

Η Σπουδαιότητα της Αγοράς Κατοικίας στην Οικονομία του

Γκίκα Α. Χαρδούβελη
Καθηγήτῃ, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής
Πανεπιστημίου Πειραιώς, Eurobank EFG και CEPR

Παρουσίαση στο συνέδριο της Τράπεζας της Ελλάδος:
«Αγορά ακινήτων: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές»

Η παρουσίαση επικεντρώνεται σε τρεις θεματικές ενότητες: Πρώτον, στα μεγέθη της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα, την εξέλιξη του πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών και την αύξηση της στεγαστικής πίστης. Δεύτερον, στη διεθνή σχέση μεταξύ αγοράς κατοικίας και μακροοικονομίας. Υπάρχει τόσο μια βραχυπρόθεσμη αμφίδρομη σχέση μεταξύ τιμών κατοικιών και επενδύσεων και κατανάλωσης όσο και μια πιο μακροχρόνια σχέση της αγοράς κατοικίας με τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, η οποία πηγάζει από τις συχνές υπερβολές στις αυξήσεις τιμών των ακινήτων. Τρίτον, στη σημερινή ελληνική κατάσταση της αγοράς ακινήτων και την υπόλοιπη οικονομία. Τονίζεται ότι η σημερινή κρίση έχει αναδείξει τις μακροχρόνιες ελληνικές ανισοροπίες, οι οποίες αν δεν επιλυθούν, μπορεί να οδηγήσουν σε μακροχρόνια στασιμότητα.

1. Η αγορά κατοικίας στην Ελλάδα

Η κατοικία βρίσκεται στην καρδιά της οικονομικής δραστηριότητας των νοικοκυριών. Στην Ελλάδα, το 2008 οι επενδύσεις σε κατοικίες αποτέλεσαν το 5,4% του ΑΕΠ (ενώ το σύνολο των κατασκευών το 10,7%). Στις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ, η κατοικία είναι επίσης σημαντική. Στη Ευρωζώνη το 2008, οι επενδύσεις στις κατοικίες ήταν κατά μέσο όρο το 6,1% του ΑΕΠ, ενώ σε πολλές χώρες η επένδυση σε κατοικίες είναι πολύ υψηλότερη: Ιρλανδία 8,6%, Ισπανία 8,0%. Μάλιστα, στις δύο αυτές χώρες το 2007, πριν την κρίση, τα ποσοστά αυτά ήταν ακόμα υψηλότερα: 12,6% και 9,3% αντίστοιχα (Ελλάδα 7,7%). Η απασχόληση στις κατασκευές είναι επίσης μεγάλη, κρύβοντας επιπλέον και ένα μεγάλο μέρος της παραοικονομίας. Στην Ελλάδα, η δηλωμένη απασχόληση φτάνει το 8,7% της συνολικής απασχόλησης, ενώ στο ποσοστό αυτό δεν συμπεριλαμβάνονται οι απασχολούμενοι σε επιχειρήσεις συναφείς με την κατασκευή.

Τα ακίνητα, επίσης, αποτελούν το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο των ελληνικών νοικοκυριών. Για πολλές δεκαετίες μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, οι Έλληνες επενδυτές είχαν περιορισμένες επενδυτικές επιλογές και η μόνη μακροπρόθεσμη προστασία απέναντι στον πληθωρισμό ήταν η επένδυση σε οικόπεδα και σπίτια. Έτσι σήμερα το 81,8% των περιουσιακών τους στοιχείων είναι σε ακίνητα, το 17% σε καταθέσεις και μόλις το 1,2% σε μετοχές. Η άμεση σχέση του Έλληνα με την κατοικία φαίνεται και από το πολύ υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης: 80,1%, το δεύτερο υψηλότερο στην παλαιά ΕΕ-15. Μάλιστα στις αγροτικές περιοχές, το ποσοστό αυτό φτάνει και το 97%.

Τα τελευταία χρόνια οι αποδόσεις των ακινήτων ήταν πολύ υψηλότερες από αυτές των καταθέσεων ή του χρηματιστηρίου. Μια επένδυση €100 σε ακίνητα στις 31/12/1995 μετατρέπεται στις 31/12/2008 σε €304,8, δηλαδή τριπλασιάζεται. Δεν συμβαίνει το ίδιο με τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία. Οι καταθέσεις ταμειυτηρίου μετατρέπονται σε €241,3 και οι μετοχές (με τα μερίσματα) σε €209,7. Στο ίδιο διάστημα των 13 ετών, το καλάθι της νοικοκυράς από €100 ακρίβυνε στα €159,3. Αυτό σημαίνει ότι όλα τα περιουσιακά στοιχεία έφεραν θετικές αποπληθωρισμένες αποδόσεις. Τα ακίνητα, χωρίς τους φόρους είχαν μια σωρευτική πραγματική απόδοση 144,5% ή 7,12% ετησίως πάνω από τον πληθωρισμό.

Η σπουδαιότητα των ακινήτων για τα ελληνικά νοικοκυριά σήμερα φαίνεται και από τη πολύ γρήγορη αύξηση των στεγαστικών δανείων στη χώρα μας από το 8,3% του ΑΕΠ το 2000 στο 32,0% το 2008. Ακόμα και τον Ιανουάριο του 2009, μετά την επιδείνωση της κρίσης του περασμένου Σεπτεμβρίου και την κάμψη του τραπεζικού δανεισμού, οι ρυθμοί αύξησης των στεγαστικών δανείων παραμένουν στο 11,1%, τη στιγμή που στην Ευρωζώνη έχουν σχεδόν μηδενιστεί (1,1%).

Η ραγδαία αύξηση της στεγαστικής πίστης στην Ελλάδα, οι τιτλοποιήσεις και οι απαιτήσεις της Βασιλείας II δημιούργησαν την ανάγκη παροχής αξιόπιστων στοιχείων για την εξέλιξη των τιμών των κατοικιών στις διαφορετικές περιοχές της χώρας. Οι μεγάλες τράπεζες ίδρυσαν την **Propindex A.E.** για τη δημιουργία δεικτών και υποδεικτών ακινήτων με τη βοήθεια της εταιρείας στατιστικών μεγεθών **Quantos**. Οι δείκτες βασίζονται στις αξίες που δίνουν οι εκτιμητές των τραπεζών. Μια ίδια μεθοδολογία ακολουθείται και σε άλλες χώρες. Αντίθετα, οι προηγούμενοι δείκτες στην Ελλάδα, που παλαιότερα δημοσιοποιούσε η Τράπεζα της Ελλάδος, ήταν ανεπαρκείς αφού προέρχονταν από τις αγγελίες στις εφημερίδες (asking prices). Σήμερα το 70% της αγοράς ακινήτων περιέχεται στους δείκτες της Propindex. Παραλείπονται οι συναλλαγές για τις οποίες δεν έγινε δανεισμός, καθώς και τα δάνεια από ορισμένες τράπεζες που δεν συμμετέχουν (π.χ. Πειραιώς, Αγροτική, MarFin). Οι δείκτες ξεκινούν το 1999 και αναφέρονται σε τιμές / τ.μ. διαμερισμάτων.

Φυσικά, υπάρχει σημαντικό περιθώριο για επέκταση των δεικτών σε μονοκατοικίες και σε όλες τις τράπεζες, καθώς και επέκτασης των αρχικών πηγών των στοιχείων πέρα από τις τράπεζες. Λείπουν, επίσης, στοιχεία όγκων οικοδομής, αφού οι άδειες δεν αντιστοιχούν σε τελική πραγματική οικοδομική δραστηριότητα. Τέλος, θα ήταν ιδιαίτερα χρήσιμη με σημαντική προστιθέμενη αξία η παροχή στοιχείων για τιμές και νέα οικοδομική δραστηριότητα και στην αγορά εμπορικών ακινήτων. Η Τράπεζα της Ελλάδος καλείται να συμπληρώσει πολλά από αυτά τα κενά.

2. Αγορά κατοικίας και μακροοικονομική δραστηριότητα

Η αγορά κατοικίας σχετίζεται βραχυπρόθεσμα με τον συνήθη οικονομικό κύκλο, αλλά και μακροπρόθεσμα με τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Το τελευταίο έγινε άμεσα αντιληπτό πρόσφατα με τη διεθνή

χρηματοοικονομική κρίση. Θα αναφερθώ και στις δύο αυτές σχέσεις διαδοχικά.

2.1 Οικονομικός κύκλος

Υπάρχει μία προφανής και αμφίδρομη σχέση μεταξύ της αγοράς κατοικίας και του οικονομικού κύκλου. Όταν το ΑΕΠ αυξάνεται (σε πραγματικές τιμές), αυξάνεται και το διαθέσιμο εισόδημα, γεγονός που οδηγεί σε άνοδο της ζήτησης για ακίνητα και αύξηση της τιμής τους. Ιδίως σε περιπτώσεις που η προσφορά είναι περιορισμένη ή δεν μπορεί να αυξηθεί όσο γρήγορα αυξάνει η ζήτηση, η αύξηση των τιμών μπορεί να είναι ιδιαίτερα έντονη και απότομη. Έρευνες¹ έχουν δείξει ότι αύξηση 1% του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος συνεπάγεται αύξηση των τιμών των κατοικιών: 3,2% στις ΗΠΑ, 2,5% στο Ηνωμένο Βασίλειο, 0,7% στην Ευρωζώνη και 2,8% στην Ισπανία.

Αντίστροφα, μια αύξηση των τιμών των κατοικιών συνεπάγεται αφενός αύξηση των επενδύσεων (κυρίως μέσω του λόγου Q του Tobin) και της απασχόλησης και αφετέρου αύξηση του πλούτου που οδηγεί σε αύξηση της κατανάλωσης. Επίσης, η αύξηση των τιμών των ακινήτων διευκολύνει την παροχή δανείων για νοικοκυριά και επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν περιορισμούς στη χρηματοδότηση. Τα δάνεια αυτά με τη σειρά τους επιτρέπουν ακόμα περισσότερη κατανάλωση ή επενδύσεις, επιταχύνοντας τη συνολική επίδραση στον οικονομικό κύκλο. Μέσω αυτών των καναλιών λοιπόν η αύξηση των τιμών των ακινήτων οδηγεί σε αύξηση του ΑΕΠ. Στις ΗΠΑ οι αυξήσεις στις επενδύσεις σε κατοικίες προηγούνται του οικονομικού κύκλου και αποτελούν πρόδρομο δείκτη της οικονομικής δραστηριότητας. Όσον αφορά την επίδραση της αύξησης του πλούτου από κατοικίες κατά 1% στην κατανάλωση στις ΗΠΑ, μια σειρά από μελέτες την εκτιμά από 0,025% έως 0,07%. Την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης 1929 – 1933 η πτώση στις επενδύσεις σε κατοικίες προηγήθηκαν της πτώσης του πραγματικού κατά κεφαλήν διαθέσιμου εισοδήματος.

Ο πληθωρισμός έχει αρνητική επίδραση στην αγορά κατοικίας διότι οδηγεί σε άνοδο των ονομαστικών επιτοκίων και σε αντίδραση των νομισματικών αρχών, οι οποίες ακολουθούν περιοριστική νομισματική πολιτική για να τον καταπολεμήσουν. Το σύννηθες αποτέλεσμα είναι μια αύξηση των πραγματικών επιτοκίων, γεγονός που επιφέρει πτώση στη ζήτηση για στεγαστικά δάνεια, αλλά και αυξημένο κόστος παραγωγής νέων κατοικιών. Εμπειρικές μελέτες στις διαφορετικές χώρες δείχνουν ότι η αρνητική επίδραση του πληθωρισμού είναι μεγάλη.²

Ένα ερώτημα που απασχολεί τους ερευνητές είναι αν αποτελεί αύξηση του πλούτου η αύξηση των τιμών των κατοικιών. Πολλοί αμφισβητούν τις προηγούμενες μελέτες και ισχυρίζονται ότι μια αύξηση των τιμών των κατοικιών δεν αυξάνει τον πλούτο των νοικοκυριών (π.χ. Τράπεζα Αγγλίας, Buiter (2008), Calomiris et.al. (2009)). Αποδίδουν τα εμπειρικά αποτελέσματα

¹ McCarthy και Peach (2004), Meen (2002), Annett (2005), Banca de Espana (2004)

² Βλ. Tsatsaronis & Zhu «Οι τιμές κατοικιών διεθνώς και η χρηματοδότηση στεγαστικών δανείων», σελ. 37-61, στο Αγορά Κατοικίας: Τάσεις και Επενδυτικές Ευκαιρίες, Ν. Καραμούζης – Γκ. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007

σε τρίτους παράγοντες. Οι ίδιοι συμφωνούν ότι υπάρχει επίδραση στην κατανάλωση, αλλά μέσω της ελάφρυνσης των περιορισμών δανεισμού (π.χ. Mortgage Equity Withdrawals). Πρόσφατη μελέτη της ΕΚΤ συμπεραίνει ότι η επίδραση του πλούτου των κατοικιών στην κατανάλωση της Ευρωζώνης είναι πολύ μικρή.³ Όσο πιο ώριμο το χρηματοοικονομικό σύστημα, τόσο μεγαλύτερη η οριακή ροπή προς κατανάλωση από την αύξηση των τιμών των κατοικιών και, προφανώς, η Ευρωζώνη δεν διαθέτει ακόμα ένα πολύ ώριμο τραπεζικό σύστημα. Με τη ίδια λογική, στη σημερινή Ελλάδα η οριακή ροπή πρέπει να έχει αυξηθεί σε σχέση με 10 χρόνια νωρίτερα.

2.2 Σταθερότητα χρηματοοικονομικού συστήματος και τραπεζικές κρίσεις

Η αγορά κατοικίας παίζει κομβικό ρόλο και όσον αφορά τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Πριν την κρίση, πολλοί λανθασμένα ισχυρίζονταν – ανάμεσά τους και ο επικεφαλής της Fed κ. Bernanke - ότι η καταπολέμηση του πληθωρισμού από τις νομισματικές αρχές δεν αφήνει περιθώρια ανάπτυξης φούσκας στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (μετοχές, κατοικίες, κλπ.) Κατά συνέπεια η πολιτική καταπολέμησης του πληθωρισμού οδηγεί και σε σταθερό χρηματοοικονομικό σύστημα. Η άποψη αυτή προφανώς αναιρέθηκε από την ίδια την κρίση, η οποία εν μέρει οφείλεται στην προηγούμενη επεκτατική νομισματική πολιτική και τα τότε χαμηλά επιτόκια, καθώς και στην έλλειψη επαρκούς εποπτείας.

Πριν την κρίση υπήρχαν πολλές φωνές διαφωνίας για τον τρόπο χειρισμού της νομισματικής πολιτικής. Αυτοί που επέκριναν τις κεντρικές τράπεζες πρότειναν περισσότερα εργαλεία στη διάθεση των νομισματικών αρχών ή και επιπλέον στόχους της νομισματικής πολιτικής. Βλέπε την εκτεταμένη δουλειά του Richard Goodhart και των συνεργατών του για την αγορά ακινήτων, τη δουλειά του συγγραφέα (Hardouvelis (2002, 2006)) για ενεργή προσαρμογή των περιθωρίων ασφάλειας στις μετοχές και τα παράγωγα, ή τις αναλύσεις από τη BIS.

Με εξαίρεση τη Fed, οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν μακροοικονομικά υποδείγματα τύπου DSGE με αντιπροσωπευτικό νοικοκυριό-επιχειρηματία, τα οποία έχουν μικροοικονομική θεμελίωση και υποθέτουν γενική ισορροπία. Υποδείγματα τέτοιου είδους λύνονται δύσκολα. Έτσι, γραμμοποιούνται, εισάγουν παραμέτρους εκτός υποδείγματος, περιέχουν λίγες εξισώσεις και μόνον ορθολογική συμπεριφορά. Σήμερα δυστυχώς δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν εύκολα για ανάλυση οικονομικής πολιτικής. Σήμερα η κρίση αλλάζει τα δεδομένα στο χώρο της ακαδημίας, καθώς ξεκίνησε από την αγορά ακινήτων, είναι πολύ μεγάλη, ενώ και το τέλος της δεν είναι ακόμα εμφανές. Πολλοί πλέον πείθονται ότι υπάρχουν φούσκες στις αγορές που δεν είναι αναγκαστικά το αποτέλεσμα ορθολογικών προσδοκιών. Τα υποδείγματα και αυτά θα αλλάξουν.

³ "Housing Wealth and Private Consumption in the Euro Area," *Monthly Bulletin*, January 2009, pp. 59-71.

Βεβαίως, στη διάρκεια μια φούσκας είναι δύσκολο να αντιληφθεί κάποιος αν πρόκειται πραγματικά για φούσκα ή για μια απλή μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου των επενδυτών, οι οποίοι ανεβάζουν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, αφού ο φόβος για τη μελλοντική απόδοσή τους είναι μικρός. Λύσεις, όμως υπάρχουν και για το πρόβλημα αυτό της σωστής διάγνωσης, αρκεί να μην υπάρχουν ιδεολογικές παρωπίδες.

Με βάση προηγούμενες τραπεζικές κρίσεις, η σημερινή κρίση είναι πολύ μεγάλη. Σε όλες αυτές τις κρίσεις προηγήθηκε μια μεγάλη αύξηση των τιμών των ακινήτων (Βλέπε Reinhart & Rogoff, Goldman Sachs, etc.), ενώ η μετέπειτα πτώση των τιμών των ακινήτων διήρκεσε πάνω από 3 χρόνια. Η Goldman Sachs εκτιμά το μέσο όρο αυτής της χρονικής διάρκειας σε 6 χρόνια και την πτώση των πραγματικών τιμών σε 31%! Συνεπώς, η σημερινή κρίση θα μας ταλαιπωρεί για μεγάλο διάστημα. Υπενθυμίζω ότι η σημερινή κρίση έχει επιβαρυνθεί και από πολλούς επιπρόσθετους παράγοντες, όπως τα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου, οι τιτλοποιήσεις, παράγωγα προϊόντα όπως τα credit default swaps, την ανεπάρκεια των αξιολογικών οίκων και των εποπτικών αρχών και, κυρίως, την πολύ υψηλή μόχλευση. Η υψηλή μόχλευση είναι η κύρια αιτία της επέκτασης της κρίσης.

Η κρίση έχει επιδράσει σημαντικά όχι μόνο στη ρευστότητα, αλλά κυρίως στην κεφαλαιακή επάρκεια του τραπεζικού συστήματος, και παρά τις παρεμβάσεις των κρατικών φορέων, η κεφαλαιακή επάρκεια εξακολουθεί να είναι ένα μεγάλο και άλυτο πρόβλημα. Το ΔΝΤ σήμερα εκτιμά απώλειες περιουσιακών στοιχείων του χρηματοοικονομικού συστήματος της τάξης των \$ 4 τρις, οι οποίες θα πάρει πολύ χρόνο να αναπληρωθούν. Στο μεσοδιάστημα οδηγούν στην απομόχλευση, δηλαδή τη μείωση παροχής δανείων και τη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, το τέλος της κρίσης δεν είναι ακόμα εμφανές, τουλάχιστον σε μένα. Οι προβλέψεις των αναλυτών για βραδεία ανάκαμψη στο τέλος του 2009 αποτελούν ένα αισιόδοξο σενάριο.

3. Συνέχιση της κρίσης και η πιθανότητα μακροχρόνιας στασιμότητας της ελληνικής οικονομίας

Η πτώση στις διεθνείς τιμές κατοικιών συνεχίζεται. Από το 1995 είχαμε μια ραγδαία άνοδο των τιμών των κατοικιών ως προς τα ενοίκια και στη συνέχεια πτώση. Στην Ελλάδα, η άνοδος των τιμών ως προς τα ενοίκια έως το 2002 οφείλεται στην είσοδό της στην ΟΝΕ και τη μεγάλη τότε πτώση των πραγματικών επιτοκίων. Στη συνέχεια η μετέπειτα άνοδος του ίδιου λόγου υπήρξε βραδεία. Κατά συνέπεια και με δεδομένη την διεθνή στασιμότητα, αναμένεται μια πτώση των τιμών των κατοικιών, αλλά με σχετικά βραδείς ρυθμούς.

Σύμφωνα με τους κατασκευαστές, οι προοπτικές της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα είναι δυσμενείς. Ο Δείκτης Επιχειρηματικών Προσδοκιών στις Κατασκευές βρίσκεται σε χαμηλά ιστορικά επίπεδα, τόσο όσον αφορά τις κατοικίες όσο και τα επαγγελματικά ακίνητα. Υπάρχουν επίσης προσδοκίες για πτώση τιμών χρέωσης στην Ελλάδα από τους κατασκευαστές, σύμφωνα με ότι δηλώνει η πλειοψηφία των κατασκευαστών ακινήτων στην Ελλάδα,

σχετικά με την τάση των τιμών που σκοπεύουν να χρεώσουν τους επόμενους 3 μήνες.

Το γενικότερο οικονομικό κλίμα είναι δυσμενές και επικρατεί απαισιοδοξία σε επιχειρηματίες και καταναλωτές. Ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλά, έχοντας σημειώσει τον Μάρτιο του 2009 πτώση 60 μονάδων από τον Φεβρουάριο του 2008. Η ύφεση είναι πλέον προ των πυλών, όπως δείχνουν και η δραματική πτώση των λιανικών πωλήσεων σε πραγματικές τιμές – μείωση 10,8% τον Ιανουάριο 2009 σε σχέση με ένα χρόνο πριν – και η αύξηση των ακάλυπτων επιταγών και απλήρωτων συναλλαγματικών – αύξηση 227% τον Μάρτιο 2009 σε σχέση με ένα χρόνο πριν (€282 εκ. τον Μάρτιο, €772 εκ. μέχρι τώρα το 2009). Η πτώση σε διεθνές εμπόριο, ναυτιλία και τουρισμό επηρεάζουν αναπόφευκτα την ελληνική οικονομία. Η πτώση στα κόμιστρα και την αξία των πλοίων έχει επίδραση στα γραφεία της Ελλάδος, ενώ οι κρατήσεις δείχνουν πτώση εσόδων τουρισμού από την αλλοδαπή μεγαλύτερη του 15%.

Η επιδείνωση της θέσης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και η άσχημη κατάσταση των δημοσιονομικών της μεγεθών αντικατοπτρίζεται και στην αύξηση των απαιτούμενων περιθωρίων δανεισμού του ελληνικού δημοσίου έναντι του γερμανικού. Το φαινόμενο αυτό βέβαια είναι ευρωπαϊκό αλλά και έντονα ελληνικό. Στις 24 Απριλίου το περιθώριο των 10-ετών ομολόγων του ελληνικού δημοσίου έναντι του γερμανικού ήταν 212 μονάδες βάσης έναντι – μονάδες βάσης στις 29 Ιουνίου του 2007. Αυτό σημαίνει ότι για επενδυτή ουδέτερο στον κίνδυνο, η πιθανότητα χρεοκοπίας του Ελληνικού Δημοσίου έναντι των ομολογιούχων είναι 18% στη 10-ετία. Μετά τη σύνοδο των G-20 η πιθανότητα αυτή μειώθηκε.

Οι ξένοι προφανώς επικεντρώνονται στις γνωστές ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας: (1) έλλειμμα ανταγωνιστικότητας, που φαίνεται τόσο από το τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (14% ΑΕΠ) όσο και από την ακρίβεια των προϊόντων και υπηρεσιών μας, δηλαδή από τον σταθερά υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό και την πολύ μεγάλη ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας μας; (2) αναποτελεσματικός δημόσιος τομέας, που όχι μόνο δε μπορεί να ελέγξει τις δαπάνες του ή και να περιορίσει την παραοικονομία, αλλά παρεμποδίζει και τα υγιή τμήματα του ιδιωτικού τομέα να αναπτυχθούν σωστά; (3) ανισοκατανομή των εισοδημάτων και του παραγόμενου πλούτου, η οποία αναμένεται να επιδεινωθεί στο μέλλον από την πολιτική αδυναμία επίλυσης του ασφαλιστικού. Τις ανισορροπίες αυτές απέκρυψε η διαρκής αύξηση της ευημερίας μας την τελευταία δωδεκαετία, η ασπίδα της ΟΝΕ, τα χαμηλά επιτόκια και η μεγάλη πιστωτική επέκταση, ιδιαίτερα προς τα νοικοκυριά.

4. Συμπέρασμα

Ανακεφαλαιώνοντας, η αγορά κατοικίας είναι ιδιαίτερα σημαντική για τα ελληνικά νοικοκυριά και διαχρονικά έχει φέρει μεγάλες αποδόσεις. Μάλιστα, η άνοδος τη στεγαστικής πίστης υπήρξε ταχεία στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια. Η αγορά κατοικίας επηρεάζει τον οικονομικό κύκλο κυρίως μέσω των

επενδύσεων, οι οποίες αποτελούν και πρόδρομο δείκτη του, αλλά και μέσω της κατανάλωσης, όταν οι τιμές των κατοικιών επιδρούν στον πλούτο των νοικοκυριών και τη δυνατότητα ελάφρυνσης των περιορισμών δανεισμού. Η αγορά κατοικίας είναι, όμως, επιρρεπής σε φούσκες, των οποίων η διάγνωση είναι δύσκολη και, έτσι, πολλές φορές επηρεάζει δυσμενώς τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, όπως ανέδειξε η πρόσφατη διεθνής κρίση.

Σήμερα, όσο οι τιμές των κατοικιών συνεχίζουν να πέφτουν διεθνώς, το τέλος της κρίσης είναι δύσκολο να προβλεφθεί. Υπάρχουν τεράστια προβλήματα κεφαλαιακής επάρκειας, τα οποία δεν έχουν επιλυθεί και συνεχίζουν να οδηγούν σε απομόχλευση, δηλαδή περιορισμό των δανειακών χορηγήσεων από τις τράπεζες και σε συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Επικρατεί φόβος στις αγορές, πιθανόν υπερβολικός. Όμως, οι αγορές δικαίως φοβούνται για το μέλλον της Ελλάδος, καθώς αυξάνεται η πιθανότητα μακροχρόνιας στασιμότητας: Χρειαζόμαστε μια οικονομία πιο εξωστρεφή, που να βασίζεται λιγότερο στην εγχώρια κατανάλωση και τον δανεισμό και περισσότερο στις εξαγωγές. Χρειαζόμαστε και έναν πιο αποτελεσματικό δημόσιο τομέα.