το υπόδειγμα εστιάζεται στο ρόλο που παίζουν το εισόδημα και τα επιτόκια

22 Για τον υπολογισμό του λόγου P/E με βάση το κόστος χρήσης της κατοικίας, στην εξίσωση (3) το i^{α} θεωρήθηκε ότι είναι ίσο με το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων, καθώς οι απαλλαγές φόρου αφορούν μόνο τους τόκους των στεγαστικών δανείων για πρώτη κατοικία και το καθεστώς που διέπει αυτές τις απαλλαγές δεν ήταν ενιαίο κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Σύμφωνα με τον OECD (2005), το d τέθηκε ίσο με 4% για όλη την περίοδο. Το π, το αναμενόμενο κεφαλαιακό κέρδος, προσεγγίστηκε με τον ετήσιο πληθωρισμό, όπως αυτός προκύπτει από τον ΔΤΚ υπολογιζόμενος ως κινητός μέσος όρος τεσσάρων τριμήνων.

στη ζήτηση κατοικιών. Ειδικότερα, οι συγγραφείς αυτοί υποστηρίζουν ότι η ζήτηση για κατοικίες εξαρτάται κυρίως από το ποσό του στεγαστικού δανείου που ο δυνητικός αγοραστής μπορεί να εξασφαλίσει από τα πιστωτικά ιδρύματα και το οποίο με τη σειρά του προσδιορίζεται από το διαθέσιμο εισόδημα του αγοραστή και το ισχύον επιτόκιο των στεγαστικών δανείων. Συγκεκριμένα, το ποσό του δανείου ισούται με την παρούσα αξία μιας (πρόσκαιρης ακέραιης) προσόδου, της οποίας ο όρος, δηλαδή το ποσό των περιοδικών καταβολών, αντιστοιχεί σε ορισμένο ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος του δυνητικού αγοραστή και προεξοφλείται με το τρέχον επιτόκιο των στεγαστικών δανείων για περίοδο ίση με τη διάρκεια του δανείου. Έτσι, το συνολικό ποσό των στεγαστικών δανείων που μπορεί να χορηγηθεί από τις τράπεζες σε κάθε συγκεκριμένη χρονική περίοδο μπορεί να προσεγγιστεί από τον ακόλουθο τύπο:

$$B_t = \kappa Y_t \, [(1 - (1 + R_t)^{-\tau}) / R_t] = \kappa X_t \qquad (4)$$

όπου B_t = το ποσό των στεγαστικών δανείων που μπορεί να χορηγηθεί,

Y_t = το κατά κεφαλήν διαθέσιμο εισόδημα,

R_t = το τρέχον επιτόκιο στεγαστικών δανείων,

κ = το ποσοστό του εισοδήματος των νοικοκυριών που καταβάλλεται για την εξόφληση του δανείου, δηλαδή ο όρος της προσόδου ισούται με κY,

τ = η διάρκεια του δανείου.

Επομένως, αύξηση του εισοδήματος ή μείωση του επιτοκίου αυξάνουν το ποσό του δανείου που μπορεί να χορηγηθεί και οδηγούν σε αύξηση της ζήτησης για κατοικίες. Επισημαίνεται ότι η σχέση αυτή ενσωματώνει μια πολύ σημαντική προϋπόθεση καλής διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου, δηλαδή ότι η (τοκοχρεολυτική) δόση του στεγαστικού δανείου δεν πρέπει να υπερβαίνει ένα συγκεκριμένο ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος των συναλλασσομένων. Υπενθυμίζεται σχετικά ότι η Τράπεζα της Ελλάδος έχει ζητήσει από τις τράπεζες να διασφαλίζουν ότι το ποσό που απαιτείται για την εξυπηρέτηση του δανείου δεν υπερβαίνει το 30%-40% του διαθέσιμου εισοδήματος των συναλλασσομένων, ανάλογα με το εισόδημά τους.[23]

Ισοδύναμα, η (4) μπορεί να γραφεί ως ακολούθως:

$$B_t = \kappa X_t, \text{ όπου } X_t = Y_t \, \{[1 - (1 + R_t)^{-\tau}] / R_t\} \qquad (5)$$

όπου X_t είναι η παρούσα αξία του εισοδήματος που θα αποκτηθεί στη διάρκεια του δανείου από τους δυνητικούς αγοραστές, όπως αυτό εκτιμάται με βάση το τρέχον εισόδημά τους και τα ισχύοντα επιτόκια. Επομένως, το X_t αποτελεί τη βάση υπολογισμού του ποσού του στεγαστικού δανείου που μπορεί να χορηγηθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Το ποσό των στεγαστικών δανείων που μπορεί να χορηγηθεί, B_t, εισάγεται σε ένα απλό υπόδειγμα της αγοράς κατοικιών. Συγκεκριμένα, θεωρείται ότι η ανεστραμμένη συνάρτηση ζήτησης κατοικιών δίδεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$P_t = \beta \, B_t \, D_t^{-\mu} = \beta \, \kappa \, X_t \, D_t^{-\mu} = \alpha \, X_t \, D_t^{-\mu}, \text{ όπου } \alpha = \beta \, \kappa \qquad (6)$$

23 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2004).

όπου β είναι μια σταθερά που μπορεί να θεωρηθεί ως συνήθης παράγοντας μετατόπισης της ζήτησης. Η συνάρτηση αυτή περιγράφει την αρνητική σχέση μεταξύ της τιμής, P, και της ζητούμενης ποσότητας κατοικιών, D, όπου η ελαστικότητα της ζήτησης ως προς την τιμή ισούται με το αντίστροφο της παραμέτρου μ. Αύξηση του εισοδήματος ή μείωση του επιτοκίου αυξάνουν το ποσό του δανείου και μετατοπίζουν την καμπύλη ζήτησης προς τα άνω, και αντίστροφα.

Επιπλέον θεωρείται ότι η ακόλουθη εξίσωση περιγράφει την ανεστραμμένη συνάρτηση προσφοράς κατοικιών:

$$P_t = \delta S_t^{\varphi} \tag{7}$$

όπου δ είναι μια σταθερά που μπορεί να θεωρηθεί ως συνήθης παράγοντας μετατόπισης της προσφοράς. Η συνάρτηση αυτή δίδει την προσφερόμενη ποσότητα κατοικιών που εξαρτάται θετικά από την τιμή και η ελαστικότητα προσφοράς ως προς την τιμή δίδεται από το αντίστροφο της παραμέτρου φ. Η προσφορά κατοικιών θεωρείται ότι δεν μπορεί να μεταβληθεί στη βραχυχρόνια περίοδο, δηλαδή ότι είναι πλήρως ανελαστική ως προς την τιμή. Επομένως, στη βραχυχρόνια περίοδο η τιμή των κατοικιών εξαρτάται από το ποσό των στεγαστικών δανείων που μπορεί να χορηγηθεί. Αντικαθιστώντας την (7) στην (6) και θέτοντας $S = D$ προσδιορίζουμε την ποσότητα ισορροπίας, S^{LR}, στη μακροχρόνια περίοδο:

$$S^{LR} = (\alpha X / \delta)^{1/(\varphi+\mu)} \tag{8}$$

Η αντίστοιχη εξίσωση για την τιμή ισορροπίας τη μακροχρόνια περίοδο ευρίσκεται με την αντικατάσταση της (8) στην (6):

$$P^{LR} = \alpha^{\theta} \delta^{\rho} X^{\theta} \tag{9}$$

και σε λογαριθμική βάση:

$$p = \theta \log(\alpha) + \rho \log(\delta) + \theta x \tag{10}$$

όπου p και x είναι οι λογάριθμοι των P και X, $\theta = \varphi/(\varphi+\mu)$ και $\rho = \mu/(\varphi+\mu)$. Με ομαδοποίηση των σταθερών όρων, η (10) μπορεί να απλοποιηθεί στην ακόλουθη εξίσωση:

$$p_t = a + \theta x_t \tag{11}$$

Σύμφωνα με αυτή την εξίσωση, οι τιμές των κατοικιών εξαρτώνται από την ποσότητα των δανείων που μπορεί να χορηγηθεί στους συναλλασσομένους με βάση το εισόδημά τους και τα τρέχοντα επιτόκια, καθώς και την παράμετρο θ, η οποία εξαρτάται από την ελαστικότητα της ζήτησης ($1/\mu$) και της προσφοράς ($1/\varphi$) ως προς την τιμή. Η σταθερά a, εκτός από την ελαστικότητα της ζήτησης και της προσφοράς ως προς την τιμή, εξαρτάται και από τις παραμέτρους μετατόπισης της ζήτησης και της προσφοράς β και δ αντίστοιχα. Εξαρτάται επίσης από το ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος κ που απαιτείται για την εξυπηρέτηση του δανείου, αλλά για την εκτίμηση της (11) δεν είναι αναγκαίο να γίνει κάποια υπόθεση για το μέγεθος αυτής της παραμέτρου.

6.2 Οικονομετρικές εκτιμήσεις

Για την εκτίμηση της εξίσωσης (11), πρώτα θα πρέπει να ελεγχθεί η στασιμότητα των δύο σειρών και στη συνέχεια να διερευνηθεί η ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ τους. Στον

Πίνακας 1 Έλεγχος ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας

Μεταβλητές	Έλεγχος ADF	
	Επίπεδα	Πρώτες διαφορές
P	-1,58	-4,87***
xc15	-1,04	-5,61***
x15	-0,73	-5,51***
xc10	-1,31	-5,86***
x10	-1,04	-5,76***

Σημείωση: *** υποδηλώνει απόρριψη της υπόθεσης ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Πίνακα 1 δίδονται τα αποτελέσματα των σχετικών ADF ελέγχων στασιμότητας των μεταβλητών p και x που υπεισέρχονται στην οικονομετρική ανάλυση, δηλαδή του λογαρίθμου των μετρούμενων (πραγματικών) τιμών των κατοικιών και του λογαρίθμου της μεταβλητής x που αποτελεί τη βάση καθορισμού των στεγαστικών δανείων που μπορεί να χορηγηθούν από τα πιστωτικά ιδρύματα. Η μεταβλητή xc15 υπολογίζεται από την εξίσωση (5), με βάση τα τρέχοντα επιτόκια στεγαστικών δανείων και το κατά κεφαλήν ονομαστικό ΑΕΠ, αφού θεωρηθεί ότι διαθέσιμο εισόδημα του μέσου συναλλασσομένου με τις τράπεζες μπορεί να προσεγγιστεί επαρκώς από το κατά κεφαλήν ονομαστικό ΑΕΠ. Επίσης, θεωρείται ότι η μέση διάρκεια των δανείων είναι 15 έτη.[24] Όλα τα στοιχεία είναι σε τριμηνιαία βάση και καλύπτουν την περίοδο α΄ τρίμηνο 1994-δ΄ τρίμηνο 2007.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 1, η υπόθεση ότι οι μεταβλητές p και x περιέχουν μία μοναδιαία ρίζα δεν μπορεί να απορριφθεί σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Αντίστοιχα, με εφαρμογή των ίδιων ελέγχων στις πρώτες διαφορές των p και x, προκύπτει ότι η υπόθεση της μοναδιαίας ρίζας απορρίπτεται σε όλα τα συνήθη επίπεδα εμπιστοσύνης. Κατά συνέπεια, μπορεί να γίνει αποδεκτό ότι οι δύο σειρές είναι ολοκληρωμένες πρώτου βαθμού.

Στη συνέχεια ελέγχεται η ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των δύο μεταβλητών της εξίσωσης (11). Για τον έλεγχο αυτό χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος FM-OLS[25] των Phillips and Hansen (1990). Όπως φαίνεται στον Πίνακα 2, Υπόδειγμα 1, η υπόθεση της ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας στα κατάλοιπα απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 5% (ADF test statistic –2,96) και επομένως γίνεται αποδεκτή η υπόθεση ότι υπάρχει μακροχρόνια σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Επίσης, οι συντελεστές που εκτιμήθηκαν έχουν το σωστό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντικοί. Ο συντελεστής της xc15 είναι 0,78 και δείχνει την ελαστικότητα των τιμών των κατοικιών ως προς το ποσό του δανείου που μπορεί να λάβει ο δανειολήπτης με

24 Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της ΕΚΤ, η τυπική διάρκεια των στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα είναι 15-20 έτη και είναι από τις μικρότερες στη ζώνη του ευρώ όπου γενικά κυμαίνονται από 20 έως 30 έτη. Βλ. ECB (2009β).

25 Fully Modified Ordinary Least Squares.

Πίνακας 2 Εκτίμηση της μακροχρόνιας σχέσης

(Phillips-Hansen, FM-OLS)

Μεταβλητές	Υπόδειγμα 1	Υπόδειγμα 2	Υπόδειγμα 3	Υπόδειγμα 4
Σταθερός όρος	-2,91*** (-12,59)	-3,83*** (-16,64)	-4,48*** (-16,56)	-5,58*** (-20,53)
xc15	0,78*** (34,63)			
xc10		0,89*** (38,79)		
X15			0,75*** (35,37)	
X10				0,86*** (39,25)
Έλεγχος ADF των καταλοίπων της μακροχρόνιας σχέσης	-2,96**	-3,22**	-3,00**	-3,24**

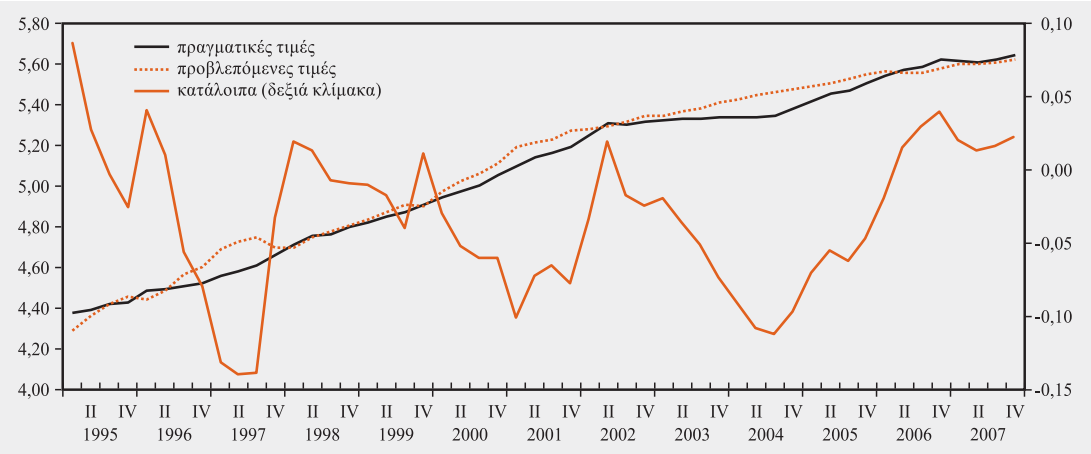
Σημείωση: *** και ** υποδηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% και 5% αντιστοίχως.

βάση το εισόδημά του και τα ισχύοντα επιτόκια στην αγορά στεγαστικών δανείων. Η τιμή αυτή είναι κοντά στις τιμές των ελαστικοτήτων που έχουν εκτιμηθεί από τους McQuinn and O'Reilly (2007) για χώρες όπως η Αυστραλία, η Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Αλλά θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι οι McQuinn και O'Reilly έχουν υποθέσει ότι η μέση διάρκεια των στεγαστικών δανείων είναι 20 έτη, έναντι της υπόθεσης για μέση διάρκεια 15 ετών που γίνεται σ' αυτή τη μελέτη, γεγονός που επηρεάζει την εν λόγω ελαστικότητα, καθώς η παρούσα αξία της προσόδου αυξάνεται όταν αυξάνεται η διάρκειά της και η σχέση της με την τιμή γίνεται λιγότερο ελαστική.

Το Διάγραμμα 4 παρουσιάζει τις προβλεπόμενες τιμές για τις κατοικίες με βάση την εξίσωση που εκτιμήθηκε πιο πάνω και τις συγκρίνει με τις παρατηρούμενες τιμές των ακινήτων. Όπως φαίνεται από το διάγραμμα, δεν υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των δύο τιμών και επομένως οι εκτιμήσεις αυτές δεν παρέχουν ενδείξεις για υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση της αξίας των κατοικιών. Ωστόσο, κυρίως την περίοδο 2003-2005, οι πραγματικές τιμές υπολείπονται των προβλεπόμενων τιμών, γεγονός που υποδηλώνει ότι την περίοδο αυτή η προσφορά υπερέβαινε τη ζήτηση κατοικιών. Παράγοντες σχετιζόμενοι με την προσφορά κατοικιών φαίνεται να δικαιολογούν το φαινόμενο αυτό. Πράγματι, η προσφορά νεόδμητων κατοικιών πρέπει να ήταν ιδιαίτερα ενισχυμένη την περίοδο αυτή, καθώς τη διετία 2002-2003 οι επενδύσεις σε κατοικίες αλλά και ο δείκτης κατασκευής κτιρίων διαμορφώθηκαν σε υψηλά επίπεδα,[26] συγκρατώντας την ανοδική τάση των τιμών. Αντίθετα, κατά την πιο πρόσφατη περίοδο και συγκεκριμένα από το β΄ τρίμηνο του 2006 μέχρι και το τέλος της επισκοπούμενης περιόδου (δ΄ τρίμηνο 2007), οι παρατηρούμενες τιμές των ακινήτων ήταν λίγο υψηλότερες από τις "θεμε-

26 Σημειώνεται σχετικά ότι τη διετία 2002-2003 οι επενδύσεις σε κατοικίες αυξήθηκαν σε πραγματικούς όρους με μέσο ετήσιο ρυθμό 13,7%, έναντι μέσης ετήσιας αύξησης κατά 4% τη διετία 2000-2001 που προηγήθηκε και οριακής μείωσης (-1%) τη διετία 2004-2005 που επακολούθησε. Αντίστοιχα, ο δείκτης κατασκευής κτιρίων σε σταθερές τιμές ήταν την διετία 2002-2003 αυξημένος κατά 7,7% έναντι της προηγούμενης διετίας 2000-2001, αλλά διαμορφώθηκε σε επίπεδο χαμηλότερο κατά 23% τη διετία 2004-2005.

Διάγραμμα 4 Πραγματικές τιμές, προβλεπόμενες τιμές και κατάλοιπα της μακροχρόνιας σχέσης



λιώδεις" τιμές, υποδηλώνοντας υπερβάλλουσα ζήτηση κατοικιών. Η απόκλιση αυτή κορυφώνεται το γ΄ τρίμηνο του 2006 και η υπερεκτίμηση υπολογίζεται σε 4% περίπου, αλλά έκτοτε υποχωρεί γύρω στο 2%-3%, αν και οι αποκλίσεις αυτές κινούνται στα όρια του στατιστικού σφάλματος. Σε ανάλογα συμπεράσματα όσον αφορά το ενδεχόμενο υπερεκτίμησης των κατοικιών την περίοδο 2004-2005 καταλήγει και ο Μαλλιαρόπουλος (2007). Όπως προαναφέρθηκε, η ζήτηση κατοικιών και οι τιμές τους είχαν επηρεαστεί ανοδικά, ιδίως στην αρχή αυτής της περιόδου, από την αναγγελία διοικητικών και φορολογικών ρυθμίσεων, δηλαδή την αύξηση των αντικειμενικών τιμών των ακινήτων και την επιβολή ΦΠΑ στα νέα ακίνητα από την 1η Ιανουαρίου 2006.

Αφού έχει εκτιμηθεί η μακροχρόνια σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και του ποσού του δανείου που μπορεί να χορηγηθεί στους δυνητικούς αγοραστές κατοικιών, θα πρέπει στη συνέχεια να ελεγχθούν τρία ουσιώδη ερωτήματα: Πρώτον, ποια είναι η αιτιώδης σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Δεύτερον, αν οι αποκλίσεις μεταξύ των παρατηρούμενων τιμών και των τιμών που προβλέπονται από τη μακροχρόνια σχέση, τις "θεμελιώδεις" τιμές, διορθώνονται διαχρονικά. Και τρίτον, πόσο γρήγορα γίνεται αυτή η διόρθωση. Προς το σκοπό αυτό εκτιμήθηκε ένα υπόδειγμα διόρθωσης σφάλματος (ECM), με βάση τη μακροχρόνια σχέση που εκτιμήθηκε πιο πάνω, και τα σχετικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 3.

Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 3, Υπόδειγμα 1, ο συντελεστής διόρθωσης σφάλματος έχει αρνητικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Επομένως, η εκτίμηση αυτή παρέχει σημαντική ένδειξη για τη στενή σχέση μεταξύ των μεταβλητών p και xc15, καθώς και για την ύπαρξη διαδικασίας διόρθωσης των αποκλίσεων των παρατηρούμενων τιμών από τις τιμές ισορροπίας. Σύμφωνα με την εκτίμηση, σε κάθε τρίμηνο διορθώνεται το 13% της απόκλισης και συνεπώς απαιτούνται περίπου δύο έτη κατά μέσο όρο για να ολοκληρωθεί η διαδικασία διόρθωσης. Επισημαίνεται επίσης ότι στην εξίσωση διόρθωσης σφάλματος

Πίνακας 3 Υποδείγματα διόρθωσης σφάλματος

(Εξαρτημένη μεταβλητή: μεταβολή των τιμών)

Μεταβλητές	Υπόδειγμα 1	Υπόδειγμα 2	Υπόδειγμα 3	Υπόδειγμα 4
Σταθερός όρος	0,016*** (3,56)	0,016*** (3,43)	0,016*** (3,52)	0,016*** (3,38)
Δx(-1)	-0,032 (-0,45)	-0,041 (-0,48)	-0,027 (-0,39)	-0,032 (-0,39)
Δp(-1)	0,357*** (2,78)	0,375*** (2,92)	0,357*** (2,79)	0,374*** (2,93)
ECT(-1)	-0,131*** (-2,63)	-0,149*** (-2,80)	-0,135*** (-2,67)	-0,151*** (-2,82)
R^2 διορθωμένο	0,19	0,20	0,19	0,20
Έλεγχος LM αυτοσυσχέτισης (F-test)	0,56	0,43	0,66	0,38
Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας (F-test)	0,68	0,58	0,52	0,52
Έλεγχος σταθερότητας των συντελεστών (RESET)	0,60	0,66	0,30	0,65

Σημείωση: *** υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%.

στην οποία έχει αντιστραφεί η αιτιώδης σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών, δηλαδή εξαρτημένη μεταβλητή είναι η xc15 και ανεξάρτητη η p, ο συντελεστής έχει θετικό πρόσημο αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 5% (βλ. Πίνακα 4, Υπόδειγμα 1). Επομένως, οι εκτιμήσεις αυτές παρέχουν σημαντική ένδειξη ότι η αιτιώδης σχέση είναι από το ποσό του δανείου που μπορεί να χορηγηθεί στους δυνητικούς αγοραστές με βάση το εισόδημα και το τρέχον επιτόκιο της αγοράς προς τις τιμές των κατοικιών και όχι αντίστροφα. Οι σχετικοί στατιστικοί έλεγχοι σταθερότητας CUSUM[27] δεν παρέχουν ενδείξεις αστάθειας των παραμέτρων που εκτιμήθηκαν.

Όπως προαναφέρθηκε, τα ανωτέρω αποτελέσματα βασίζονται στην υπόθεση ότι η μέση διάρκεια των στεγαστικών δανείων είναι 15 έτη. Με σκοπό να ελεγχθεί η ευαισθησία των αποτελεσμάτων της εμπειρικής έρευνας στην υπόθεση αυτή, εκτιμήθηκε το Υπόδειγμα 2, το οποίο εναλλακτικά θεωρεί ότι η μέση διάρκεια των δανείων είναι 10 έτη. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4, η ελαστικότητα των τιμών ως προς το δυνητικό ποσό δανεισμού είναι στατιστικά σημαντική και, όπως αναμενόταν, λίγο υψηλότερη από αυτή που εκτιμήθηκε προηγουμένως (0,89, έναντι 0,78). Επίσης, ο συντελεστής διόρθωσης σφάλματος είναι και στην περίπτωση αυτή αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, αλλά λίγο υψηλότερος από ό,τι στο Υπόδειγμα 1 (-0,15, έναντι -0,13), υποδηλώνοντας ότι η προσαρμογή είναι ελαφρώς ταχύτερη, αν και η διαφορά μεταξύ των δύο συντελεστών δεν είναι στατιστικά σημαντική. Ωστόσο, στην περίπτωση της εξίσωσης διόρθωσης σφάλματος στην οποία έχει αντιστραφεί η αιτιώδης σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών, δηλαδή εξαρτημένη μεταβλητή είναι η x και ανεξάρτητη η p, ο συντελεστής όχι μόνο έχει θετικό πρόσημο αλλά είναι και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 5%. Αυτό υποδηλώνει ότι η αιτιώδης

27 Ο έλεγχος που εφαρμόστηκε είναι το CUSUM of squares. Ο έλεγχος αυτός εντοπίζει αστάθεια στις εκτιμώμενες παραμέτρους, αν το σωρευτικό άθροισμα των σφαλμάτων είναι μεγαλύτερο από αυτό που ορίζεται από το σχετικό κριτήριο που αντιστοιχεί στο αποδεκτό επίπεδο εμπιστοσύνης (συνήθως 5%).

Πίνακας 4 Υποδείγματα διόρθωσης σφάλματος

(Εξαρτημένη μεταβλητή: μεταβολή των στεγαστικών δανείων)

Μεταβλητές	Υπόδειγμα 1	Υπόδειγμα 2	Υπόδειγμα 3	Υπόδειγμα 4
Σταθερός όρος	0,017* (1,93)	0,018* (2,31)	0,017* (1,92)	0,018** (2,31)
Δx(-1)	0,325** (2,35)	0,280** (2,03)	0,326** (2,38)	0,286** (2,11)
Δp(-1)	0,208 (0,83)	0,143 (0,69)	0,209 (0,83)	0,146 (0,71)
ECT(-1)	0,192* (1,85)	0,185** (2,14)	0,181* (1,85)	0,180** (2,09)
R^2 διορθωμένο	0,09	0,08	0,09	0,08
Έλεγχος LM αυτοσυσχέτισης (F-test)	0,76	0,72	0,65	0,59
Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας (F-test)	0,79	0,81	0,76	0,79
Έλεγχος σταθερότητας των συντελεστών (RESET)	0,99	0,82	0,89	0,71

Σημείωση: ** και * υποδηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% και 10%, αντιστοίχως.

σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών μπορεί να είναι αμφίδρομη. Επισημαίνεται σχετικά ότι οι Brissimis and Vlassopoulos (2009), εξετάζοντας τη μακροχρόνια σχέση μεταξύ των τιμών των κατοικιών και του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η αιτιώδης σχέση δεν είναι από τα στεγαστικά δάνεια προς τις τιμές, αν και στη βραχυχρόνια περίοδο διαπιστώνουν ότι η αιτιώδης σχέση είναι αμφίδρομη μεταξύ των δανείων και των τιμών. Βεβαίως, υπάρχει ουσιώδης διαφορά μεταξύ των εξεταζόμενων μεταβλητών: στην περίπτωση των Brissimis and Vlassopoulos (2009), η αιτιώδης σχέση αφορά το υπόλοιπο των στεγαστικών δανείων και τις τιμές των κατοικιών, ενώ στην παρούσα εργασία εξετάζεται η σχέση μεταξύ των τιμών των κατοικιών και του ποσού που μπορεί να δανειστούν τα νοικοκυριά με βάση το εισόδημα και τα τρέχοντα επιτόκια, μια μεταβλητή που θα μπορούσε να προσεγγιστεί καλύτερα με τα χορηγούμενα νέα στεγαστικά δάνεια παρά με το υπόλοιπο των δανείων.[28] Τέλος, στα Υποδείγματα 3 και 4 του Πίνακα 4 για τον υπολογισμό του δυνητικού ποσού του δανείου χρησιμοποιείται το ΑΕΠ αντί του κατά κεφαλήν ΑΕΠ που χρησιμοποιείται στα Υποδείγματα 1 και 2. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4, οι εκτιμήσεις της ελαστικότητας των τιμών ως προς το δυνητικό ποσό δανεισμού ταυτίζονται στατιστικά αλλά και ποσοτικά με τις αντίστοιχες εκτιμήσεις της ελαστικότητας στα Υποδείγματα 1 και 2. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι, τουλάχιστον κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου που καλύπτεται από το δείγμα, η μεταβολή του πληθυσμού δεν φαίνεται να επηρέασε σημαντικά τη ζήτηση δανείων.

Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί ότι τα πιο πάνω αποτελέσματα βασίζονται σε ένα απλό υπόδειγμα το οποίο δεν λαμβάνει υπόψη την επίδραση σημαντικών παραγόντων τόσο από την

28 Για να ελεγχθεί επιπλέον η ευαισθησία των αποτελεσμάτων, η μακροχρόνια και η βραχυχρόνια σχέση εκτιμήθηκαν με χρήση του συνολικού ΑΕΠ στην εκτίμηση των δανείων που μπορεί να χορηγηθούν από τα πιστωτικά ιδρύματα. Όπως φαίνεται από τους Πίνακες 2, 3 και 4 (Υποδείγματα 3 και 4), τα αποτελέσματα δεν διαφοροποιούνται από εκείνα των Υποδειγμάτων 1 και 2.

πλευρά της ζήτησης όσο και από την πλευρά της προσφοράς. Π.χ., η μεταβολή του πληθυσμού, της καθαρής πραγματικής απόδοσης που συνεπάγεται η κατοχή κατοικίας και της πραγματικής απόδοσης από εναλλακτικές επενδύσεις επηρεάζουν τη ζήτηση κατοικιών, ενώ η ένταξη στον πολεοδομικό σχεδιασμό πρόσθετης οικοδομήσιμης γης επηρεάζει θετικά την προσφορά κατοικιών. Στο ανωτέρω υπόδειγμα οι παράγοντες αυτοί θεωρούνται σταθεροί και ενσωματώνονται στην παράμετρο β της ζήτησης στην εξίσωση (6) και στην παράμετρο δ της προσφοράς στην εξίσωση (7), που με τη σειρά τους προσδιορίζουν, μαζί με τις άλλες παραμέτρους της ζήτησης και της προσφοράς, την προς εκτίμηση σταθερά a στην εξίσωση (11). Όπως προαναφέρθηκε, οι σχετικοί στατιστικοί έλεγχοι σταθερότητας CUSUM δεν παρέχουν ενδείξεις αστάθειας των παραμέτρων που εκτιμήθηκαν. Επομένως, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι οι παράγοντες αυτοί δεν είχαν σημαντική επίδραση στις τιμές των κατοικιών κατά την περίοδο του δείγματος ή ότι ενδεχομένως οι επιδράσεις τους στις τιμές αλληλεξουδετερώθηκαν.

7. Συμπεράσματα

Η διεθνής εμπειρία δείχνει ότι οι τιμές των κατοικιών χαρακτηρίζονται από σημαντικές διακυμάνσεις που μπορεί να ταυτίζονται ή όχι με τους οικονομικούς κύκλους. Μάλιστα, υπό ορισμένες συνθήκες, οι εν λόγω διακυμάνσεις μπορεί να ενισχυθούν και να γίνουν πιο έντονες όταν η πιστοδοτική πολιτική που εφαρμόζουν τα πιστωτικά ιδρύματα έχει υπερκυκλικό χαρακτήρα. Σε κάθε περίπτωση, η παρακολούθηση της εξέλιξης των τιμών των κατοικιών ενδιαφέρει άμεσα τις νομισματικές και εποπτικές αρχές, καθώς, όπως δείχνει η πρόσφατη εμπειρία από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, απότομη πτώση των εν λόγω τιμών μπορεί να έχει σημαντικές επιδράσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές και κατ΄ επέκταση στον πραγματικό τομέα της οικονομίας. Διαπιστώνεται ωστόσο ότι για λόγους οικονομιών κλίμακας και ηθικού κινδύνου, η κατάρτιση των σχετικών δεικτών δεν θα πρέπει να αφήνεται στις τράπεζες ή άλλους ιδιώτες, αλλά να γίνεται σε κεντρικό επίπεδο, από την κεντρική τράπεζα ή άλλο αρμόδιο φορέα. Επομένως, η απόφαση της Τράπεζας της Ελλάδος να προχωρήσει στην κατάρτιση δείκτη τιμών κατοικιών είναι συμβατή με την άσκηση των αρμοδιοτήτων της και ταυτόχρονα καλύπτει ένα ουσιαστικό ποιοτικό έλλειμμα στην πληροφόρηση που αφορά τις εξελίξεις στην αγορά ακινήτων.

Στην εμπειρική ανάλυση διαπιστώθηκε ότι υπάρχει μακροχρόνια σχέση μεταξύ των τιμών των κατοικιών και του μέσου ποσού των στεγαστικών δανείων που μπορεί να χορηγηθεί από τις τράπεζες με βάση το κατά κεφαλήν εισόδημα και τα ισχύοντα επιτόκια στεγαστικών δανείων. Η κίνηση των τιμών των κατοικιών, όπως προβλέπεται από αυτή τη μακροχρόνια σχέση, δηλαδή τις τιμές με βάση τα "θεμελιώδη" μεγέθη, δεν παρέχει ενδείξεις για υπερεκτίμηση των κατοικιών, αν και στην πιο πρόσφατη περίοδο οι παρατηρούμενες τιμές ήταν κατά 4-5% υψηλότερες από τις θεμελιώδεις. Σε κάθε περίπτωση, η ένδειξη είναι ότι η αγορά κατοικιών ενσωματώνει τη διαδικασία διόρθωσης σφάλματος, δηλαδή προσαρμογής των παρατη-

ρούμενων τιμών προς τις θεμελιώδεις, μια διαδικασία που φαίνεται να ολοκληρώνεται σε δύο έτη περίπου.

Η περίοδος που καλύπτεται από το δείγμα είναι σχετικά περιορισμένη, αλλά η κατάρτιση του δείκτη τιμών κατοικιών από την Τράπεζα της Ελλάδος θα δώσει τη δυνατότητα για την κατασκευή πιο αναλυτικών υποδειγμάτων, ιδίως για τον έλεγχο υποθέσεων που θα μπορούν να διαφοροποιούνται και κατά ευρύτερη γεωγραφική περιοχή.

Παράρτημα

Στατιστικά στοιχεία

Τα στατιστικά στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν στην εργασία αυτή είναι σε τριμηνιαία βάση και καλύπτουν την περίοδο δ΄ τρίμηνο 1993-δ΄ τρίμηνο 2007.

ΑΕΠ: Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν. Πηγή: ΕΣΥΕ. Επισημαίνεται ότι τα στοιχεία για την περίοδο πριν από το 2000 προσαρμόστηκαν στατιστικά, ώστε να μη διασπάται η συνέχειά τους με τα αναθεωρημένα στοιχεία που ανακοίνωσε πρόσφατα η ΕΣΥΕ.

Πληθυσμός: Πηγή: ΕΣΥΕ. Τα ετήσια στοιχεία της ΕΣΥΕ μετατράπηκαν σε τριμηνιαία, με βάση την υπόθεση ότι η αύξηση του πληθυσμού σε κάθε συγκεκριμένο έτος ακολουθεί γραμμική τάση.

Δείκτης Τιμών Καταναλωτή: Πηγή: ΕΣΥΕ.

Δείκτης Ενοικίων: Ο υποδείκτης τιμών ενοικίων του ΔΤΚ. Πηγή: ΕΣΥΕ.

Δείκτης Τιμών Κατοικιών: Καλύπτει τις αστικές περιοχές και είναι διαθέσιμος μόνο για την περίοδο δ΄ τρίμηνο 1993-δ΄ τρίμηνο 2007. Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Επιτόκιο στεγαστικών δανείων: Μέσο επιτόκιο στεγαστικών δανείων με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό μέχρι και ένα έτος. Τα στοιχεία αυτά είναι διαθέσιμα από το Σεπτέμβριο του 2002. Τα στοιχεία για την προηγούμενη περίοδο αποτελούν εκτιμήσεις της ΕΚΤ. Η επιλογή του συγκεκριμένου επιτοκίου έγινε με βάση το κριτήριο ότι μέχρι και το 2005 ο κύριος όγκος των νέων στεγαστικών δανείων (γύρω στο 90%) χορηγούνταν με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό μέχρι και ένα έτος. Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

Βιβλιογραφία

Α. Ξενόγλωσση

Aoki, K., J. Proudman and G. Vlieghe (2004), "House prices, consumption and monetary policy: A financial accelerator approach", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, issue 4, 414-35.

Bernanke, B., M. Gertler and S. Gilchrist (1994), "The financial accelerator and the flight to quality", *Review of Economics and Statistics*, vol. 78, 1-15.

Blanchard, O. (1997), *Macroeconomics*, Prentice-Hall.

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.

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

Case B. and S. Wachter (2005), "Residential real estate price indices as financial soundness indicators: methodological issues", BIS Papers No. 21.

ECB (2001), "The new capital adequacy regime – the ECB perspective", *Monthly Bulletin*, May, 59-74.

ECB (2009α), "Housing wealth and private consumption in the euro area", *Monthly Bulletin*, January, 59-71.

ECB (2009β), "Housing finance in the euro area", Occasional Paper Series, No. 101, March.

Girouard, N. and S. Blondal (2001), "House prices and economic activity", OECD Economics Department Working Papers, No. 279.

Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord and C. Andre (2006), "Recent house developments: The role of fundamentals", OECD Economics Department Working Papers, No. 475.

Helbling, T.F. (2005), "Housing price bubbles – a tale based on housing price booms and busts" BIS Papers No. 21.

Herring, R. and S. Wachter (1999), "Real estate booms and banking busts: an international perspective", The Wharton Financial Institutions Center, WP/01/129.

Hoeller, P. and D. Rae (2007), "Housing markets and adjustments in monetary union", OECD Economics Department Working Papers, No. 550.

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

Jokipii, T. and A. Milne (2006), "The cyclical behaviour of European bank capital buffers", Bank of Finland Research Discussion Papers, No. 17.

McQuinn, K. and G. O'Reilly (2006), "Assessing the role of income and interest rates in determining house prices", Research Technical Paper 15/RT/06, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland.

McQuinn, K. and G. O'Reilly (2007), "A model of cross-country house prices" Research Technical Paper 5/RT/07, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland.

Miles, D. (1995), "Housing, Financial Markets and the Wider Economy", Series in financial economics and quantitative analysis, Wiley, New York.

OECD (2005), "Recent house price developments: the role of fundamentals" *OECD Economic Outlook,* No. 78, Chapter III, 193-234.

Pavlov, A. and S. Wachter (2003), "The anatomy of non-recourse lending", Wharton Real Estate Center Working Paper, July.

Pavlov, A. and S. Wachter (2004), "Robbing the bank: non-recourse lending and asset prices", *Journal of Real Estate Finance and Economics,* vol. 28, 147-160.

Phillips, P. and B. Hansen (1990), "Statistical inference in instrumental variables regression with I(1) process", *Review of Economic Studies,* 57, 99-125.

Poterba, J. (1992), "Taxation and housing: Old questions, new answers", *American Economic Review,* vol. 82, No. 2, 237-42.

Β. Ελληνική

Μαλλιαρόπουλος Δ. (2007), "Ένα υπόδειγμα αποτίμησης της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα", Κεφ. 7 στο: Ν.Β. Καραμούζης και Γ.Α. Χαρδούβελης (επιμ.) *Αγορά κατοικίας: τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες,* Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος (2004), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003,* Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος (2008), *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2008,* Αθήνα, Οκτώβριος, 129-130.

Χαρδούβελης Γ. (2009), "Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία". Στον παρόντα τόμο.

Εταιρίες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: διεθνές και ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας

Δρ. Αριστοτέλης Καρυτινός*

1. Εισαγωγή

Σκοπός της εισήγησης που ακολουθεί είναι να δώσει μια συνοπτική αλλά περιεκτική εικόνα των βασικών κανόνων που διέπουν τη λειτουργία των Εταιριών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία – έτσι λέγονται στην Ελλάδα τα Real Estate Investment Trusts (REITs), όπως ονομάζονται κυρίως στη Βόρειο Αμερική ή οι Real Estate Investment Companies (REICs), όπως ονομάζονται στην Ευρώπη.

Η εισήγηση έχει την παρακάτω δομή. Στη δεύτερη ενότητα παρατίθενται να πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των επενδύσεων αυτής της μορφής. Στην τρίτη ενότητα παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά του θεσμού στην Ελλάδα. Στην τέταρτη ενότητα δίδεται μια εικόνα των βασικών ποσοτικών χαρακτηριστικών, τόσο σε συνολικό επίπεδο αγοράς όσο και σε επίπεδο εταιριών που λειτουργούν στην Ευρώπη και στην Ελλάδα. Στην πέμπτη ενότητα γίνεται αναφορά των συνεπειών της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά και στην παγκόσμια αγορά του real estate. Στην έκτη ενότητα γίνεται αναφορά στο θεσμικό πλαίσιο προώθησης πανευρωπαϊκών REITs και γίνεται παρουσίαση των διαφορών του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των REITs σε όλες τις μεγάλες αγορές που δραστηριοποιούνται. Η εισήγηση ολοκληρώνεται με την έβδομη ενότητα, όπου παρατίθενται τα συμπεράσματα της μελέτης.

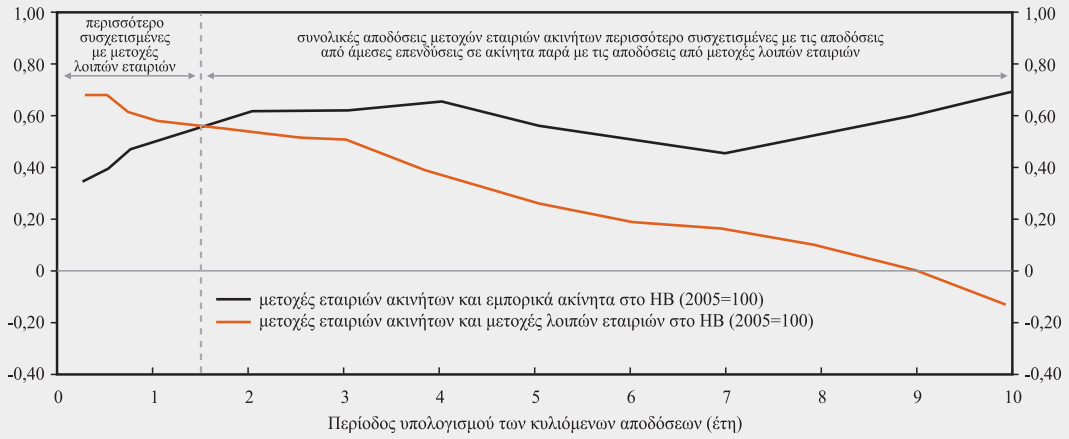
2. Τι είναι τα REITs; – πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα

Τα REITs μπορούν να περιγραφούν ως εταιρίες κλειστού τύπου (closed-ended), σε αντιδιαστολή με τα αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων, που είναι ανοικτού τύπου (open-ended). Αυτές οι εταιρίες κλειστού τύπου είναι συνήθως εισηγμένες σε χρηματιστήριο, επενδύουν σε ακίνητα που παράγουν εισόδημα, διανέμουν το μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών τους στους μετόχους τους και διέπονται από ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς.

Μια επένδυση σε μετοχές REIT έχει από πλευράς διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου όλα τα πλεονεκτήματα που έχουν οι τοποθετήσεις σε λοιπές εταιρίες ακινήτων και οι άμεσες επενδύ-

* Γενικός Διευθυντής Ακίνητης Περιουσίας, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος. Το άρθρο απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκην της Τράπεζας της Ελλάδος.

Διάγραμμα 1 Οι μετοχές εταιριών ακινήτων συμπεριφέρονται ως ακίνητα ή ως μετοχές;



Πηγή: Morgan Stanley Research.

σεις σε ακίνητα. Όπως έδειξε μια πρόσφατη μελέτη της Morgan Stanley (βλ. Διάγραμμα 1), στην οποία χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία για μια περίοδο 23 ετών, υπάρχει υψηλή συσχέτιση των αποδόσεων των μετοχών εταιριών ακινήτων με τις αποδόσεις από άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα για περιόδους μεγαλύτερες του 1,5 έτους. Αντίθετα, η συσχέτιση μετοχών εταιριών ακινήτων με τις λοιπές μετοχές εμφανίζεται χαμηλή και φθίνουσα με την πάροδο του χρόνου για περιόδους άνω του 1,5 έτους. Δηλαδή οι μετοχές εταιριών ακινήτων (συμπεριλαμβανομένων των REITs) μεσομακροπρόθεσμα συμπεριφέρονται ως άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα και παρέχουν δυνατότητα διαφοροποίησης έναντι των λοιπών μετοχών σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Επιπλέον όμως μια επένδυση σε REITs έχει σημαντικά πλεονεκτήματα έναντι μιας άμεσης επένδυσης σε ακίνητα. Πιο αναλυτικά, τα REITs χαρακτηρίζονται από αυξημένη ρευστότητα σε σχέση με μια άμεση επένδυση σε ακίνητα που εμφανίζει περιορισμένη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης, και αυτό γιατί στην περίπτωση των REITs ο επενδυτής κατέχει μετοχές εισηγμένες σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, με δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης. Εκτός αυτού, τα REITs κατέχουν χαρτοφυλάκια τα οποία περιλαμβάνουν μεγάλο αριθμό και μεγάλο μέγεθος ακινήτων, με αποτέλεσμα τη δυνατότητα διαφοροποίησης των επενδύσεων (diversification) μέσω της βελτίωσης της γεωγραφικής ή/και κλαδικής διασποράς. Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές σε μετοχές REITs επωφελούνται από τη διαφοροποίηση που κάνουν τα ίδια τα REITs στο χαρτοφυλάκιό τους.

Επίσης, βασικό χαρακτηριστικό όλων των REITs είναι η εσωτερική (internal) ή εξωτερική (external) επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου των ακινήτων τους (fund management), που μπορεί να γίνεται εσωτερικά από τα ίδια τα REITs ή εξωτερικά από ειδικούς συνεργάτες. Σε κάθε περίπτωση αυτό γίνεται από εξειδικευμένους επαγγελματίες που έχουν ως

αποκλειστικό μέλημα να διαχειριστούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την περιουσία της εταιρίας, να εντοπίσουν τις καλύτερες επενδύσεις σε ακίνητα, να προβούν σε διασπορά ενδεχόμενων κινδύνων και να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη για τους μετόχους. Φυσικά, αντίστοιχες δυνατότητες δεν υφίστανται όταν κάποιος επενδύει μόνος του σε μεμονωμένα ακίνητα.

Άλλο πλεονέκτημα των REITs είναι το χαμηλό κόστος συναλλαγών. Οι άμεσες αποκτήσεις ακινήτων έχουν συνήθως πολύ μεγαλύτερο κόστος (π.χ. φόρος μεταβίβασης, τέλη συναλλαγών, φόρος υπερτιμήματος, κόστος μεταγραφής, δικηγορικά και συμβολαιογραφικά έξοδα κ.ά.) από αυτό μιας χρηματιστηριακής συναλλαγής για αγοραπωλησία μετοχών.

Τέλος, τα REITs παρέχουν τη δυνατότητα συνεχούς και "αντικειμενικής" αποτίμησης της αξίας της επένδυσης. Το βασικότερο πρόβλημα της αγοράς ακινήτων είναι η έλλειψη μιας κεντρικής συναλλακτικής αγοράς αντίστοιχης με αυτή των μετοχών. Έτσι, μια άμεση επένδυση σε ακίνητα εμπλέκει θέματα εκτιμήσεων από ειδικούς και μη εκτιμητές, με ό,τι αυτό σημαίνει για τη σωστή αποτίμηση της επένδυσης. Αντίθετα, η έμμεση επένδυση σε ακίνητα, μέσω ενός REIT, δίνει τη δυνατότητα να γνωρίζει ο επενδυτής ανά πάσα στιγμή την αποτίμηση της αξίας της επένδυσής του, όπως αυτή διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο, χωρίς την όποια "υποκειμενικότητα" των εκτιμήσεων.

Όπως ήδη αναφέρθηκε, βασικό γνώρισμα των REITs είναι το ιδιαίτερα ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς από το οποίο διέπονται. Οι μειωμένοι φόροι, ιδίως σε μια αγορά που είναι ιδιαίτερα επιβαρυμένη φορολογικά, σε συνδυασμό με μια πολιτική διανομής μερισμάτων που ξεπερνούν το 85-90% των διανεμόμενων κερδών, δημιουργούν ένα θελκτικό επενδυτικό πλαίσιο.

Τα ευνοϊκά χαρακτηριστικά των REITs, ορισμένα εκ των οποίων αναφέρθηκαν παραπάνω, αντικατοπτρίζονται και στις ιστορικά καλύτερες αποδόσεις που προσφέρουν συγκριτικά με τις αποδόσεις από άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα, αλλά και με αυτές σε κτηματικές εταιρίες που δεν είναι REITs. Όπως προκύπτει από μελέτες για REITs στις ΗΠΑ, για τα οποία υπάρχουν στοιχεία σε βάθος χρόνου, οι σταθμισμένες ως προς τον κίνδυνο αποδόσεις είναι καλύτερες από αυτές όλων των βασικών χρηματιστηριακών δεικτών της αγοράς των ΗΠΑ για περιόδους από 5 έως 20 χρόνια.

Για τα ευρωπαϊκά REITs δεν υπάρχουν προς το παρόν εξειδικευμένοι δείκτες με αντίστοιχα στοιχεία. Οι πλησιέστεροι δείκτες είναι αυτοί του European Public Real Estate Association (EPRA) και περιλαμβάνουν τις κυριότερες εισηγμένες εταιρίες ακίνητης περιουσίας στην Ευρώπη, από τις οποίες σημαντικό ποσοστό είναι REITs. Οι δείκτες αυτοί δείχνουν υψηλές συνολικές ετήσιες αποδόσεις (άνω του 22% την τελευταία τριετία) και μερίσματα της τάξεως του 4%. Όπως δε και στην περίπτωση των REITs στις ΗΠΑ, οι αντίστοιχες μελέτες για τις ευρωπαϊκές εισηγμένες Real Estate εταιρίες δείχνουν καλύτερες σταθμισμένες ως προς τον κίνδυνο αποδόσεις από αυτές του γενικού δείκτη των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων.

Ωστόσο, βασικό μειονέκτημα των REITs είναι η έλλειψη άμεσου ελέγχου της διαχείρισης, η οποία υπάρχει στις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα και που για πολλούς, συνήθως μη θεσμικούς,

επενδυτές είναι επιθυμητή. Στα μειονεκτήματα των REITs κατατάσσεται και η μεγάλη διακύμανση που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών τους, καθώς αυτές επηρεάζονται από τις γενικές τάσεις που διαμορφώνονται στις χρηματιστηριακές αγορές όπου είναι εισηγμένες οι εν λόγω μετοχές. Έτσι, οι αποδόσεις (returns) των REITs, σε σχέση με τις αποδόσεις από τις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα, έχουν μεγαλύτερη διακύμανση, στοιχείο που μεταφράζεται σε αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο.

3. Ελληνικά REITs

Το θεσμικό πλαίσιο για τα ελληνικά REITs (ονομάζονται ΑΕΕΑΠ – Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία) υφίσταται από το 1999 (Ν. 2778/1999), αλλά είχε πολλές ελλείψεις και προβλήματα και γι' αυτό τροποποιήθηκε το 2002 και το 2007.

Τα κύρια χαρακτηριστικά του θεσμικού πλαισίου των ΑΕΕΑΠ είναι τα εξής:

- Γενικά
  - Εταιρίες κλειστού τύπου με κύριο σκοπό τις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία.
  - Το ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου είναι 29,3 εκατ. ευρώ.
- Διαχείριση
  - Εσωτερική ή εξωτερική κατ' αναλογία των Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ).
- Επενδύσεις σε ακίνητα
  - Το μετοχικό κεφάλαιο σχηματίζεται με εισφορά κατά 80% τουλάχιστον μετρητών και ακινήτων (εμπορικών και βιομηχανικών).
  - Εάν η αρχική εισφορά περιλαμβάνει μόνο μετρητά, θα πρέπει, προ της εισαγωγής στο χρηματιστήριο, να έχει επενδυθεί τουλάχιστον το 50% σε ακίνητα.
- Επενδύσεις σε ακίνητα στο εξωτερικό
  - Ακίνητα σε χώρες του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου[1]: επιτρέπονται χωρίς περιορισμούς.
  - Ακίνητα σε λοιπές χώρες (εκτός του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου): επιτρέπονται με όριο το 10% του συνόλου των επενδύσεων της εταιρίας.
- Λοιπές επενδύσεις
  - Επιτρέπεται η επένδυση σε κινητές αξίες μέχρι το 10% του ενεργητικού της ΑΕΕΑΠ. Κάθε συμμετοχή δεν μπορεί να υπερβαίνει το 1% του ενεργητικού και, εάν η εταιρία έχει συμμετοχές, αυτές πρέπει να είναι σε τουλάχιστον έξι διαφορετικούς εκδότες. Κάθε συμμετοχή δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% του μετοχικού κεφαλαίου του εκδότη.

1 Περιλαμβάνει τις 27 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, την Ισλανδία, το Λιχτενστάιν και τη Νορβηγία.

- Επιτρέπεται η κατοχή τουλάχιστον του 90% των μετοχών ανώνυμης εταιρίας με μοναδικό σκοπό την εκμετάλλευση ακινήτων (SPVs – Special Purpose Vehicles), το σύνολο του πάγιου κεφαλαίου της οποίας είναι επενδεδυμένο σε ακίνητα που εμπίπτουν στις κατηγορίες ακινήτων στις οποίες μπορεί να επενδύσει μια ΑΕΕΑΠ.

- Ανάπτυξη ακινήτων
  - Επιτρέπεται η αποπεράτωση ή η επισκευή ακινήτων εφόσον το κόστος αποπεράτωσής τους δεν υπερβαίνει το 25% της τελικής εμπορικής αξίας μετά την ολοκλήρωση των έργων.
  - Επιτρέπεται η σύναψη προσυμφώνων για την απόκτηση ακινήτων, υπό την προϋπόθεση ότι έχουν συμβατικά διασφαλιστεί ο χρόνος αποπεράτωσής τους, το μέγιστο τίμημά τους, η προκαταβολή τιμήματος, η οποία δεν μπορεί να υπερβαίνει το 20% του τιμήματος, η ποινική ρήτρα του πωλητή, η οποία δεν μπορεί να υπολείπεται του 150% της προκαταβολής, και η χρησιμοποίησή τους ως επαγγελματικής στέγης ή για άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό εντός 6 μηνών από την απόκτησή τους.

- Δανεισμός
  - Επιτρέπεται έως 50% του ενεργητικού τόσο για την απόκτηση όσο και για την αξιοποίηση ακινήτων.
  - Επιτρέπεται η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) ακινήτων με συνολική αξία έως το 25% των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας (μέγιστο 10% των ιδίων κεφαλαίων ανά ακίνητο).

- Μερίσματα
  - Διανομή μερισμάτων συνολικού ύψους τουλάχιστον 35% των καθαρών κερδών ετησίως.

- Εισαγωγή στο Χρηματιστήριο
  - Υποχρεωτική υποβολή αίτησης εισαγωγής των μετοχών της ΑΕΕΑΠ στο Χρηματιστήριο Αθηνών εντός ενός έτους από την απόκτηση άδειας ΑΕΕΑΠ.

- Φορολογικό καθεστώς
  - Απαλλάσσεται από όλους τους φόρους (συμπεριλαμβανομένου του φόρου αυτόματου υπερτιμήματος) και εισφορές υπέρ τρίτων εκτός από:
    - Φόρο υπεραξίας κατά την εισφορά των ακινήτων (υπό όρους).
    - Φόρο, ο συντελεστής του οποίου ορίζεται σε 10% επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας προσαυξημένου κατά μία εκατοστιαία μονάδα. Ο φόρος υπολογίζεται επί του μέσου όρου των επενδύσεων, πλέον των διαθεσίμων, σε τρέχουσες τιμές, όπως απεικονίζονται στους εξαμηνιαίους πίνακες επενδύσεων.
    - Φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου 1%.

- Λοιπές διατάξεις
    - Διασπορά: Μόνο 25% της αξίας του χαρτοφυλακίου ακινήτων μπορεί να επενδυθεί σε ένα και το αυτό ακίνητο.
    - Περιορισμοί στις αγοραπωλησίες: Το χαρτοφυλάκιο αποτιμάται κάθε 6 μήνες από το ΣΟΕ – αγοραπωλησίες ακινήτων μπορούν να γίνουν με απόκλιση ±5% από την αποτίμηση του ΣΟΕ.
    - Περίοδος διακράτησης ακινήτων: Τα ακίνητα δεν μπορούν να πωληθούν νωρίτερα από ένα έτος από την ημερομηνία απόκτησής τους.

Τα ισχυρά σημεία του ελληνικού θεσμικού πλαισίου έχουν πολλά κοινά στοιχεία με τα αντίστοιχα των REITs διεθνώς (τα βασικά χαρακτηριστικά των οποίων εμφανίζονται πιο κάτω στους Πίνακες 3 και 4) και αναμφίβολα το πιο σημαντικό είναι το φορολογικό τους καθεστώς, ιδίως σε μια χώρα όπου οι φόροι που επιβαρύνουν τα ακίνητα είναι πολλοί και ιδιαίτερα επαχθείς. Στα θετικά πρέπει επίσης να συμπεριληφθεί η ευελιξία στις επενδύσεις εκτός Ελλάδος.

Οι αδυναμίες όμως είναι αρκετές και υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης του θεσμικού πλαισίου. Το πιο σημαντικό πρόβλημα είναι αυτό που προέκυψε μετά τη θέσπιση του νέου νομοθετικού πλαισίου για τα ακίνητα και συγκεκριμένα η εισαγωγή του ΦΠΑ, που αντικαθιστά πλέον το φόρο μεταβίβασης. Είναι δύσκολο να απαλλαγούν τα ΑΕΕΑΠ από τον ΦΠΑ επειδή ο φόρος αυτός επιβάλλεται σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση, οπότε για την απαλλαγή των ΑΕΕΑΠ πρέπει να υπάρχει ανάλογη έγκριση. Φυσικά, υπάρχουν και εναλλακτικές λύσεις που έχουν εφαρμοστεί σε άλλες χώρες, όπως η επιβολή ΦΠΑ και στις εμπορικές μισθώσεις, ώστε να υπάρχει η δυνατότητα συμψηφισμού του. Παράλληλα, γίνεται προσπάθεια, κυρίως στη Γερμανία και την Ολλανδία, να μην υπόκεινται σε ΦΠΑ οι αγοραπωλησίες ακινήτων. Σε κάθε περίπτωση, το θέμα εκκρεμεί και η όποια λύση του δεν προβλέπεται να είναι άμεση.

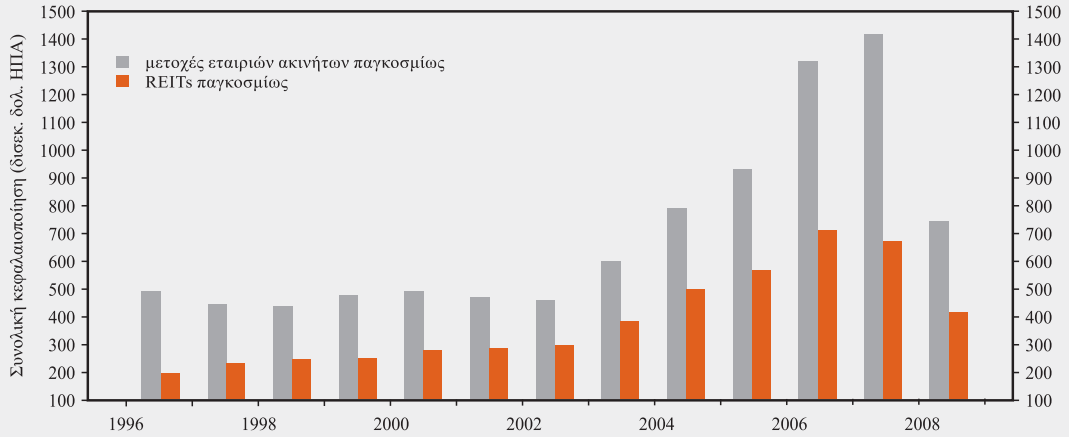
Επιπλέον, μειονέκτημα είναι η μη εφαρμογή της σύμβασης για αποφυγή διπλής φορολόγησης των ΑΕΕΑΠ, με αποτέλεσμα οι θυγατρικές εταιρίες των ΑΕΕΑΠ (τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό) να υπόκεινται σε φορολογία και οι μητρικές εταιρίες (ΑΕΕΑΠ) να φορολογούνται για τη συμμετοχή τους στα SPVs.

Τέλος, άλλη σημαντική αδυναμία είναι οι περιορισμοί στην ανάπτυξη ακινήτων, θέμα όμως που υφίσταται για όλα τα ευρωπαϊκά REITs. Στο ίδιο πλαίσιο εντάσσεται και ο περιορισμός στην εκμετάλλευση εκχωρημένων ακινήτων (concessions) από τα REITs.

4. Η αγορά των REITs

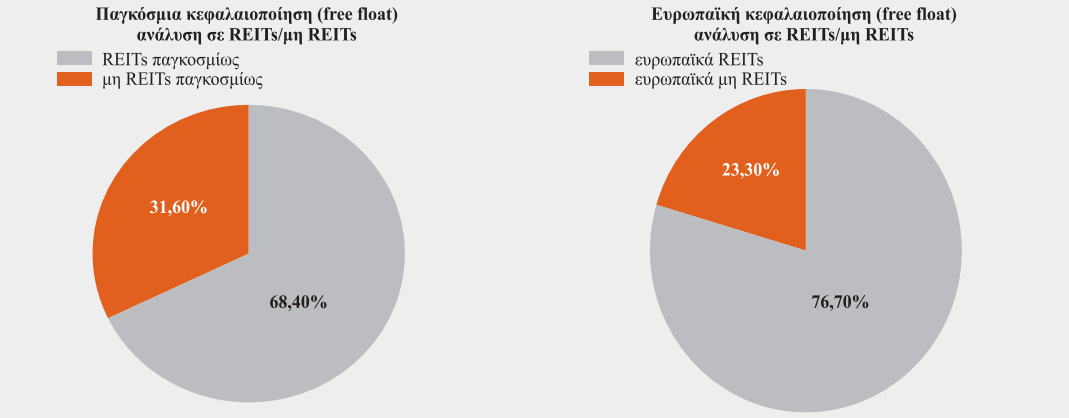
Στο Διάγραμμα 2 εμφανίζεται η ανάπτυξη της παγκόσμιας αγοράς εισηγμένων εταιριών ακινήτων και REITs σε όρους χρηματιστηριακής αξίας (market capitalisation). Το 1996 τα REITs αντιπροσώπευαν το 24% περίπου της αξίας των εισηγμένων εταιριών ακινήτων, ενώ στα τέλη του 2007 η συνολική αγορά των εισηγμένων εταιριών ακινήτων υπερδιπλασιάστηκε, αλλά η

Διάγραμμα 2 Ετήσια κεφαλαιοποίηση: μετοχές εταιριών ακινήτων και REITs



Πηγή: S&P/Citigroup World Property Broad Market Index, Δεκέμβριος 1996-Δεκέμβριος 2008.

Διάγραμμα 3

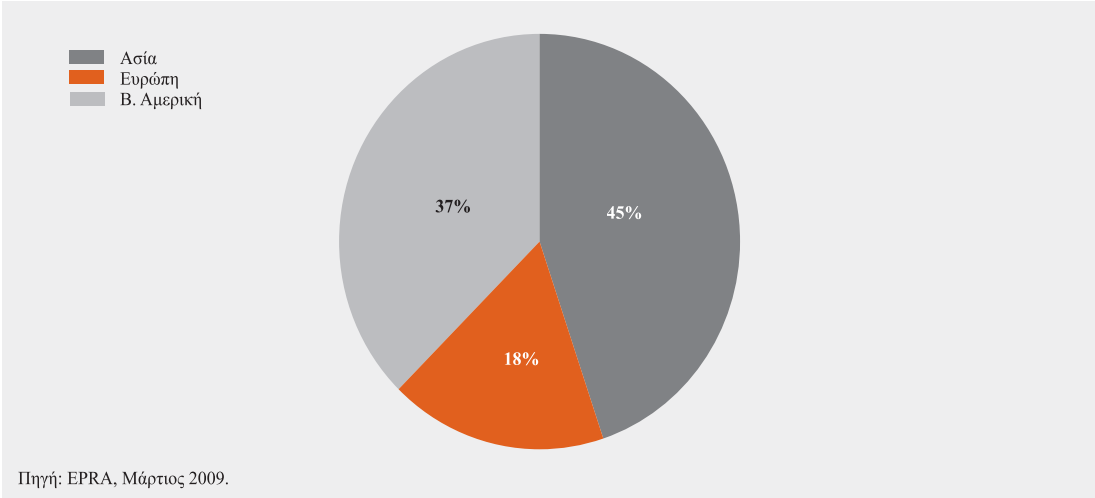


Πηγή: EPRA 2009.

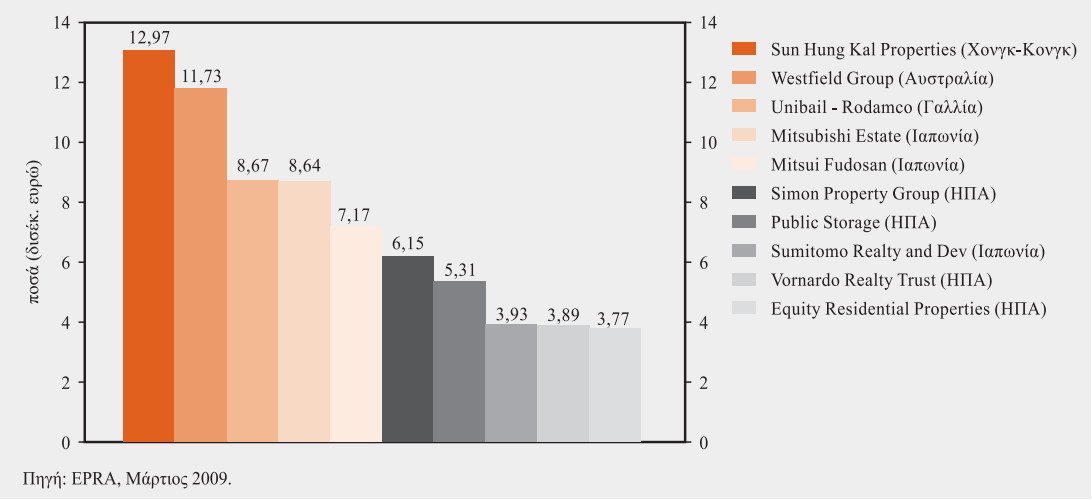
συμμετοχή των REITs σε αυτή αυξήθηκε από 24% σε 43% περίπου. Η εξέλιξη αυτή καταδεικνύει την τάση κυριαρχίας των REITs στις επενδυτικές αγορές του real estate παγκοσμίως. Ωστόσο, στα τέλη του 2008 ήταν εμφανή τα σημάδια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αφού η συνολική αγορά των εισηγμένων εταιριών ακινήτων μειώθηκε κατά 44% περίπου, φθάνοντας στα επίπεδα του 2004 και η συνολική αγορά των REITs μειώθηκε κατά 43% περίπου. Ωστόσο, η συμμετοχή των REITs στη συνολική αγορά των εισηγμένων εταιριών ακινήτων παραμένει σημαντική και αυξήθηκε από 43% σε 50% περίπου.

Σε όρους χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών που διακρατούνται από το ευρύ επενδυτικό κοινό (αξία free float) (βλ. Διάγραμμα 3), τα REITs αντιστοιχούν στο 68% της παγκόσμιας αγοράς εισηγμένων εταιριών real estate και στο 77% της αντίστοιχης ευρωπαϊκής αγοράς.

Διάγραμμα 4 Παγκόσμια κατανομή της χρηματιστηριακής αξίας των REITs



Διάγραμμα 5 Τα 10 μεγαλύτερα REITs σε παγκόσμιο επίπεδο

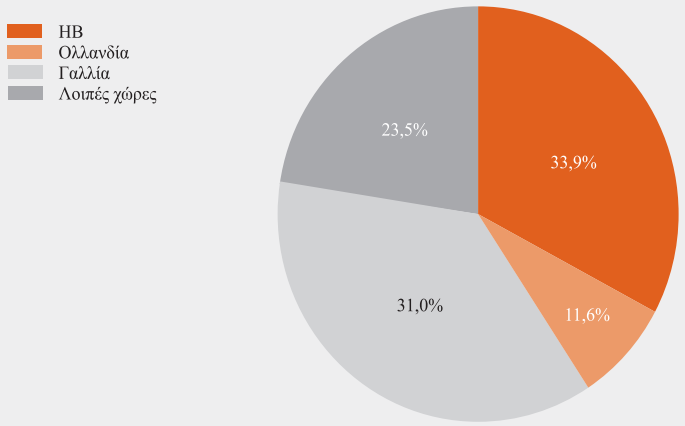


Στο Διάγραμμα 4 εμφανίζεται η παγκόσμια κατανομή των εισηγμένων REITs σε όρους χρηματιστηριακής αξίας. Η Ασία κατέχει τη μερίδα του λέοντος, με 45% της παγκόσμιας αγοράς, ακολουθεί η Β. Αμερική με ποσοστό 37% και έπεται η Ευρώπη με ποσοστό 18%.

Το Διάγραμμα 5 εμφανίζει τα 10 μεγαλύτερα REITs σε παγκόσμιο επίπεδο με αποτιμημένη μόνο τη "free float" χρηματιστηριακή αξία τους. Με στοιχεία του Μαρτίου του 2009, το μέσο μέγεθός τους ήταν 7,2 δισεκ. ευρώ, αλλά οι μεγάλες εταιρίες του κλάδου έχουν μέγεθος περίπου διπλάσιο.

Στο Διάγραμμα 6 εμφανίζεται η σημερινή εικόνα της ευρωπαϊκής αγοράς των REITs, όπου το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία και η Ολλανδία κατέχουν μαζί το 76,5% της συνολικής αγοράς και οι λοιπές ευρωπαϊκές χώρες (Ιταλία, Ισπανία, Αυστρία, Ελλάδα, κ.λπ.) κατέχουν το υπόλοιπο 23,5% της συνολικής αγοράς.

Διάγραμμα 6 Κατανομή REITs στην Ευρώπη (Μάρτιος 2009)



Πηγή: EPRA, Μάρτιος 2009.

Πίνακας 1 Οι αποδόσεις των δέκα μεγαλύτερων ευρωπαϊκών REITs

Επωνυμία REIT	Χώρα	Συνολική απόδοση (%) για την περίοδο 1.1-31.3.2009	Συνολική απόδοση (%) -1 έτος	Συνολική απόδοση (%) -3 έτη	Μερισματική απόδοση (%) 31.3.09
Unibail - Rodamco	Γαλλία	1,77	-30,23	-6,17	6,66
Land Securities	ΗΒ	-45,39	-63,07	-28,23	13,18
British Land	ΗΒ	-16,88	-46,54	-24,28	8,47
Corio	Ολλανδία	-5,32	-34,52	-8,11	8,35
Hammerson	ΗΒ	-25,69	-60,62	-25,41	7,42
PSP Swiss Property	Ελβετία	-8,92	-24,83	-4,79	5,00
Liberty International	ΗΒ	-18,57	-51,53	-22,84	4,24
Klepiere	Γαλλία	-23,66	-61,66	-15,13	9,18
Icade	Γαλλία	-10,40	-43,44	-0,69	6,10
Wereldhave	Ολλανδία	-16,40	-32,60	-10,53	8,83

Πηγή: EPRA, Μάρτιος 2009.

Πίνακας 2 Οι αποδόσεις των ελληνικών REITs

Επωνυμία REIT	Συνολική απόδοση (%) για την περίοδο 1.1-31.3.2009	Συνολική απόδοση (%) -1 έτος	Μερισματική απόδοση (%) 31.3.09
Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ	26,7	-12,8	7,76
Πειραιώς ΑΕΕΑΠ	37,5	-19,58	9,22

Πηγή: NBG Real Estate.

Τέλος, ο Πίνακας 1 εμφανίζει τα δέκα μεγαλύτερα REITs στην Ευρώπη, με την κυριαρχία των γαλλικών και αγγλικών εταιριών. Οι συνολικές αποδόσεις σε διαφορετικές χρονικές

περιόδους εμφανίζονται αρνητικές, λόγω των δραματικών επιπτώσεων της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αντίθετα, οι μερισματικές αποδόσεις για τους επενδυτές κυμαίνονται μεταξύ 5% και 9%. Οι αντίστοιχες μερισματικές αποδόσεις των ελληνικών REITs, οι οποίες εμφανίζονται στον Πίνακα 2, ανέρχονται σε 8% και 9% περίπου, ενώ οι συνολικές αποδόσεις από την αρχή του 2009 εμφανίζουν εντυπωσιακή αύξηση (τελευταία στήλη των Πινάκων 1 και 2).

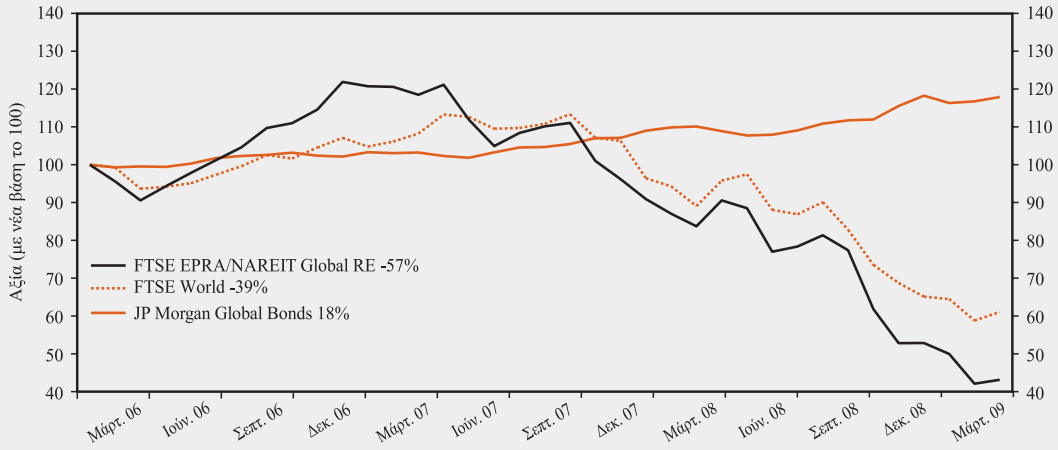
5. Οι συνέπειες της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά και στην παγκόσμια αγορά real estate

Άμεση συνέπεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν η πτώση των τιμών των εμπορικών ακινήτων. Η αγορά εμφανίζεται να είχε προεξοφλήσει αυτήν την πτώση, με αποτέλεσμα μέχρι το τέλος Μαρτίου του 2009 οι τιμές μετοχών των ΑΕΕΑΠ να έχουν μειωθεί δραστικά —πολύ πάνω από 50% σε σχέση με αυτές στο τέλος του 2007— και να διαμορφώνονται 40%-50% κάτω από την αποτίμηση της αξίας των ακινήτων τους.

Στο Διάγραμμα 7 εμφανίζονται οι συνολικές αποδόσεις για τρεις κατηγορίες αξιογράφων: τις εισηγμένες μετοχές εταιριών ακίνητης περιουσίας (real estate), τις εισηγμένες μετοχές λοιπών εταιριών και τα ομόλογα. Παρατηρείται λοιπόν ότι σε σχέση με το Μάρτιο του 2006, λόγω της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, η συνολική απόδοση των εισηγμένων εταιριών real estate μειώθηκε κατά 57%, ενώ η συνολική απόδοση των εισηγμένων λοιπών εταιριών (FTSE world) μειώθηκε κατά 39%. Η μικρότερη πτώση των αποδόσεων σημειώθηκε στην αγορά των ομολόγων (18%).

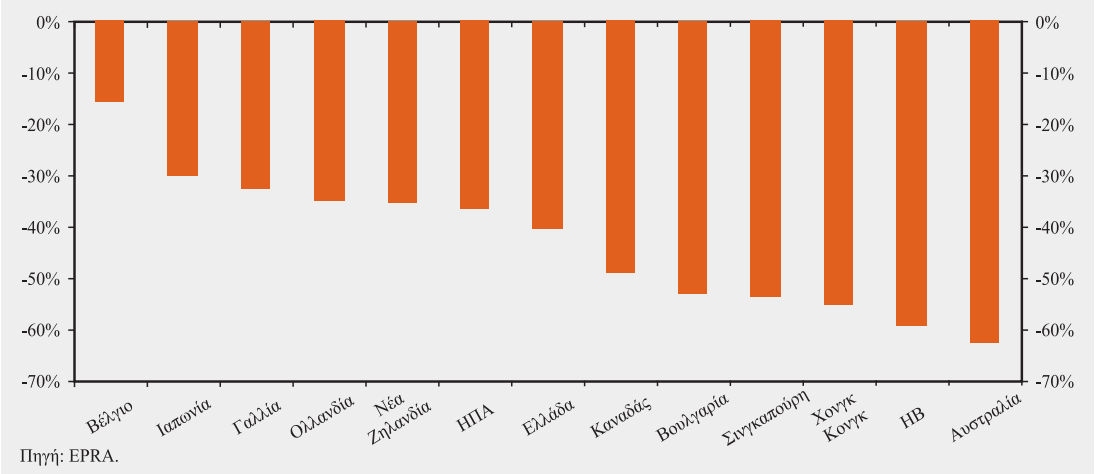
Στο Διάγραμμα 8 εμφανίζεται η πτώση των συνολικών ετήσιων αποδόσεων των REITs παγκοσμίως στο τέλος του 2008 σε σχέση με το τέλος του 2007. Η μεγαλύτερη μείωση των

Διάγραμμα 7 Συνολικές αποδόσεις: μετοχές ακίνητης περιουσίας, μετοχές λοιπών εταιριών, ομόλογα



Πηγή: EPRA, Μάρτιος 2009.

Διάγραμμα 8 Ετήσια συνολική απόδοση των REITs παγκοσμίως (Δεκέμβριος 2008 σε σχέση με Δεκέμβριο 2007)



Πηγή: EPRA.

συνολικών αποδόσεων καταγράφηκε στην Αυστραλία (63%) και ακολούθησε το Ηνωμένο Βασίλειο με 59%. Οι συνολικές ετήσιες αποδόσεις των αμερικανικών REITs σημείωσαν πτώση 36%, ενώ οι συνολικές ετήσιες αποδόσεις των ελληνικών REITs σημείωσαν πτώση 40%.

6. Θεσμικό πλαίσιο προώθησης πανευρωπαϊκών REITs

Η υιοθέτηση του θεσμού των REITs από πολλές ευρωπαϊκές χώρες και οι αυξανόμενες διασυνοριακές επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία έχουν παράλληλα αναδείξει την ύπαρξη πολλών περιορισμών στην υφιστάμενη νομοθεσία, καθώς και την ανάγκη επίλυσης αυτών σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Τέτοια παραδείγματα είναι οι περιορισμοί στη δυνατότητα των REITs να

Πίνακας 3 Διαφορές θεσμικού πλαισίου στην Ευρώπη

	Ευρώπη					
	Ελλάδα	Ολλανδία		Γαλλία	ΗΒ	Γερμανία
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Εμπορικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά ακίνητα
Ανάπτυξη	25%	ΝΑΙ (μέσω θυγατρικής) χωρίς άλλους περιορισμούς	Επιτρέπεται. Μόνος περιορισμός είναι η κατοχή του ακινήτου για τουλάχιστον 5 έτη.	20%	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης (όχι για τρίτα μέρη)	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης (για τρίτα μέρη με περιορισμούς)
Όριο δανεισμού	50% επί του ενεργητικού	60% των επενδύσεων σε ακίνητα + 20% του λοιπού ενεργητικού	65% επί του ενεργητικού	Χωρίς περιορισμούς	(κέρδη+τόκοι)/τόκοι > 2,5 Επιτρέπεται και επιπλέον δανεισμός με φόρο 30%.	60% επί του ενεργητικού

Πηγές: EPRA και NBG Real Estate.

Πίνακας 4 Διαφορές θεσμικού πλαισίου σε Β. Αμερική, Ασία και Αυστραλία

	Β. Αμερική		Ασία			Αυστραλία
	ΗΠΑ	Καναδάς	Σινγκαπούρη	Χονγκ Κονγκ	Ιαπωνία	
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα	Εμπορικά & οικιστικά ακίνητα
Ανάπτυξη	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης (όχι για τρίτα μέρη)	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης (όχι για τρίτα μέρη)	10%	ΟΧΙ	50%	ΝΑΙ μόνο για ακίνητα επένδυσης (για τρίτα μέρη με περιορισμούς)
Όριο δανεισμού	Χωρίς περιορισμούς	Χωρίς περιορισμούς	35% επί του ενεργητικού	35% επί του ενεργητικού	Χωρίς περιορισμούς	Χωρίς περιορισμούς

Πηγές: EPRA και NBG Real Estate.

κατέχουν ακίνητα σε χώρα διαφορετική από την έδρα τους ή να χαίρουν φορολογικών πλεονεκτημάτων για τέτοια ακίνητα, καθώς και περιορισμοί σχετικά με το μέγεθος της συμμετοχής που μπορούν να κατέχουν επενδυτές σε REITs με έδρα άλλη χώρα-μέλος της ΕΕ.

Για την επίλυση των παραπάνω μειονεκτημάτων, εξετάζεται η προώθηση ενός θεσμικού πλαισίου για πανευρωπαϊκά REITs, τα οποία, ανεξάρτητα από τη χώρα στην οποία επενδύουν ή ανεξάρτητα από την έδρα τους, θα υπόκεινται στους ίδιους φορολογικούς κανόνες και θα χαίρουν των ίδιων φορολογικών πλεονεκτημάτων.

Με την εφαρμογή του προαναφερθέντος θεσμικού πλαισίου θα διευκολυνθούν οι διασυνοριακές επενδύσεις (εντός Ευρώπης), με αποτέλεσμα την αύξηση του μεγέθους των ευρωπαϊκών REITs, την αύξηση του ανταγωνισμού και τη δημιουργία μεγαλύτερων περιθωρίων στις οικονομίες κλίμακας. Με τον τρόπο αυτό η Ευρώπη ως σύνολο θα έχει τη δυνατότητα να ανταγωνιστεί περισσότερο αποτελεσματικά άλλες παγκόσμιες αγορές.

Δυσκολίες αντιμετωπίζονται στην εφαρμογή ενός πανευρωπαϊκού θεσμικού πλαισίου λόγω των διαφορετικών προσεγγίσεων από τις κυβερνήσεις των χωρών-μελών της ΕΕ. Στον Πίνακα 3 εμφανίζονται παραδείγματα τέτοιας αντιμετώπισης, όπως η δυνατότητα επένδυσης των REITs σε οικιστικά ακίνητα (Φινλανδία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ολλανδία, σε αντιδιαστολή με Ελλάδα, Γερμανία, Βέλγιο), η δυνατότητα ανάπτυξης ακινήτων από τα REITs χωρίς περιορισμούς (Ολλανδία, Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο) ή με περιορισμούς (Ελλάδα, Γαλλία), καθώς και το ποσοστό δανεισμού.

Αντίστοιχη παρουσίαση εμφανίζεται στον Πίνακα 4 για τις χώρες στη Βόρειο Αμερική, στην Ασία και την Αυστραλία.

7. Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας όσα προαναφέρθηκαν για το θεσμό των REITs στην Ελλάδα και διεθνώς, μπορούμε να αναφέρουμε ότι ο θεσμός των REITs αποκτά σταδιακά όλο και μεγαλύτερη βαρύ-

τητα στη διεθνή επενδυτική αγορά των εταιριών ακίνητης περιουσίας (real estate) και αναμένεται να αποτελέσει το κύριο όχημα επενδύσεων στο συγκεκριμένο τομέα.

Το πλαίσιο λειτουργίας των REITs είναι παρεμφερές στις περισσότερες χώρες όπου έχουν θεσμοθετηθεί, με έμφαση στα φορολογικά κίνητρα και στην υποχρέωση διανομής πολύ υψηλού ποσοστού των διανεμητέων κερδών στους μετόχους τους. Η Ευρώπη, αν και προς το παρόν υστερεί ως προς το βαθμό διείσδυσης του θεσμού, κάνει γρήγορα βήματα για την ταχεία εξάπλωσή του. Η προώθηση ενός θεσμικού πλαισίου για πανευρωπαϊκά REITs, που, ανεξάρτητα από τη χώρα στην οποία επενδύουν, θα μπορούν να χαίρουν των ίδιων πλεονεκτημάτων (κυρίως φορολογικών), θα δώσει ιδιαίτερη ώθηση στο θεσμό. Στο μεταξύ προωθείται η σύγκλιση των επιμέρους θεσμικών πλαισίων.

Σημαντική ανάπτυξη αναμένεται να έχει ο θεσμός των ΑΕΕΑΠ και στη χώρα μας και, παρά τα γνωστά προβλήματα στη διεθνή οικονομία, υπάρχει κάθε λόγος να αποτελεί αυτός μια αξιόλογη μορφή επένδυσης τόσο για τους ιδιώτες μικροεπενδυτές όσο και για τους θεσμικούς επενδυτές, εγχώριους και ξένους.

Στη σημερινή δύσκολη συγκυρία, η διαπραγμάτευση των μετοχών των υφιστάμενων ΑΕΕΑΠ γίνεται με έκπτωση (discount) της τάξεως του 50% σε σχέση με την αξία των ακινήτων τους. Όμως οι μετοχές των ΑΕΕΑΠ έδειξαν μια αξιοσημείωτη αντοχή στην πτώση τους την περίοδο της κρίσης. Ενδεικτικά, η μέση τιμή των υφιστάμενων ΑΕΕΑΠ είναι μειωμένη κατά περίπου 20% σε σχέση με τη μέση τιμή στις 31 Δεκεμβρίου 2007 (περίοδο πριν από την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης).

Με δεδομένο το ενδιαφέρον που έχουν επιδείξει για τη δημιουργία ΑΕΕΑΠ μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, πολλοί από τους οποίους διαθέτουν σήμερα σημαντική ακίνητη περιουσία, είναι προφανές ότι η ανάπτυξη των ΑΕΕΑΠ θα δημιουργήσει τον κύριο κορμό θεσμικών επενδυτών ακινήτων στην Ελλάδα και θα καθορίσει αποφασιστικά το μέλλον και την ανάπτυξη της κτηματαγοράς.

Βιβλιογραφία

AME Capital, Real Estate Securities Funds, New Research and Database Analysis from AME Capital (2008), AME Capital Ltd, Ιανουάριος.

Block, L. R. (2006), *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts*, third edition, Bloomberg Press, Princeton, NJ., USA.

Dijkman, M. and A. Schiller (2008), *Europe Real Estate Yearbook 2008,* Europe Real Estate Publishers BV.

EPRA (2008α), *Global Real Estate Survey: a comparison of the major REIT regimes in the world,* European Real Estate Association.

EPRA (2008β), *Annual Market Review*, Δεκέμβριος 2008, European Real Estate Association.

EPRA (2009α), *EPRA News,* 29, Μάρτιος, European Real Estate Association.

EPRA (2009β), *Monthly Statistical Bulletin,* Μάρτιος 2009, European Real Estate Association.

EPRA (2009γ), Monthly Market Review, Μάρτιος 2009, European Real Estate Association.

Karytinos, A. (2003), *"Investment products for Real Estate other than PPP in Greece and Europe"*, παρουσίαση στο συνέδριο Euromoney, Αθήνα, Νοέμβριος.

Kensington Investment Group (2006), *Globalization of REITs,* KIG Investment Research.

Mullaney, J.A. (1997), *REITs: building profits with real estate investment trusts*, John Wiley & Sons Ltd.

Watson, J. (2006), *"The relative merits of REITs versus other tax efficient vehicles"*, παρουσίαση στο Euromoney Global REITs Conference, Λονδίνο.

Whiting, D. (2007), *Playing the REITs game: Investing in Real Estate Investment Trusts,* John Wiley & Sons Ltd.

Στατιστικά στοιχεία και Δείκτες Τιμών Ακινήτων: Η νέα πρωτοβουλία της Τράπεζας της Ελλάδος

Θεόδωρος Μητράκος*

1. Εισαγωγή

Η αγορά ακινήτων αποτελεί μια ιδιαίτερη αγορά με σημαντική επίδραση στη χρηματοπιστωτική και μακροοικονομική σταθερότητα. Οι μεταβολές στις τιμές των ακινήτων, των ενοικίων και των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων επηρεάζουν τη συνολική ζήτηση και τον πληθωρισμό και κατά συνέπεια παίζουν σημαντικό ρόλο στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και την οικονομική σταθερότητα. Για το λόγο αυτό υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον για την καταγραφή και κατανόηση των εξελίξεων και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της συγκεκριμένης αγοράς. Η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) έχει επανειλημμένα τονίσει τη μεγάλη σημασία της συστηματικής παρακολούθησης των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων, καθώς και τις πιθανές επιδράσεις αυτών των εξελίξεων σε άλλες σημαντικές μεταβλητές, όπως είναι η κατανάλωση και η αποταμίευση των νοικοκυριών, η αξία του πλούτου και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους. Πολύ συχνά τονίζεται επίσης η ανάγκη βελτίωσης της διαθέσιμης στατιστικής πληροφόρησης σχετικά με την αγορά ακινήτων τόσο στην Ελλάδα όσο και στις άλλες χώρες της ΕΕ.

Στόχος της εργασίας αυτής είναι να παρουσιάσει τις πρόσφατες πρωτοβουλίες της ΤτΕ για την παρακολούθηση και ανάλυση της αγοράς ακινήτων. Οι πρωτοβουλίες αυτές στην παρούσα φάση αποβλέπουν: (α) στη δημιουργία βάσης δεδομένων με τους σημαντικότερους διαθέσιμους βραχυχρόνιους δείκτες για την αγορά ακινήτων οι οποίοι δημοσιεύονται από ποικίλους φορείς (ΤτΕ, ΕΣΥΕ, ΙΟΒΕ κ.ά.), (β) στην καταγραφή των πρόσφατων εξελίξεων και προοπτικών της αγοράς ακινήτων, όπως αυτές αξιολογούνται από τα μεγάλα κτηματομεσιτικά γραφεία και τις κατασκευαστικές εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, και κυρίως (γ) στη συγκέντρωση αναλυτικών στοιχείων εκτιμήσεων οικιστικών ακινήτων από όλα τα πιστωτικά ιδρύματα και την κατασκευή Δεικτών Τιμών Ακινήτων (ΔΤΑ) και άλλων χρήσιμων δεικτών και στοιχείων (δείκτες όγκου, κόστους κατασκευής, χαρακτηριστικά πωληθέντων ακινήτων κ.ά.).

* Προϊστάμενος Τμήματος Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών της ΤτΕ. Θερμές ευχαριστίες εκφράζονται προς όλους τους συνεργάτες μου στο Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων καθώς και στην ομάδα ανάπτυξης του πληροφοριακού "Συστήματος Εισαγωγής & Διαχείρισης Στοιχείων Αγοράς Οικιστικών Ακινήτων" του Τμήματος Στατιστικών & Οικονομετρικών Εφαρμογών.

Στην επόμενη ενότητα παρουσιάζονται τα διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία και ορισμένοι ιδιαίτερα χρήσιμοι βραχυχρόνιοι δείκτες που αξιοποιούνται στην παρακολούθηση και ανάλυση της αγοράς ακινήτων στη χώρα μας. Στην τρίτη ενότητα παρουσιάζεται η νέα προσπάθεια της Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς και ορισμένα πρώτα αποτελέσματα όσον αφορά την καταγραφή των πρόσφατων εξελίξεων και προοπτικών της αγοράς ακινήτων σε συνεργασία με τα μεγάλα κτηματομεσιτικά γραφεία. Στην τέταρτη ενότητα περιγράφεται ο μηχανισμός συγκέντρωσης πρωτογενών στοιχείων για τα ακίνητα από το τραπεζικό σύστημα. Η πέμπτη ενότητα συνοψίζει ορισμένα πρώτα αποτελέσματα από την αξιοποίηση των στοιχείων αυτών. Στην έκτη ενότητα αρχικά αναφέρονται εν συντομία διάφορες εναλλακτικές τεχνικές κατάρτισης δεικτών τιμών ακινήτων που χρησιμοποιούνται διεθνώς, καθώς και η σχετική εμπειρία όσον αφορά τα επιμέρους προβλήματα και τις επιλογές που έχει να αντιμετωπίσει κάθε τέτοια προσπάθεια. Στη συνέχεια παρουσιάζονται η μεθοδολογία και οι πρώτοι δείκτες τιμών ακινήτων που καταρτίζονται πλέον στην ΤτΕ με βάση τα αναλυτικά στοιχεία τα οποία συγκεντρώνονται από το τραπεζικό σύστημα. Τέλος, η έβδομη ενότητα, ως επίλογος στην παρούσα εργασία, καταγράφει ορισμένες σκέψεις σε σχέση με τα επόμενα βήματα στην κατεύθυνση τόσο της βελτίωσης της διαθέσιμης στατιστικής πληροφόρησης όσο και της καλύτερης αξιοποίησης της πληροφόρησης αυτής για την παρακολούθηση, αξιολόγηση και ανάλυση της αγοράς ακινήτων στη χώρα μας.

2. Διαθέσιμη στατιστική πληροφόρηση και βραχυχρόνιοι δείκτες για την αγορά ακινήτων

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται εν συντομία και αξιολογούνται ορισμένοι βραχυχρόνιοι δείκτες για την παρακολούθηση και ανάλυση της αγοράς ακινήτων. Οι δείκτες αυτοί καταχωρούνται με συστηματικό τρόπο στη βάση δεδομένων του Τμήματος Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ και αποτελούν ιδιαίτερα χρήσιμο υλικό για την αξιολόγηση της υφιστάμενης κατάστασης και των προοπτικών της αγοράς ακινήτων, αφού παρέχουν ενδιαφέρουσες ενδείξεις τόσο για την προσφορά και τη ζήτηση όσο και για τις τιμές στην αγορά ακινήτων.

2.1 Στοιχεία τιμών κατοικιών που δημοσιεύονται από την ΤτΕ

Στο Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας της Τράπεζας της Ελλάδος, στην ετήσια Έκθεση του Διοικητή, αλλά και στις εξαμηνιαίες εκθέσεις για τη Νομισματική Πολιτική, δημοσιεύονται τα τελευταία έτη δείκτες τιμών ακινήτων για την Αθήνα, τις λοιπές αστικές περιοχές (πόλεις επαρχίας) και το σύνολο των αστικών περιοχών. Η μεθοδολογία εκτίμησης των δεικτών αυτών από την ΤτΕ εν ολίγοις έχει ως εξής:

Δείκτης Τιμών Κατοικιών για τις περιοχές της Αθήνας

Για την περίοδο Ιανουαρίου 1997-Δεκεμβρίου 2005 το πρωτογενές στατιστικό υλικό για την κατάρτιση από την ΤτΕ του *Δείκτη Τιμών Κατοικιών για τις περιοχές της Αθήνας* συγκεντρωνόταν σε μηνιαία βάση από ιδιωτική εταιρία (Property ΕΠΕ). Τα στοιχεία αυτά στηρίζονταν

στις καταχωρημένες στον ημερήσιο τύπο αγγελίες, αλλά και σε πληροφορίες από κτηματομεσιτικά γραφεία για τις προσφερόμενες προς πώληση κατοικίες στην ευρύτερη περιοχή των Αθηνών.[1] Το πρωτογενές αυτό υλικό παρείχε πληροφόρηση κατά τομέα (βόρεια, νότια, ανατολικά και δυτικά προάστια) και περιοχή της Αθήνας, τόσο για την τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο όσο και για τα προσφερόμενα τετραγωνικά μέτρα κατοικιών και άλλων κτιρίων. Ο δείκτης για την περιοχή της Αθήνας που δημοσιευόταν στο Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας της ΤτΕ καταρτιζόταν από τη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών με βάση τις τιμές στις επιμέρους περιοχές, σταθμισμένες ως προς τον όγκο των προσφερόμενων προς πώληση κατοικιών.

Στην προσπάθεια να συνεχιστεί η δημοσίευση του δείκτη τιμών κατοικιών της Αθήνας μετά το 2005, αναζητήθηκαν από την πλευρά της ΤτΕ άλλες πηγές στατιστικής πληροφόρησης. Από την αξιολόγηση των διαθέσιμων πηγών που έγινε το Σεπτέμβριο του 2007 προκρίθηκε, τουλάχιστον σε μεταβατικό στάδιο, ως πιο αξιόπιστη η αξιοποίηση των *στοιχείων του PropIndex*. Ο εν λόγω δείκτης είναι το αποτέλεσμα της συνεργασίας τεσσάρων μεγάλων τραπεζικών ομίλων (Εθνικής, Emporiki, EFG Eurobank, Alpha-Αστικά Ακίνητα) με στόχο τη δημιουργία ενός συνόλου δεικτών εμπορικής αξίας οικιστικών ακινήτων για την Ελλάδα. Το πρωτογενές υλικό για την κατασκευή των δεικτών αυτών προέρχεται από τις εκτιμήσεις των μηχανικών των τραπεζών που συμμετέχουν στο εταιρικό σχήμα PropIndex ΑΕ για τα δανειοδοτούμενα ακίνητα. Οι επιμέρους δείκτες του PropIndex αξιοποιήθηκαν προσωρινά από την ΤτΕ για τη συνέχιση της δημοσίευσης του Δείκτη Τιμών Κατοικιών της Αθήνας για το 2006 και το 2007. Τα στοιχεία των ετών αυτών αναθεωρήθηκαν πρόσφατα με βάση τα αναλυτικά στοιχεία που συγκεντρώνονται πλέον από όλα τα πιστωτικά ιδρύματα στο πλαίσιο της νέας πρωτοβουλίας της ΤτΕ και της εφαρμογής της ΠΔ/ΤΕ 2610/31.10.2008, που παρουσιάζονται λεπτομερέστερα σε επόμενη ενότητα.

Δείκτες Τιμών Κατοικιών λοιπών αστικών περιοχών (επαρχιακών πόλεων) και συνόλου αστικών περιοχών

Το πρωτογενές στατιστικό υλικό για την κατάρτιση του *Δείκτη Τιμών Κατοικιών λοιπών αστικών περιοχών (επαρχιακών πόλεων)* συγκεντρώνεται σε τριμηνιαία βάση από τα υποκαταστήματα της ΤτΕ (μέχρι πρόσφατα για 14-19 πόλεις εκτός Αθηνών) και η κατασκευή του συνολικού δείκτη γίνεται με πληθυσμιακή στάθμιση από την Υπηρεσία Περιφερειακής Οικονομικής Συγκυρίας της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών. Η συλλογή του πρωτογενούς υλικού πραγματοποιείται με την αποστολή κατάλληλου ερωτηματολογίου σε κτηματομεσιτικά γραφεία και γραφεία κατασκευαστών που δραστηριοποιούνται σε πόλεις της επαρχίας όπου λειτουργούν υποκαταστήματα της ΤτΕ. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος από το δ΄ τρίμηνο του 1993 και εξακολουθεί να δημοσιεύεται στο Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας και στις εκθέσεις της ΤτΕ με υστέρηση περίπου τριών μηνών από τη λήξη του τριμήνου αναφοράς.

1 Για την περίοδο 1993-1997 ήταν διαθέσιμα στην ΤτΕ εξαμηνιαία στοιχεία από άλλη ιδιωτική πηγή (“Δανός & Συνεργάτες”). Τα στοιχεία αυτά έχουν αναχθεί από την ΤτΕ σε τριμηνιαία βάση με την εφαρμογή στατιστικών τεχνικών (extrapolation).

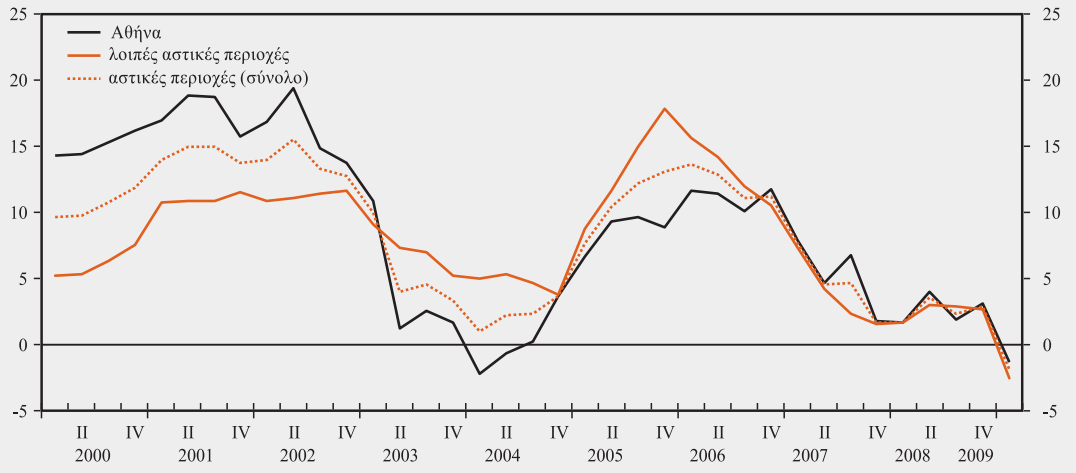
Από τη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της ΤτΕ καταρτίζεται σε τριμηνιαία βάση και ο *Δείκτης Τιμών Κατοικιών για το σύνολο των αστικών περιοχών της χώρας* ως ο σταθμικός μέσος όρος των δύο προηγούμενων δεικτών (της Αθήνας και των λοιπών αστικών περιοχών ή επαρχιακών πόλεων). Ως συντελεστής στάθμισης χρησιμοποιείται το απόθεμα (σε τετραγωνικά μέτρα) κατοικιών στις περιοχές αυτές. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος και δημοσιεύεται σε τριμηνιαία βάση από το α΄ τρίμηνο του 1997.

Τα στοιχεία των δεικτών αυτών παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 1 και τον Πίνακα 1 που ακολουθούν.

Η συνεχής επιβράδυνση, την τριετία 2006-2008, της ανοδικής τάσης των τιμών των κατοικιών στην Ελλάδα αποτελεί το βασικό χαρακτηριστικό της αγοράς κατοικιών. Ωστόσο, οι τιμές των κατοικιών διατήρησαν ελαφρά θετικούς ρυθμούς μεταβολής (σε ονομαστικούς όρους) και το 2008. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία της ΤτΕ, οι τιμές των κατοικιών στο σύνολο των αστικών περιοχών αυξήθηκαν κατά 2,6% το 2008, έναντι αύξησής τους κατά 4,6% το 2007, 12,2% το 2006 και 10,9% το 2005. Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών των κατοικιών στην Αθήνα διαμορφώθηκε στο 2,7% το 2008, έναντι 5,2% το 2007 και 11,3% το 2006 (επεξεργασία στοιχείων που έχουν υποβάλει οι τράπεζες), ενώ στις εκτός Αθηνών αστικές περιοχές παρουσίασε περαιτέρω επιβράδυνση σε 2,6% το 2008, από 3,8% το 2007 και 13% το 2006 (επεξεργασία στοιχείων που συλλέγουν τα υποκαταστήματα της ΤτΕ κυρίως από κτηματομεσιτικά γραφεία). Μετά την αποκλιμάκωση της ανοδικής του τάσης έως το τέλος του 2008, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των κατοικιών γίνεται αρνητικός τους πρώτους μήνες του 2009. Με βάση τα στοιχεία που έχουν συγκεντρωθεί από τις τράπεζες, οι τιμές των κατοι-

Διάγραμμα 1 Δείκτες τιμών κατοικιών

(Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους)



Πηγές: Για τις λοιπές αστικές περιοχές: Τράπεζα της Ελλάδος (στοιχεία που συλλέγουν τα υποκαταστήματα, κυρίως από μεσιτικά γραφεία). Για την Αθήνα: επεξεργασία στοιχείων των εταιριών Property ΕΠΕ και "Δανός & Συνεργάτες" (1993-2005) και Τράπεζα της Ελλάδος (στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, 2006-2009). Για το σύνολο των αστικών περιοχών: σταθμισμένος δείκτης με βάση το απόθεμα των κατοικιών στην Αθήνα και τις λοιπές αστικές περιοχές.

Πίνακας 1 Δείκτης τιμών κατοικιών

Περίοδος		Αστικές περιοχές-σύνολο			Αθήνα			Λοιπές αστικές περιοχές		
		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή		Δείκτης	Εκατοστιαία μεταβολή	
		1997=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης περιόδου προηγούμενου έτους	1997=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης περιόδου προηγούμενου έτους	1993 IV=100	Έναντι προηγούμενης περιόδου	Έναντι αντίστοιχης περιόδου προηγούμενου έτους
1997		100,0	9,7	9,7	100,0	12,5	12,5	134,7	7,1	7,1
1998		114,4	14,4	14,4	115,5	15,5	15,5	152,6	13,3	13,3
1999		124,5	8,9	8,9	129,6	12,2	12,2	161,5	5,8	5,8
2000		137,7	10,6	10,6	149,1	15,1	15,1	171,3	6,1	6,1
2001		157,5	14,4	14,4	175,4	17,6	17,6	190,2	11,0	11,0
2002		179,3	13,9	13,9	203,8	16,2	16,2	211,7	11,3	11,3
2003		189,0	5,4	5,4	211,9	4,0	4,0	226,8	7,1	7,1
2004		193,4	2,3	2,3	212,4	0,3	0,3	237,4	4,7	4,7
2005		214,5	10,9	10,9	230,8	8,6	8,6	269,3	13,4	13,4
2006		240,6	12,2	12,2	256,8	11,3	11,3	304,2	13,0	13,0
2007		251,6	4,6	4,6	270,1	5,2	5,2	315,8	3,8	3,8
2008		258,2	2,6	2,6	277,3	2,7	2,7	323,9	2,6	2,6
1997	I	96,2	...	...	95,1	...	...	130,9	3,0	6,1
	II	98,2	2,1	...	97,8	2,9	...	132,6	1,3	6,2
	III	100,2	2,0	...	100,8	3,1	...	134,0	1,1	4,8
	IV	105,4	5,1	...	105,7	4,8	...	141,3	5,5	11,2
1998	I	110,1	4,5	14,4	109,3	3,4	14,9	149,4	5,7	14,1
	II	113,9	3,5	16,0	115,4	5,6	18,0	151,6	1,5	14,4
	III	115,0	0,9	14,8	116,5	1,0	15,6	153,0	0,9	14,2
	IV	118,4	2,9	12,3	120,9	3,7	14,4	156,3	2,1	10,6
1999	I	120,4	1,7	9,3	123,8	2,5	13,3	157,9	1,0	5,7
	II	123,6	2,7	8,5	128,1	3,4	11,0	161,0	2,0	6,2
	III	125,3	1,3	8,9	130,5	1,9	12,0	162,3	0,8	6,1
	IV	128,8	2,9	8,9	136,0	4,2	12,5	164,7	1,5	5,4
2000	I	132,1	2,5	9,7	141,6	4,1	14,3	166,1	0,8	5,2
	II	135,7	2,8	9,8	146,5	3,5	14,4	169,6	2,1	5,3
	III	138,8	2,2	10,8	150,4	2,7	15,3	172,6	1,8	6,4
	IV	144,2	3,9	11,9	158,0	5,0	16,2	177,1	2,6	7,5
2001	I	150,5	4,4	14,0	165,7	4,9	17,0	184,0	3,9	10,8
	II	156,1	3,7	15,0	174,2	5,1	18,9	188,0	2,2	10,8
	III	159,5	2,2	15,0	178,7	2,6	18,8	191,3	1,8	10,9
	IV	164,0	2,8	13,7	183,0	2,4	15,8	197,5	3,2	11,5
2002	I	171,5	4,6	14,0	193,6	5,8	16,8	204,0	3,3	10,8
	II	180,3	5,1	15,5	208,0	7,4	19,4	208,9	2,4	11,2
	III	180,7	0,2	13,3	205,4	-1,3	14,9	213,3	2,1	11,5
	IV	184,9	2,3	12,7	208,2	1,4	13,8	220,5	3,4	11,6
2003	I	188,6	2,0	10,0	214,6	3,1	10,8	222,5	0,9	9,1
	II	187,5	-0,6	4,0	210,6	-1,8	1,3	224,4	0,8	7,4
	III	189,0	0,8	4,6	210,6	0,0	2,6	228,1	1,7	7,0
	IV	190,9	1,0	3,3	211,5	0,4	1,6	232,1	1,7	5,3
2004	I	190,6	-0,2	1,0	209,7	-0,9	-2,3	233,6	0,6	5,0
	II	191,6	0,5	2,2	209,4	-0,2	-0,6	236,5	1,2	5,4
	III	193,3	0,9	2,3	211,1	0,8	0,2	238,8	1,0	4,7
	IV	198,0	2,4	3,7	219,4	3,9	3,7	240,9	0,9	3,8
2005	I	205,2	3,6	7,7	223,7	2,0	6,6	254,1	5,5	8,8
	II	211,6	3,1	10,5	228,9	2,3	9,3	264,1	3,9	11,7
	III	216,9	2,5	12,2	231,5	1,1	9,7	274,5	4,0	15,0
	IV	224,1	3,3	13,2	239,0	3,2	8,9	283,8	3,4	17,8
2006	I	233,3	4,1	13,7	249,9	4,6	11,7	294,1	3,6	15,7
	II	238,7	2,3	12,8	255,0	2,1	11,4	301,7	2,6	14,2
	III	240,9	0,9	11,1	254,9	0,0	10,1	307,4	1,9	12,0
	IV	249,2	3,4	11,2	267,2	4,8	11,8	313,7	2,0	10,5
2007	I	251,3	0,8	7,7	269,5	0,9	7,9	315,8	0,7	7,4
	II	249,5	-0,7	4,5	266,9	-1,0	4,7	314,3	-0,5	4,2
	III	252,1	1,0	4,6	272,1	1,9	6,7	314,5	0,1	2,3
	IV	253,5	0,6	1,7	271,9	-0,1	1,7	318,4	1,2	1,5
2008	I	255,6	0,9	1,7	274,2	0,8	1,7	321,1	0,8	1,7
	II	258,3	1,0	3,5	277,6	1,3	4,0	323,7	0,8	3,0
	III	258,1	-0,1	2,4	277,2	-0,2	1,9	323,6	0,0	2,9
	IV	260,9	1,1	2,9	280,3	1,1	3,1	327,1	1,1	2,7
2009*	I	...	...	...	270,4	-3,5	-1,4	...	...	...

Πηγές: Για τις λοιπές αστικές περιοχές: Τράπεζα της Ελλάδος (στοιχεία που συλλέγουν τα υποκαταστήματα, κυρίως από μεσιτικά γραφεία). Για την Αθήνα: επεξεργασία στοιχείων των εταιριών "Δανός & Συνεργάτες" (1993-1997), "Property ΕΠΕ" (1997-2005) και Τράπεζα της Ελλάδος (στοιχεία που συγκεντρώνονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, 2006-2009). Για το σύνολο των αστικών περιοχών: σταθμισμένος δείκτης με βάση το απόθεμα των κατοικιών στην Αθήνα και τις λοιπές αστικές περιοχές.

* Εκτιμήσεις.

κιών στην Αθήνα εκτιμάται ότι μειώθηκαν σε ονομαστικούς όρους με ετήσιο ρυθμό 1,4% το α΄ τρίμηνο του 2009 (βλ. Πίνακα 1).

Η μελλοντική πορεία των τιμών των ακινήτων, όπως επισημαίνεται στην *Έκθεση του Διοικητή* της Τράπεζας της Ελλάδος *για το έτος 2008* (βλ. Πλαίσιο V.I, σελ. 88-92), θα εξαρτηθεί από παράγοντες που επηρεάζουν τόσο την πλευρά της προσφοράς (π.χ. κόστος κατασκευής, πολεοδομικές και φορολογικές ρυθμίσεις) όσο και την πλευρά της ζήτησης (π.χ. μεταβολή του πληθυσμού και ειδικότερα του αριθμού των νοικοκυριών, κόστος δανεισμού και ύψος επιτοκίων, σχέση ενοικίων και αξίας ακινήτων). Πάντως, ο κίνδυνος απότομης διόρθωσης στην ελληνική αγορά κατοικιών είναι μάλλον περιορισμένος, τουλάχιστον στο βαθμό που η εξέλιξη των τιμών επηρεάζεται από την εξέλιξη και τις προοπτικές των ενοικίων και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

2.2 Άλλα διαθέσιμα στοιχεία βραχυχρόνιων δεικτών για την αγορά ακινήτων

Εκτός από τις τιμές των κατοικιών υπάρχουν ορισμένες ακόμη πηγές στοιχείων που μπορούν να αξιοποιηθούν για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την προσφορά και τη ζήτηση στην ελληνική αγορά ακινήτων. Οι πιο σημαντικές από αυτές τις στατιστικές σειρές είναι ο δείκτης τιμών για τα ενοίκια των κατοικιών, οι διάφοροι δείκτες κόστους κατασκευής, οι δείκτες οικοδομικής δραστηριότητας, οι δείκτες προσδοκιών στις κατασκευές κ.ά. Επιπλέον, από την πλευρά της ζήτησης, η εξέλιξη των επιτοκίων και κυρίως των υπολοίπων των στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά παρέχει ιδιαίτερα χρήσιμη πληροφόρηση. Οι δείκτες αυτοί για τα τελευταία έτη παρουσιάζονται στον Πίνακα 2 και θα μπορούσαν να ομαδοποιηθούν ως εξής:

(α) Δείκτες τιμών κατοικιών (ΤτΕ) και ενοικίων (ΕΣΥΕ)

Οι δείκτες τιμών κατοικιών της ΤτΕ παρουσιάστηκαν αναλυτικά στην προηγούμενη ενότητα. Όσον αφορά τον τομέα των ενοικίων, καταρτίζεται και δημοσιεύεται από την ΕΣΥΕ σε μηνιαία βάση ο Δείκτης Τιμών Ενοικίων για τις ενοικιαζόμενες κατοικίες. Ο δείκτης αυτός συμμετέχει στη διαμόρφωση του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) και του Εναρμονισμένου ΔΤΚ με στάθμιση 3,9% και 3,7% αντίστοιχα. Τα τελευταία έτη ο ρυθμός μεταβολής του δείκτη τιμών ενοικίων είναι υψηλότερος του αντίστοιχου ρυθμού μεταβολής του ΔΤΚ (βλ. Διάγραμμα 2), ενώ δεν φαίνεται να ακολουθεί τις σημαντικές διακυμάνσεις των δεικτών τιμών των κατοικιών (βλ. Διάγραμμα 1), καθώς διατηρείται σχετικά σταθερός τουλάχιστον την τελευταία οκταετία.

(β) Δείκτες κόστους κατασκευής κατοικιών (ΕΣΥΕ)

Σε σχέση με την αξιοποίηση των δεικτών αυτών για τη διερεύνηση των τιμών των νέων κατοικιών, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι αποτελούν δείκτες κόστους και όχι δείκτες τιμών, καθώς δεν περιλαμβάνουν την αξία του οικοπέδου, το κέρδος του κατασκευαστή, τα εμπορικά περιθώρια και τα άλλα έξοδα που συνεπάγεται η μεταβίβαση ενός ακινήτου. Στην

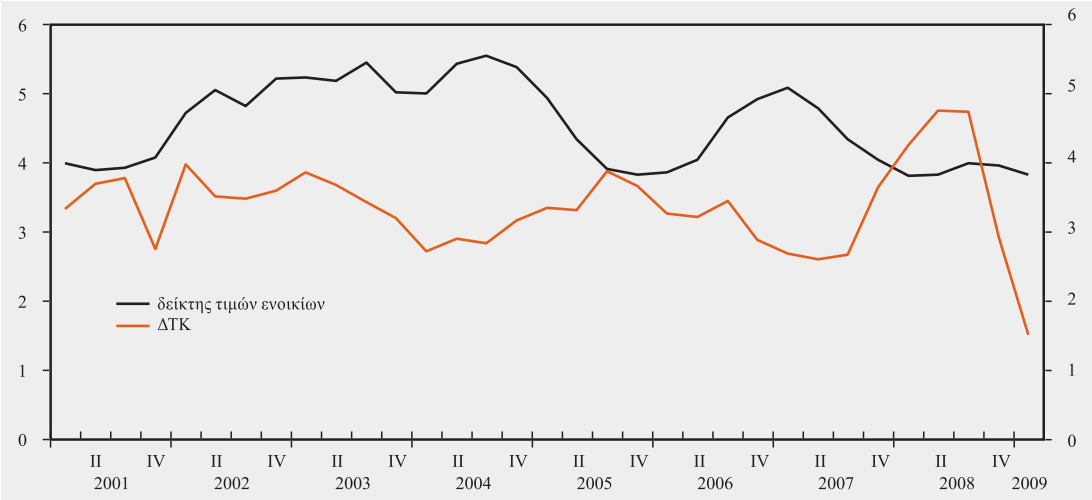
Πίνακας 2 Σύνοψη κυριότερων διαθέσιμων βραχυχρόνιων δεικτών για την αγορά ακινήτων

Δείκτες	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1. Δείκτες τιμών κατοικιών (ΤτΕ) και ενοικίων (ΕΣΥΕ)						
1.1 Αστικές περιοχές	2,3	10,9	12,2	4,6	2,6	
1.2 Αθήνα	0,3	8,6	11,3	5,2	2,7	-1,4 (α' τρ.)
1.3 Λοιπές αστικές περιοχές	4,7	13,4	13,0	3,8	2,6	
1.4 Δείκτης ενοικίων	5,3	4,2	4,4	4,5	3,9	3,9 (Ιούν./Ιούν.)
1.5 Δείκτης τιμών καταναλωτή	2,9	3,5	3,2	2,9	4,2	0,5 (Ιούν./Ιούν.)
2. Δείκτες κόστους κατασκευής (νέων κτιρίων) κατοικιών (ΕΣΥΕ)						
2.1 Συνολικό κόστος	3,2	3,4	4,3	4,6	5,1	1,9 (α' τρ.)
2.2 Δείκτης κατηγοριών έργων ή παραγωγού	2,4	2,6	2,9	2,8	4,3	1,2 (α' τρ.)
2.3 Δείκτης τιμών αμοιβής ή κόστους εργασίας	2,3	3,1	2,6	2,4	3,3	1,9 (α' τρ.)
2.4 Δείκτης υλικών κατασκευής	3,9	3,6	5,6	6,3	6,4	1,8 (α' τρ.)
3. Ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα (ΕΣΥΕ)						
3.1α. Αριθμός αδειών (σύνολο χώρας)	-1,4	17,6	-14,4	-5,3	-15,6	-8,1 (3μην.)
3.2α. Επιφάνεια (σύνολο χώρας, σε χιλ. τετρ. μέτρα)	-2,3	41,8	-24,4	-7,5	-18,1	-18,7 (3μην.)
3.3α. Όγκος οικοδομών (σύνολο χώρας, σε χιλ. κυβ.μέτρα)	-3,4	35,2	-19,5	-5,0	-17,1	-16,3 (3μην.)
3.1β. Αριθμός αδειών (Αθήνα)	-6,2	29,4	-14,9	-4,7	-23,2	-6,9 (3μην.)
3.2β. Επιφάνεια (Αθήνα, σε χιλ. τετρ. μέτρα)	-8,5	54,2	-24,6	-14,3	-24,5	-7,6 (3μην.)
3.3β. Όγκος οικοδομών (Αθήνα, σε χιλ. κυβ.μέτρα)	-10,6	49,8	-20,2	-13,3	-24,1	0,5 (3μην.)
4. Κατασκευαστική δραστηριότητα						
4.1 Παραγωγή τσιμέντου (όγκος, ΕΣΥΕ)	-2,3	2,4	3,1	-9,2	-3,1	-29,7 (4μην.)
4.2 Εκταμιεύσεις ΠΔΕ (σε ευρώ, ΤτΕ)	11,7	-21,0	8,9	7,6	9,3	40,1 (5μην.)
4.3 Δείκτες παραγωγής στις κατασκευές (2000=100) (ΕΣΥΕ)						
α. Γενικός δείκτης	-15,8	-38,8	7,4	23,7	2,8	
β. Οικοδομικά έργα	-16,5	-15,3	-10,6	9,0	4,6	
γ. Έργα πολιτικού μηχανικού	-15,5	-49,8	21,6	32,4	1,9	
5. Επιχειρηματικές προσδοκίες στις κατασκευές (ΙΟΒΕ)						
5.1 Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-29,1	-22,7	44,6	1,5	3,0	-36,8 (6μην.)
5.2 Μήνες εξασφαλισμένης παραγωγής στις κατασκευές[1]						
α. Σύνολο κατασκευών	12,6	13,9	15,7	16,8	17,3	14,3 (Ιουν.)
β. Κατοικίες	12,0	11,3	14,7	15,4	11,7	13,3 (Ιουν.)
γ. Άλλα κτίρια	10,0	8,7	9,3	10,1	9,8	7,2 (Ιουν.)
δ. Δημόσια έργα	13,4	15,9	18,4	19,5	21,1	18,7 (Ιουν.)
5.3 Εργασίες σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο[2]						
α. Σύνολο κατασκευών	8,0	-27,3	11,8	10,2	10,0	-29,0 (Ιουν.)
β. Κατοικίες	6,0	-2,0	24,0	-11,0	-22,0	-39,0 (Ιουν.)
5.4 Πρόγραμμα εργασιών προς εκτέλεση[2]						
α. Σύνολο κατασκευών	-25,0	-58,0	-45,0	-33,0	-29,0	-45,0 (Ιουν.)
β. Κατοικίες	-17,0	-41,0	-22,0	-22,0	-39,0	-41,0 (Ιουν.)
6. Επενδύσεις στις κατασκευές (ΕΣΥΕ)						
6.1 Κατοικίες	-1,9	0,0	29,1	-6,8	-29,1	-16,7 (α' τρ.)
7. Χρηματοδότηση αγοράς ακινήτων από τα εγχώρια ΝΧΙ (ΤτΕ)[3]						
7.1 Υπόλοιπο δανείων προς τα νοικοκυριά	30,4	31,0	25,7	22,4	12,8	8,4 (Απρ./Απρ.)
7.2 Υπόλοιπο στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά	27,6	33,0	26,3	21,9	11,5	7,8 (Απρ./Απρ.)
8. Επιτόκια στεγαστικών δανείων (ΤτΕ)[1]						
8.1 Επιτόκια νέων στεγαστικών δανείων (με επιβαρύνσεις – ΣΕΠΕ)	4,8	4,3	4,7	4,9	5,3	4,3 (Απρ.)
8.2 Επιτόκια στα υφιστάμενα υπόλοιπα των στεγαστικών δανείων με αρχική διάρκεια άνω των 5 ετών	5,1	4,8	4,9	5,1	5,1	4,4 (Απρ.)

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ), ΕΣΥΕ και ΙΟΒΕ.
1 Απόλυτες τιμές.
2 Διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων.
3 Περιλαμβάνονται τα δάνεια και τα τιτλοποιημένα δάνεια.

Διάγραμμα 2 Διαχρονική μεταβολή του ΔΤΚ και του Δείκτη Τιμών Ενοικίων

(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)



Πηγή: ΕΣΥΕ.

κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται κυρίως οι παρακάτω δείκτες κόστους που κατασκευάζονται και δημοσιεύονται από την ΕΣΥΕ:

1) Ο δείκτης συνολικού "Κόστους Κατασκευής Κτιρίων Κατοικιών", ο οποίος δημοσιεύεται από την ΕΣΥΕ σε τριμηνιαία βάση από το 1981 ως το σταθμισμένο άθροισμα των επόμενων τριών υποδεικτών:

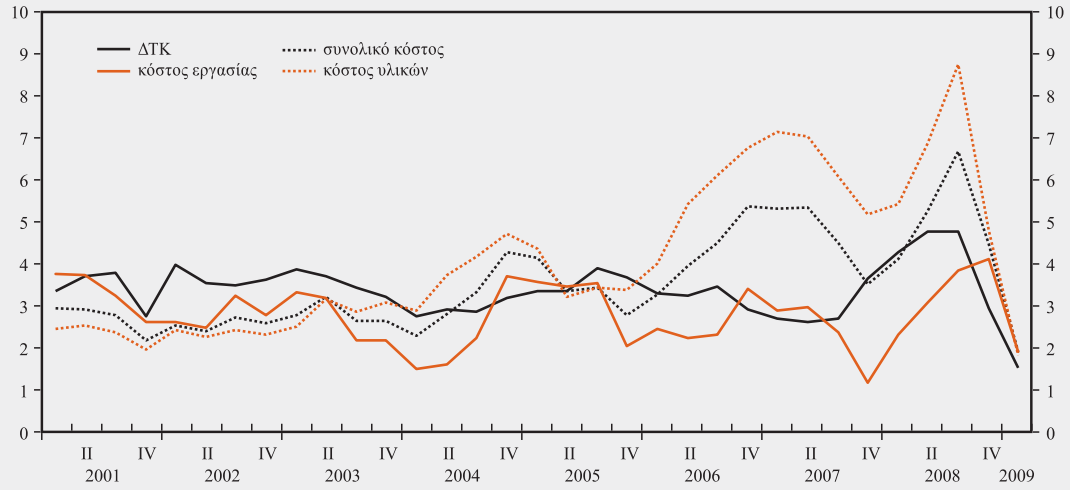
- Μηνιαίος δείκτης τιμών "Υλικών Κατασκευής Νέων Κτιρίων Κατοικιών", ο οποίος αναλύεται σε έξι επιμέρους ομάδες υλικών: τεχνητά πετρώδη υλικά, ξυλεία και προϊόντα ξύλου, καύσιμα μηχανημάτων κ.ά.
- Τριμηνιαίος δείκτης "Αμοιβής Εργασίας" στην κατασκευή νέων κτιρίων κατοικιών, ο οποίος αναλύεται σε δέκα επιμέρους στάδια εργασιών: εκσκαφές, οπλισμένα σκυροδέματα, τοιχοδομές κ.ά.
- Τριμηνιαίος δείκτης "Λοιπών Εξόδων", που καταγράφει κυρίως τις αμοιβές των μηχανικών.

2) Ο γενικός δείκτης τιμών "Κατηγοριών Έργων" κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών, που αναλύεται σε 17 επιμέρους κατηγορίες εργασιών, όπως εκσκαφές, σκυροδέματα, τοιχοδομές κ.ά. Ο δείκτης αυτός κατασκευάζεται από την ΕΣΥΕ με βάση τις τιμές εκτέλεσης των εργασιών αυτών από τους υπεργολάβους-κατασκευαστές.

Στο Διάγραμμα 3 απεικονίζονται ο δείκτης συνολικού κόστους κατασκευής κτιρίων κατοικιών, ο δείκτης υλικών κατασκευής, ο δείκτης αμοιβής εργασίας στην κατασκευή νέων κτιρίων, καθώς και ο ΔΤΚ ως συγκριτικό μέγεθος. Όπως είναι εμφανές, τα τελευταία έτη ο ρυθμός μεταβολής του συνολικού κόστους κατασκευής (2008: 5,1% ή 4,1% για την περίοδο 2003-08) είναι σημαντικά υψηλότερος από τον πληθωρισμό (2008: 4,2% ή 3,3% την περίοδο 2003-08) , ενώ ακόμη υψηλότερος είναι ο ρυθμός μεταβολής του δείκτη υλικών κατασκευής (2008:

Διάγραμμα 3 Διαχρονική μεταβολή των δεικτών κόστους κατασκευής και του ΔΤΚ

(Ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)



Πηγή: ΕΣΥΕ.

6,4% ή 5,2% για την περίοδο 2003-08). Αντίθετα, σημαντικά χαμηλότερος των άλλων δεικτών κόστους και του ΔΤΚ ήταν ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής του δείκτη κόστους ή αμοιβής εργασίας (2008: 3,3% ή 2,7% την περίοδο 2003-08).

Το αυξημένο κόστος κατασκευής τα τελευταία έτη εκτιμάται ότι λειτουργεί ανασταλτικά στην ανάληψη νέων επενδυτικών πρωτοβουλιών από την πλευρά των κατασκευαστών, καθώς αυξάνει το κόστος αντικατάστασης του διαθέσιμου αποθέματος των προς πώληση ακινήτων.

(γ) Ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα (αριθμός αδειών, επιφάνεια, όγκος οικοδομών κ.ά., ΕΣΥΕ)

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

Με βάση τα στοιχεία αυτά, η πλευρά της προσφοράς στην αγορά κατοικίας χαρακτηρίζεται τα τρία τελευταία έτη από ένα σημαντικό απόθεμα νέων κατοικιών, το οποίο ωστόσο φαίνεται ότι απορροφάται σταδιακά, παρά τη σχετική επιφυλακτικότητα από την πλευρά της ζήτησης. Η υπερβάλλουσα αυτή προσφορά ήταν αποτέλεσμα κυρίως της εξαιρετικά αυξημένης ιδιωτικής κατασκευαστικής δραστηριότητας το 2006 (βάσει αδειών που εκδόθηκαν το 2005 υπό το ευνοϊκότερο φορολογικό καθεστώς που ίσχυε πριν από την επιβολή ΦΠΑ στις νέες κατοικίες στις αρχές του 2006). Σημειώνεται σχετικά ότι ο όγκος της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει αδειών αυξήθηκε κατά 35,2% το 2005. Το μεγαλύτερο μέρος των εν λόγω αδειών εκδό-

θηκε στο τέλος του 2005, αλλά η εκτέλεσή τους εκτιμάται ότι καλύπτει το διάστημα από το 2006 έως και, ενδεχομένως, σήμερα. Έτσι, η προσφορά νέων κατοικιών διατηρήθηκε από τις αρχές του 2006 σε υψηλά επίπεδα, παρά το ότι ο όγκος της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει αδειών μειώθηκε κατά 19,5% το 2006, 5,0% το 2007 και 17,1% το 2008. Η εν λόγω μείωση της κατασκευαστικής δραστηριότητας καταγράφεται εντονότερα στο νομό Αττικής, καθώς η εξαιρετικά υψηλή αύξηση (κατά 49,8%) του όγκου της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει αδειών το 2005 ακολουθήθηκε από σημαντική μείωση κατά 20,2% το 2006, 13,3% το 2007 και 24,1% το 2008.

Όπως τονίζεται στην *Έκθεση του Διοικητή* της Τράπεζας της Ελλάδος *για το έτος 2008* (βλ. Πλαίσιο V.I, σελ. 88-92), η ύπαρξη σημαντικού αποθέματος αδιάθετων κατοικιών, σε συνδυασμό με την ασθενή ζήτηση στην αγορά ακινήτων τα δύο τελευταία χρόνια, έχει οδηγήσει τους εργολάβους οικοδομών σε στάση αναμονής ως προς την ανάληψη νέων επενδυτικών πρωτοβουλιών. Οι κατασκευαστές, έχοντας στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό ακινήτων προς πώληση, περιορίζουν την έκδοση νέων οικοδομικών αδειών, ευελπιστώντας έτσι να διατηρήσουν τις τιμές πώλησης στα ίδια επίπεδα. Η συγκρατημένη αυτή τακτική, δηλαδή η περιορισμένη επέκταση των εργασιών από την πλευρά των οικοδομικών επιχειρήσεων, δεν αναμένεται να μεταβληθεί σημαντικά τους επόμενους μήνες. Αξίζει πάντως να επισημανθεί ότι η πλευρά της προσφοράς δεν φαίνεται να πιέζεται ιδιαίτερα, καθώς την τελευταία δεκαετία οι κατασκευαστές έχουν συσσωρεύσει σημαντικά κέρδη εξαιτίας της ραγδαίας ανόδου των τιμών των κατοικιών και είναι κατά κύριο λόγο αυτοχρηματοδοτούμενοι.

(δ) Κατασκευαστική δραστηριότητα και δείκτες παραγωγής και επενδύσεων στις κατασκευές (ΕΣΥΕ, ΤτΕ)

Με έτος βάσης το 2000 καταρτίζονται από την ΕΣΥΕ οι βραχυχρόνιοι τριμηνιαίοι Δείκτες Παραγωγής για τον κλάδο των κατασκευών και ειδικότερα ο Δείκτης Παραγωγής στις Κατασκευές, ο Δείκτης Παραγωγής Οικοδομικών Έργων (Κτιρίων) και ο Δείκτης Παραγωγής Έργων Πολιτικού Μηχανικού. Στόχος των δεικτών αυτών, που καλύπτουν το σύνολο της χώρας, είναι η μέτρηση των μεταβολών στον όγκο της παραγωγής κατασκευών, κτιρίων και έργων πολιτικού μηχανικού σε τιμές κόστους συντελεστών. Ο Δείκτης Παραγωγής Οικοδομικών Έργων (κτιρίων) περιλαμβάνει το κόστος κατεδάφισης κτιρίων, χωματουργικών εργασιών, κατασκευής κτιρίων, καλωδιώσεων και ηλεκτρολογικών εγκαταστάσεων. Στα "οικοδομικά έργα (κτίρια)" περιλαμβάνονται μονοκατοικίες, διπλοκατοικίες, πολυκατοικίες, ξενοδοχεία, κτίρια γραφείων, βιομηχανικά και εμπορικά κτίρια, κτίρια δημόσιων θεαμάτων, εκπαιδευτήρια, νοσοκομεία και λοιπά οικιστικά κτίρια.[2] Για την κατασκευή των δεικτών

2 Ο δείκτης παραγωγής έργων πολιτικού μηχανικού δεν σχετίζεται με την αγορά κατοικιών, καθώς περιλαμβάνει το κόστος κατασκευής αυτοκινητοδρόμων, οδών, αεροδρομίων, αθλητικών εγκαταστάσεων, γεφυρών, σηράγγων, υπόγειων διαβάσεων, αγωγών μεταφοράς πετρελαίου και φυσικού αερίου, δικτύων παραγωγής και διανομής ρεύματος, δικτύων τηλεπικοινωνιών, υδραυλικών και λιμενικών έργων κ.ά.

αυτών γίνεται από την ΕΣΥΕ δειγματοληψία σε 196 επιχειρήσεις από ένα συνολικό πληθυσμό 1.300 κατασκευαστικών εταιριών. Οι χρονοσειρές των δεικτών αυτών καλύπτουν την περίοδο 2000 και εξής, με και χωρίς διόρθωση ως προς τον πραγματικό αριθμό των εργάσιμων ημερών.

Στην ίδια κατηγορία δεικτών μπορούν να ενταχθούν και ο Δείκτης Παραγωγής Τσιμέντου, που δημοσιεύεται από την ΕΣΥΕ, τα στοιχεία των επενδύσεων σε κατοικίες, που δημοσιεύονται από τη Διεύθυνση Εθνικών Λογαριασμών της ΕΣΥΕ και το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών (Επικαιροποιημένα Προγράμματα Σταθερότητας και Ανάπτυξης), καθώς και τα στοιχεία των εκταμιεύσεων του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), που τηρούνται στην ΤτΕ. Η γενικότερη οικονομική ύφεση το 2008 αποτυπώνεται και στην εξέλιξη του δείκτη παραγωγής τσιμέντου (ΕΣΥΕ), που παρουσιάζει περαιτέρω (μικρή) υποχώρηση το 2008 (μέση ετήσια μείωση: 2008: 3,1%, 2007: 9,2%). Χαρακτηριστικό είναι επίσης ότι, ενώ το διάστημα Ιανουαρίου-Αυγούστου 2008 η αύξηση του όγκου παραγωγής τσιμέντου παρουσίαζε σταθερά μειούμενη επιβράδυνση, από το Σεπτέμβριο του 2008 και μετά ο δείκτης φαίνεται να υποχωρεί περαιτέρω. Ωστόσο, οι εκταμιεύσεις του ΠΔΕ, οι οποίες συνεισφέρουν θετικά στην κατασκευαστική δραστηριότητα συνολικά, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΤτΕ παρουσιάζουν άνοδο από 7,6% (ή 8,8 δισεκ. ευρώ) το 2007 σε 9,3% (ή 9,62 δισεκ. ευρώ) το 2008.[3]

Τέλος, το 2008 οι συνολικές επενδύσεις στις κατοικίες μειώθηκαν σημαντικά (κατά 29,1%), σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία της ΕΣΥΕ, ύστερα από μείωση 6,8% το 2007. Η μείωση, που αφορά την κατασκευή κατοικιών, αναμένεται να συνεχιστεί και να είναι σημαντική και το 2009. Η εξέλιξη των επενδύσεων στις κατασκευές αντανακλά κυρίως την καθυστέρηση στη διαδικασία ανάκαμψης στην αγορά κατοικιών, η οποία διαφαίνεται και από την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης για στεγαστικά δάνεια και πιθανότατα συνδέεται με τη σημαντική επιφυλακτικότητα όσον αφορά τη λήψη αποφάσεων για νέες επενδύσεις σε κατοικίες από την πλευρά των κατασκευαστών. Τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης της αγοράς, που καταγράφονται με βάση τους προηγούμενους δείκτες προσδοκιών από τα μέσα του 2009, αναμένεται, σύμφωνα και με τις εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, να ενισχυθούν σταδιακά, συμβάλλοντας στην ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες από το 2010.[4]

(ε) Επιχειρηματικές προσδοκίες (ΙΟΒΕ)

Το Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (ΙΟΒΕ) διεξάγει μηνιαίες έρευνες συγκυρίας για την κατάρτιση δεικτών επιχειρηματικών προσδοκιών μεταξύ των επιχειρήσεων στους τομείς της βιομηχανίας, των υπηρεσιών, του λιανικού εμπορίου και των κατασκευών. Τα

3 Τον Ιανουάριο του 2009 οι εκταμιεύσεις του ΠΔΕ αυξήθηκαν κατά 213,3%.

4 Με βάση το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011, η συνολική εικόνα των επενδύσεων σε κατασκευές αναμένεται να βελτιωθεί σταδιακά, αν ληφθεί υπόψη ότι οι ιδιωτικές επενδύσεις εκτός κατοικιών θα αυξηθούν κατά μέσο όρο κατά 4,2% την περίοδο 2009-2011, κυρίως μέσω της ενίσχυσης της χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (π.χ. με κίνητρα από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων), της επιτάχυνσης των έργων που υλοποιούνται μέσω του Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης, καθώς και των έργων εκείνων που στηρίζονται στις Συμπράξεις Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ) και στον Επενδυτικό Νόμο.

αποτελέσματα των ερευνών αυτών αξιοποιούνται για τον υπολογισμό του δείκτη οικονομικού κλίματος σε ευρωπαϊκό επίπεδο και δημοσιεύονται συνοπτικά στις κοινοτικές εκδόσεις. Επιπλέον, δημοσιεύονται σε μηνιαία βάση αναλύσεις του ΙΟΒΕ, οι οποίες στηρίζονται στα πρωτογενή αναλυτικά στοιχεία που συγκεντρώνονται από τις εν λόγω έρευνες συγκυρίας. Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές υπολογίζεται με βάση τις εκτιμήσεις των κατασκευαστικών επιχειρήσεων για το πρόγραμμα των εργασιών τους και τις προβλέψεις τους για την απασχόληση. Στην ίδια κατηγορία ανήκουν και οι δείκτες των μηνών εξασφαλισμένης παραγωγής, των εργασιών σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, καθώς και του προγράμματος εργασιών προς εκτέλεση που δημοσιεύονται επίσης από το ΙΟΒΕ.

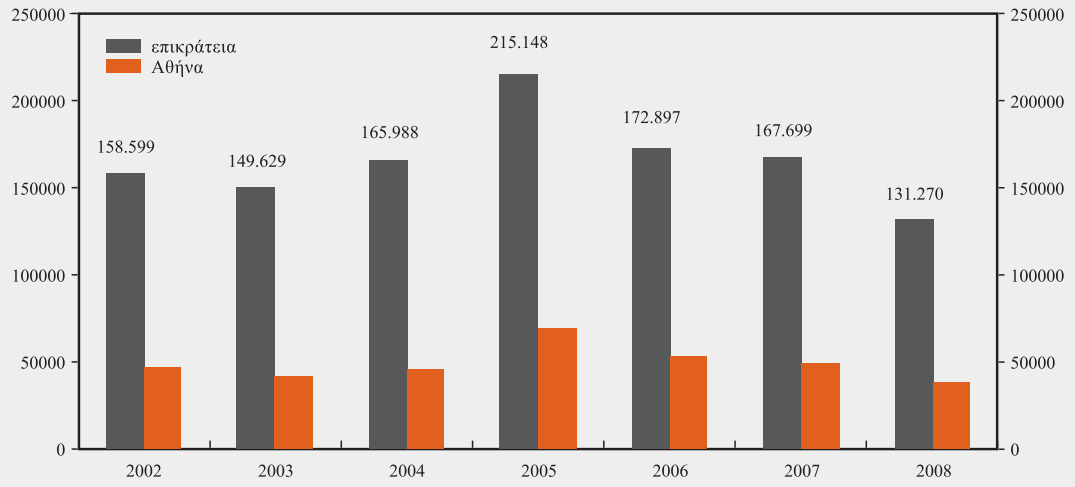
Από τα στοιχεία του Πίνακα 2 προκύπτει ότι ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές παρουσίασε μέση ετήσια αύξηση της τάξεως του 3% το 2008, έναντι 1,5% το 2007 και 44,6% το 2006. Από το β΄ τρίμηνο του 2008, κατά το οποίο ανερχόταν σε 104,3, ο δείκτης αυτός ακολουθεί πτωτική πορεία, η οποία συνεχίστηκε έως το Μάιο του 2009, με αποτέλεσμα να καταγράψει μέση ετήσια μείωση 38,3% το πρώτο πεντάμηνο του 2009. Ταυτόχρονα, ο δείκτης του ΙΟΒΕ που καταγράφει τους εξασφαλισμένους μήνες παραγωγής για τις επιχειρήσεις κατασκευής κατοικιών μειώθηκε το Μάιο του 2009 στο 7,5 (από 11,1 τον Ιανουάριο και 11,7 το 2008), ενώ ελαφρά χειροτέρευση παρατηρήθηκε στις απαντήσεις των κατασκευαστικών επιχειρήσεων που αφορούσαν το πρόγραμμα εργασιών προς εκτέλεση. Στο σύνολο των κατασκευών, ο αντίστοιχος δείκτης διαμορφώθηκε στους 15,8 μήνες το Μάιο του 2009, από 18,2 μήνες τον Ιανουάριο του 2009 και 17,3 μήνες το προηγούμενο έτος.[5]

(στ) Χρηματοδότηση της αγοράς ακινήτων (υπόλοιπα δανείων προς τα νοικοκυριά, στεγαστικά δάνεια, επιτόκια κ.ά., ΤτΕ)

Ορισμένοι βασικοί δείκτες από την πλευρά της ζήτησης στην αγορά κατοικιών προκύπτουν από τα στοιχεία για τη χρηματοδότηση των νοικοκυριών από τα πιστωτικά ιδρύματα, που συγκεντρώνονται στην ΤτΕ. Η εξασθένηση της ζήτησης τα τελευταία έτη υποδηλώνεται και από τη συνεχή επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των στεγαστικών δανείων, κυρίως μετά την εκδήλωση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Συγκεκριμένα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά για αγορά κατοικίας επιβραδύνθηκε σε 11,5% στο τέλος του 2008, από 21,9% και 25,8% στο τέλος του 2007 και του 2006 αντίστοιχα, παραμένοντας ωστόσο υψηλός παρά την αύξηση των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων έως τον Οκτώβριο του 2008 και τα σαφώς αυστηρότερα κριτήρια των τραπεζών όσον αφορά τη χορήγηση νέων στεγαστικών δανείων. Η καθαρή ροή νέων στεγαστικών δανείων το

5 Αναφορικά με το πρόγραμμα των εργασιών προς εκτέλεση, τόσο ο δείκτης που καταγράφει τις κατοικίες όσο και το σύνολο των κατασκευών παρουσιάζουν διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων η οποία είναι μεγαλύτερη στις κατοικίες (-22 το 2007, -39 το 2008, -41 το Μάιο του 2009) σε σχέση με το σύνολο των κατασκευών (-33 το 2007, -29 το 2008, -52 το Μάιο του 2009). Ανάλογη πορεία ακολουθεί και ο δείκτης που καταγράφει τις εργασίες σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, ο οποίος, όσον αφορά τις κατοικίες, εμφανίζει σημαντική μείωση, της τάξεως του 22%, το 2008 και 35% το Μάιο του 2009.

Διάγραμμα 4 Διαχρονική μεταβολή του αριθμού των αγοραπωλησιών ακινήτων



Πηγές: ΕΣΥΕ (2002-2007) και εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (2008).

τελευταίο τρίμηνο του 2008 ήταν κατά 60% μικρότερη από ό,τι το αντίστοιχο τρίμηνο του 2007, ενώ κατά τους εννέα πρώτους μήνες του 2008 ήταν μόνο κατά 19,5% μικρότερη σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2007. Η καθαρή ροή νέων στεγαστικών δανείων ανήλθε σε 318 εκατ. ευρώ το πρώτο δίμηνο του 2009, ενώ ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων παρουσίασε περαιτέρω επιβράδυνση σε 10,6% τον Ιανουάριο και 9,6% το Φεβρουάριο του 2009 (βλ. και *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2008*, Κεφάλαιο Χ.2).

(ζ) Άλλα στοιχεία (πληθυσμός και αριθμός νοικοκυριών, συναλλαγές επί ακινήτων κ.λπ., ΕΣΥΕ, ΤτΕ)

Ορισμένοι άλλοι δείκτες που σχετίζονται με τη διαχρονική εξέλιξη και τη σύνθεση του πληθυσμού και των νοικοκυριών της χώρας μπορούν να παρέχουν αξιόλογες ενδείξεις από την πλευρά της ζήτησης στην αγορά κατοικιών. Αξίζει επίσης να αναφέρουμε την ιδιαίτερη χρησιμότητα των στοιχείων που σχετίζονται με τον αριθμό των μεταβιβάσεων ή αγοραπωλησιών ακινήτων. Η ΕΣΥΕ δημοσιεύει με σχετικά μεγάλη υστέρηση τα στοιχεία των συναλλαγών αυτών, αξιοποιώντας τα πρωτογενή στοιχεία που συγκεντρώνει σε τριμηνιαία βάση από τα συμβολαιογραφικά γραφεία όλης της χώρας. Τα στοιχεία αυτά παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 4, από όπου προκύπτει σχετικά υψηλότερος αριθμός των αγοραπωλησιών ακινήτων το 2005 και σταθερή αποκλιμάκωση των συναλλαγών τα επόμενα έτη.[6] Ο μεγάλος αριθμός συναλλαγών το 2005 πιθανότατα σχετίζεται με την ανακοίνωση των μέτρων της επιβολής ΦΠΑ στις νέες κατασκευές και της αύξησης των αντικειμενικών αξιών από τις αρχές του 2006.

6 Τα στοιχεία για το 2008 αποτελούν εκτιμήσεις της ΤτΕ με βάση τον αριθμό εκτιμήσεων ακινήτων που διενεργήθηκαν από τράπεζες για τη χορήγηση δανείων.

3. Συγκέντρωση στοιχείων από κτηματομεσιτικά γραφεία

Με στόχο την καταγραφή των πρόσφατων εξελίξεων και προοπτικών της αγοράς ακινήτων, το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ έλαβε συγκεκριμένες πρωτοβουλίες προσέγγισης και συνεργασίας με τα μεγαλύτερα κτηματομεσιτικά γραφεία που δραστηριοποιούνται στη χώρα. Τον Ιανουάριο του 2009 πραγματοποιήθηκαν συναντήσεις με εκπροσώπους των γραφείων αυτών με στόχο τη διερεύνηση της δυνατότητας συγκέντρωσης πρωτογενών στοιχείων από την πηγή αυτή. Στις συναντήσεις αυτές αρχικά παρουσιάστηκαν οι προσπάθειες της ΤτΕ για την παρακολούθηση και ανάλυση της αγοράς ακινήτων και ζητήθηκε η συνδρομή των κτηματομεσιτών. Στη συνέχεια έγινε παρουσίαση του πιλοτικού ερωτηματολογίου που έχει καταρτίσει το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων για τη συγκέντρωση ποσοτικών και κυρίως ποιοτικών στοιχείων για την αγορά ακινήτων και καταγράφηκε η άποψη των στελεχών και υπευθύνων της κτηματαγοράς για τη σημερινή κατάσταση στην αγορά ακινήτων.

Αξίζει να σημειωθεί ότι υπήρξε πολύ θετική αντιμετώπιση και διάθεση από την πλευρά των κτηματομεσιτών να συμβάλουν ουσιαστικά στην πρωτοβουλία της ΤτΕ. Οι περισσότεροι από αυτούς επικρότησαν την προσπάθεια αυτή και τη βρήκαν ιδιαίτερα χρήσιμη, καθώς μπορεί να βοηθήσει σημαντικά στην αξιολόγηση και στη διατύπωση μιας υπεύθυνης άποψης για την τρέχουσα κατάσταση και τις προοπτικές της αγοράς ακινήτων. Θεωρούν ότι μία τέτοια υπεύθυνη και τεκμηριωμένη άποψη θα αποβεί σίγουρα εις όφελος της ίδιας της αγοράς αλλά και των επιμέρους παραγόντων που δραστηριοποιούνται σ' αυτήν. Μετά την ολοκλήρωση των συναντήσεων με τους εκπροσώπους των μεγάλων κτηματομεσιτικών γραφείων, ακολούθησε η αποστολή προς αυτούς του σχετικού ερωτηματολογίου για συμπλήρωση και σχόλια.

Γενικά, το ερωτηματολόγιο που χρησιμοποιήθηκε επιχειρεί να αποτυπώσει την υφιστάμενη κατάσταση, καθώς και τις προσδοκίες των ειδικών για την αγορά των οικιστικών (κατοικιών) και των επαγγελματικών ακινήτων (καταστήματα, γραφεία, βιομηχανικά κτίρια), αλλά και να συγκεντρώσει, κυρίως για λόγους σύγκρισης, τις ανώτατες και κατώτατες τιμές πώλησης των διαμερισμάτων για ορισμένες περιοχές της χώρας. Ειδικότερα, το εν λόγω ερωτηματολόγιο περιλαμβάνει τις εξής επιμέρους ενότητες:

- αξιολόγηση της τρέχουσας κατάστασης στην αγορά κατοικιών (τιμές πώλησης σήμερα σε σχέση με τρεις μήνες πριν και εκατοστιαία μεταβολή τους, ανεγέρσεις νέων κτιρίων, αγοραπωλησίες ακινήτων, προτιμήσεις νοικοκυριών για νέα ή μεταχειρισμένα ακίνητα, ποσοστό αντιπαροχής κ.ά.),
- προσδοκίες για την αγορά κατοικιών (πώς αναμένετε να διαμορφωθούν το επόμενο τρίμηνο η αγορά (γενικά), οι πωλήσεις/συναλλαγές, οι τιμές, το ποσοστό αντιπαροχής κ.λπ.),
- αξιολόγηση και προσδοκίες στην αγορά επαγγελματικών ακινήτων (σχέση προσφοράς και ζήτησης, αγοραπωλησίες, επίπεδο και μεταβολή τιμών και ενοικίων, προσδοκίες για την αγορά γενικά, τις τιμές, τα ενοίκια κ.ά.) και

- τιμές κατοικιών για επιλεγμένες περιοχές (ανώτερη και κατώτερη τιμή πώλησης ανά τετραγωνικό μέτρο).

Από την επεξεργασία των συμπληρωμένων ερωτηματολογίων στα οποία απάντησαν το Φεβρουάριο του 2009 τα περισσότερα μεγάλα κτηματομεσιτικά γραφεία προέκυψαν ορισμένα ενδιαφέροντα στοιχεία:

(α) Ως προς τις τιμές των κατοικιών, καταγράφηκε από την πλευρά των κτηματομεσιτών μέση μείωση της τάξεως του 7% μετά την έναρξη της κρίσης το καλοκαίρι του 2008 και έως το Φεβρουάριο του 2009. Η μείωση αυτή προκύπτει κυρίως ως έκπτωση στις αρχικά προσφερόμενες τιμές από την πλευρά των κατασκευαστών ή ως άλλου είδους παροχές (δωρεάν θέση στάθμευσης ή αποθήκη, απαλλαγή από την καταβολή των τελών σύνδεσης στα δίκτυα των επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας κ.ά.).

(β) Ιδιαίτερη ανθεκτικότητα καταγράφηκε στις τιμές των οικοπέδων, όπου όχι μόνο δεν παρατηρούνται μειώσεις τιμών, αλλά αντίθετα, λόγω της σπανιότητας πλέον των διαθέσιμων οικοπέδων για ανέγερση κατοικιών, οι τιμές φαίνεται να αυξάνονται ελαφρά, ακόμη και μετά την πρόσφατη κρίση.

(γ) Ως προς τις προτιμήσεις των αγοραστών, καταγράφηκε, κυρίως τους τελευταίους μήνες, στροφή προς διαμερίσματα μικρότερου εμβαδού και μεγαλύτερης ηλικίας, αλλά και αύξηση του ποσοστού των συναλλαγών σε μετρητά, καθώς και του μεριδίου των μετρητών στη συνολική χρηματοδότηση των ακινήτων.

(δ) Στο χώρο των επαγγελματικών ακινήτων, διαπιστώθηκε σημαντική ενίσχυση των μεγάλων εμπορικών κέντρων εις βάρος των συνοικιακών αγορών, στις οποίες παρατηρούνται μειώσεις ενοικίων αλλά και επαναδιαπραγμάτευση μισθωτήριων συμβολαίων (ενοικιοστασίων).

(ε) Σημαντική ανακατανομή του μεριδίου καταγράφηκε και στο χώρο των ίδιων των κτηματομεσιτικών γραφείων, με ενίσχυση του μεριδίου των μεγάλων κτηματομεσιτικών δικτύων εις βάρος των μικρότερων και μεμονωμένων ελεύθερων επαγγελματιών. Διαφαίνεται δηλαδή μια σημαντική τάση μεγαλύτερης συγκέντρωσης στο συγκεκριμένο τομέα.

Τέλος, σχετικά με τις προοπτικές της αγοράς ακινήτων καταγράφηκε από την πλευρά των κτηματομεσιτών συγκρατημένη αισιοδοξία για το επόμενο τρίμηνο. Συγκεκριμένα, στο ερώτημα πώς θα διαμορφωθεί η αγορά κατοικιών το επόμενο τρίμηνο, το 67% των ερωτηθέντων απάντησε ότι θα παραμείνει περίπου στα ίδια επίπεδα, το 17% ότι θα είναι ελαφρώς καλύτερη και το υπόλοιπο 16% ότι θα υπάρξει ελαφρά επιδείνωση. Στο ερώτημα πώς αναμένεται να διαμορφωθούν οι συναλλαγές επί κατοικιών το επόμενο τρίμηνο, το 50% των ερωτηθέντων απάντησε ότι θα παραμείνουν περίπου ίδιες, το 33% ότι θα αυξηθούν ελαφρά και το 17% ότι θα είναι ελαφρά μειωμένες.[7]

7 Ανάλογη αισιοδοξία προκύπτει και από τα αποτελέσματα έρευνας του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, σύμφωνα με την οποία ο σχετικός δείκτης προσδοκιών για την αγορά κατοικιών διαμορφώθηκε στο επίπεδο των 42,1 μονάδων για το πρώτο εξάμηνο του 2009, έναντι 40,8 μονάδων το δεύτερο εξάμηνο του 2008 (αύξηση 3,2%).

Η πρωτοβουλία αυτή της ΤτΕ έχει ήδη αποδώσει καρπούς και αναμένεται όχι μόνο να συνεχιστεί σε μόνιμη (τριμηνιαία) βάση, αλλά και να επεκταθεί προς άλλους παράγοντες και εμπλεκομένους στην αγορά ακινήτων. Στην κατεύθυνση αυτή έχει δρομολογηθεί ανάλογη συνεργασία με τις μεγάλες κατασκευαστικές εταιρίες που δραστηριοποιούνται στο χώρο των οικιστικών και επαγγελματικών ακινήτων, με επικείμενες συναντήσεις και διακίνηση αντίστοιχου ερωτηματολογίου. Επιπλέον, έχουν γίνει επαφές με τα περισσότερα υποθηκοφυλακεία της περιοχής της Αττικής, μέσω των οποίων βρίσκεται σε εξέλιξη προσπάθεια καταγραφής του πραγματικού αριθμού των αγοραπωλησιών κατά κατηγορία ακινήτου.

4. Μηχανισμός συγκέντρωσης αναλυτικών στοιχείων εκτιμήσεων για τα ακίνητα από τα πιστωτικά ιδρύματα

Από την αξιολόγηση της διαθέσιμης στατιστικής πληροφόρησης για την αγορά ακινήτων στην Ελλάδα προκύπτει βάσιμα ότι αυτή είναι μάλλον περιορισμένη και αποσπασματική. Για το λόγο αυτό, η Διοίκηση της ΤτΕ έδωσε ιδιαίτερη έμφαση στη δυνατότητα συγκέντρωσης πρωτογενών στοιχείων τιμών ακινήτων προερχόμενων από τις εμπορικές τράπεζες, με απώτερο στόχο τη δημιουργία στην ΤτΕ ενός μηχανισμού συγκέντρωσης και ανάλυσης των στοιχείων αυτών για την κατασκευή Δεικτών Τιμών Ακινήτων αλλά και άλλων χρήσιμων δεικτών (όγκου, ποιοτικών χαρακτηριστικών των πωληθέντων ακινήτων κ.ά.). Προς τούτο, δημιουργήθηκε τον Αύγουστο του 2008 στη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος χωριστή υπηρεσιακή μονάδα (απόφαση Γενικού Συμβουλίου 28/8/2008), το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων, με αντικείμενο την παρακολούθηση και ανάλυση των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων. Οι εργασίες του τμήματος, τόσο ως προς τη συγκέντρωση της απαραίτητης στατιστικής πληροφόρησης όσο και ως προς τη μελέτη και ανάλυση των επιμέρους παραμέτρων της αγοράς, εκτιμάται ότι θα συμβάλουν σε μια πιο εμπεριστατωμένη αξιολόγηση των εξελίξεων και των προοπτικών της αγοράς ακινήτων στη χώρα μας, ενισχύοντας έτσι πρώτα από όλα την ίδια την αγορά.

Οι ενέργειες που έγιναν από το καλοκαίρι του 2008 για τη συγκέντρωση στοιχείων από το πιστωτικό σύστημα παρουσιάζονται συνοπτικά στον Πίνακα 3. Αρχικά διερευνήθηκε σε βάθος η δυνατότητα συγκέντρωσης αναλυτικών στοιχείων εκτιμήσεων για την αξία των ακινήτων η αγορά των οποίων έχει χρηματοδοτηθεί από τις εμπορικές τράπεζες. Προς τούτο πραγματοποιήθηκαν πολλές συναντήσεις και συζητήσεις τόσο μεταξύ των αρμοδίων στις διάφορες υπηρεσιακές μονάδες της ΤτΕ όσο και μεταξύ ομάδας της ΤτΕ και στελεχών από το χώρο των πιστωτικών ιδρυμάτων. Οι βασικές διαπιστώσεις που προέκυψαν από τη διερεύνηση αυτή είναι οι εξής:

- Τα άρθρα 2 και 55Γ του Καταστατικού της δίνουν τη δυνατότητα στην ΤτΕ να ζητήσει από τις τράπεζες (και άλλους φορείς) τα στοιχεία και τις πληροφορίες που κρίνει αναγκαία για την άσκηση των αρμοδιοτήτων της. Επιπλέον, το νέο θεσμικό πλαίσιο για την

Πίνακας 3 Ενέργειες της ΤτΕ για τη συγκέντρωση στοιχείων οικιστικών ακινήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα

Ενέργειες	Ημερομηνία
Επισκόπηση υφιστάμενης κατάστασης από πλευράς στοιχείων	Ιούνιος 2008
Διερεύνηση της δυνατότητας συγκέντρωσης στοιχείων από τις εμπορικές τράπεζες (πραγματοποίηση συναντήσεων με τις 12 μεγαλύτερες τράπεζες)	Ιούλιος 2008
Απόφαση δημιουργίας μηχανισμού συγκέντρωσης στοιχείων οικιστικών ακινήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα	Αύγουστος 2008
Απόφαση του Γενικού Συμβουλίου της ΤτΕ για τη σύσταση Τμήματος Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων στη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας	28 Αυγ. 2008
Καθορισμός αναλυτικών προδιαγραφών συστήματος αναγγελίας στοιχείων αγοράς οικιστικών ακινήτων (συναντήσεις με στελέχη των τραπεζών)	Σεπτ. 2008 - Οκτ. 2008
Έκδοση της ΠΔ/ΤΕ 2610	31 Οκτ. 2008
Δημιουργία μηχανισμού υποστήριξης των πιστωτικών ιδρυμάτων στην προσπάθεια ανταπόκρισής τους στις απαιτήσεις της ΠΔ/ΤΕ 2610/31.10.2008	Οκτ. 2008- Ιαν. 2009
Δημιουργία μηχανισμού υποδοχής των στοιχείων οικιστικών ακινήτων: Δ/νση Πληροφορικής της ΤτΕ – Τμήμα Στατιστικών και Οικονομετρικών Εφαρμογών	
Αναγγελία στοιχείων οικιστικών ακινήτων – Φάση Α′ (στοιχεία 2006-2008)	Ιανουάριος 2009
Αναγγελία στοιχείων οικιστικών ακινήτων – Φάση Β′ (μηνιαία αρχεία με πρώτο μήνα αναφοράς τον Ιανουάριο του 2009)	Φεβρουάριος 2009
Δημοσίευση πρώτων αποτελεσμάτων – Έκθεση του Διοικητή (της ΤτΕ) για το έτος 2008	Απρίλιος 2009

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

άσκηση της εποπτείας, όπως αυτό έχει πρόσφατα διαμορφωθεί με βάση τις αρχές της Βασιλείας ΙΙ, παρέχει στην ΤτΕ τη δυνατότητα συγκέντρωσης και ανάλυσης των συγκεκριμένων στοιχείων.

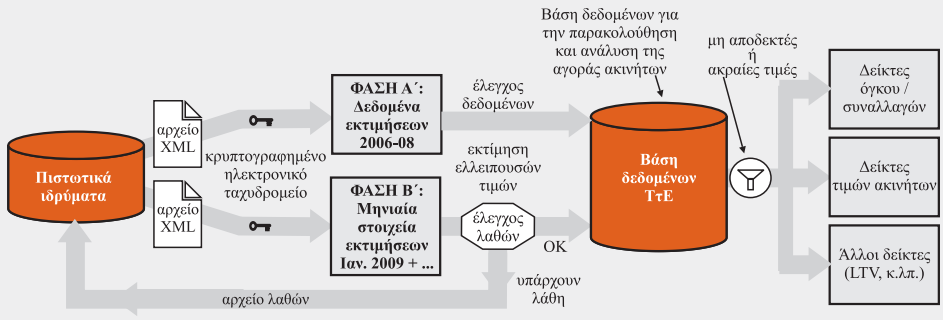
- Οι περισσότερες μεγάλες τράπεζες έχουν δημιουργήσει χωριστή θυγατρική εταιρία, η οποία αναλαμβάνει για λογαριασμό τους τις εκτιμήσεις των ακινήτων για την αγορά των οποίων χορηγούνται δάνεια. Η εκτίμηση της αξίας των εν λόγω ακινήτων γίνεται από μηχανικούς, εξωτερικούς συνεργάτες των επιμέρους τραπεζών ή των εξειδικευμένων θυγατρικών τους.

- Η αξιοπιστία των εκτιμήσεων των μηχανικών κρίνεται ικανοποιητική, καθώς οι περισσότερες μεγάλες τράπεζες διαθέτουν μηχανισμό εκπαίδευσης, εποπτείας και ελέγχου των εκτιμήσεων αυτών, ενώ, με βάση τα έντυπα που συμπληρώνουν κατά την εκτίμησή τους οι μηχανικοί, απαιτείται σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις να προβαίνουν σε πολύπλευρη τεκμηρίωση της εκτιμώμενης αξίας του ακινήτου.
- Παρά το διαφορετικό στάδιο ανάπτυξης στο οποίο βρίσκονται τα μηχανογραφικά συστήματα των επιμέρους τραπεζών, από τις συζητήσεις που έγιναν με τις ίδιες τις τράπεζες προέκυψε ότι σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις τα στοιχεία των εκτιμήσεών τους για την αξία των ακινήτων για την αγορά των οποίων χορηγούνται δάνεια είναι καταχωρημένα στα πληροφοριακά τους συστήματα. Με την έννοια αυτή τα στοιχεία αυτά ήταν "προσβάσιμα". Είναι ωστόσο γεγονός ότι το πλήθος των κυρίως ποιοτικών στοιχείων που συνοδεύουν κάθε εκτίμηση (τετραγωνικά μέτρα, όροφος, ύπαρξη γκαράζ, θέα κ.λπ.) διαφέρει από τράπεζα σε τράπεζα. Σε κάθε περίπτωση πάντως, ένας ελάχιστος αριθμός πολύ βασικών ποιοτικών δεδομένων για κάθε εκτίμηση ακινήτου ήταν διαθέσιμος από τις περισσότερες τράπεζες.
- Με δεδομένη την ηλεκτρονική καταγραφή από τις επιμέρους τράπεζες των ζητούμενων στοιχείων, εκτιμήθηκε ότι το κόστος διάθεσης των στοιχείων αυτών από πλευράς τραπεζών δεν είναι ιδιαίτερα υψηλό. Πρόκειται ουσιαστικά για το εφάπαξ κόστος δημιουργίας μιας μηχανογραφικής εφαρμογής, η οποία θα αντιγράφει τα δεδομένα αυτά από το πληροφοριακό σύστημα της συγκεκριμένης τράπεζας σε κάποιο ηλεκτρονικό αρχείο, του οποίου η μορφή θα έχει από πριν καθοριστεί με αυστηρό τρόπο.

Οι προηγούμενες διαπιστώσεις συζητήθηκαν από τις εμπλεκόμενες υπηρεσιακές μονάδες της ΤτΕ και τελικά αποφασίστηκε η συγκέντρωση των πρωτογενών στοιχείων των εκτιμήσεων οικιστικών ακινήτων από τις επιμέρους τράπεζες. Προς τούτο, εκδόθηκε στις 31.10.2008 Πράξη Διοικητή (ΠΔ/ΤΕ 2610/2008) με θέμα *"Υποβολή από τα πιστωτικά ιδρύματα στοιχείων σχετικά με τα οικιστικά ακίνητα τα οποία αποτελούν αντικείμενο χρηματοδότησης ή εξασφάλιση χορηγούμενων από τα πιστωτικά ιδρύματα δανείων"* στην οποία περιγράφονται αναλυτικά οι τεχνικές προδιαγραφές και οι άλλες επιμέρους επιλογές σχετικά με τα ζητούμενα στοιχεία.

Με βάση την ΠΔ/ΤΕ 2610, όλα τα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα (περιλαμβανομένων των εγκατεστημένων στην Ελλάδα υποκαταστημάτων πιστωτικών ιδρυμάτων που εδρεύουν σε τρίτες χώρες, καθώς και του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων) είναι υποχρεωμένα να υποβάλλουν στην ΤτΕ, σε περιοδική βάση, αναλυτικά στοιχεία σχετικά με την αξία και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των *οικιστικών* ακινήτων, τα οποία αποτελούν αντικείμενο χρηματοδότησης ή εξασφάλιση χορηγούμενων από τα πιστωτικά ιδρύματα δανείων. Ειδικότερα, τα σχετικά με την εμπορική αξία στοιχεία για τα επιμέρους οικιστικά ακίνητα βασίζονται στις εκτιμήσεις των μηχανικών των αρμόδιων υπηρεσιών των πιστωτικών ιδρυμάτων ή των συνεργαζόμενων με αυτά ιδιωτών μηχανικών. Στην έννοια των οικιστικών

Διάγραμμα 5 Μηχανισμός συγκέντρωσης στοιχείων για τα οικιστικά ακίνητα



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

ακινήτων περιλαμβάνονται τα διαμερίσματα, οι μονοκατοικίες, οι μεζονέτες, οι αποθήκες και οι χώροι στάθμευσης, καθώς και τα άρτια και οικοδομήσιμα οικόπεδα που προορίζονται για οικιστική χρήση.

Οι επιμέρους παράμετροι του συστήματος αναγγελίας στοιχείων της αγοράς οικιστικών ακινήτων παριστώνται γραφικά στο Διάγραμμα (ροής) 5. Όπως προκύπτει από το διάγραμμα αυτό, η υποβολή των εν λόγω στοιχείων γίνεται στο Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου σε κρυπτογραφημένη μορφή. Η πρώτη υποβολή στοιχείων (Φάση Α΄), κατά τα οριζόμενα στην ΠΔ/ΤΕ 2610/2008, ολοκληρώθηκε στις 20.1.2009 και αφορούσε τα οικιστικά ακίνητα, η εκτίμηση της αξίας των οποίων πραγματοποιήθηκε κατά την περίοδο από 1.1.2006 έως 31.12.2008.[8] Από το 2009 υποβάλλονται τα στοιχεία αυτά σε μηνιαία πλέον βάση (Φάση Β΄) εντός δεκαπέντε (15) εργάσιμων ημερών από το τέλος του μήνα αναφοράς, με πρώτο μήνα αναφοράς τον Ιανουάριο του 2009. Ως μήνας αναφοράς νοείται αυτός κατά τον οποίο πραγματοποιήθηκε η εκτίμηση της αξίας του ακινήτου από τον αρμόδιο μηχανικό.

Τα στοιχεία που αναγγέλλονται στην Τράπεζα της Ελλάδος με βάση την ΠΔ/ΤΕ 2610/2008 παρουσιάζονται αναλυτικά στον Πίνακα 4 και αναφέρονται χωριστά σε κάθε εκτίμηση οικιστικού ακινήτου. Συνοπτικά, περιλαμβάνουν τον κωδικό και το είδος του ακινήτου (διαμέρισμα, μονοκατοικία κ.λπ.), τον ακριβή προσδιορισμό της θέσης του (διεύθυνση, όροφος κ.λπ.), την παλαιότητά του (έτος κατασκευής και έκδοσης της σχετικής άδειας οικοδομής), την περιγραφή και το εμβαδόν των κύριων και βοηθητικών του χώρων (αποθήκης, θέσεων στάθμευσης κ.λπ.) και τις αντίστοιχες εμπορικές αξίες των χώρων αυτών, τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του (ποιότητα κατασκευής, περιβάλλων χώρος και θέση κ.ά.), το κόστος κατασκευής και την αντικειμενική του αξία, καθώς και τα στοιχεία του δανείου για το οποίο το ακίνητο αποτελεί μοναδική εξασφάλιση (κατηγορία δανείου, ποσό που έχει εγκριθεί και εκταμιευθεί, αξία υποθήκης κ.ά.).

8 Ωστόσο, ευπρόσδεκτα ήταν από την ΤτΕ και στοιχεία που αφορούσαν το διάστημα πριν από την 1.1.2006.

Πίνακας 4 Στοιχεία που αναγγέλλονται από τα πιστωτικά ιδρύματα στην ΤτΕ

Περιγραφή μεταβλητής	Είδος ακινήτου					
	Διαμέρισμα	Μονοκατοικία	Μεζονέτα	Αποθήκη	Θέση στάθμευσης	Οικόπεδο άρτιο και οικοδομήσιμο
1. Κωδικός ακινήτου	✓	✓	✓	✓	✓	✓
2. Είδος ακινήτου	✓	✓	✓	✓	✓	✓
3. Στοιχεία διεύθυνσης ακινήτου						
3.1 Οδός-αριθμός	✓	✓	✓	✓	✓	✓
3.2 Ταχυδρομικός κώδικας	✓	✓	✓	✓	✓	✓
3.3 Δήμος ή Κοινότητα	✓	✓	✓	✓	✓	✓
3.4 Περιοχή	✓	✓	✓	✓	✓	✓
3.5 Νομός	✓	✓	✓	✓	✓	✓
4. Ημερομηνία διενέργειας της εκτίμησης	✓	✓	✓	✓	✓	✓
5. Παλαιότητα ακινήτου	Συμπληρώνεται υποχρεωτικά ένα τουλάχιστον από τα πεδία 5.1 και 5.2					
5.1 Έτος έκδοσης ή τελευταίας αναθεώρησης κατασκευαστικής άδειας	✓	✓	✓	✓	✓	
5.2 Έτος ολοκλήρωσης των εργασιών κατασκευής/ανακατασκευής	✓	✓	✓	✓	✓	
6. Όροφος	✓	✓	✓	✓	✓	
7. Στοιχεία εμβαδού ακινήτου						
7.1 Συνολικό εμβαδόν οικοπέδου		✓				✓
7.2 Συνολικό εμβαδόν χώρων κύριας χρήσης	✓	✓	✓			
7.3 Συνολικό εμβαδόν ημιυπαίθριων χώρων και σοφίτας	✓	✓	✓			
8. Στοιχεία αποθηκών και θέσεων στάθμευσης						
8.1 Αριθμός αποθηκών (με ‰ στο οικόπεδο)	✓	✓	✓	✓		
8.2 Συνολικό εμβαδόν αποθηκών (με ‰ στο οικόπεδο)	✓	✓	✓	✓		
8.3 Αριθμός θέσεων στάθμευσης (με ‰ στο οικόπεδο)	✓	✓	✓		✓	
8.4 Συνολικό εμβαδόν χώρων στάθμευσης (με ‰)	✓	✓	✓		✓	
8.5 Αριθμός αποθηκών – παρακολουθήματα	✓	✓	✓			
8.6 Αριθμός θέσεων στάθμευσης – παρακολουθήματα	✓	✓	✓			
9. Άλλα ποιοτικά χαρακτηριστικά ακινήτου						
9.1 Εξαιρετική ποιότητα κατασκευής	✓	✓	✓			
9.2 Προνομιακή θέση/θέα/περιβάλλον	✓	✓	✓			
9.3 Πρόσφατα ανακαινισμένο	✓	✓	✓			
9.4 Υποβαθμισμένη θέση/περιοχή/σε κακή κατάσταση	✓	✓	✓			
10. Στοιχεία αξίας οικιστικού ακινήτου						
10.1 Συνολική αξία οικοπέδου		✓				✓
10.2 Συνολική αξία ακινήτου	✓	✓	✓			
10.3 Συνολική αξία αποθηκών (με ‰ στο οικόπεδο)	✓	✓	✓	✓		
10.4 Συνολική αξία χώρων στάθμευσης (με ‰)	✓	✓	✓		✓	
10.5 Συνολικό κόστος κατασκευής	✓	✓	✓	✓	✓	
11. Συνολική αντικειμενική αξία ακινήτου	✓	✓	✓	✓	✓	✓
12. Στοιχεία δανείου στο οποίο το ακίνητο αποτελεί μοναδική εξασφάλιση						
12.1 Κατηγορία/σκοπός δανείου	✓	✓	✓	✓	✓	✓
12.2 Ημερομηνία πρώτης εκταμίευσης	✓	✓	✓	✓	✓	✓
12.3 Εγκριθέν συνολικό ποσό δανείου	✓	✓	✓	✓	✓	✓
12.4 Συνολικό ποσό δανείου που έχει ήδη εκταμιευθεί	✓	✓	✓	✓	✓	✓
12.5 Συνολική αξία υποθήκης ή και προσημείωσης	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.
✓Το αντίστοιχο πεδίο συμπληρώνεται (αν και για κάποιες εγγραφές μπορεί να μη λαμβάνει τιμή).
✓Το αντίστοιχο πεδίο συμπληρώνεται υποχρεωτικά, με την έννοια ότι ολόκληρη η αντίστοιχη εγγραφή δεν θα γίνεται αποδεκτή από το σύστημα χωρίς τιμή στο εν λόγω πεδίο.
Τα πεδία σε γκρίζο φόντο δεν αναγγέλλονται.

5. Παρουσίαση στοιχείων για τα οικιστικά ακίνητα

Πραγματοποιήθηκε με επιτυχία η συγκέντρωση των αναλυτικών στοιχείων εκτιμήσεων οικιστικών ακινήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα κατ' εφαρμογήν της ΠΔ/ΤΕ 2610/31.10.08. Τα αναλυτικά αποτελέσματα της α΄ φάσης, που απαιτούσε την αναγγελία (έως 20.1.2009) των εκτιμήσεων για την περίοδο 2006-08 έχουν ως εξής:

(α) Ο όγκος των στοιχείων που συγκεντρώθηκαν για την περίοδο 2006-08 και ο βαθμός ανταπόκρισης των τραπεζών κρίνεται ιδιαίτερα ικανοποιητικός. Όπως ήταν αναμενόμενο, σε λίγες περιπτώσεις διαπιστώθηκαν ορισμένα προβλήματα ως προς την ποιότητα και πληρότητα των εν λόγω εκτιμήσεων, καθώς η υποχρέωση αναγγελίας των εκτιμήσεων της α΄ φάσης αφορούσε στοιχεία προγενέστερα της ΠΔ/ΤΕ 2610/2008.

(β) Με εξαίρεση δύο μόνο πιστωτικά ιδρύματα που έλαβαν άδεια εξαίρεσης, το σύνολο των 40 περίπου πιστωτικών ιδρυμάτων που είχαν υπόλοιπο στεγαστικών δανείων το Δεκέμβριο του 2008 απέστειλαν το σχετικό μηχανογραφικό αρχείο εκτιμήσεων οικιστικών ακινήτων για την τριετία 2006-08. Το μερίδιο αυτών στο συνολικό υπόλοιπο των στεγαστικών δανείων το Δεκέμβριο του 2008 ήταν 88%.[9]

Μέχρι το τέλος Μαρτίου του 2009, στη βάση δεδομένων (εκτιμήσεων) οικιστικών ακινήτων που έχει δημιουργηθεί στο Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της Τράπεζας της Ελλάδος είχαν συγκεντρωθεί στοιχεία για περίπου 375 χιλιάδες οικιστικά ακίνητα, οι εκτιμήσεις της αξίας των οποίων έγιναν κυρίως την περίοδο Ιανουαρίου 2006-Φεβρουαρίου 2009.[10] Το 72,1% των εκτιμήσεων αυτών (270 χιλ.) αφορά διαμερίσματα, το 18,2% (ή 68 χιλ.) μονοκατοικίες, το 4,5% οικόπεδα άρτια και οικοδομήσιμα και το 4,5% μεζονέτες (βλ. Διάγραμμα 6). Το 33,8% του συνόλου των εκτιμήσεων αφορούσαν την Αθήνα, το 10,2% τη Θεσσαλονίκη, το 28,2% τις πρωτεύουσες των άλλων νομών και το υπόλοιπο 25,3% τις λοιπές λιγότερο αστικές, ημιαστικές και αγροτικές περιοχές. Ο αριθμός των εν λόγω εκτιμήσεων μειώθηκε το 2008 στις 98 χιλιάδες περίπου, έναντι 125 χιλιάδων το 2007. Φαίνεται επίσης να μειώνεται συνεχώς μετά το πρώτο τρίμηνο του 2007, φθάνοντας περίπου τις 24 χιλιάδες το γ΄ και τις 18 χιλιάδες το δ΄ τρίμηνο του 2008 (από 28 και 31 χιλιάδες τα αντίστοιχα τρίμηνα του 2007).

Το υλικό αυτό αξιοποιείται ήδη στην κατασκευή επιμέρους δεικτών τιμών των οικιστικών ακινήτων (βλ. Ενότητα 6 και, στον Πίνακα 1, τα στοιχεία για την περιοχή της Αθήνας).

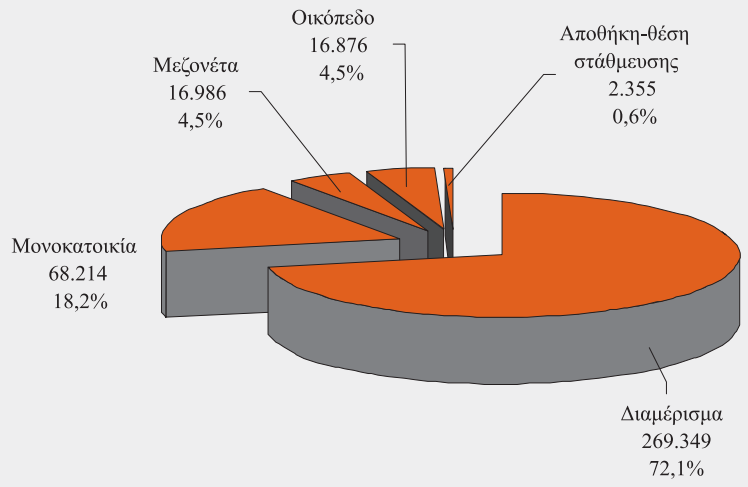
5.1 Δείκτες όγκου και αξίας συναλλαγών

Η μέθοδος που προκρίθηκε από την ΤτΕ για την αναγγελία όλων των εκτιμήσεων οικιστικών ακινήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα (απογραφική μέθοδος) παρουσιάζει το σημαντικό

9 Τα δύο πιστωτικά ιδρύματα που εξαιρέθηκαν από την α΄ φάση (λόγω ανυπέρβλητων δυσκολιών συμμετοχής) εντάχθηκαν κανονικά στο σύστημα και συμμετέχουν πλέον στην αποστολή των μηνιαίων αρχείων της β΄ φάσης.

10 Αξίζει να αναφερθεί ότι περίπου 67.000 εκτιμήσεις οικιστικών ακινήτων είχαν ημερομηνία εκτίμησης προγενέστερη της 1.1.2006 και ως εκ τούτου αναγγέλθηκαν στην ΤτΕ με πρωτοβουλία των ίδιων των πιστωτικών ιδρυμάτων, χωρίς αυτό να απορρέει ως υποχρέωσή τους από την ΠΔ/ΤΕ 2610/2008.

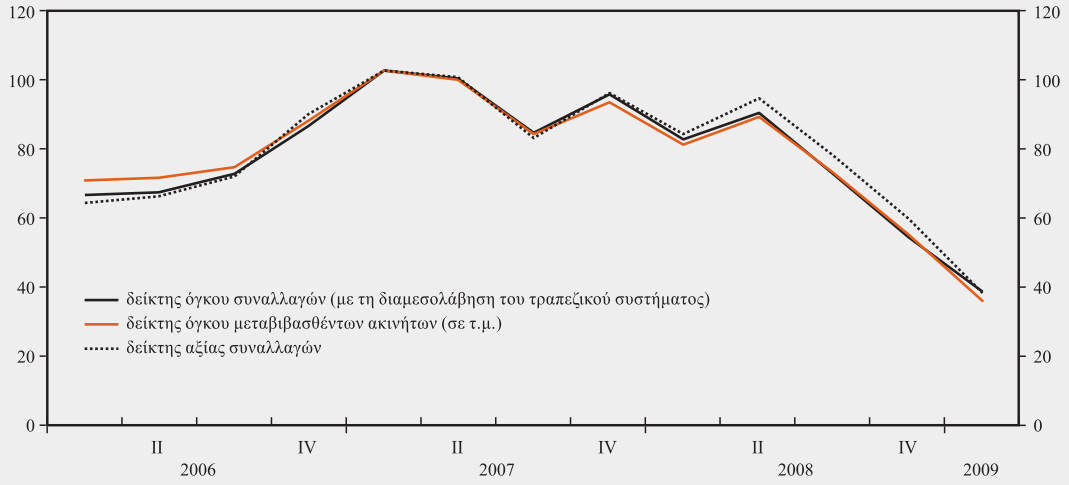
Διάγραμμα 6 Εκατοστιαία κατανομή εκτιμήσεων για τα οικιστικά ακίνητα κατά είδος ακινήτου (2006-α΄τρ. 2009)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Αγοράς Ακινήτων.

Διάγραμμα 7 Διαχρονική μεταβολή των δεικτών όγκου και αξίας συναλλαγών

(α' τρίμηνο 2007=100)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

πλεονέκτημα ότι επιτρέπει την εκτίμηση δεικτών όγκου και αξίας συναλλαγών με την αξιοποίηση αυτού του στατιστικού υλικού βάσει ορισμένων υποθέσεων. Ειδικότερα, η βασική υπόθεση που γίνεται για το σκοπό αυτό είναι ότι το μερίδιο των συναλλαγών σε οικιστικά ακίνητα που πραγματοποιούνται με τη διαμεσολάβηση (χρηματοδότηση, αντικείμενο εξασφάλισης κ.λπ.) του τραπεζικού συστήματος επί του συνόλου των συναλλαγών σε οικιστικά ακίνητα δεν

παρουσιάζει αξιόλογη μεταβολή διαχρονικά.[11] Με βάση την υπόθεση αυτή, εκτιμήθηκαν από το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων για την περίοδο από το α΄ τρίμηνο του 2006 έως το α΄ τρίμηνο του 2009 τρεις δείκτες, οι οποίοι απεικονίζονται στο Διάγραμμα 7. Ο δείκτης όγκου συναλλαγών (με βάση τον αριθμό των εκτιμήσεων ή των συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν με τη διαμεσολάβηση του τραπεζικού συστήματος), ο δείκτης όγκου μεταβιβασθέντων ακινήτων (με βάση τα τετραγωνικά μέτρα των οικιστικών ακινήτων που ανταλλάχθηκαν), καθώς και ο δείκτης της συνολικής αξίας των εν λόγω συναλλαγών.

Από τα στοιχεία αυτά προκύπτει η δραματική μείωση των παραπάνω δεικτών όγκου και αξίας συναλλαγών κατά το διάστημα από το γ΄ τρίμηνο του 2008 έως και το α΄ τρίμηνο του 2009 για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία. Η μείωση αυτή, όπως άλλωστε ήταν αναμενόμενο και λόγω της κρίσης, λαμβάνει ελαφρά μεγαλύτερες διαστάσεις στην περίπτωση του δείκτη της αξίας των συναλλαγών από ό,τι στους άλλους δύο δείκτες. Ειδικότερα, η μείωση του δείκτη αξίας συναλλαγών έφθασε το 29,4% το α΄ τρίμηνο του 2009, έναντι 25,3% το τελευταίο τρίμηνο του 2008 και 19,6% το γ΄ τρίμηνο του ίδιου έτους.

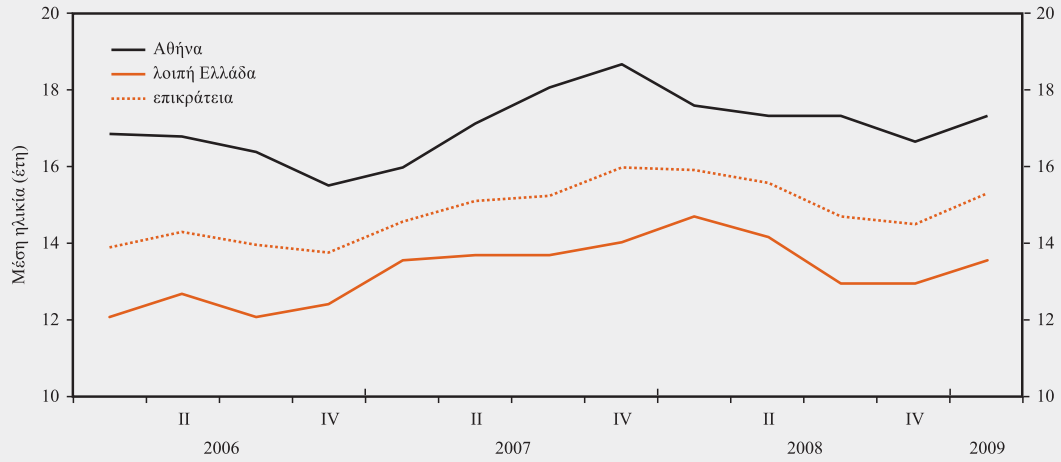
5.2 Ανάλυση στοιχείων διαμερισμάτων κατά ομάδα ηλικίας

Ως ηλικία του ακινήτου νοείται το διάστημα από το έτος ολοκλήρωσης της κατασκευής του έως την ημερομηνία εκτίμησης της αξίας του από τον αρμόδιο μηχανικό. Για τον υπολογισμό της ηλικίας κάθε ακινήτου, αξιοποιήθηκε η πληροφορία σχετικά με το έτος ολοκλήρωσης των εργασιών κατασκευής ή σημαντικής ανακατασκευής του οικιστικού ακινήτου. Όπου αυτή η πληροφορία δεν ήταν διαθέσιμη, το έτος κατασκευής του ακινήτου προσδιορίστηκε με βάση το έτος έκδοσης ή τελευταίας αναθεώρησης της άδειας κατασκευής του συν δύο έτη, που ήταν περίπου η μέση διάρκεια κατασκευής των οικιστικών ακινήτων που αναγγέλθηκαν.

Από την ανάλυση της ηλικίας των διαμερισμάτων που εκτιμήθηκαν και μεταβιβάστηκαν/πωλήθηκαν την περίοδο που εξετάζουμε (α΄ τρίμηνο 2006-α΄ τρίμηνο 2009) προκύπτουν τα εξής: Πρώτον, καταγράφεται διαχρονικά μια ελαφρά τάση υπέρ διαμερισμάτων μεγαλύτερης ηλικίας, και στην Αθήνα αλλά κυρίως στις άλλες περιοχές της χώρας (βλ. Διάγραμμα 8). Πράγματι, για το σύνολο της χώρας η μέση ηλικία των διαμερισμάτων αυξήθηκε από 13,9 έτη το α΄ τρίμηνο του 2006 σε 15,3 έτη το α΄ τρίμηνο του 2009. Η αύξηση της μέσης ηλικίας των διαμερισμάτων ήταν ιδιαίτερα σημαντική το τελευταίο τρίμηνο της εξεταζόμενης περιόδου (από 14,5 έτη το δ΄ τρίμηνο του 2008 σε 15,3 έτη το α΄ τρίμηνο του 2009). Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι το τρίμηνο αυτό η μέση ηλικία των διαμερισμάτων της Αθήνας (17,3 έτη) ήταν σημαντικά μεγαλύτερη έναντι των άλλων περιοχών (13,5 έτη). Δεύτερον, όσον αφορά την κατανομή κατά ομάδα ηλικίας των διαμερισμάτων που εκτιμήθηκαν και αποτέλεσαν αντικείμενο αγοραπωλησίας στη

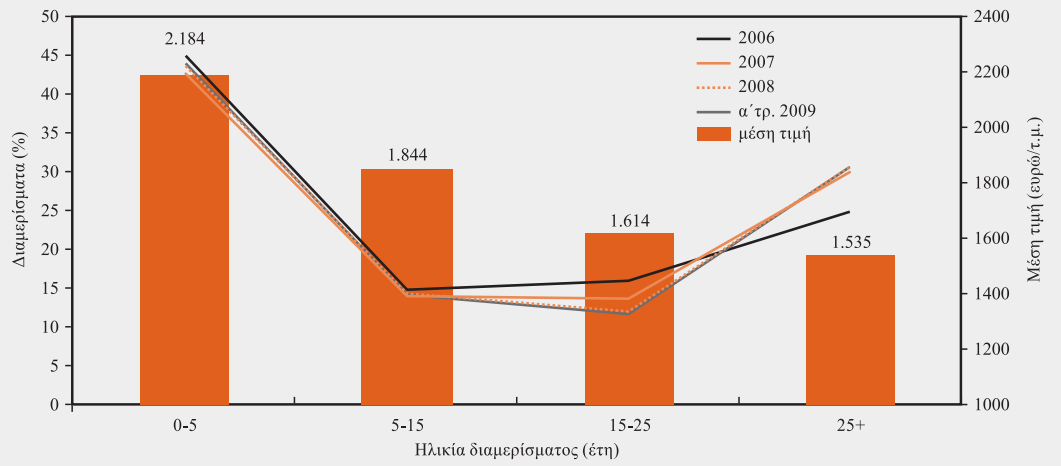
11 Όπως ήδη αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα, η υπόθεση αυτή ενδέχεται να μην ισχύει στην πρόσφατη περίοδο και ειδικότερα την περίοδο μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οπότε είναι πιθανό να αυξήθηκε το μερίδιο των συναλλαγών σε μετρητά στο σύνολο των συναλλαγών, καθώς οι τράπεζες περιόρισαν τα στεγαστικά δάνεια.

Διάγραμμα 8 Διαχρονική μεταβολή της μέσης ηλικίας των πωληθέντων διαμερισμάτων



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

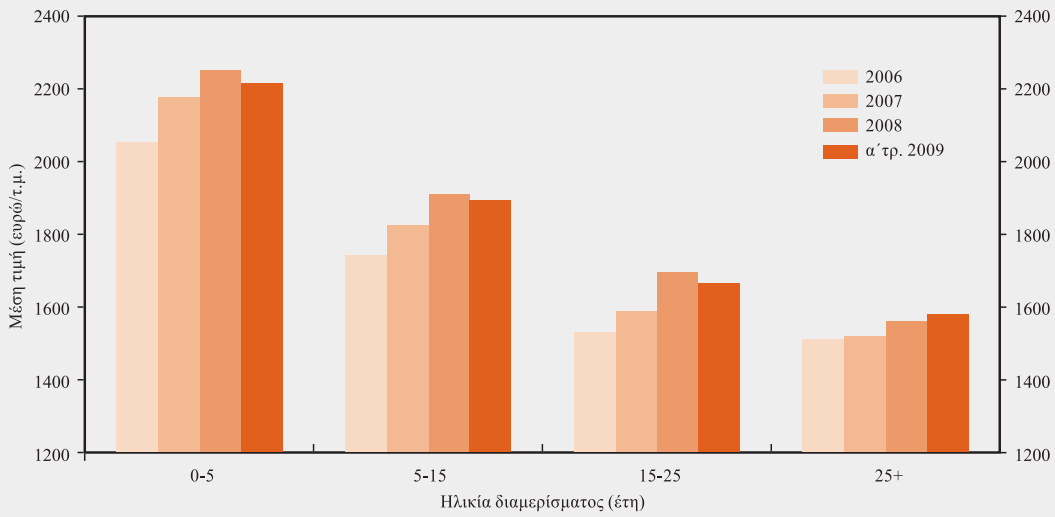
Διάγραμμα 9 Κατανομή (αριστερή κλίμακα) και μέση τιμή πωληθέντων διαμερισμάτων (δεξιά κλίμακα) κατά ομάδα ηλικίας



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, από την ανάλυση των στοιχείων προκύπτει ότι το 43,3% αυτών ήταν έως 5 ετών, το 14,2% ήταν από 5 έως 15 ετών, το 13,3% ήταν από 15 έως 25 ετών και το υπόλοιπο 29,2 % ήταν από 26 ετών και άνω (Διάγραμμα 9). Το ποσοστό των διαμερισμάτων της τελευταίας ηλικιακής ομάδας ήταν μεγαλύτερο το 2008 και το α΄ τρίμηνο του 2009 (30,4%) σε σχέση με το 2007 (29,9%) και κυρίως το 2006 (24,7%), γεγονός που επιβεβαιώνει τη στροφή των νοικοκυριών προς διαμερίσματα μεγαλύτερης ηλικίας κατά τα τελευταία έτη. Τρίτον, όπως ήταν αναμενόμενο και φαίνεται και από τα στοιχεία του Διαγράμματος 9, η μέση

Διάγραμμα 10 Διαχρονική μεταβολή της μέσης τιμής των πωληθέντων διαμερισμάτων κατά ομάδα ηλικίας



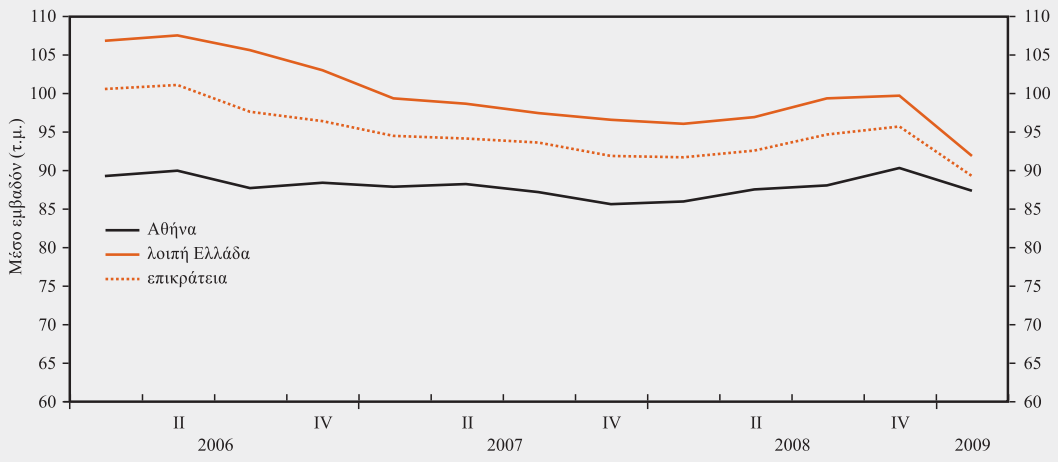
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο μειώνεται καθώς αυξάνεται η ηλικία του ακινήτου. Η μείωση αυτή είναι πιο σημαντική όταν μεταβαίνουμε από την πρώτη ηλικιακή ομάδα (0-5 ετών) προς τη δεύτερη (5-15 ετών) ηλικιακή ομάδα των διαμερισμάτων (μείωση 15,5%) και περιορίζεται σταδιακά στη συνέχεια (μείωση 12,5% από τη δεύτερη στην τρίτη ομάδα και 4,9% από την τρίτη στην τέταρτη). Τέλος, σε όλες τις ηλικιακές ομάδες των πωληθέντων διαμερισμάτων η μέση τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο αυξάνεται διαχρονικά την περίοδο 2006-08. Ωστόσο, μείωση της τιμής αυτής καταγράφεται το α΄ τρίμηνο του 2009 σε όλες τις ηλικιακές ομάδες, με μοναδική εξαίρεση τα μεγαλύτερης ηλικίας διαμερίσματα, από 25 ετών και άνω (βλ. Διάγραμμα 10). Αυτό πιθανότατα μπορεί να αποδοθεί στην αυξημένη ζήτηση από την πλευρά των νοικοκυριών για διαμερίσματα σχετικά μεγαλύτερης ηλικίας και κατά συνέπεια μικρότερης αξίας.

5.3 Ανάλυση στοιχείων διαμερισμάτων με βάση το μέγεθος

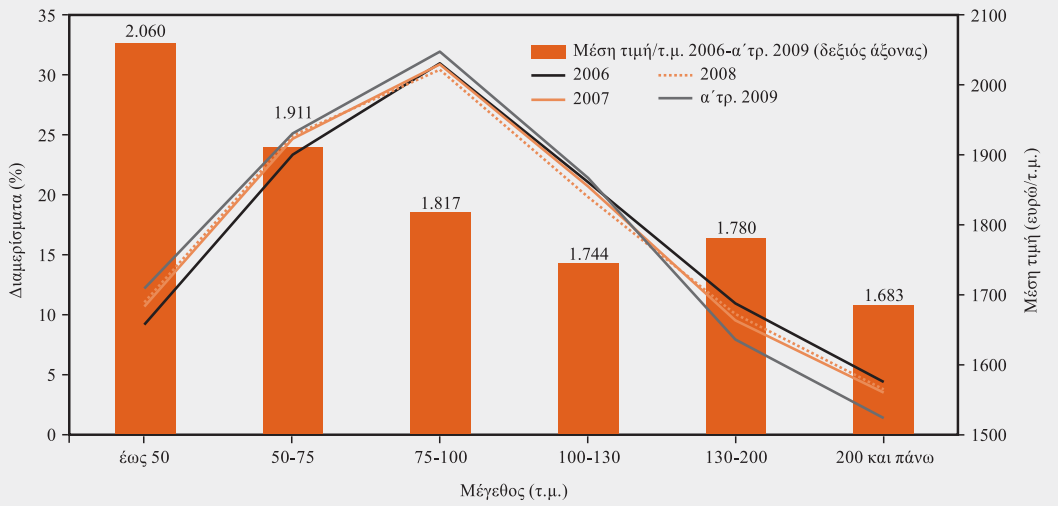
Από την ανάλυση του μεγέθους (εμβαδού σε τ.μ.) των πωληθέντων διαμερισμάτων κατά την εξεταζόμενη περίοδο προκύπτει μια σαφής διαχρονική τάση και στροφή των προτιμήσεων των νοικοκυριών προς διαμερίσματα μικρότερου εμβαδού. Για το σύνολο της χώρας το μέσο εμβαδόν των διαμερισμάτων μειώθηκε από 100,7 τ.μ. το α΄ τρίμηνο του 2006 σε 95,7 τ.μ. το τελευταίο τρίμηνο του 2008 και σε 89,3 τ.μ. το α΄ τρίμηνο του 2009. Ακόμη πιο σημαντική ήταν η μείωση του εμβαδού των διαμερισμάτων για τις περιοχές εκτός της Αθήνας (από 106,9 τ.μ. το α΄ τρίμηνο του 2006 σε 92,0 το α΄ τρίμηνο του 2009). Ας σημειωθεί επίσης το μικρότερο, αλλά διαχρονικά συγκλίνον, μέσο μέγεθος των διαμερισμάτων της Αθήνας σε σχέση με τις άλλες περιοχές (βλ. Διάγραμμα 11).

Διάγραμμα 11 Διαχρονική μεταβολή του μέσου εμβαδού των πωληθέντων διαμερισμάτων



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

Διάγραμμα 12 Κατανομή (αριστερή κλίμακα) και μέση τιμή πωληθέντων διαμερισμάτων (δεξιά κλίμακα) κατά τάξη μεγέθους



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

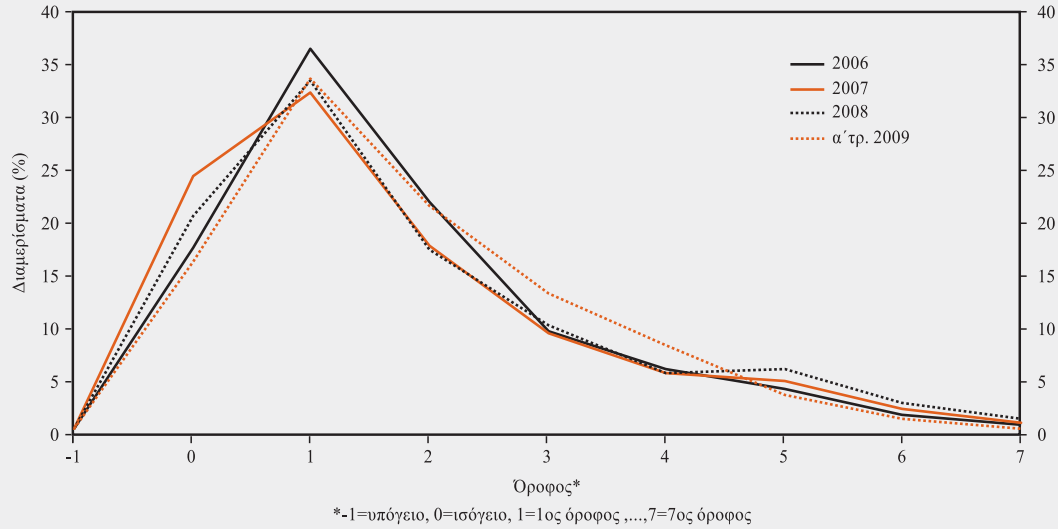
Από ττα στοιχεία του Διαγράμματος 12 προκύπτει ότι περίπου τα 2/3 των διαμερισμάτων που εκτιμήθηκαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο είχαν εμβαδόν έως 100 τ.μ. (περίπου το 10% είχε εμβαδόν έως 50 τ.μ., το 25% ήταν από 50 έως 75 τ.μ. και το 30% από 75 έως 100 τ.μ.). Μόλις το 13,9% των διαμερισμάτων που μεταβιβάστηκαν το 2008 ήταν εμβαδού μεγαλύτερου από 130 τ.μ., ενώ το ποσοστό αυτό μειώθηκε ακόμη περισσότερο (σε 9,4%) το α΄ τρίμηνο του 2009. Όσον αφορά τη σχέση μεταξύ μέσης τιμής ανά τετραγωνικό μέτρο και του μεγέθους του ακινήτου, από

την ανάλυση των στοιχείων των διαμερισμάτων προκύπτει σαφής μείωση της μέσης τιμής ανά τετραγωνικό μέτρο με την αύξηση του μεγέθους του ακινήτου. Π.χ. η μέση τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο όλων των εκτιμηθέντων διαμερισμάτων κατά την εξεταζόμενη περίοδο μειώνεται από 2.060 ευρώ για τα διαμερίσματα με εμβαδόν έως 50 τ.μ. σε 1.911 ευρώ για τα διαμερίσματα από 50 έως 75 τ.μ. και σε 1.817 ευρώ για τα ακόμη μεγαλύτερα διαμερίσματα (75 έως 100 τ.μ.). Αυτό μπορεί να αποδοθεί στο ότι τα μικρότερα διαμερίσματα είναι προσιτά σε μεγαλύτερο αριθμό νοικοκυριών και κατά συνέπεια η ζήτησή τους είναι αυξημένη. Από την άλλη πλευρά βεβαίως, μπορεί να υπάρχουν και οικονομίες κλίμακας που περιορίζουν το μέσο κόστος κατασκευής ανά τετραγωνικό μέτρο στα μεγαλύτερα διαμερίσματα.

5.4 Ανάλυση στοιχείων διαμερισμάτων κατά όροφο

Ο όροφος στον οποίο βρίσκεται κάθε διαμέρισμα ήταν ένα από τα υποχρεωτικά πεδία των αναγγελλόμενων στοιχείων οικιστικών ακινήτων, καθώς αυτό το ποιοτικό χαρακτηριστικό μπορεί να μεταβάλλεται διαχρονικά και επιπλέον επηρεάζει την τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο των πωληθέντων διαμερισμάτων. Πράγματι, όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 13, οι καμπύλες κατανομής των επιμέρους ορόφων μετατοπίζονται διαχρονικά ελαφρώς προς τα δεξιά (δηλ. προς υψηλότερο όροφο). Για το σύνολο των εκτιμήσεων της εξεταζόμενης περιόδου, 21,5% των πωληθέντων διαμερισμάτων βρίσκονταν στο ισόγειο, έναντι 33,6%, 18,7% και 10% που βρίσκονταν στον πρώτο, δεύτερο και τρίτο όροφο αντίστοιχα.[12]

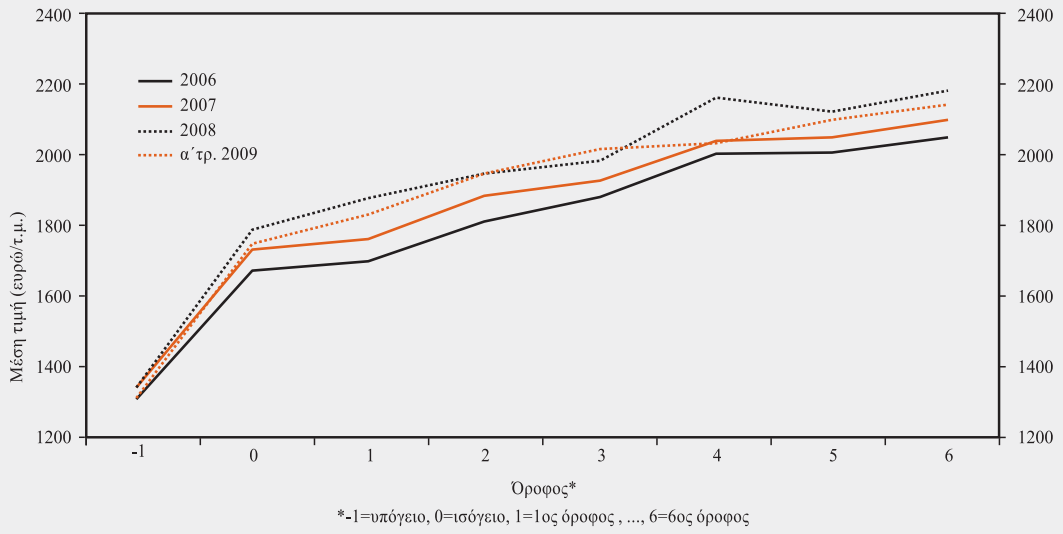
Διάγραμμα 13 Κατανομή διαμερισμάτων κατά όροφο



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

12 Διαχρονικά καταγράφεται μικρή αύξηση του μέσου ορόφου των πωληθέντων διαμερισμάτων από 1,65 το 2007 σε 1,76 το 2008 και 1,85 το α΄ τρίμηνο του 2009.

Διάγραμμα 14 Μέση τιμή διαμερισμάτων κατά όροφο



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

Από την ανάλυση της μέσης τιμής του τετραγωνικού μέτρου κατά όροφο προέκυψαν ορισμένα ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Όπως ήταν αναμενόμενο, η μέση τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο αυξάνεται ανάλογα με τον όροφο στον οποίο βρίσκεται το συγκεκριμένο διαμέρισμα. Η αύξηση αυτή είναι πολύ σημαντική και φθάνει περίπου στο 30%, καθώς μεταβαίνουμε από διαμέρισμα υπογείου (λίγες περιπτώσεις) σε ισόγειο διαμέρισμα. Στη συνέχεια καταγράφονται αυξήσεις της τιμής του τετραγωνικού μέτρου κατά 2,8%, 5,5%, 2,7% και 6,8%, καθώς μεταβαίνουμε σε διαμερίσματα πρώτου, δεύτερου, τρίτου και τέταρτου ορόφου αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα 14). Διαχρονικά καταγράφονται παρόμοιες μεταβολές της μέσης τιμής ανά τ.μ. από όροφο σε όροφο.

Από την οικονομετρική διερεύνηση της σχέσης που συνδέει τη μεταβολή της αξίας των διαμερισμάτων ανά τετραγωνικό μέτρο ανάλογα με τον όροφο (-1 = υπόγειο, 0 = ισόγειο, 1, 2, …, 6 και άνω) προέκυψε μια μέση αύξηση από όροφο σε όροφο 3,5%, η οποία μάλιστα διατηρείται σχετικά σταθερή για τα επιμέρους έτη. Το εύρημα αυτό αξιοποιείται στη συνέχεια για την κατασκευή του δείκτη τιμών ακινήτων, καθώς η στρωματοποίηση των δεδομένων με βάση τον όροφο ανάγεται στη μετατροπή των διαμερισμάτων σε ισοδύναμα διαμερίσματα πρώτου ορόφου με βάση την προηγούμενη σχέση.

6. Δείκτες τιμών οικιστικών ακινήτων

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται συνοπτικά οι εναλλακτικές τεχνικές, καθώς και τα επιμέρους προβλήματα που, με βάση τη διεθνή εμπειρία, έχει να αντιμετωπίσει κάθε προσπάθεια εκτίμησης δεικτών τιμών ακινήτων. Παρουσιάζεται επίσης η μεθοδολογία που αξιοποιήθηκε

στη φάση αυτή από το τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ για την εκτίμηση των πρώτων δεικτών τιμών ακινήτων στο πλαίσιο της νέας της πρωτοβουλίας για τη συγκέντρωση αναλυτικών στοιχείων από το τραπεζικό σύστημα.

Εκτιμάται ότι η πρωτοβουλία αυτή της ΤτΕ θα συμβάλει ουσιαστικά στη βελτίωση της διαθέσιμης πληροφόρησης για την καταγραφή των βραχυχρόνιων εξελίξεων και την αξιόπιστη και τακτική απεικόνιση των τάσεων και των προοπτικών της αγοράς ακινήτων στη χώρα μας. Ο δείκτης τιμών ακινήτων θα αποβεί χρήσιμος για όλους. Η Τράπεζα Ελλάδος θα έχει πλέον στη διάθεσή της ένα σημαντικό εργαλείο για την αποτελεσματικότερη ανάλυση και κατανόηση των οικονομικών εξελίξεων αλλά και την άσκηση του εποπτικού της ρόλου. Ανάλογα οφέλη από τη δημοσιοποίηση του δείκτη αυτού θα προκύψουν και για τις εμπορικές τράπεζες, αλλά και για τους άλλους παράγοντες της αγοράς ακινήτων (κτηματομεσιτικά γραφεία, κατασκευαστικές εταιρίες, διαχειριστές χαρτοφυλακίων, επενδυτές κ.λπ.) και κατά συνέπεια για την ίδια την αγορά. Η χρησιμότητα ενός τέτοιου δείκτη είναι πολλαπλή, μεταξύ άλλων, για την:

- παρακολούθηση των εξελίξεων στις τιμές των ακινήτων με συστηματικό και διαχρονικά συνεπή τρόπο,
- ανάλυση των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων και αξιολόγηση των επιδράσεών τους στη σταθερότητα και την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος,
- διευκόλυνση του εποπτικού ρόλου της ΤτΕ,
- διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας, καθώς οι εξελίξεις στις τιμές των ακινήτων επηρεάζουν τον πληθωρισμό και άλλες πολύ σημαντικές μακροοικονομικές μεταβλητές (κατανάλωση, επενδύσεις κ.λπ.),
- ενίσχυση της αγοράς ακινήτων μέσω της καλύτερης πληροφόρησης,
- αποτίμηση της αξίας των επενδυτικών χαρτοφυλακίων (εμπορικών τραπεζών – "Βασιλεία ΙΙ", επενδυτών κ.λπ.) και την αποτελεσματικότερη διαχείρισή τους από πλευράς κινδύνου,
- εκτίμηση της απόδοσης εναλλακτικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων που περιέχουν ακίνητα,
- ενίσχυση επενδυτικών πρωτοβουλιών στην αγορά ακινήτων από εγχώριους και ξένους επενδυτές και τη
- διευκόλυνση του έργου των φορέων άσκησης πολιτικής, καθώς και των εμπλεκομένων με την αγορά ακινήτων (εκτιμητών, κτηματομεσιτών κ.λπ.).

6.1 Εναλλακτικές τεχνικές εκτίμησης Δεικτών Τιμών Ακινήτων: διεθνής εμπειρία

Ο δείκτης τιμών ακινήτων πρέπει γενικά να αποτυπώνει τις μεταβολές στις τιμές των κατοικιών με έναν απλό, συστηματικό και διαχρονικά συνεπή τρόπο. Ο απλούστερος τρόπος να κατασκευαστεί ένας τέτοιος δείκτης θα ήταν μέσω του υπολογισμού του αριθμητικού μέσου των τιμών (ανά τετραγωνικό μέτρο) όλων των διαθέσιμων κατοικιών. Κάτι τέτοιο βέβαια δεν είναι εύκολο, καθώς δεν είναι διαθέσιμη η αναγκαία πληροφόρηση για τις τιμές ολόκληρου του αποθέματος των κατοικιών και επιπλέον μια τέτοια προσπάθεια καταγραφής θα ήταν ιδιαίτερα

χρονοβόρα και δαπανηρή. Για το λόγο αυτό, σχεδόν όλες οι προσπάθειες εκτίμησης δεικτών τιμών ακινήτων αξιοποιούν τις τιμές των προς πώληση ή των πωληθέντων ακινήτων (και όχι του συνολικού αποθέματος μιας χώρας ή μιας περιοχής). Θα πρέπει ωστόσο να λαμβάνεται υπόψη ότι τα ακίνητα που ανταλλάσσονται πιθανόν να μην είναι πάντοτε αντιπροσωπευτικά του διαθέσιμου αποθέματος ακινήτων.

Από την άλλη πλευρά, η κατασκευή δεικτών τιμών ακινήτων παρουσιάζει ορισμένες εγγενείς δυσκολίες που σχετίζονται με την ακριβή αποτύπωση της αξίας των ακινήτων. Οι δυσκολίες αυτές έχουν να κάνουν κυρίως με τη μεγάλη ανομοιογένεια του προϊόντος (κατοικία), τη συχνή αδυναμία καταγραφής της πραγματικής τιμής της συναλλαγής, αλλά και τις διαχρονικές μεταβολές στη σύνθεση των ακινήτων που ανταλλάσσονται σε κάθε περίοδο. Στην περίπτωση της Ελλάδος, κυρίως για φορολογικούς λόγους, η τελική τιμή αγοραπωλησίας ενός ακινήτου συνήθως δεν είναι διαθέσιμη, με αποτέλεσμα οι τιμές οι οποίες εμφανίζονται στα συμβόλαια που κατατίθενται στα υποθηκοφυλακεία (συνήθως οι "αντικειμενικές"), στις αιτήσεις για στεγαστικά δάνεια ή ακόμη και στις εκτιμήσεις των μηχανικών να μην αντανακλούν με ακρίβεια τις πραγματικές τιμές.

Με βάση τη διεθνή εμπειρία, οι εναλλακτικές τεχνικές κατάρτισης δεικτών τιμών ακινήτων μπορούν να ομαδοποιηθούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Στον υπολογισμό απλών μέσων (ή διάμεσων) τιμών για την αξία (ανά τ.μ.) των ανταλλασσόμενων ακινήτων και στην κατασκευή δεικτών σταθερής ποιότητας (constant-quality measures). Η χρήση του αριθμητικού ή του γεωμετρικού μέσου (ή και της διαμέσου) των επιμέρους τιμών για την κατασκευή ενός δείκτη τιμών αποτελεί μια απλή και εύκολη προσέγγιση, αλλά έχει σημαντικά μειονεκτήματα. Το κύριο πρόβλημα έγκειται στο ότι οι δείκτες αυτοί δεν μπορούν να διακρίνουν ποιο τμήμα από τη μεταβολή της τιμής οφείλεται στη μεταβολή των ποιοτικών χαρακτηριστικών, στην τιμή αυτή καθαυτή ή στη σύσταση του δείγματος. Κατά συνέπεια, οι δείκτες αυτοί δεν αποτυπώνουν με αξιόπιστο τρόπο τη μεταβολή της τιμής ενός αντιπροσωπευτικού ακινήτου ή του συνολικού αποθέματος των κατοικιών.

Η δεύτερη κατηγορία δεικτών, οι δείκτες σταθερής ποιότητας χρησιμοποιούνται πλέον πιο συστηματικά διεθνώς, καθώς προσεγγίζουν ικανοποιητικότερα την τιμή του αντιπροσωπευτικού ακινήτου και τη διαχρονική της μεταβολή. Η εκτίμηση των δεικτών αυτών παρουσιάζει ορισμένες δυσκολίες στην τυποποίηση των επιμέρους χαρακτηριστικών των ακινήτων για τη διατήρηση σταθερής διαχρονικά της ποιότητας του αντιπροσωπευτικού ακινήτου. Ο τρόπος προσέγγισης του ζητήματος αυτού έχει οδηγήσει σε εναλλακτικές μεθοδολογικές τεχνικές, με σημαντικότερες τις εξής:[13]

- συνδυασμένη τυποποίηση (mix adjustment),

13 Για μια επισκόπηση των μεθόδων αυτών, βλ. Silver & Heravi (2005, 2007), IMF (2004, 2006), ILO (2004), Gouriéroux & Laferrère (2006), de Haan (2004), Meese & Wallace (1997), Lum (2004).

- ηδονικά υποδείγματα (hedonic models),
- επαναλαμβανόμενες πωλήσεις (repeat sales) και
- υβριδικά υποδείγματα ή συνδυασμοί των παραπάνω.

Η προσέγγιση της συνδυασμένης τυποποίησης (mix adjustment) εκτιμά ένα μέσο σταθμισμένο δείκτη με βάση ένα σταθερό και διαχρονικά ίδιο συνδυασμό ("καλάθι") ακινήτων. Δημιουργούνται ομάδες ακινήτων με ίδια χαρακτηριστικά, υπολογίζεται η μέση τιμή κατά ομάδα και οι τιμές αυτές σταθμίζονται με αντίστοιχους συντελεστές στάθμισης. Είναι προφανές ότι η αξιοποίηση όλων των ποιοτικών χαρακτηριστικών στον καθορισμό του "τυπικού" συνδυασμού ακινήτων δεν είναι δυνατή, καθώς μειώνεται ο αριθμός των διαθέσιμων συναλλαγών με την αύξηση των κριτηρίων τυποποίησης των ακινήτων. Στην περίπτωση του Ην. Βασιλείου, για τον υπολογισμό της μέσης τιμής κατά ομοιογενή ομάδα ακινήτων χρησιμοποιούνται ηδονικά υποδείγματα, τα οποία παρουσιάζονται στη συνέχεια.

Η ηδονική προσέγγιση αποτελεί μια εναλλακτική λύση στο πρόβλημα της διαχρονικής σύγκρισης των τιμών ποιοτικά μεταβαλλόμενων αγαθών (ILO, 2004). Η βασική υπόθεση των ηδονικών υποδειγμάτων είναι ότι κάθε κατοικία προσδιορίζεται από το συνδυασμό ενός σταθερού αριθμού χαρακτηριστικών (quality mix), ο οποίος εισέρχεται στη συνάρτηση χρησιμότητας του καταναλωτή. Με άλλα λόγια, υπάρχει μια συναρτησιακή σχέση μεταξύ της τιμής κάθε κατοικίας (P) και των χαρακτηριστικών της (έστω X), δηλαδή $P=f(X)$. Η σχέση αυτή εξειδικεύει μια έμμεση ή ηδονική τιμή για κάθε χαρακτηριστικό της κατοικίας. Π.χ. όταν η τιμή του αγαθού έχει τη μορφή μιας λογαριθμικής συνάρτησης, οι έμμεσες τιμές των επιμέρους χαρακτηριστικών δίδονται από τους εκτιμημένους συντελεστές της ηδονικής εξίσωσης που εξειδικεύεται. Έτσι, η ηδονική προσέγγιση είναι βασικά μια διαδικασία δύο σταδίων. Στο πρώτο στάδιο εφαρμόζεται η εμπειρική ανάλυση παλινδρόμησης για να εκτιμηθεί η σημασία των χαρακτηριστικών του ακινήτου για τη διαμόρφωση της τιμής του. Η σημασία των επιμέρους χαρακτηριστικών εκφράζεται ουσιαστικά από την τιμή του συντελεστή της εξίσωσης που εκτιμάται. Στο δεύτερο στάδιο, αυτοί οι εκτιμημένοι συντελεστές χρησιμοποιούνται με διάφορους εναλλακτικούς τρόπους (τύπους) για την κατασκευή του δείκτη τιμών ακινήτων, ο οποίος κατ' ουσίαν αποτελεί την τιμή ενός ιδεατού ακινήτου που συνδυάζει αντιπροσωπευτικές ποσότητες των επιμέρους χαρακτηριστικών.

Στην ηδονική προσέγγιση ο δείκτης τιμών υπολογίζεται πολύ συχνά με την αξιοποίηση των λεγόμενων χρονικών "ψευδομεταβλητών". Η επιλογή αυτή είναι πολύ δημοφιλής λόγω της σχετικής μαθηματικής της ευκολίας και απλότητας στον υπολογισμό των δεικτών τιμών. Κατά την προσέγγιση αυτή, η οικονομετρική εξίσωση που εκτιμάται περιλαμβάνει στην αριστερή πλευρά, ως εξαρτημένη μεταβλητή, το λογάριθμο των τιμών των ακινήτων, ενώ στη δεξιά πλευρά, ως ερμηνευτικές μεταβλητές, εκτός των χαρακτηριστικών του ακινήτου, περιλαμβάνει και ψευδομεταβλητές οι οποίες αποτυπώνουν το έτος ή το τρίμηνο αναφοράς/εκτίμησης της συγκεκριμένης τιμής. Με τη χρήση μιας ημιλογαριθμικής συναρτησιακής μορφής, οι δείκτες

τιμών λαμβάνονται από τους αντιλογαρίθμους των συντελεστών των χρονικών ψευδομεταβλητών και για το λόγο αυτό η συγκεκριμένη εξειδίκευση αποκαλείται συχνά και μέθοδος του "άμεσου ηδονικού δείκτη".

Η εφαρμογή της ηδονικής τεχνικής στις στατιστικές τιμών έχει να αντιμετωπίσει δύο πρακτικά προβλήματα. Πρώτον, να καθορίσει ποια χαρακτηριστικά του ακινήτου θα συμπεριληφθούν στην ανάλυση[14] και, δεύτερον, να προσδιορίσει την καλύτερη δυνατή συναρτησιακή σχέση (εκθετική, λογαριθμική, ημιλογαριθμική κ.λπ.) που συνδέει τα χαρακτηριστικά αυτά με την τιμή του ακινήτου. Η μη χρησιμοποίηση όλων των μεταβλητών ή χαρακτηριστικών στην εκτίμηση των δεικτών τιμών ακινήτων δημιουργεί ορισμένα οικονομετρικά και μεθοδολογικά προβλήματα, ενώ από την άλλη πλευρά η αύξηση των ερμηνευτικών μεταβλητών μειώνει τους βαθμούς ελευθερίας του υποδείγματος και απαιτεί πρόσθετη πληροφόρηση. Με άλλα λόγια, ο περιορισμένος αριθμός συναλλαγών, καθώς αυξάνονται τα κριτήρια τυποποίησης των ακινήτων, αποτελεί ένα ακόμα πρόβλημα στην εφαρμογή της ηδονικής προσέγγισης, όπως άλλωστε και όλων των προσεγγίσεων των δεικτών σταθερής ποιότητας.

Η τεχνική των ηδονικών υποδειγμάτων είναι πλέον ευρέως διαδεδομένη. Από την επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας προκύπτει ότι χρησιμοποιείται πλέον στις περισσότερες χώρες της ΕΕ για την εκτίμηση δεικτών τιμών των κατοικιών (Γερμανία, Γαλλία, Ην. Βασίλειο, Φινλανδία, Νορβηγία, Σλοβενία κ.ά.).[15] Στο Ην. Βασίλειο υφίσταται σημαντικός αριθμός δεικτών τιμών ακινήτων που αξιοποιούν την τεχνική αυτή (Dey-Chowdhury, 2007, Fenwick, 2006, Wood, 2003). Τέσσερις από τους πλέον γνωστούς αυτούς δείκτες και τα σχετικά χαρακτηριστικά τους παρατίθενται συνοπτικά στον Πίνακα 5.

Η προσέγγιση των επαναλαμβανόμενων πωλήσεων (repeat sales) βασίζεται στην καταγραφή της τιμής του ίδιου ακινήτου σε τουλάχιστον δύο διαφορετικές χρονικές περιόδους. Με τον τρόπο αυτό προσδιορίζεται η μεταβολή της τιμής του ακινήτου η οποία δεν συνδέεται με οποιαδήποτε μεταβολή των ποιοτικών του χαρακτηριστικών, εφόσον αφορά το ίδιο ακίνητο. Έτσι, το δείγμα των παρατηρήσεων που αξιοποιούνται από την προσέγγιση αυτή περιορίζεται μόνο στις κατοικίες που έχουν πωληθεί τουλάχιστον δύο φορές, ούτως ώστε τα χαρακτηριστικά του ακινήτου να παραμένουν αμετάβλητα. Ωστόσο, παραβλέπεται ότι με την

14 Τα ηδονικά υποδείγματα περιλαμβάνουν συνήθως τόσο πραγματικές συνεχείς μεταβλητές όσο και ψευδομεταβλητές στην περιγραφή των χαρακτηριστικών των ακινήτων που εξετάζουν. Οι πραγματικές μεταβλητές για τα ακίνητα (εμβαδόν, ηλικία ακινήτου κ.λπ.) εκφράζονται σε απόλυτες αριθμητικές τιμές, ενώ οι ψευδομεταβλητές λαμβάνουν την τιμή 1 εάν το ακίνητο έχει κάποιο συγκεκριμένο χαρακτηριστικό και 0 εάν δεν το διαθέτει (ύπαρξη αποθήκης, θέσης στάθμευσης, θέας κ.ο.κ.).

15 Για μια αναλυτική περιγραφή της ηδονικής προσέγγισης, όπως αυτή εφαρμόζεται στη Γαλλία, βλ. Gouriéroux & Laferrère (2006). Το πρωτογενές υλικό συγκεντρώνεται από τους συμβολαιογράφους βάσει των συμβολαίων αγοραπωλησίας. Για την εκτίμηση του δείκτη τιμών κατοικιών χρησιμοποιείται η μέθοδος των ηδονικών υποδειγμάτων, όπως αυτή έχει διαμορφωθεί από την αρμόδια στατιστική υπηρεσία. Τα χαρακτηριστικά που περιλαμβάνονται στην ανάλυση είναι η περιοχή και η γειτονιά, το είδος της κατοικίας, το εμβαδόν (σε τετραγωνικά μέτρα), το έτος κατασκευής, ο αριθμός δωματίων, ο αριθμός λουτρών, ο αριθμός χώρων στάθμευσης, ο όροφος, η ύπαρξη ή μη ανελκυστήρα και δωματίου υπηρεσίας. Η Σλοβενία εφαρμόζει μια απλούστερη εκδοχή της ηδονικής μεθόδου με βάση τα εξής χαρακτηριστικά: εμβαδόν, ηλικία, έτος ανακαίνισης, όροφος, θέρμανση, ανελκυστήρας, τηλέφωνο, ύδρευση, αποχέτευση, εισοδηματική κατάσταση περιοχής, προσανατολισμός ακινήτου, έτος συμβολαίου (Pavlin, 2006).

Πίνακας 5 Δείκτες τιμών ακινήτων για το Ηνωμένο Βασίλειο

	Department for Communities and Local Government (DCLG)	Nationwide[1]	Halifax[2]	Land Registry[3]
Πηγή	Τραπεζικό σύστημα	Στοιχεία δανείων Nationwide	Στοιχεία δανείων Halifax	Κτηματολόγιο
Τιμή	Ολοκλήρωση αγοράς	Έγκριση δανείου	Έγκριση δανείου	Συμβόλαιο πώλησης
Κάλυψη	Ην. Βασίλειο	Ην. Βασίλειο	Ην. Βασίλειο	Αγγλία και Ουαλλία
Μεταβλητές	• Τύπος • Νέο/παλαιό • Πρώτη κατοικία • Αριθμός δωματίων • Περιοχή • Είδος γειτονιάς • Είδος τοπικής αρχής	• Τύπος • Αριθμός δωματίων • Εμβαδόν • 2ο πάρκινγκ • Γκαράζ • Άνω των δύο λουτρών • Νέο • Περιοχή • Είδος γειτονιάς • Περιφέρεια	• Τύπος • Αριθμός δωματίων • Αριθμός θέσεων στάθμευσης • Εμβαδόν • Κήπος • Αριθμός λουτρών • Αριθμός WC • Ηλικία • Περιοχή	
Μεθοδολογία	Συνδυασμένη τυποποίηση & ηδονική προσέγγιση	Συνδυασμένη τυποποίηση & ηδονική προσέγγιση	Συνδυασμένη τυποποίηση & ηδονική προσέγγιση	Μέσος όρος, επαναλαμβανόμενες πωλήσεις (από 10/2006)
Στάθμιση	Δαπάνη	Όγκος πωλήσεων	Όγκος πωλήσεων	Δαπάνη
Μετρούμενο μέγεθος	Αξία πωληθέντων ακινήτων	Αξία αντιπροσωπευτικού ακινήτου Nationwide	Αξία αντιπροσωπευτικού ακινήτου Halifax	Αξία πωληθέντων ακινήτων
Εποχική διόρθωση	Όχι	Ναι	Ναι	Ναι

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων (με βάση την επισκόπηση της βιβλιογραφίας).
1 Nationwide Building Society: τραπεζικό ίδρυμα του Ην. Βασιλείου.
2 Halifax: τραπεζικό ίδρυμα του Ην. Βασιλείου, το οποίο συγχωνεύθηκε με τη Bank of Scotland. Από τη συγχώνευσή τους προέκυψε η HBOS, η οποία εξαγοράστηκε από τη Lloyds TSB.
3 Land Registry: Υπηρεσία αντίστοιχη του Κτηματολογίου – των υποθηκοφυλακείων, όπου καταγράφεται το σύνολο των συναλλαγών επί ακινήτων σε Αγγλία και Ουαλλία.

πάροδο του χρόνου τα χαρακτηριστικά οποιουδήποτε ακινήτου μεταβάλλονται, κυρίως λόγω παλαιότητας, επισκευών κ.ά. Συνεπώς, η μεταβολή της τιμής μπορεί και στην περίπτωση αυτή να απεικονίζει τόσο την πραγματική μεταβολή της τιμής του ακινήτου, που είναι και το ζητούμενο, όσο και τη μεταβολή της τιμής του λόγω της διαφορετικής του παλαιότητας. Επιπλέον, η προσέγγιση αυτή βασίζεται στην υπόθεση ότι οι συντελεστές στάθμισης των σχετικών χαρακτηριστικών ενός ακινήτου παραμένουν διαχρονικά σταθεροί, ενώ είναι αμφίβολο κατά πόσον τα χαρακτηριστικά των ακινήτων που περιλαμβάνονται στο δείγμα των ακινήτων που μεταπωλούνται συχνότερα αντιπροσωπεύουν συστηματικά το σύνολο των ακινήτων που πωλήθηκαν την ίδια περίοδο ή πολύ περισσότερο το απόθεμα όλων των ακινήτων. Τέλος, μειώνεται σημαντικά το διαθέσιμο πλήθος των παρατηρήσεων στο δείγμα, αφού περιλαμβά-

νονται μόνο τα ακίνητα που πωλούνται τουλάχιστον για δεύτερη φορά, ενώ ο δείκτης υπόκειται σε συχνές αναθεωρήσεις.[16]

Είναι προφανές ότι η δυνατότητα εφαρμογής της μεθόδου των επαναλαμβανόμενων πωλήσεων εξαρτάται από τη συχνότητα πώλησης των ακινήτων κατά τη διάρκεια ζωής τους. Σε χώρες όπως η Ελλάδα, όπου το ακίνητο αποτελεί για τα περισσότερα νοικοκυριά επένδυση "ζωής", το δείγμα των συχνά ή τουλάχιστον δύο φορές μεταβιβαζόμενων ακινήτων είναι πολύ περιορισμένο και η εφαρμογή της τεχνικής αυτής αδύνατη. Κάτι ανάλογο ισχύει και για το σύνολο σχεδόν των ευρωπαϊκών χωρών, ενώ αντίθετα η μέθοδος αυτή βρίσκει συχνή εφαρμογή στις ΗΠΑ, όπου η κινητικότητα στην αγορά ακινήτων είναι μεγάλη. Π.χ., η Τράπεζα της Αγγλίας έχει εκτιμήσει ότι μόλις το 7% του αποθέματος κατοικιών πωλείται κάθε έτος (στοιχεία για τη δεκαετία του 1990), οπότε ένα ακίνητο πωλείται κατά μέσο όρο μία φορά κάθε 14 έτη περίπου. Το αντίστοιχο ποσοστό για την Ελλάδα εκτιμάται στο 2,1% με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία για το 2008.

6.2 Δείκτης τιμών κατοικιών: μεθοδολογία ΤτΕ

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζεται η μεθοδολογία που αξιοποιήθηκε στην παρούσα φάση από το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων για την κατάρτιση των πρώτων δεικτών τιμών ακινήτων με βάση τα πρωτογενή αναλυτικά στοιχεία που συγκεντρώθηκαν από το τραπεζικό σύστημα για την περίοδο α΄ τρίμηνο 2006-α΄ τρίμηνο 2009. Θα πρέπει να γίνει από την αρχή σαφές ότι η επιλογή της πλέον κατάλληλης μεθοδολογίας για την κατασκευή αξιόπιστων δεικτών τιμών ακινήτων εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Οι πιο σημαντικοί από αυτούς είναι ο σκοπός και ο τρόπος αξιοποίησης του ίδιου του δείκτη, οι ιδιαιτερότητες και τα χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων στην οποία αναφέρεται ο δείκτης, αλλά και η διαθέσιμη στατιστική πληροφόρηση.

Η επιλογή του καταλληλότερου δείκτη τιμών ακινήτων και η σχετική μεθοδολογία εκτίμησής του δεν είναι ανεξάρτητες από τον τρόπο χρήσης του ίδιου του δείκτη. Π.χ. σε θέματα νομισματικής σταθερότητας, όπου το ενδιαφέρον εστιάζεται στην αξιόπιστη καταγραφή της διαχρονικής εξέλιξης των τιμών των ακινήτων, θα πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη το πρόβλημα της μεταβολής των ποιοτικών τους χαρακτηριστικών. Αντίθετα, σε θέματα διαχείρισης χαρτοφυλακίου, είναι πιο σημαντικό να υπολογίζεται με μεγαλύτερη ακρίβεια η αξία του αντιπροσωπευτικού ακινήτου το οποίο περιλαμβάνεται στο συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο.

Επιπλέον, η κατασκευή αξιόπιστων δεικτών τιμών ακινήτων θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε αγοράς ακινήτων. Στην περίπτωση της ελληνικής αγοράς ακινήτων, τέτοια χαρακτηριστικά είναι π.χ. το έντονα ετερογενές προϊόν (κατοικία), το υψηλό

16 Για μια αναλυτικότερη περιγραφή των τεχνικών λεπτομερειών της μεθόδου των επαναλαμβανόμενων πωλήσεων, βλ. ενδεικτικά Silver & Heravi (2007), Diewert (2003), Li et al. (2006), Leventis (2006).

κόστος συναλλαγών και ο μικρός όγκος συναλλαγών σε σχέση με το απόθεμα, η σχετική χρονική υστέρηση με την οποία αντιδρά η προσφορά στα μηνύματα της ζήτησης (έλλειψη οικοπέδων, χρόνος κατασκευής, έκδοσης αδείας, χρηματοδότηση κ.λπ.), οι διαφορετικές συνθήκες χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν τα νοικοκυριά ανάλογα με τα δημογραφικά και τα οικονομικά τους χαρακτηριστικά (επιδότηση επιτοκίου δανείου πρώτης κατοικίας κ.ά.), η σημαντική επίδραση των φορολογικών μέτρων στην ισορροπία της αγοράς και ο κατακερματισμός τους κατασκευαστικού κλάδου (σε ό,τι αφορά τις κατοικίες). Σημαντικά χαρακτηριστικά στην περίπτωση της Ελλάδος είναι επίσης το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης και το χαμηλό ποσοστό επαναπώλησης των ακινήτων. Ο περιορισμένος αριθμός επαναλαμβανόμενων πωλήσεων οικιστικών ακινήτων και η δυσκολία διαχρονικής ταυτοποίησης των πωλούμενων ακινήτων οδηγεί σε αδυναμία υπολογισμού δείκτη με βάση τη μεθοδολογία των επαναλαμβανόμενων πωλήσεων.

Είναι προφανές ότι σημαντικό ρόλο στην επιλογή της μεθοδολογίας κατάρτισης δεικτών τιμών ακινήτων παίζει και η διαθέσιμη στατιστική πληροφόρηση. Η δυσκολία εντοπισμού και καταγραφής της πραγματικής τιμής της συναλλαγής (εξαιτίας φορολογικών επιπτώσεων, αντικειμενικός προσδιορισμός αξιών κ.λπ.) στην περίπτωση της Ελλάδος, σε συνδυασμό με τη διαθεσιμότητα ενός αξιόπιστου, έγκαιρου και μεγάλου αριθμού εκτιμήσεων από το τραπεζικό σύστημα, οι οποίες παρέχουν πλούσια πληροφόρηση για τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των ακινήτων (π.χ. ηλικία, εμβαδόν, όροφος, ποιότητα κατασκευής), είναι εύλογο να οδηγήσει στην προτίμηση μιας μεθοδολογίας που δίνει έμφαση σε αυτού του είδους την πληροφόρηση.

Τέλος, κάθε δυνατή απεικόνιση της εξέλιξης των τιμών των ακινήτων έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, ο συνδυασμός των οποίων ωθεί στην ταυτόχρονη χρήση περισσότερων του ενός διαφορετικών δεικτών. Ορισμένα σημαντικά χαρακτηριστικά βάσει των οποίων αξιολογούνται οι επιμέρους δείκτες τιμών ακινήτων είναι η περιοδικότητα και η εγκαιρότητά τους (δηλ. η συχνότητα και η ταχύτητα με την οποία παρέχουν στους χρήστες πληροφορίες για την εξέλιξη των τιμών), ο τρόπος με τον οποίο λαμβάνουν υπόψη τους τη σύνθεση των χαρακτηριστικών του δείγματος, καθώς και τα κριτήρια στρωματοποίησης ώστε να προσεγγίζουν αξιόπιστα τις μικρές τοπικές αγορές ακινήτων. Συναξιολογούνται επίσης ο βαθμός πληρότητας ως προς την κάλυψη όλων των ειδών των ακινήτων και ολόκληρης της επικράτειας, η αξιόπιστη προσέγγιση της πραγματικής αξίας, δηλαδή της τιμής στην οποία τελικά πραγματοποιείται η συναλλαγή, αλλά και η εφαρμογή εποχικής διόρθωσης για την εξάλειψη εποχικών διακυμάνσεων και την πιο ακριβή απεικόνιση των πραγματικών τάσεων της αγοράς.

Με βάση τη διεθνή εμπειρία, η πλέον αξιόπιστη και διαδεδομένη μέθοδος εκτίμησης δεικτών τιμών ακινήτων φαίνεται να είναι η τεχνική των ηδονικών υποδειγμάτων. Η επιτυχής εφαρμογή της μεθόδου αυτής εξαρτάται κυρίως από τη διαθεσιμότητα και την ποιότητα των πρωτογενών στοιχείων για τα χαρακτηριστικά των ακινήτων που θα χρησιμοποιηθούν στην ανάλυση. Για την τελική εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται μια σταδιακή προσέγγιση με την

εκτίμηση εναλλακτικών υποδειγμάτων που θα λαμβάνουν υπόψη τους τις ιδιαιτερότητες και τα επιμέρους χαρακτηριστικά κάθε αγοράς ακινήτων, την αξιολόγηση της προσαρμοστικότητας των υποδειγμάτων αυτών στα συγκεκριμένα δεδομένα, την επίλυση τυχόν οικονομετρικών προβλημάτων κατά την εκτίμηση (εξειδίκευση υποδείγματος, αλληλεξάρτηση ερμηνευτικών μεταβλητών, πολυσυγραμμικότητα κ.ά.), αλλά και τον έλεγχο ευαισθησίας ως προς τις εναλλακτικές επιλογές της ανάλυσης (συντελεστές στάθμισης, άθροιση επιμέρους δεικτών κ.ά.). Μια τέτοια σταδιακή προσέγγιση χρειάζεται φυσικά και τον απαραίτητο χρόνο. Για το λόγο αυτό, στην παρούσα φάση και έως την οριστική εφαρμογή της ηδονικής τεχνικής στα ελληνικά δεδομένα, για την άμεση εκτίμηση δεικτών τιμών κατοικιών το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ εφαρμόζει μια παραλλαγή της προσέγγισης της συνδυασμένης τυποποίησης (mix adjustment). Για την τυποποίηση των ακινήτων και τον προσδιορισμό επιμέρους τοπικών αγορών αποτελούμενων από ομάδες ακινήτων με όμοια, κατά το δυνατόν, χαρακτηριστικά, χρησιμοποιείται η τεχνική της πολλαπλής στρωματοποίησης. Ειδικότερα, με κριτήρια τη γεωγραφική περιοχή, την παλαιότητα και το μέγεθος του διαμερίσματος δημιουργούνται μικρές ομοιογενείς ομάδες ακινήτων, υπολογίζεται η μέση τιμή κατά ομάδα με τη χρήση του γεωμετρικού μέσου όρου και οι τιμές αυτές αθροίζονται, σταθμιζόμενες με συντελεστή βαρύτητας τη συνολική αξία των συναλλαγών σε κάθε ομάδα.

Ειδικότερα, οι επιμέρους επιλογές της μεθοδολογίας που χρησιμοποιεί ηΤτΕ για την κατασκευή δεικτών τιμών κατοικιών έχουν ως εξής:

- ***Μεθοδολογία δείκτη***
  - *Παρούσα μεθοδολογία:* συνδυασμένη τυποποίηση μέσω πολλαπλής στρωματοποίησης.
  - *Επικείμενη νέα μεθοδολογία:* συνδυασμένη τυποποίηση μέσω ηδονικών υποδειγμάτων.
- ***Πρωτογενή στοιχεία: ΤτΕ***
  - Αναλυτικά στοιχεία σχετικά με την αξία και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των οικιστικών ακινήτων τα οποία αποτελούν αντικείμενο χρηματοδότησης ή εξασφάλιση χορηγούμενων από τα πιστωτικά ιδρύματα δανείων (εκτιμήσεις των αρμόδιων υπηρεσιών ή των συνεργαζόμενων ιδιωτών μηχανικών). Σύνολο πιστωτικών ιδρυμάτων και σύνολο εκτιμήσεων.
- ***Στρωματοποίηση***

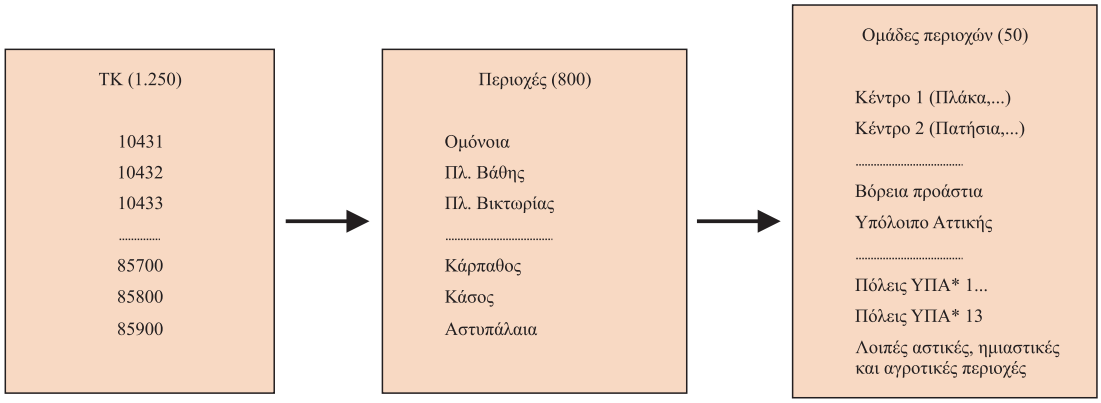
Καθορισμός των ζωνών/στρωμάτων με στόχο τη δημιουργία μικρών ομοιογενών τοπικών αγορών. Κριτήρια στρωματοποίησης:

1. Γεωγραφικά (50 ομάδες): Σταδιακή κατάταξη των επιμέρους περιοχών της χώρας σε αντιπροσωπευτικές γεωγραφικές ομάδες περιοχών. Η ομαδοποίηση αυτή στηρίχθηκε στον ταχυδρομικό κώδικα της περιοχής κάθε οικιστικού ακινήτου. Αρχικά οι περίπου 1.250 διαφορετικοί ταχυδρομικοί κώδικες ομαδοποιήθηκαν σε περίπου 800 επιμέρους περιοχές και στη συνέχεια

σε 50 ομάδες περιοχών (βλ. σχήμα παρακάτω).[17] Κατά την ομαδοποίηση, δόθηκε έμφαση στο βαθμό αστικότητας κάθε περιοχής και τα επιμέρους κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν ήταν:

- όμορες γεωγραφικές περιοχές,
- ομοιογένεια τιμών ως προς το επίπεδό τους,
- κατά προσέγγιση παράλληλη εξέλιξη των τιμών και
- ικανοποιητικός αριθμός παρατηρήσεων.

2. Ηλικία ακινήτου (2 ομάδες):
   - Νέα (0-5 ετών)
   - Μεταχειρισμένα (5 ετών και άνω)
3. Μέγεθος ακινήτου (3 ομάδες):
   - 15-70 τ.μ.
   - 70-110 τ.μ.
   - 110 τ.μ. και άνω
4. Όροφος διαμερίσματος: Με δεδομένη τη σταθερή σχέση μεταβολής της τιμής ανά τ.μ. από όροφο σε όροφο που εκτιμήθηκε από τη σχετική ανάλυση των στοιχείων (βλ. Ενότητα 5.4), όλες οι εκτιμήσεις της αξίας των διαμερισμάτων μετατράπηκαν σε ισοδύναμες αξίες πρώτου ορόφου. Με τον τρόπο αυτό, το κριτήριο του ορόφου ελήφθη υπόψη στην τυποποίηση των ακινήτων, χωρίς ωστόσο να δημιουργηθούν χωριστές υποομάδες με το εν λόγω χαρακτηριστικό.



*Υπηρεσίες Περιφερειακής Ανάπτυξης.

• *Τυπικοί έλεγχοι δεδομένων*

Το σύστημα συγκέντρωσης των πρωτογενών στοιχείων από τις τράπεζες έχει το ίδιο ενσωματώσει ορισμένες διαδικασίες ελέγχου της πληρότητας και της ορθότητας των δεδομένων. Οι έλεγχοι αυτοί γίνονται περισσότερο απαιτητικοί στην περίπτωση της αναγγελίας των μηνιαίων

17 Οι επιμέρους περιοχές της Αθήνας χωρίστηκαν σε περίπου 20 ομοιογενείς ομάδες. Οι υπόλοιπες περιοχές του νομού Αττικής ("υπόλοιπο Αττικής") χωρίστηκαν σε τρεις ομάδες, σε τρεις ομάδες η Θεσσαλονίκη, σε 12 ομάδες οι πρωτεύουσες των νομών των λοιπών περιφερειών της χώρας (πλην της Αττικής) και ομοίως οι "λοιπές αστικές, ημιαστικές και αγροτικές περιοχές".

μηχανογραφικών αρχείων, οπότε και δημιουργείται από το πληροφοριακό σύστημα έκθεση (report) αποτελεσμάτων ελέγχων, η οποία επιστρέφει στην τράπεζα αποστολής (βλ. Διάγραμμα 5). Στους ελέγχους αυτούς περιλαμβάνεται μια σειρά αυτόματων διαδικασιών οι οποίες ελέγχουν την εσωτερική συνέπεια και πληρότητα των δεδομένων. Ειδικότερα, οι "λογικοί κανόνες" οι οποίοι διέπουν τις διαδικασίες αυτές αφορούν τα ακόλουθα ζητήματα:

- Τη συμπλήρωση των υποχρεωτικών πεδίων (βλ. Πίνακα 5).
- Την ορθότητα του τύπου των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών ή των τιμών των δεδομένων για όλα τα πεδία με βάση τις προδιαγραφές που ορίζονται από το Παράρτημα της ΠΔ/ΤΕ 2610/2008 (ανάλογα με το πεδίο, ακέραιες ή μη αρνητικές ή απλά αριθμητικές τιμές, ημερομηνία, λεκτικό κ.λπ.). Π.χ. ακέραια θετική τιμή με πέντε ψηφία για τον ταχυδρομικό κώδικα.
- Τις τυπικές τιμές των μεταβλητών. Εξετάζεται η συνέπεια των στοιχείων κάθε μεταβλητής βάσει των τυπικά προκαθορισμένων τιμών έτσι ώστε να εντοπιστούν και να διορθωθούν πιθανά λάθη. Π.χ., η τιμή του ταχυδρομικού κώδικα γίνεται αποδεκτή όταν είναι ακέραια και βρίσκεται μεταξύ 10431 και 85900.
- Τη συνέπεια των απαντήσεων μεταξύ των διαφόρων μεταβλητών. (π.χ. η τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο).

- ***Ουσιαστικοί έλεγχοι δεδομένων και ακραίες τιμές***

Εκτός από τους προηγούμενους ελέγχους που γίνονται αυτόματα από το πληροφοριακό σύστημα υποδοχής των αναγγελλόμενων στοιχείων, πριν από την επεξεργασία για την κατασκευή των δεικτών τιμών γίνεται ουσιαστικότερος έλεγχος της "ευλογοφάνειας" των καταγεγραμμένων στοιχείων, με τη χρήση λογικών και στατιστικών κανόνων. Τιμές εκτός ενός λογικά αποδεκτού εύρους τιμών για κάθε μεταβλητή απορρίπτονται,[18] ενώ τιμές κοντά στα όρια αυτά αντιμετωπίζονται ως "ακραίες" (outliers). Στην περίπτωση των ακραίων τιμών, όπως είναι σύνηθες στη στατιστική πρακτική, διερευνήθηκε αρχικά η επίδρασή τους στα τελικά αποτελέσματα. Παρόλο που η επίδραση αυτή δεν ήταν ιδιαίτερα σημαντική, αποφασίστηκε τελικά να απομακρυνθούν από το τελικό δείγμα οι τιμές που απείχαν από τη μέση τιμή κάθε υποστρώματος περισσότερο από το διπλάσιο της τυπικής απόκλισης της συγκεκριμένης μεταβλητής. Οι έλεγχοι αυτοί προηγούνται όλων των υπόλοιπων στατιστικών διαδικασιών για την εκτίμηση των δεικτών όγκου και τιμών των ακινήτων.

- ***Εκτίμηση ελλειπουσών τιμών (imputation)***

Ως προς το απόθεμα των εκτιμήσεων της περιόδου 2006-08, στις περιπτώσεις των εγγραφών όπου δεν υπάρχουν καταχωρημένα ορισμένα από τα υποχρεωτικά πεδία της εκτίμησης του ακι-

18 Όπως είναι φυσικό, το εύρος των αποδεκτών τιμών διαφοροποιείται ανάλογα με το είδος του ακινήτου (διαμέρισμα, μονοκατοικία, οικόπεδο κ.λπ.). Π.χ. στην περίπτωση των διαμερισμάτων απορρίφθηκαν τιμές συνολικής αξίας μικρότερες από 1.000 ευρώ ή μεγαλύτερες από 20 εκατ. ευρώ, τιμές συνολικού εμβαδού κύριων χώρων μικρότερες από 15 τ.μ. ή μεγαλύτερες από 400 τ.μ. και τιμές αξίας ανά τ.μ. μικρότερες από 100 ευρώ ή μεγαλύτερες από 15.000 ευρώ, που συνολικά αντιστοιχούν σε πολύ μικρό ποσοστό του συνόλου των παρατηρήσεων.

νήτου αναζητήθηκαν τρόποι αξιόπιστης εκτίμησής τους από τα υπόλοιπα διαθέσιμα στοιχεία για κάθε ακίνητο. Π.χ., στην περίπτωση των εγγραφών όπου δεν ήταν συμπληρωμένος ο ταχυδρομικός κώδικας της περιοχής του ακινήτου, αυτός συμπληρώθηκε με την ανάπτυξη εφαρμογής που αξιοποιούσε τις διαθέσιμες πληροφορίες για τη διεύθυνση, το δήμο ή την κοινότητα, την περιοχή και το νομό του συγκεκριμένου ακινήτου. Με τον τρόπο αυτό, από τις περίπου 60.000 εγγραφές χωρίς (ή με λανθασμένο) ταχυδρομικό κώδικα, κατέστη δυνατή η συμπλήρωση του ταχυδρομικού κώδικα για τα 2/3 των περιπτώσεων αυτών (περίπου 40.000). Όπου όμως οι απαραίτητες συμπληρωματικές πληροφορίες δεν ήταν επαρκείς για να δώσουν αξιόπιστα αποτελέσματα, κρίθηκε σκόπιμο να εξαιρεθεί η συγκεκριμένη εγγραφή από την ανάλυση.

- ***Μαθηματικός τύπος και συντελεστές στάθμισης***

Μετά την εξειδίκευση των επιμέρους στρωμάτων, το πρώτο βήμα είναι η εκτίμηση των αναλυτικών δεικτών για κάθε στρώμα. Για την ομάδα των ομοιογενών ακινήτων κάθε στρώματος, ο δείκτης τιμών είναι ο λόγος των μέσων τιμών ανά τετραγωνικό μέτρο. Η μέση τιμή ανά τ.μ. (έστω p_t^i) της ομάδας των ακινήτων του στρώματος i (i=1, …, n) για κάθε τρίμηνο t, υπολογίζεται με τη χρήση του γεωμετρικού μέσου. Έχουμε ουσιαστικά την εκτίμηση δεικτών τύπου Jevons, ενώ με βάση τα διάφορα στρώματα μπορούν να υπολογιστούν υποδείκτες μέσω της κατάλληλης άθροισής τους.[19] Έτσι, ο δείκτης τιμών ακινήτων για το τρίμηνο t σε σχέση με το τρίμηνο βάσης 0 (έστω $I_{0,t}$) δίδεται από τον τύπο:

$$I_{0,t}=\frac{\sum_{i=1}^{n} w_i \frac{p_t^i}{p_0^i}}{\sum_{i=1}^{n} w_i}$$

Ως συντελεστές στάθμισης, w_i, χρησιμοποιούνται οι αξίες των συναλλαγών της κάθε ομάδας ακινήτων του στρώματος i ως προς το σύνολο των συναλλαγών κατά την εξεταζόμενη περίοδο (α΄ τρίμηνο 2006-α΄ τρίμηνο 2009). Έτσι προσεγγίζεται καλύτερα η συνολική αξία του αποθέματος των διαθέσιμων ακινήτων και εξυπηρετούνται οι στόχοι της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, στο πλαίσιο των οποίων αναζητείται η συνολική αξία των ακινήτων που αποτελούν μέσο εξασφάλισης δανείων. Ως τρίμηνο βάσης, που χρησιμοποιείται ώστε οι τιμές κάθε τριμήνου να εκφράζονται ως εκατοστιαία μεταβολή έναντι αυτού, επιλέχθηκε το α΄ τρίμηνο της εξεταζόμενης περιόδου (α΄ τρίμηνο του 2006), το οποίο εκτιμάται ότι εκφράζει μια τυπική κατάσταση χωρίς ιδιαιτερότητες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τους παραγόμενους δείκτες.

- ***Πλεονεκτήματα του δείκτη***

Με δεδομένη την παραπάνω μεθοδολογία για την κατασκευή δεικτών τιμών οικιστικών ακινήτων από την ΤτΕ και τις επιμέρους επιλογές της ανάλυσης, εκτιμάται ότι οι δείκτες αυτοί συγκεντρώνουν ορισμένα ενδιαφέροντα πλεονεκτήματα. Ειδικότερα χαρακτηρίζονται από:

19 Η μέθοδος αυτή προκρίνεται από τη διεθνή βιβλιογραφία και την Eurostat (Eurostat, 2008).

- τριμηνιαία συχνότητα με ελάχιστη χρονική υστέρηση (t+1 μήνα),
- κάλυψη όλης της χώρας με σημαντική ανάλυση (Αθήνα, Θεσσαλονίκη, αστικές περιοχές κ.λπ. και διάκριση σε νέα/παλαιότερα, διαμερίσματα/μονοκατοικίες κ.ά.),
- κατάρτιση από επίσημο και αξιόπιστο φορέα,
- εφαρμογή σύγχρονης μεθοδολογίας με σχετική αξιολόγηση και πιστοποίηση από διεθνή φορέα στο άμεσο μέλλον,
- έγκαιρη και έγκυρη καταγραφή των βραχυχρόνιων εξελίξεων και αξιόπιστη και τακτική απεικόνιση των τάσεων της αγοράς και
- τυποποιημένο, γρήγορο και ασφαλές σύστημα αναγγελίας ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων εκτιμήσεων ακινήτων (εντός 20 ημερών από τη λήξη του μηνός αναφοράς).

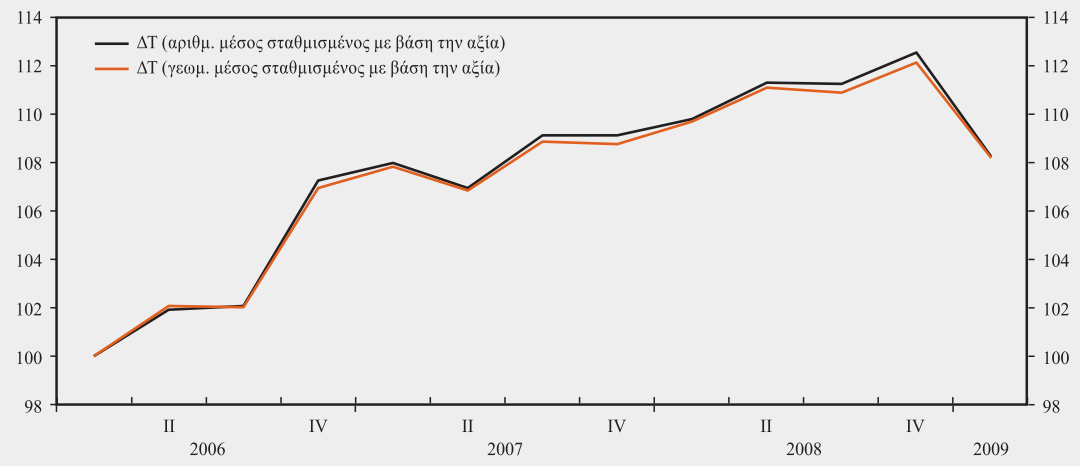
Συνοψίζοντας, σκοπός του δείκτη τιμών ακινήτων είναι να μετρήσει το γενικό επίπεδο τιμών των κατοικιών κατά περιοχή, καθώς και να αποτελέσει ένα στατιστικό μέτρο αξιόπιστης και διαχρονικά συνεπούς εκτίμησης των μεταβολών των τιμών και της αξίας των ακινήτων μεταξύ δύο χρονικών περιόδων ή γεωγραφικών περιοχών. Επιπλέον, διαφορετικοί δείκτες τιμών μπορούν να εκτιμηθούν για διαφορετικά είδη ακινήτων (διαμερίσματα, μονοκατοικίες, μεζονέτες, οικόπεδα κ.ά.) ή για οποιαδήποτε ομάδα ακινήτων με ομοιογενή χαρακτηριστικά, όπως είναι η διάκριση σε νέα και μεταχειρισμένα, μικρότερου ή μεγαλύτερου εμβαδού, αστικών και αγροτικών περιοχών κ.λπ. Μια άλλη βασική διάκριση των δεικτών ακινήτων είναι μεταξύ κατοικιών και επαγγελματικών χώρων. Παρόλο που οι δύο αυτές κατηγορίες έχουν κοινά χαρακτηριστικά, για θεωρητικούς και πρακτικούς λόγους εκπροσωπούνται σχεδόν πάντοτε από διαφορετικούς δείκτες, που συνήθως παράγονται με διαφορετικές μεθοδολογίες. Ο παρών δείκτης της ΤτΕ αφορά την εκτίμηση των τιμών των ακινήτων που προορίζονται ή χρησιμοποιούνται αποκλειστικά για οικιστική χρήση. Εξάλλου και ο μηχανισμός συγκέντρωσης των πρωτογενών στοιχείων από τα πιστωτικά ιδρύματα στην παρούσα φάση περιορίζεται στις εκτιμήσεις μόνο για τα οικιστικά ακίνητα. Η κατασκευή δείκτη τιμών για τα επαγγελματικά ακίνητα προγραμματίζεται για το επόμενο διάστημα, καθώς το εγχείρημα αυτό ενέχει πολλές δυσκολίες που κυρίως σχετίζονται με τις ιδιαιτερότητες των επαγγελματικών ακινήτων και την ακόμη μεγαλύτερη ανομοιογένειά τους σε σχέση με τα οικιστικά ακίνητα.

6.3 Παρουσίαση των πρώτων δεικτών τιμών κατοικιών

Με βάση την παραπάνω μεθοδολογία εκτιμήθηκαν από το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων της ΤτΕ οι πρώτοι δείκτες οικιστικών ακινήτων, οι οποίοι στην παρούσα φάση αφορούν την ομάδα των διαμερισμάτων. Τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων αυτών παρουσιάζονται στη συνέχεια.

Στο Διάγραμμα 15 απεικονίζεται ο δείκτης τιμών κατοικιών για το σύνολο των περιοχών της Αθήνας με βάση τον αριθμητικό και το γεωμετρικό μέσο των τιμών (ανά τ.μ.) των διαμερισμάτων των επιμέρους περιοχών. Το πρώτο συμπέρασμα που προκύπτει από τα στοιχεία αυτά

Διάγραμμα 15 Δείκτης τιμών διαμερισμάτων Αθήνας με βάση τον αριθμητικό και το γεωμετρικό μέσο των τιμών ανά τ.μ. (2006 α΄τρίμηνο=100)



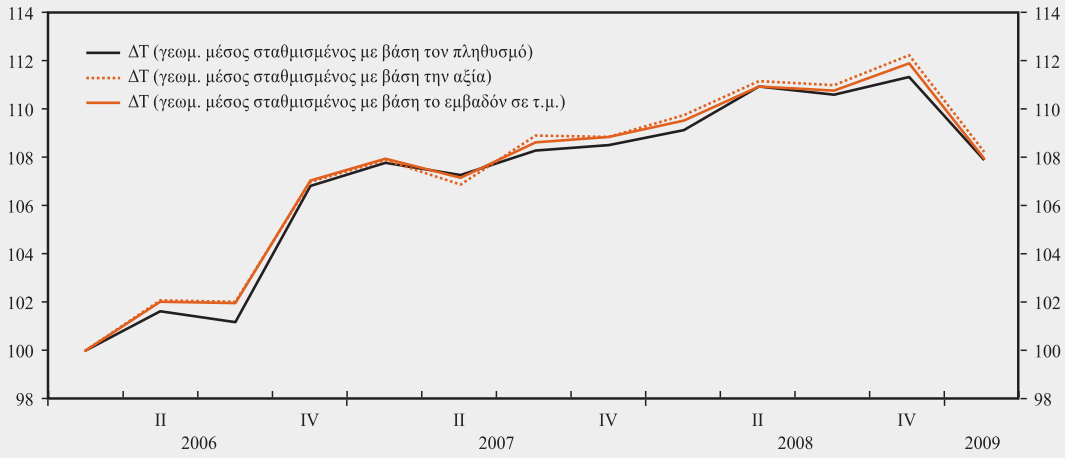
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

είναι ότι η επιλογή του αριθμητικού ή του γεωμετρικού μέσου για την κατασκευή του δείκτη δεν επηρεάζει ουσιαστικά το πρότυπο μεταβολής των τιμών. Με βάση το γεωμετρικό μέσο που τελικά υιοθετήθηκε, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών των κατοικιών στην περιοχή της Αθήνας διαμορφώθηκε στο 2,7% το 2008 έναντι 5,2% το 2007 και 11,3% το 2006 (βλ. και στοιχεία Πίνακα 1). Παρά τη συνεχή αποκλιμάκωση της ανοδικής τάσης των τιμών των κατοικιών από τις αρχές του 2006, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής παραμένει θετικός έως το τέλος του 2008 και γίνεται αρνητικός μόλις τους πρώτους μήνες του 2009. Πράγματι, οι τιμές των κατοικιών στην περιοχή της Αθήνας εκτιμάται ότι μειώθηκαν με ετήσιο ρυθμό 1,4% (σε ονομαστικούς όρους) το α΄ τρίμηνο του 2009 ή 3,5% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο.[20] Ας σημειωθεί ότι η μείωση αυτή ήταν ελαφρώς μεγαλύτερη (3,8%) με βάση τον αριθμητικό μέσο, καθώς ο γεωμετρικός μέσος έχει το χαρακτηριστικό της μεγαλύτερης εξομάλυνσης των έντονων μεταβολών.

Ανάλογα συμπεράσματα σε σχέση με το όμοιο πρότυπο μεταβολής των τιμών προκύπτουν και με βάση άλλες επιλογές της ανάλυσης. Πράγματι, το σύστημα στάθμισης των μέσων τιμών των επιμέρους περιοχών για την άθροισή τους και την κατασκευή του συνολικού δείκτη για την Αθήνα δεν αλλάζει το πρότυπο της μεταβολής των τιμών. Αυτό προκύπτει από τα στοιχεία του

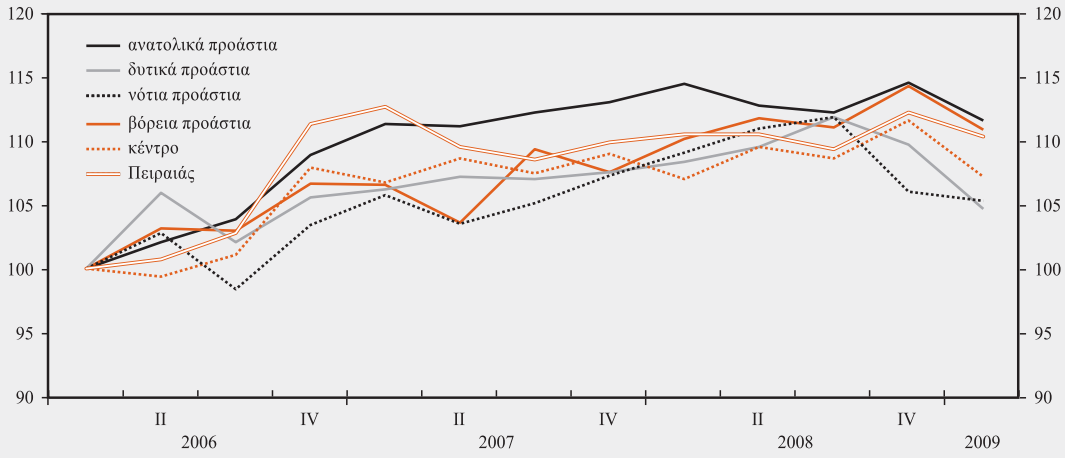
20 Η σχετική υστέρηση στη μείωση των τιμών των κατοικιών μετά την εκδήλωση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης μπορεί ενδεχομένως να αποδοθεί τόσο σε τεχνικούς όσο και σε πραγματικούς λόγους. Από τεχνικής πλευράς, είναι γενικά αποδεκτό ότι το σύστημα εκτιμήσεων των μηχανικών επιδεικνύει κάποια υστέρηση στην καταγραφή της μείωσης των τιμών, καθώς οι πρώτες μειώσεις εμφανίζονται αρχικά ως διαφόρων ειδών εκπτώσεις ή άλλες παροχές από τους κατασκευαστές (δωρεάν αποθήκη ή χώρος στάθμευσης κ.λπ.) και δεν καταγράφονται στην τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο που συνήθως αναζητείται από τους εκτιμητές-μηχανικούς. Επιπλέον, ο αριθμός των συναλλαγών μετά την έναρξη της κρίσης ήταν σημαντικά περιορισμένος και η αναζήτηση συγκριτικών στοιχείων από την πλευρά των εκτιμητών-μηχανικών είναι πιθανό να τους οδήγησε σε συναλλαγές που αναφέρονταν στις αυξημένες τιμές πριν από την κρίση. Από την άλλη πλευρά, η μέθοδος του κόστους αντικατάστασης, στο βαθμό που χρησιμοποιείται από τους εκτιμητές-μηχανικούς, δεν οδηγεί εύκολα σε μείωση της τιμής, όταν μάλιστα το συνολικό κόστος κατασκευής αυξήθηκε το 2008 με ρυθμό περίπου 5,1% και η τιμή των οικοπέδων ακόμη και μετά την κρίση διατηρείται σταθερή ή και αυξάνεται ελαφρά.

Διάγραμμα 16 Δείκτης τιμών διαμερισμάτων Αθήνας με βάση εναλλακτικούς συντελεστές στάθμισης (2006 α΄τρίμηνο=100)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

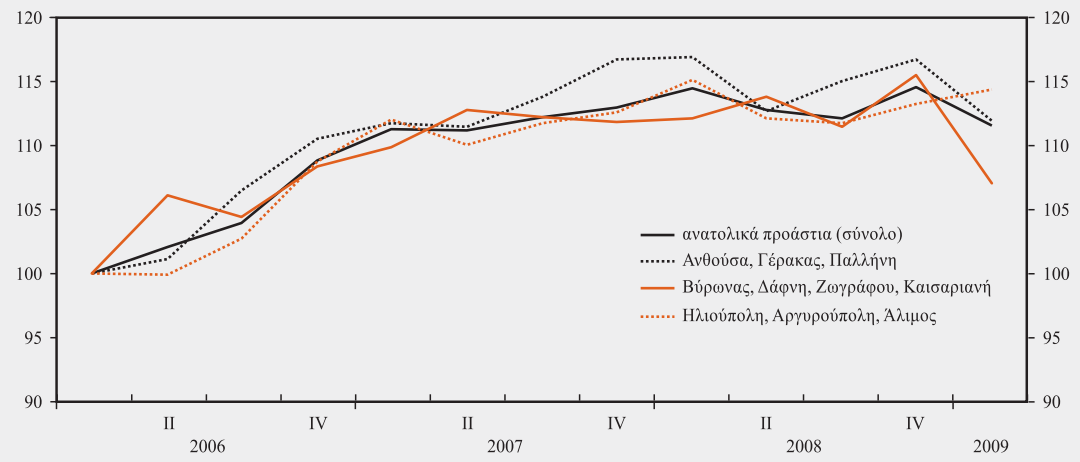
Διάγραμμα 17 Δείκτης τιμών διαμερισμάτων Αθήνας-Πειραιά: μεγάλες ομάδες περιοχών (2006 α΄τρίμηνο=100)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

Διαγράμματος 16, όπου ως συντελεστές στάθμισης χρησιμοποιήθηκαν εναλλακτικά ο πληθυσμός κάθε επιμέρους περιοχής, το σύνολο των τετραγωνικών μέτρων των διαμερισμάτων που εκτιμήθηκαν ή ανταλλάχθηκαν σε κάθε περιοχή ή η συνολική αξία των διαμερισμάτων αυτών (επιλογή η οποία και υιοθετήθηκε τελικά από την ανάλυση). Ας σημειωθεί πάντως ότι η μείωση το α΄ τρίμηνο του 2009 ήταν ελαφρώς μεγαλύτερη με βάση το σύστημα στάθμισης των αξιών, καθώς το αποτέλεσμα αυτό είναι συμβατό με προσπάθειες μείωσης της συνολικής δαπάνης από την πλευρά των νοικοκυριών στην περίοδο της κρίσης.

Διάγραμμα 18 Δείκτης τιμών διαμερισμάτων ανατολικών προαστίων Αθήνας (2006 α΄τρίμηνο=100)



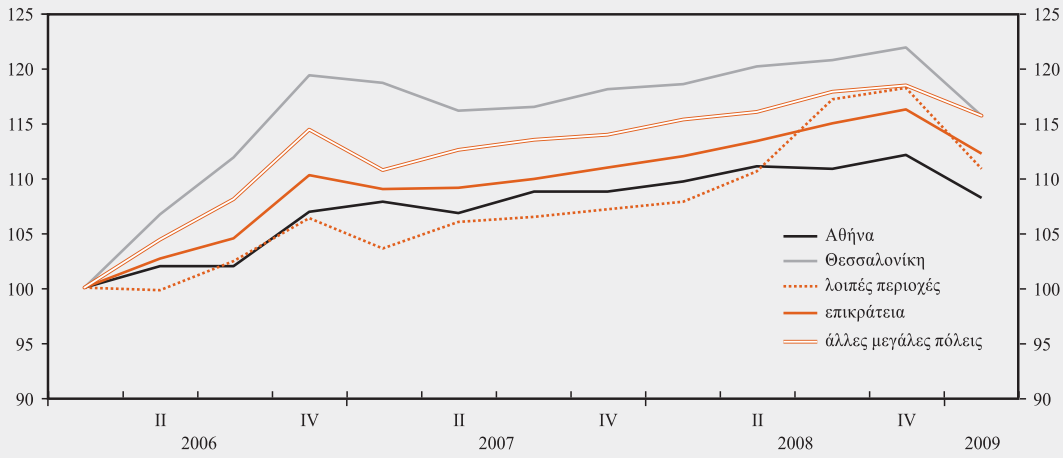
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

Στο Διάγραμμα 17 απεικονίζονται οι δείκτες τιμών των διαμερισμάτων της Αθήνας-Πειραιά με ανάλυση της Αθήνας σε πέντε μεγάλες ομάδες περιοχών (ανατολικά προάστια, βόρεια προάστια, δυτικά προάστια, κέντρο, νότια προάστια). Σχετικά ομοιόμορφη μεταβολή τιμών καταγράφεται για τις μεγάλες αυτές ομάδες περιοχών της Αθήνας, με σχετικά μεγαλύτερες αυξήσεις τιμών έως το α΄ τρίμηνο του 2007, οπότε και είχαμε τη δεύτερη αύξηση των αντικειμενικών τιμών. Στη συνέχεια παρατηρούνται μικρότερες και σχεδόν ομοιόμορφες ελαφρά θετικές μεταβολές έως το τελευταίο τρίμηνο του 2008 και μειώσεις τιμών σε όλες τις περιοχές κατά το α΄ τρίμηνο του 2009. Οι τελευταίες μειώσεις φαίνεται να είναι ελαφρά μεγαλύτερες στις σχετικά πιο υποβαθμισμένες περιοχές του κέντρου της Αθήνας και των δυτικών προαστίων.

Παρά τις σχετικά ομοιόμορφες μεταβολές των τιμών στις μεγάλες ομάδες περιοχών της Αθήνας, ορισμένες ιδιαιτερότητες αποκαλύπτονται όταν εκτιμώνται δείκτες τιμών για τις επιμέρους περιοχές που παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 18. Π.χ. στην περίπτωση που η περιοχή των ανατολικών προαστίων αναλύεται σε τρεις επιμέρους περιοχές, φαίνεται ότι η μεταβολή των τιμών στις περιοχές αυτές παρουσιάζει σημαντικές διαφοροποιήσεις την περίοδο μετά την κρίση και κυρίως το α΄ τρίμηνο του 2009. Στις δύο από τις περιοχές αυτές σημειώνεται μικρότερη (Ανθούσα, Γέρακας, Παλλήνη) ή μεγαλύτερη (Βύρωνας, Δάφνη, Ζωγράφου, Καισαριανή) μείωση τιμών ενώ στην τρίτη οι τιμές συνεχίζουν να αυξάνονται (Ηλιούπολη, Αργυρούπολη, Άλιμος κ.ά.).

Στο Διάγραμμα 19 παρουσιάζονται δείκτες τιμών διαμερισμάτων με βάση το βαθμό αστικότητας για την Αθήνα, τη Θεσσαλονίκη, τις άλλες μεγάλες πόλεις της επαρχίας (πρωτεύουσες νομών και δεύτερη μεγάλη πόλη κάθε νομού όταν αυτή έχει πληθυσμό μεγαλύτερο από την πρωτεύουσα) και τις λοιπές περιοχές (λιγότερο αστικές, ημιαστικές και αγροτικές). Τρία κύρια συμπεράσματα προκύπτουν από τα στοιχεία του διαγράμματος. Πρώτον, σημαντικά διαφορε-

Διάγραμμα 19 Δείκτης τιμών διαμερισμάτων με βάση το βαθμό αστικότητας (2006 α΄τρίμηνο=100)



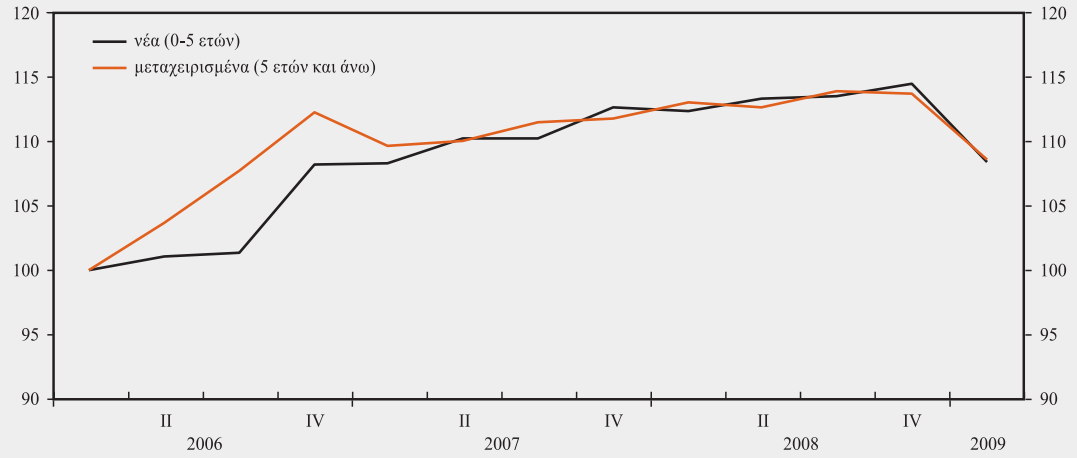
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

τικοί ρυθμοί αύξησης των τιμών καταγράφονται στις επιμέρους περιοχές έως το τέλος του 2006 (πριν δηλαδή τη δεύτερη αύξηση των αντικειμενικών αξιών που πραγματοποιήθηκε στις αρχές Μαρτίου του 2007). Στην περίοδο αυτή πιο σημαντικές ήταν οι αυξήσεις των τιμών στη Θεσσαλονίκη και στις άλλες μεγάλες πόλεις της επαρχίας και μικρότερες στην Αθήνα και τις λοιπές περιοχές. Δεύτερον, στις μεταβολές των τιμών καταγράφεται σχετική ομοιομορφία μετά το α΄ τρίμηνο του 2007. Με εξαίρεση τις λοιπές περιοχές με μικρότερο βαθμό αστικοποίησης, στις οποίες οι τιμές αυξάνονται με πολύ υψηλούς ρυθμούς το 2008, σε όλες τις άλλες περιπτώσεις/περιοχές οι ρυθμοί και το πρότυπο μεταβολής των τιμών την περίοδο 2007-08 είναι ανάλογα με το γενικό μέσο όρο. Τρίτον, η μείωση των τιμών που καταγράφεται το α΄ τρίμηνο του 2009 είναι μεγαλύτερη στις περιοχές που κατά το παρελθόν είχαν καταγράψει σχετικά πιο υψηλούς ρυθμούς μεταβολής, όπως είναι οι λοιπές περιοχές (μείωση 6,2% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο) και η Θεσσαλονίκη (αντίστοιχη μείωση 5,1%).[21]

Τέλος, ανάλογα συμπεράσματα προέκυψαν και από την εκτίμηση δεικτών τιμών για νέα (έως 5 ετών από το έτος ολοκλήρωσης της κατασκευής τους) και παλαιότερα ή μεταχειρισμένα διαμερίσματα (5 ετών και άνω). Πράγματι, με βάση και τη διάκριση αυτή καταγράφονται διαφορετικοί ρυθμοί αύξησης των τιμών περίπου έως το τέλος του 2006 (υψηλότεροι ρυθμοί για

21 Αξίζει να σημειωθεί ότι ανάλογα συμπεράσματα προκύπτουν και για τις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ. Ειδικότερα, τα διαθέσιμα στοιχεία για τις τιμές των κατοικιών το 2008 στις χώρες της ζώνης του ευρώ δείχνουν σχετική ανομοιογένεια ως προς την εξέλιξη των τιμών (η μέση ονομαστική αύξηση για το σύνολο της ζώνης του ευρώ είναι 1-1,5%, αλλά στην Ιρλανδία καταγράφηκε σημαντική μείωση, όπως και στην Ισπανία το δεύτερο εξάμηνο του 2008), παρά τη γενική τάση αποκλιμάκωσης κατά τα τελευταία έτη. Η ταχύτητα της αποκλιμάκωσης είναι σε μεγάλο βαθμό συνάρτηση του ύψους των αυξήσεων των τιμών κατά τα προηγούμενα έτη (στη ζώνη του ευρώ οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 6,6% την περίοδο 2000-2005, ο οποίος υποχώρησε σταδιακά σε 6,4% το 2006 και 4,3% το 2007. Βλ. ECB (2009α), Πλαίσιο 4, ECB (2009β), OECD, (2009), Πίνακας 1.2.

Διάγραμμα 20 Δείκτης τιμών διαμερισμάτων για το σύνολο της επικράτειας: νέα (0-5 ετών) και μεταχειρισμένα διαμερίσματα (5 ετών και άνω)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων.

τα μεταχειρισμένα) και μεγάλη ομοιομορφία στις μεταβολές των τιμών μετά το α΄ τρίμηνο του 2007 (βλ. Διάγραμμα 20). Ελαφρά μεγαλύτερη είναι η μείωση των τιμών το α΄ τρίμηνο του 2009 στα νέα διαμερίσματα, πιθανότατα λόγω της σχετικής στροφής του αγοραστικού ενδιαφέροντος των νοικοκυριών προς τα μεταχειρισμένα και μικρότερης αξίας διαμερίσματα σε περιόδους κρίσης και συνεπώς της μεγαλύτερης ζήτησης αυτών.

7. Πρωτοβουλίες της ΤτΕ: επόμενα βήματα

Στην εργασία αυτή παρουσιάστηκαν οι πρόσφατες πρωτοβουλίες της ΤτΕ για τη συγκέντρωση πρωτογενών στοιχείων με στόχο την αποτελεσματικότερη παρακολούθηση και ανάλυση της αγοράς ακινήτων. Ειδικότερα, παρουσιάστηκαν αρχικά ορισμένες ιδιαίτερα χρήσιμες μεταβλητές που καταγράφονται στη βάση δεδομένων του Τμήματος Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων, σε συνδυασμό με τους σημαντικότερους διαθέσιμους βραχυχρόνιους δείκτες, που μπορούν να παρέχουν αξιόλογες ενδείξεις και μηνύματα σε σχέση με την προσφορά, τη ζήτηση και την ισορροπία στην αγορά ακινήτων. Στη συνέχεια παρουσιάστηκε η πρωτοβουλία της ΤτΕ, η οποία, σε συνεργασία με τα μεγάλα κτηματομεσιτικά γραφεία και τις κατασκευαστικές εταιρίες που δραστηριοποιούνται στη Ελλάδα, επιδιώκει να καταγράψει τις πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων, αξιοποιώντας την εμπειρία των ίδιων των παραγόντων της αγοράς. Τα πρώτα αποτελέσματα της προσπάθειας αυτής φαίνεται να δικαιώνουν την πεποίθηση των αρμόδιων στελεχών της ΤτΕ ότι η ανάλυση της αγοράς των ακινήτων δεν μπορεί πλέον να γίνεται “από το γραφείο”, αλλά απαιτεί πολύπλευρη συνεργασία με τους παράγοντες και τα εξειδικευμένα στελέχη της ίδιας της αγοράς.

Η συγκέντρωση αναλυτικών στοιχείων εκτιμήσεων για τα οικιστικά ακίνητα από όλα τα πιστωτικά ιδρύματα για την κατασκευή δεικτών τιμών ακινήτων αλλά και άλλων χρήσιμων δεικτών (δείκτες όγκου, κόστους κατασκευής, χαρακτηριστικών πωληθέντων ακινήτων κ.ά.) αποτελεί μια πολύ σημαντική πρόσφατη πρωτοβουλία της ΤτΕ. Ο μηχανισμός συγκέντρωσης των πρωτογενών αυτών στοιχείων παρουσιάστηκε αναλυτικά στην παρούσα εργασία, όπως και ορισμένα πρώτα αποτελέσματα από την αξιοποίηση των στοιχείων αυτών. Τα αποτελέσματα αυτά αναφέρονται τόσο στα χαρακτηριστικά των πωληθέντων ακινήτων την περίοδο α΄ τρίμηνο 2006-α΄ τρίμηνο 2009 όσο και —κυρίως— στους δείκτες τιμών κατοικιών που εκτιμήθηκαν ήδη με βάση τα στοιχεία αυτά.

Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να διατυπωθούν ορισμένες ακόμη σκέψεις για τα επόμενα βήματα που σχεδιάζονται από τις υπηρεσίες της ΤτΕ σχετικά με την αποτελεσματικότερη παρακολούθηση, αξιολόγηση και ανάλυση της αγοράς ακινήτων. Τα βήματα αυτά προσανατολίζονται και πάλι στην κατεύθυνση τόσο της βελτίωσης της διαθέσιμης στατιστικής πληροφόρησης όσο και της καλύτερης αξιοποίησης και διάχυσής της με στόχο την ενίσχυση της ίδιας της αγοράς. Τα βήματα αυτά συνοψίζονται στα εξής:

- Έκδοση τριμηνιαίου δείκτη τιμών κατοικιών με ανάλυση σε μεγάλες γεωγραφικές περιοχές και διάκριση σε νέα/μεταχειρισμένα, διαμερίσματα/μεζονέτες/μονοκατοικίες κ.ά. Το ακριβές επίπεδο της ανάλυσης θα προσδιοριστεί στο αμέσως επόμενο διάστημα και θα εξαρτηθεί από τα στατιστικά χαρακτηριστικά και τη σταθερότητα των δεικτών αυτών στις επιμέρους παραμέτρους της ανάλυσης.
- Ευρεία δημοσιοποίηση των δεικτών αυτών με την ανάρτηση στην ιστοσελίδα της ΤτΕ και την έκδοση σχετικών δελτίων τύπου σε σταθερή βάση και προκαθορισμένες ημερομηνίες.
- Τακτική και αξιόπιστη καταγραφή και δημοσιοποίηση των βραχυχρόνιων εξελίξεων και προοπτικών της αγοράς ακινήτων στις εκδόσεις της ΤτΕ (Έκθεση του Διοικητή, Εκθέσεις για τη Νομισματική Πολιτική κ.ά.).
- Ενίσχυση (ποιοτική και ποσοτική) του αποθέματος των πρωτογενών στοιχείων που έχουν ήδη συγκεντρωθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα με τις εκτιμήσεις για τα οικιστικά ακίνητα και σταδιακή εκτίμηση ηδονικών υποδειγμάτων για την κατάρτιση δεικτών τιμών ακινήτων.
- Αξιολόγηση και πιστοποίηση της μεθοδολογίας κατάρτισης δεικτών τιμών ακινήτων σε συνεργασία με εξειδικευμένο φορέα του εξωτερικού.
- Σταδιακή επέκταση της προσπάθειας συγκέντρωσης πρωτογενών στοιχείων εκτιμήσεων και στα επαγγελματικά ακίνητα. Η προσπάθεια αυτή έχει να αντιμετωπίσει πολλές δυσκολίες που σχετίζονται κυρίως με τις ιδιαιτερότητες των επαγγελματικών ακινήτων και την ακόμη μεγαλύτερη ανομοιογένειά τους σε σχέση με τα οικιστικά ακίνητα.
- Συντονισμός ομάδων ειδικών στελεχών (τραπεζών, κατασκευαστικών εταιριών, εκτιμητές, κτηματομεσίτες, διαχειριστές χαρτοφυλακίων κ.ά.), με στόχο τη συνεχή παρακολούθηση και ανάλυση των εξελίξεων στην αγορά ακινήτων.

- Διεύρυνση της συνεργασίας με τις μεγάλες κατασκευαστικές εταιρίες που δραστηριοποιούνται στο χώρο των οικιστικών και επαγγελματικών ακινήτων με συναντήσεις στο εγγύς μέλλον και διακίνηση ερωτηματολογίου (αντίστοιχου με αυτό που δόθηκε στα κτηματομεσιτικά γραφεία) για την καταγραφή των προοπτικών και των εξελίξεων στον κλάδο αυτό.
- Συνέχιση της προσπάθειας καταγραφής του πραγματικού αριθμού των αγοραπωλησιών κατά κατηγορία ακινήτου, σε συνεργασία με τα υποθηκοφυλακεία της Αττικής και των άλλων περιοχών.
- Μελέτες για την ανάλυση επιμέρους ζητημάτων της αγοράς ακινήτων, όπως είναι οι επιπτώσεις των επιμέρους μέτρων πολιτικής (φορολογία, αντικειμενικές τιμές κ.λπ.), η εκτίμηση του κινδύνου στην αγορά ακινήτων (λόγος υπολοίπου δανείου προς αξία ακινήτου κ.λπ.), σχέση αντικειμενικών και εμπορικών τιμών κ.ά.

Βιβλιογραφία

Arthur, S.V. (2006), "Residential property prices – what has been achieved since 2003?", παρουσίαση στο OECD-IMF Workshop on Real Estate Price Indexes, Παρίσι, 6-7.11.2006, http://www.oecd.org/dataoecd/3/9/37583158.pdf

de Haan, J. (2004), "Direct and Indirect Time Dummy Approaches to Hedonic Price Measurement", *Journal of Economic and Social Measurement*, 29, 427-43.

Dey-Chowdhury, Sumit (2007), "Methods explained: House price indices in the UK", *Economic and Labour Market Review*, 1 (1), 54-8.

Diewert, W.E. (2003), "Hedonic Regressions: A Consumer Theory Approach", 317-48 στο: R.C. Feenstra and M.D. Shapiro (επιμ.) *Scanner Data and Price Indexes, NBER Studies in Income and Wealth,* τόμ. 64, University of Chicago Press, http://www.econ.ubc.ca/diewert/scan.pdf

European Central Bank (ECB) (2009α), "Recent housing market developments in the euro area", *Monthly Bulletin*, Φεβρουάριος.

European Central Bank (ECB) (2009β), "Housing finance in the euro area", Occasional Paper No. 101, Μάρτιος.

Eurostat (2008), *Technical Manual on Owner-Occupied Housing for Harmonised Index of Consumer Prices,* Ιούνιος.

Fenwick, D. (2006), "Real Estate Prices: the Need for a Strategic Approach of Statistics to Meet User Needs", παρουσίαση στο OECD-IMF Workshop on Real Estate Price Indexes, Παρίσι, 6-7.11.2006, http://www.oecd.org/dataoecd/22/49/37619259.pdf

Gouriéroux, C. and A. Laferrère (2006), "Managing Hedonic Housing Price Indexes: the French Experience", παρουσίαση στο OECD-IMF Workshop on Real Estate Price Indexes, Παρίσι, 6-7.11.2006, http://www.oecd.org/dataoecd/2/24/37583497.pdf

International Labour Organization (ILO) (2004), *Consumer Price Index Manual: Theory and Practice, International Labour Organization*, Γενεύη, http://www.ilo.org/public/english/bureau/stat/guides/cpi/index.htm

International Monetary Fund (IMF) (2004), *Producer Price Index Manual: Theory and Practice,* Ουάσινγκτον DC, http://www.imf.org/np/sta/tegppi/index.htm

International Monetary Fund (IMF) (2006), *Financial Soundness Indicators: Compilation Guide,* Ουάσινγκτον DC.

Leventis, A. (2006), "Removing Appraisal Bias from a Repeat Transactions House Price Index: A Basic Approach", παρουσίαση στο OECD-IMF Workshop on Real Estate Price Indexes, Παρίσι, 6-7.11.2006,.http://www.oecd.org/dataoecd/2/45/37583706.pdf

Li, W., M. Prud'homme and K. Yu (2006), "Studies in Hedonic Resale Housing Price Indexes", παρουσίαση στο OECD-IMF Workshop on Real Estate Price Indexes, Παρίσι, 6 και 7.11.2006, http://www.oecd.org/dataoecd/2/25/37583404.pdf

Lum, S.K. (2004), "Property price indices in the Commonwealth Construction methodologies and problems", *Journal of Property Investment & Finance,* Vol. 22, No. 1, 25-54.

Meese, R. and N.E. Wallace (1997), "The construction of residential housing price indices: a comparison of repeat-sales, hedonic-regression, and hybrid approaches", *Journal of Real Estate Finance and Economics,* 14, 51-73.

OECD (2009), *Economic Outlook - Interim Report,* 31.3.2009.

Pavlin, B. (2006), "Dwelling price index in Slovenia – pilot study of hedonic approaches", παρουσίαση στο OECD-IMF Workshop on Real Estate Price Indexes, Παρίσι, 6-7.11.2006.

Silver, M. and S. Heravi (2005), "A Failure in the Measurement of Inflation: Results from a Hedonic and Matched Experiment Using Scanner Data", *Journal of Business and Economic Statistics,* 23 (3), 269-81.

Silver, M. and S. Heravi (2007), "The Difference Between Hedonic Imputation Indexes and Time Dummy Hedonic Indexes", υπό δημοσίευση στο *Journal of Business and Economic Statistics,* δημοσιεύθηκε και ως IMF Working Paper No. 181, 2006. http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=19363.

Τράπεζα της Ελλάδος (2009), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2008,* Αθήνα.

Wood, R. (2003), "A comparison of UK residential house price indices", BIS Papers No 21 Real Estate Indicators and Financial Stability, πρακτικά συνεδρίου BIS-IMF, Ουάσινγκτον DC, 27-28.10.2003.

Zabel, J.E. (1999), "Controlling for Quality in House Price indices", *The Journal of Real Estate Finance and Economics,* 19 (3), 223-41.

ISBN: 978 - 960 - 7032 - 44 - 7