

Η ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης

Συγγραφείς:

Θεοδόσιος Σαμπανιώτης
Οικονομικός Αναλυτής
tsabaniotis@eurobank.gr

**Καθηγητής
Γκίκας Χαρδούβελης**
Οικονομικός Σύμβουλος &
Επικεφαλής Οικονομικών Ερευνών
ghardouvelis@eurobank.gr

1. Εισαγωγή

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

Στην Ελλάδα, με το ξεκίνημα της παγκόσμιας ύφεσης, η επερχόμενη εγχώρια ύφεση ήταν τότε σχετικά προβλέψιμη.¹ Οι αδυναμίες και οι ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας ήταν γνωστές στους ειδικούς, αφού ήταν βαθιές και χρόνιες, και είναι αυτές που τελικά αποκαλύφθηκαν στο ελληνικό και το διεθνές κοινό μετά τη διεθνή κρίση και σταδιακά οδήγησαν στις σημερινές δυσκολίες. Τα μεγάλα και διαρκή δημοσιονομικά ελλείμματα, που δεν άφησαν το δημοσιονομικό χρέος να μειωθεί, αλλά και το πρόβλημα ανταγωνιστικότητας, δεν είχαν ποτέ αντιμετωπιστεί αποφασιστικά με τις απαραίτητες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Αντιθέτως, η συμμετοχή της χώρας στην Ευρωζώνη με τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού και η άγνοια των ελληνικών προβλημάτων από τους συμμετέχοντες στις ξένες αγορές επέτρεψαν στο Δημόσιο να δανειζείται απερισκεπτα και προκάλεσαν εφησυχασμό ευδαιμονίας στους πολίτες και τους πολιτικούς.² Κατά συνέπεια, οι ρίζες της ελληνικής ύφεσης και κρίσης δεν εντοπίζονται στην αγορά ακινήτων ούτε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως έγινε με τη διεθνή κρίση. Και οι δύο αυτοί κλάδοι της οικονομίας είναι κατά κύριο λόγο θύματα της ελληνικής ύφεσης και κρίσης, παρά η γενεσιουργός αιτία της.

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

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

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

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

¹ Βλ. Χαρδούβελης (2008), όπου ο συγγραφέας ανέφερε ότι η Ελλάδα ήταν πιθανό να παραμείνει σε στασιμότητα μακράς διάρκειας.

² Βλ. Χαρδούβελης (2007).

ΠΗΤΡΑ ΜΗ ΕΥΘΥΝΗΣ

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ. που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια ή ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.

2. Οι εξελίξεις στην αγορά ακινήτων

2.1 Διεθνής εμπειρία

Ο ρόλος της αγοράς ακινήτων διαφέρει από χώρα σε χώρα, αφού κάθε οικονομία αντιμετωπίζει διαφορετικές προκλήσεις και προβλήματα. Στη διάρκεια της διεθνούς κρίσης 2007-2009, η αγορά ακινήτων έπαιξε έναν ιδιαίτερο ρόλο, αφού σ' αυτή την αγορά ξεκίνησε η κρίση στις ΗΠΑ, η οποία στη συνέχεια επεκτάθηκε στις υπόλοιπες αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ευρώπης.

Το σημείο μηδέν ήταν η ιδιαίτερη αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages) στις **ΗΠΑ**. Η υπερτίμηση ("φούσκα") και η μετέπειτα πτώση των τιμών των ακινήτων σε πολλές αμερικανικές πολιτείες, σε συνδυασμό με τα πολλαπλά παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα που είχαν δομηθεί σε μορφή αντεστραμμένης πυραμίδας με βάση τις τιμές αυτές, και μάλιστα επί δανείων χαμηλής εξασφάλισης, οδήγησαν σε ένα ντόμινο πανικού και έλλειψης ρευστότητας στην τραπεζική αγορά, που, σε συνδυασμό με την υψηλή μόχλευση, προξένησε την παρ' ολίγον κατάρρευση του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη μετέπειτα ύφεση.³

Στην **Ιρλανδία**, το σκάσιμο της "φούσκας" στην αγορά ακινήτων προκάλεσε τη χρεοκοπία των μεγαλύτερων τραπεζών της χώρας, οι οποίες ήταν ιδιαίτερα εκτεθειμένες στη στεγαστική πίστη. Για τη διάσωση των ιρλανδικών τραπεζών απαιτήθηκαν κρατικά κεφάλαια ύψους 62,8 δισεκ. ευρώ ή 40,2% του ΑΕΠ μέχρι τα μέσα του 2011.⁴ Αποτέλεσμα αυτού ήταν να εκτοξευθεί το δημόσιο χρέος της χώρας σε μη βιώσιμα επίπεδα. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 2007 το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ήταν μόλις 24,8% του ΑΕΠ, ενώ εκείνη τη χρονιά η χώρα είχε δημοσιονομικό πλεόνασμα 0,06% του ΑΕΠ. Σε αντιδιαστολή, τρία χρόνια μετά την κρίση, το 2010, τα μεγέθη αυτά εκτινάχθηκαν στο 92,5% και το -31,2% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Η προσφυγή στη βοήθεια από το ΔΝΤ και την ΕΕ ήταν αναπόφευκτη.

Στην περίπτωση της **Ισπανίας**, τα προβλήματα στην αγορά ακινήτων έθεσαν τη χώρα σε τροχιά ύφεσης. Στα πρώτα χρόνια της κρίσης, οι μεγάλες ισπανικές τράπεζες δεν επηρεάστηκαν από την πτώση της αγοράς ακινήτων. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι από τις αρχές της δεκαετίας του 2000 οι εν λόγω τράπεζες είχαν εξαναγκαστεί από τον επόπτη τους, την κεντρική τράπεζα, σε σημαντική αύξηση των προβλέψεών τους σε σχέση με την υπερβολική τους έκθεση στη στεγαστική πίστη. Έτσι, η "φούσκα" ακινήτων δεν τις επηρέασε άμεσα, παρά μόνο τις μικρές τράπεζες, τις γνωστές *cajas*. Η κρίση άρχισε να επηρεάζει εμφανώς τις

μεγάλες ισπανικές τράπεζες το 2012, καθώς αυξανόταν το προβληματικό δανειακό χαρτοφυλάκιο τους στην επιχειρηματική στεγαστική πίστη, η παρούσα αξία του ενεργητικού τους συνέχισε να μειώνεται και η χρηματοδότηση του ενεργητικού αυτού να δυσχεραίνεται, με αποτέλεσμα τόσο τη συρρίκνωση της ρευστότητας των τραπεζών όσο και τη σταδιακή μείωση των ιδίων κεφαλαίων τους, σε σημείο που να μην καλύπτονται πλέον οι ελάχιστοι δείκτες εποπτικών κεφαλαίων για πολλές τράπεζες.

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

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

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

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

³ Για ένα χρονολόγιο της κρίσης και περισσότερες λεπτομέρειες βλ. Χαρδούβελης (2011) και το σχετικό site της Federal Reserve Bank of St. Louis: <http://timeline.stlouisfed.org/>.

⁴ Σύμφωνα με τα στοιχεία των Laeven and Valencia (2008), στις 124 συστημικές τραπεζικές κρίσεις μεταξύ των ετών 1970 και 2007, η ιρλανδική τραπεζική κρίση κατατάσσεται ως η έκτη μεγαλύτερη από άποψη δημοσιονομικού κόστους (% ΑΕΠ).

ανταγωνιστικότητας ιταλική οικονομία, είναι οι αιτίες των προβλημάτων που αντιμετωπίζει η Ιταλία στις διεθνείς αγορές.

Στην **Ελλάδα**, οι αδυναμίες της οικονομίας της αντανakλώνται στα σημαντικά ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στις δημοσιονομικές ανισορροπίες, δηλαδή υψηλά δημόσια ελλείμματα και χρέος. Οι κυριότερες αδυναμίες είναι η χαμηλή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και η οργανωτική ανεπάρκεια του ελληνικού κράτους. Η αγορά ακινήτων δεν προκάλεσε την κρίση. Η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σήμερα ένα φαινομενικό αδιέξοδο, που οφείλεται στις χρόνιες μακροοικονομικές ανισορροπίες και στην ανεπάρκεια της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής επί δεκαετίες.⁵

Τα «δίδυμα» ελλείμματα της ελληνικής οικονομίας είναι από τα μεγαλύτερα στην Ευρωζώνη. Αντίστοιχα υψηλά είναι και το δημόσιο και το εξωτερικό χρέος, καθώς αποτελούν διαχρονική συσσώρευση των αντίστοιχων ετήσιων ελλειμμάτων.⁶ Βεβαίως, αυτές δεν είναι οι μόνες διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Για παράδειγμα, η ανεργία στην Ελλάδα παρέμενε σε υψηλά επίπεδα, ιδίως ανάμεσα στους νέους και τις γυναίκες, πολύ πριν από την κρίση και παρά τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η υψηλή ανεργία και η χαμηλή απασχόληση συμβαδίζουν και με μεγάλη ανισότητα ως προς την κατανομή του πλούτου. Η ανάγκη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στο δημόσιο τομέα γίνεται εμφανής και από το ότι οι κοινωνικές παροχές επιδρούν ελάχιστα στα ποσοστά κινδύνου φτώχειας.⁷

2.2 Η εξέλιξη των τιμών των κατοικιών

Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζεται η εξέλιξη των τιμών των κατοικιών τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια στις οικονομίες που βρίσκονται στο επίκεντρο της κρίσης. Τα στοιχεία είναι τριμηνιαία και αφορούν ονομαστικές τιμές κατοικιών. Εξαιρούνται, δηλαδή, τα εμπορικά ακίνητα. Οι δείκτες ξεκινούν με βάση το 100, στο 1^ο τρίμηνο του 1997.⁸

Στην Ιρλανδία παρουσιάζεται η μεγαλύτερη έξαρση τιμών των κατοικιών. Οι τιμές κορυφώνονται στο τέλος του 2006, παρουσιάζοντας αύξηση 267% σε σχέση με τις αρχές του 1997. Οι τιμές⁹ υποχώρησαν σωρευτικά κατά περίπου 49% από το 2007 έως τις αρχές του 2012, επιστρέφοντας στα επίπεδα του 2000.

Παρόμοια είναι η εικόνα σε Ην. Βασίλειο και Ισπανία, αν και το εύρος της ανόδου και της πτώσης των τιμών είναι πολύ μικρότερο. Παρατηρείται κορύφωση των τιμών για το Ην. Βασίλειο στο 3^ο τρίμηνο του 2007 (+198%) και πτώση 19,1% μέχρι τα μέσα του 2012. Η κορύφωση των τιμών στην Ισπανία γίνεται στο 1^ο τρίμηνο του 2008 (+190%), ενώ έκτοτε η πτώση είναι 23% μέχρι τα μέσα του 2012.

Αντίθετη εικόνα παρουσιάζουν οι τιμές των κατοικιών σε Ιταλία και Πορτογαλία, όπου η άνοδος ήταν πολύ μικρότερη, 74% και 50% αντίστοιχα έως το 4^ο τρίμηνο του 2008. Οι τιμές και στις δύο χώρες έπεσαν ελάχιστα τα επόμενα τρίμηνα και, αντίθετα με τις υπόλοιπες χώρες, ανέκαμψαν πολύ γρήγορα. Στο τέλος του 2011 βρίσκονταν σε ακόμα υψηλότερα επίπεδα. Αξίζει να τονιστεί εδώ ότι η Πορτογαλία αντιμετώπιζε σοβαρά προβλήματα πολύ πριν από την έναρξη της διεθνούς κρίσης, καθώς ήταν παγιδευμένη σε χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης για σχεδόν μια δεκαετία, κάτι που φυσικά δεν ευνόησε και την αγορά ακινήτων.

Οι ονομαστικές τιμές των κατοικιών στην Ελλάδα παρουσίασαν σωρευτική αύξηση 170,4% από το 1^ο τρίμηνο του 1997 μέχρι το 4^ο τρίμηνο του 2007. Ακολούθως, κατά τη διάρκεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι τιμές παρουσίασαν σταθεροποιητικές τάσεις και έφθασαν στο υψηλότερο σημείο τους το 3^ο τρίμηνο του 2008 (+171,6%).¹⁰ Στο 1^ο τρίμηνο του 2012 οι τιμές είχαν ήδη μειωθεί κατά 19,8% σε σχέση με τα υψηλότερα επίπεδά τους και είχαν επιστρέψει στα επίπεδα των αρχών του 2005. Τα στοιχεία δείχνουν επιπλέον ότι η πτώση των τιμών είναι μεγαλύτερη για παλαιά διαμερίσματα (χρόνος κατασκευής μεγαλύτερος των πέντε ετών), όπου η πτώση είναι 19,7%, από ό,τι για νεότερα διαμερίσματα (χρόνος κατασκευής μικρότερος των πέντε ετών), όπου η πτώση είναι 18,3%.

Στο επόμενο Διάγραμμα 2 παρουσιάζεται η εξέλιξη τόσο του όγκου των συναλλαγών (μετρούμενου σε τετραγωνικά μέτρα) όσο και των τιμών τα τελευταία έξι χρόνια στην Ελλάδα. Παρατηρείται σημαντική πτώση και του όγκου των συναλλαγών. Ο αριθμός (απόλυτος) των συναλλαγών έπεσε επίσης, από 39,7 χιλιάδες το 1^ο τρίμηνο του 2007 σε 5,9 χιλιάδες περίπου το 1^ο τρίμηνο του 2012.

⁵ Οι Buitter και Rahbari (2011) εξετάζουν την ελληνική κρίση στο πλαίσιο της ONE και τονίζουν ότι για τα προβλήματα της Ελλάδος δεν είναι υπαίτια η διεθνής ύφεση αλλά οι οικονομικές ανισορροπίες της χώρας, τις οποίες αποκάλυψε η κρίση.

⁶ Το πρόβλημα των ανισορροπιών της ελληνικής αναπτυξιακής πορείας είχε απασχολήσει πολλούς ερευνητές στο παρελθόν. Βλ. Χαρδούβελης (2007, 2008) για τη σχετική βιβλιογραφία.

⁷ Το 2010 το ποσοστό των πολιτών σε κίνδυνο φτώχειας πριν από τις παροχές ανερχόταν στην Ελλάδα σε 23,8% και μετά τις παροχές σε 20,1%. Στην ΕΕ-15 τα ίδια μέσα ποσοστά ήταν 26,1% και 16,2% αντίστοιχα, (πηγή: Eurostat). Με άλλα λόγια, οι κοινωνικές παροχές στην Ελλάδα είναι ελάχιστα αποτελεσματικές ως προς τη μείωση του κινδύνου φτώχειας σε σχέση με την ΕΕ-15.

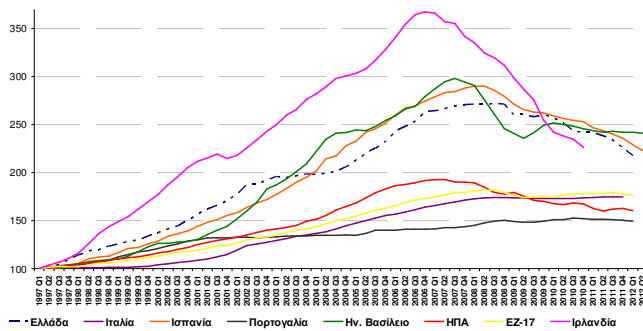
⁸ Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζεται και η εξέλιξη των μέσων τιμών και σε περιοχές όπως οι ΗΠΑ και η ζώνη του ευρώ. Η ερμηνεία της πορείας των τιμών στις δύο περιοχές χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή. Οι δύο αγορές δεν είναι ομοιογενείς. Οι συγκεκριμένοι δείκτες αποτελούν στην ουσία σταθμισμένο μέσο όρο των επιμέρους εθνικών/πολιτειακών αγορών ακινήτων. Η "φούσκα" στις τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ δεν αντανakλάται απόλυτα στην πορεία του εθνικού δείκτη. Το πρόβλημα ήταν μεγαλύτερο σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές. Το ίδιο ισχύει και για τη ζώνη του ευρώ, όπως είναι φανερό και από τις διαφορές μεταξύ των χωρών που παρουσιάζονται εδώ.

⁹ Στο διάγραμμα 1 εμφανίζεται η πορεία των τιμών κατοικιών με βάση το δείκτη *Repmantent Isb*, ο οποίος όμως σταματά στα τέλη του 2010. Αντικαταστάθηκε από τον δείκτη του *Central Statistics Office* ο οποίος όμως είναι διαθέσιμος από τις αρχές του 2005. Οι δύο δείκτες ακολουθούν παρόμοια πορεία αλλά όχι πανομοιότυπη.

¹⁰ Στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Ιούλιος 2012

Διάγραμμα 1
Δείκτης Τιμών Κατοικιών
(1997 Q1 = 100)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, EKT, OFHEO, HBOS.

Παράλληλα, παρατηρήθηκε σταδιακή στροφή του ενδιαφέροντος των αγοραστών προς πιο μικρές και πιο φθηνές κατασκευές. Συγχρόνως, δημιουργήθηκε μεγάλο απόθεμα αδιάθετων κατοικιών (νέων και παλαιότερων), που όμως δείχνει να έχει σταθεροποιηθεί το 2010 και 2011 μετά την υποχώρηση της κατασκευαστικής δραστηριότητας (βλ. επόμενη Ενότητα).¹¹

2.3 Επενδύσεις & απασχόληση στις κατασκευές

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

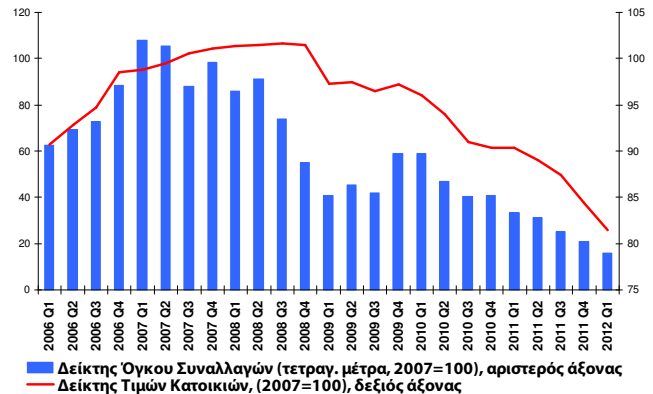
Η κρίση που ξεκίνησε το 2008 στην Ελλάδα δημιούργησε έναν φαύλο κύκλο. Βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη και αφήνει τα σημάδια της στην αγορά ακινήτων και κατασκευών είτε αυτή αποτελούσε μέρος του προβλήματος είτε όχι.

Ο σημερινός φαύλος κύκλος ανάμεσα στην αγορά κατοικίας και την οικονομική δραστηριότητα γίνεται εμφανής στο Διάγραμμα 3, όπου απεικονίζεται η εξέλιξη των δύο μεγεθών στις διάφορες ευρωπαϊκές χώρες στη διάρκεια της κρίσης από το 2007 έως το 2011.

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

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

Διάγραμμα 2
Ελλάδα, Τιμές & Όγκος Συναλλαγών

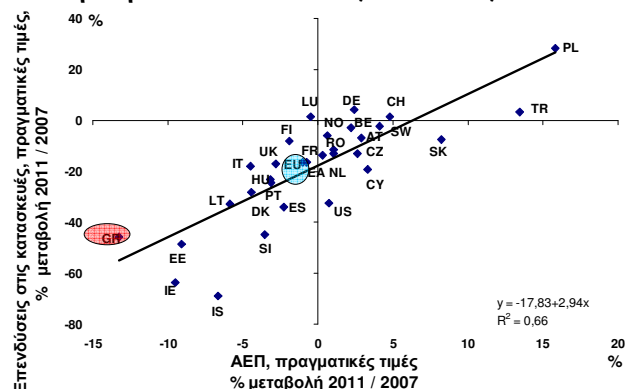


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Στο Διάγραμμα 3 παρατηρείται ότι η εκατοστιαία μεταβολή, σε σταθερές τιμές, των ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου στις κατασκευές, που μετράται στον κάθετο άξονα, μεταξύ του 2007 και του 2011 ήταν πολύ μεγαλύτερη – σχεδόν τρεις φορές – από την αντίστοιχη μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ, που μετράται στον οριζόντιο άξονα.¹³ Με άλλα λόγια, στη διάρκεια της κρίσης, ο τομέας των κατασκευών χτυπήθηκε αναλογικά περισσότερο από ό,τι η συνολική οικονομία.

Στο Διάγραμμα 3 η Ελλάδα εμφανίζει τη μεγαλύτερη σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες σωρευτική πτώση του ΑΕΠ από το 2007 έως το 2011 (οριζόντιος άξονας). Εμφανίζει, συγχρόνως, και μια από τις μεγαλύτερες πτώσεις των επενδύσεων στις κατασκευές, όχι όμως και τη μεγαλύτερη (κάθετος άξονας). Οι επενδύσεις στις κατασκευές (κατοικίες και μη) κατέγραψαν σωρευτική πτώση 45,8% (σε σταθερές τιμές 2005) την περίοδο 2007-2011, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ.

Διάγραμμα 3
Μεταβολή των επενδύσεων στις κατασκευές & του ΑΕΠ



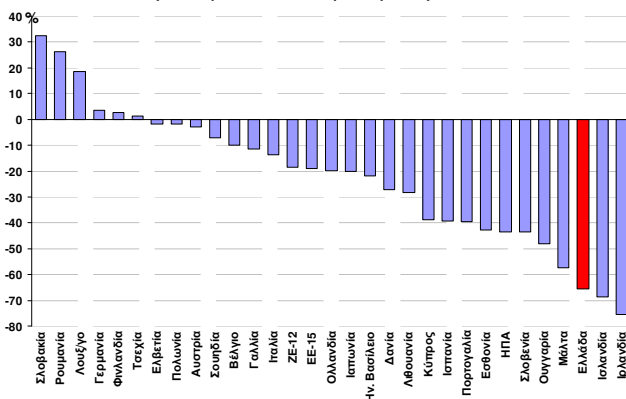
Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

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

Αυτή η πτώση είναι αποτέλεσμα της τεράστιας μείωσης των επενδύσεων σε κατοικίες, που έφθασε το 65,6% σωρευτικά την ίδια περίοδο. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε κατασκευές πλην κατοικιών αυξήθηκαν σωρευτικά κατά 20,9% την ίδια περίοδο.

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

Διάγραμμα 4
Ακαθάριστες Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου, Κατοικίες
(σταθερές τιμές 2005, % μεταβολή 2011 / 2007)

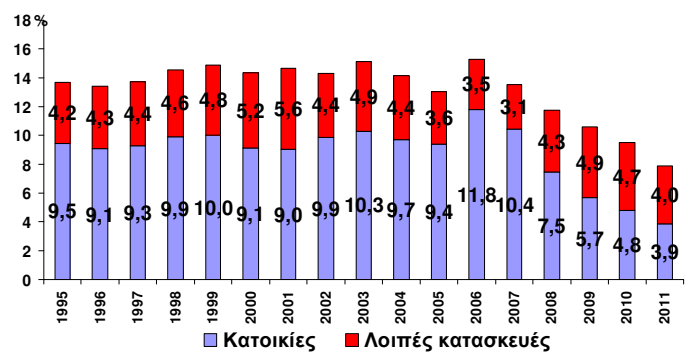


Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Από το Διάγραμμα 3 πιο πάνω προέκυψε σαφώς ότι την τετραετία 2007-2011 οι επενδύσεις στις κατασκευές μειώθηκαν περισσότερο από ό,τι το συνολικό ΑΕΠ στις περισσότερες χώρες όπως και στην Ελλάδα. Έτσι, οι κατασκευές μειώθηκαν ως ποσοστό του ΑΕΠ, δηλαδή μειώθηκε και η σχετική σημασία τους στο σύνολο της οικονομίας. Για την Ελλάδα, αυτό απεικονίζεται ξεκάθαρα και στη διαχρονική εξέλιξη των επενδύσεων στις κατασκευές ως ποσοστό του ΑΕΠ, βλ. Διάγραμμα 5. Η πτώση μετά το 2006 οφείλεται κυρίως στις επενδύσεις σε κατοικίες, οι οποίες έφθασαν το 11,8% του ΑΕΠ το 2006 και υποχώρησαν στο 3,9% το 2011, το χαμηλότερο σημείο της τελευταίας δεκαετιας. Οι επενδύσεις σε κατασκευές πλην κατοικιών σημείωσαν πολύ μικρότερη πτώση.¹⁴

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

Διάγραμμα 5
Επενδύσεις στις κατασκευές
(% του ΑΕΠ)



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΕΛ.ΣΤΑΤ.

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

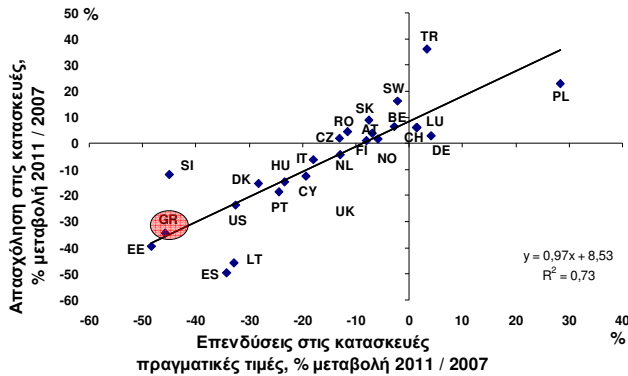
Στην Ελλάδα η απασχόληση στις κατασκευές βρίσκεται σε ελεύθερη πτώση από τα μέσα του 2007 (Διάγραμμα 7). Σημειώνεται ότι στα μεγέθη αυτά δεν περιλαμβάνονται άτομα που απασχολούνται σε εργασίες σχετικές με τον κλάδο των κατασκευών, όπως π.χ. μεσιτικά γραφεία, τμήματα στεγαστικών δανείων των τραπεζών, δικηγόροι, εταιρείες εξοπλισμού οικιών κ.λπ. Η απασχόληση μειώθηκε σωρευτικά κατά 45,5% από το 3^ο τρίμηνο του 2007 έως το 1^ο τρίμηνο του 2012. Σύμφωνα με την

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

¹⁵ Ο αριθμός των οικοδομικών αδειών αποτελεί ένδειξη για την πραγματική τρέχουσα οικοδομική δραστηριότητα. Η έκδοση μιας οικοδομικής άδειας δεν συνεπάγεται την άμεση έναρξη της κατασκευής, μπορεί να περάσουν μήνες ή και χρόνια. Η μείωση που καταγράφεται το 2007 συνδέεται και με την έναρξη εφαρμογής του καθεστώτος επιβολής ΦΠΑ επί των νέων ακινήτων / αδειών.
¹⁶ Ιδιαίτερη προσοχή χρειάζεται στην ερμηνεία του διαγράμματος, καθώς παρουσιάζει τη συσχέτιση των δύο μεγεθών και όχι αναγκαστικά την αιτιότητα.

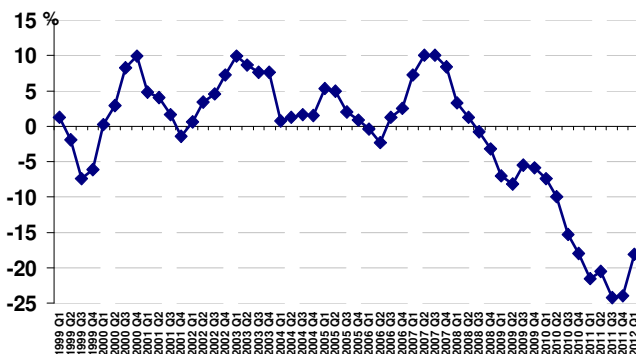
ΕΛ.ΣΤΑΤ, το 1^ο τρίμηνο του 2012 στον τομέα των κατασκευών απασχολούνταν 218,9 χιλιάδες άτομα.¹⁷

Διάγραμμα 6
Μεταβολή της απασχόλησης & των επενδύσεων στις κατασκευές



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΟΟΣΑ.

Διάγραμμα 7
Ελλάδα, Απασχόληση στις Κατασκευές
(% ετήσια μεταβολή, 1999 Q1 – 2012 Q1)



Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ.

Η απασχόληση στις κατασκευές ως ποσοστό της συνολικής απασχόλησης βρίσκεται στο 5,7% (1^ο τρίμηνο 2012) σε σύγκριση με το 8,8% όπου βρισκόταν το 3^ο τρίμηνο του 2007. Το αντίστοιχο ποσοστό στην Ευρωζώνη ανέρχεται σε 7,04%.

3. Ελληνική αγορά ακινήτων: ιδιαίτερα χαρακτηριστικά

Στην προηγούμενη ενότητα περιγράφηκαν οι επιπτώσεις της κρίσης στην αγορά ακινήτων διεθνώς και στην Ελλάδα την τετραετία 2007-2011. Η ανάλυση συνεχίζεται στην παρούσα ενότητα, εμβαθύνοντας στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς ακινήτων προκειμένου να κατανοήσουμε τις τρέχουσες εξελίξεις, και στη συνέχεια να σκιαγραφήσουμε τις προοπτικές της.

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

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

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

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

3.1 Διαθέσιμο εισόδημα, οικονομική ανάπτυξη

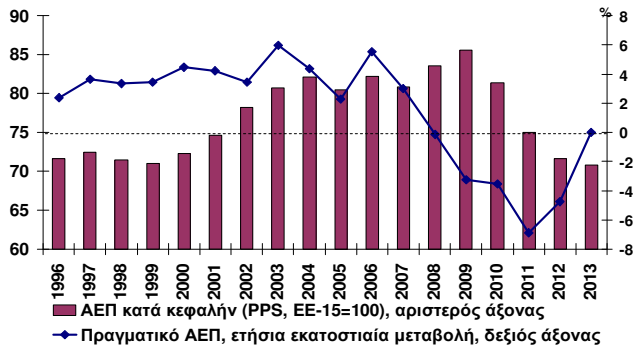
Η ελληνική οικονομία γνώρισε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης από τα μέσα της δεκαετίας του '90 μέχρι και το 2007 (Διάγραμμα 8). Οι ρυθμοί αυτοί ήταν υψηλότεροι των ευρωπαϊκών. Η ελληνική οικονομία αναπτυσσόταν με πραγματικούς ρυθμούς, κατά μέσο όρο, 3,8% την περίοδο 1996-2007, όταν ο μέσος όρος στην Ευρωζώνη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

Όταν αυξάνεται το ΑΕΠ, αυξάνεται και το διαθέσιμο εισόδημα, γεγονός που οδηγεί σε άνοδο της ζήτησης για ακίνητα και αύξηση της τιμής τους.

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

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

Διάγραμμα 8
Ρυθμοί Ανάπτυξης & Σύγκλιση Βιοτικού Επιπέδου



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

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

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

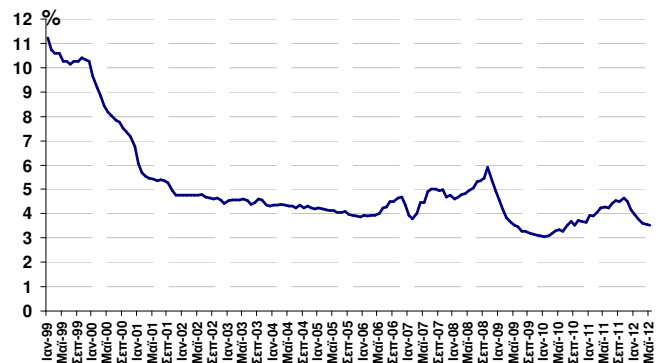
3.2 Επιτόκια & πιστωτική επέκταση

Σημαντικό ρόλο για την αγορά ακινήτων έπαιξε στην Ελλάδα η πιστωτική επέκταση.¹⁹ Τα επιτόκια, όπως μπορεί να διαπιστωθεί και από το Διάγραμμα 9, για νέα στεγαστικά δάνεια σε νοικοκυριά αποκλιμακώθηκαν με ταχείς ρυθμούς στα τέλη της δεκαετίας του '90 και παρέμειναν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα όλη την πρώτη δεκαετία του 21^{ου} αιώνα. Τον Ιανουάριο του 2010 έπεσαν στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 3,05%, και πλέον βρίσκονται στο 3,54% τον Μάιο του 2012.

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

Η πιστωτική επέκταση, όσον αφορά την πλευρά της προσφοράς, ήταν θεαματική την ίδια περίοδο για τους ίδιους λόγους με την αποκλιμάκωση των επιτοκίων.

Διάγραμμα 9
Επιτόκια για νέα στεγαστικά δάνεια στην Ελλάδα
(εκατοστιαίες μονάδες)



Σημείωση: Επιτόκιο νέων στεγαστικών δανείων από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα προς ιδιώτες / νοικοκυριά-κατοίκους της Ευρωζώνης. Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό ως ένα έτος.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Τα χαμηλότερα επιτόκια, σε συνδυασμό με την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, δημιούργησαν παράλληλα και υψηλή ζήτηση για στεγαστικά δάνεια. Η αύξηση της ζήτησης ήταν και αποτέλεσμα της προτίμησης των νοικοκυριών να επενδύουν τις αποταμιεύσεις τους σε ακίνητα ως τη διαχρονικά πιο ασφαλή μορφή επένδυσης, αλλά και της προτίμησής τους για ιδιοκατοίκηση (βλ. Ενότητα 3.4).

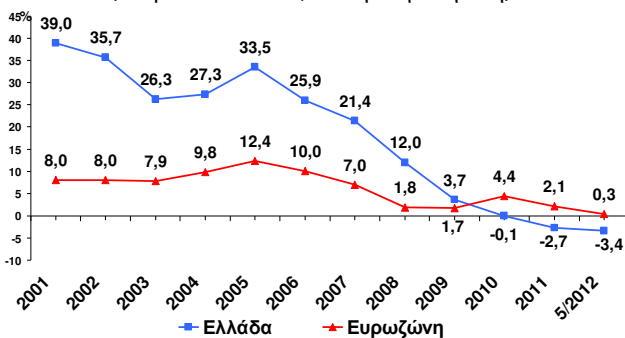
Τα στεγαστικά δάνεια στην Ελλάδα αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς την τελευταία δεκαετία, πολύ υψηλότερους από αυτούς στην Ευρωζώνη, λόγω και του χαμηλότερου επιπέδου εκκίνησης (Διάγραμμα 10). Ως αποτέλεσμα της πρωτοφανούς ύφεσης και της δημοσιονομικής κρίσης στην Ελλάδα, τα τελευταία δύο χρόνια η ζήτηση στεγαστικών δανείων έπεσε, αλλά η πτώση ήταν μικρότερη του αναμενόμενου. Η μείωση ξεκίνησε στα μέσα του 2010 (2010: -0,09% ετησίως). Το 2011 τα στοιχεία δείχνουν μια αύξηση του ρυθμού απομόχλευσης (-2,7% ετησίως), ο οποίος τον Μάιο του 2012 είχε αυξηθεί στο 3,4%. Αυτή η τάση οφείλεται τόσο, από την πλευρά της ζήτησης, στην απροθυμία των νοικοκυριών να προχωρήσουν, σ' αυτές τις συνθήκες αβεβαιότητας, στην αγορά κατοικίας, όσο και, από την πλευρά της προσφοράς, στην αυστηροποίηση των πιστωτικών κριτηρίων που χρησιμοποιούν οι τράπεζες για τη χορήγηση δανείων και στους περιορισμούς ρευστότητας που αντιμετωπίζουν.

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

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

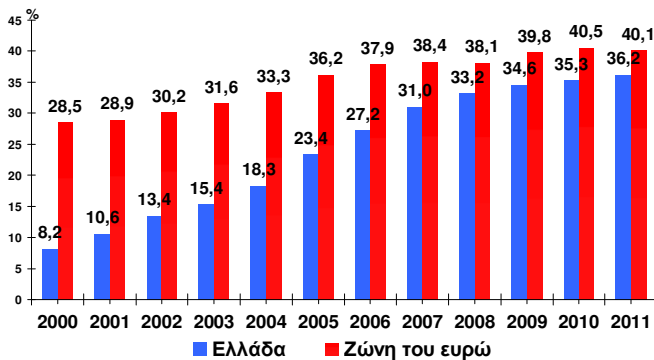
Ιούλιος 2012

Διάγραμμα 10
Ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης, Ελλάδα & Ευρωζώνη
(Στεγαστικά δάνεια, % ετήσια μεταβολή)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΚΤ.

Διάγραμμα 11
Πιστωτική επέκταση: σύγκλιση με Ευρωζώνη
(Στεγαστικά δάνεια, % του ΑΕΠ)



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

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΚΤ, Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

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

3.3 Λόγος τιμών προς ενοίκια

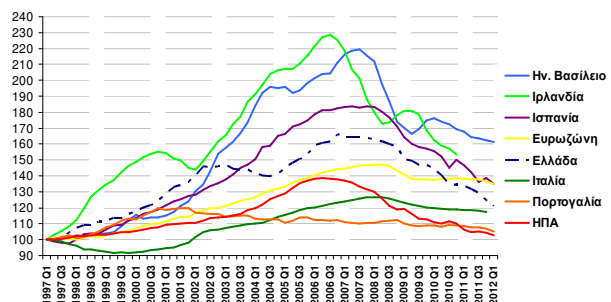
Η εξέλιξη του εισοδήματος των νοικοκυριών και των διαθέσιμων πιστώσεων υποστήριξε την άνοδο των τιμών των ακινήτων που

περιγράφηκε στην Ενότητα 2.2. Το ερώτημα είναι αν η άνοδος αυτή ήταν μεγαλύτερη από ό,τι δικαιολογούσαν τα θεμελιώδη μεγέθη της ελληνικής οικονομίας, αν δηλαδή επρόκειτο για δημιουργία “φούσκας” στην ελληνική αγορά ακινήτων. Πολλοί χρησιμοποιούν τον δείκτη τιμών κατοικιών προς τα ενοίκια για να εξετάσουν αν οι τιμές εξελίσσονται ομαλά με την πάροδο του χρόνου (π.χ. Μαλλιαρόπουλος, 2007).

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

Τα ενοίκια περιγράφουν τη μικτή ετήσια απόδοση από μια επένδυση σε κατοικίες και, κατά συνέπεια, η διαχρονική πρόοδος των ενοικίων επιδρά και στην πρόοδο των τιμών. Τα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ. για τα ενοίκια στην Ελλάδα δείχνουν ότι κατά τη διάρκεια της κρίσης αυτά συνέχισαν να αυξάνονται, αν και με μειωμένο ρυθμό, σε σχέση με την περίοδο πριν από την κρίση. Το 2008 αυξήθηκαν κατά 3,9%, το 2009 κατά 3,6% και το 2010 κατά 2,4%. Το 2011 αυξήθηκαν κατά 0,8%, αλλά τους τελευταίους μήνες του έτους άρχισαν να μειώνονται και τον Μάιο του 2012 τα ενοίκια μειώνονταν κατά 2,03% ετησίως.²⁰

Διάγραμμα 12
Δείκτης ονομαστικών τιμών κατοικιών προς ενοίκια (P/E)
(1997 Q1 = 100)



Σημείωση: Τριμηνιαία στοιχεία. Οι δείκτες για τα ενοίκια είναι οι σχετικοί υποδείκτες του Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή.

Πηγές: Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΚΤ, ΟΦΗΕΟ, ΗΒΟΣ.

Η αύξηση του λόγου των τιμών προς τα ενοίκια οφείλεται εξ ορισμού είτε σε επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των αναμενόμενων μελλοντικών ενοικίων είτε σε μείωση των

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

μελλοντικών απαιτούμενων αποδόσεων είτε και στα δύο.²¹ Οι απαιτούμενες αποδόσεις των επενδυτών περιλαμβάνουν, εκτός από ένα ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού, τα πιθανά φορολογικά οφέλη από το δανεισμό, το ασφάλιστρο κινδύνου του επενδυτή, κ.ά.

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

Ο δείκτης για την Ελλάδα σημείωσε σημαντική άνοδο μέχρι το 2002 και έδειξε να σταθεροποιείται μέχρι το 2004, οπότε και κινήθηκε εκ νέου ανοδικά. Από τις αρχές του 2009 βρίσκεται σε πτώση και το 1^ο τρίμηνο του 2012 είχε φθάσει στα επίπεδα του 2^{ου} τριμήνου του 2000. Η πορεία του δείκτη δεν δίνει ξεκάθαρη απάντηση.

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

3.4 Ιδιοκατοίκηση

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

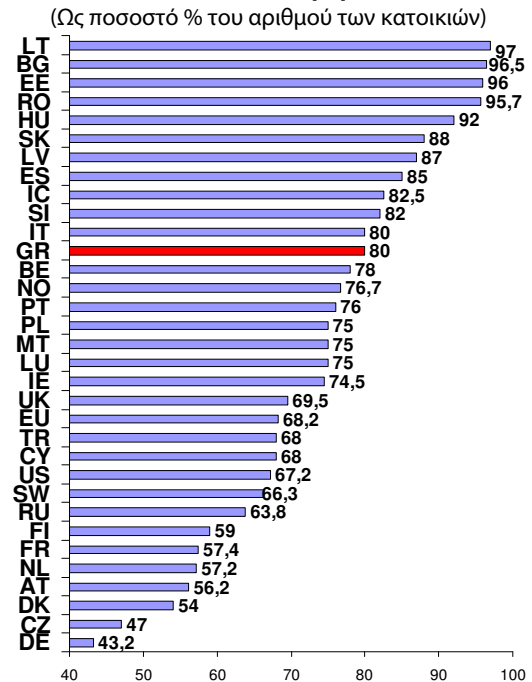
Σύμφωνα με στοιχεία από τις έρευνες EU-SILC της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στην Ελλάδα το 2010 το 77,2% του πληθυσμού κατοικούσε σε ιδιόκτητο ακίνητο.²² Εξ αυτών το 77,4% (59,8% του συνολικού πληθυσμού) κατοικεί σε ιδιόκτητο ακίνητο το οποίο δεν βαρύνεται με κάποια υποθήκη ή δάνειο. Το υπόλοιπο 22,6% (ή 17,5%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

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

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

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

Διάγραμμα 13
Ιδιοκατοίκηση



Σημείωση: Τα στοιχεία για κάθε χώρα αφορούν διαφορετικά έτη. Ελλάδα, Αυστρία, Δανία, Ιρλανδία, Ρουμανία, ΗΠΑ: 2009, Εσθονία, Φινλανδία, Λιθουανία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Σλοβακία, Ισπανία, Σουηδία, Ισλανδία: 2008, Βέλγιο, Γαλλία, Λεττονία, Ην. Βασίλειο: 2007, Κύπρος, Μάλτα, Πορτογαλία, Σλοβενία: 2006, Πολωνία: 2004, Ουγγαρία, Ρωσία: 2003, Βουλγαρία, Γερμανία, Ιταλία: 2002, Τσεχία, Νορβηγία: 2001, Τουρκία: 2000.

Πηγή: European Mortgage Federation.

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

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

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

3.5 Πιεσμένα ελληνικά νοικοκυριά

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

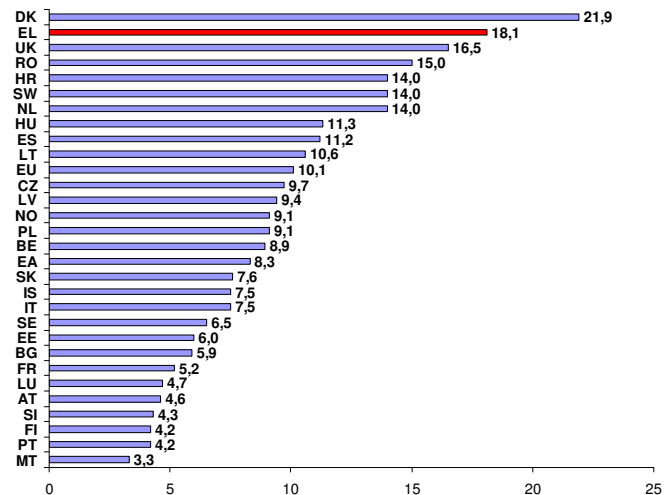
Όπως είναι αναμενόμενο, το ποσοστό αυτό του Διαγράμματος 14 για την Ελλάδα κατανέμεται σε 5,5% για το μη φτωχό πληθυσμό και 67,7% για το φτωχό. Επίσης, το ποσοστό ήταν μεγαλύτερο γι’ αυτούς που ενοικιάζουν κατοικία (52%) παρά για αυτούς που είχαν στεγαστικό δάνειο (11,2%). Είναι χαρακτηριστικό ότι ένα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

3.6 Υψηλό κόστος συναλλαγών

Ένα ακόμα χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς ακινήτων είναι το ιδιαίτερα υψηλό κόστος των συναλλαγών. Όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 15, το 2009 η Ελλάδα είχε το 3^ο υψηλότερο κόστος συναλλαγών μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ. Το κόστος αυτό επιβάρυνε τυπικά εξολοκλήρου τον αγοραστή.

Διάγραμμα 14

Επιβάρυνση εισοδήματος λόγω κόστους στέγασης
(2010, ποσοστό % συνολικού πληθυσμού που ζει σε νοικοκυριό το οποίο δαπανά 40% ή περισσότερο του ισοδύναμου διαθέσιμου εισοδήματός του για τη στέγασή του)



Πηγή: Eurostat (EU-SILC).

Τα τελευταία τρία έτη η φορολογική επιβάρυνση της ακίνητης περιουσίας αυξήθηκε σημαντικά, ενώ μεγάλη είναι η αβεβαιότητα για τυχόν μελλοντικά μέτρα που θα αφορούν την αγορά ακινήτων, όπως η αύξηση των αντικειμενικών αξιών, οι οποίες συνδέονται άμεσα με το κόστος μεταβίβασης (συμβολαιογραφικά έξοδα, έξοδα δικηγόρου κ.τ.λ.). Η μείωση του κόστους των συναλλαγών θα βοηθούσε στην αύξηση του όγκου τους. Ο εξορθολογισμός και η απλοποίηση του φορολογικού πλαισίου που αφορά την αγορά ακινήτων αποτελούν κρίσιμα ζητήματα για το μέλλον της.

3.7 Ανταγωνιστικότητα

Η αγορά ακινήτων δεν είναι ανεπηρέαστη από τα προβλήματα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Η επιχειρηματική δραστηριότητα, εμπορική και επενδυτική, αντιμετωπίζει αρκετά εμπόδια. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Παγκόσμιας Τράπεζας για το 2011, όπως παρουσιάζονται στην Έκθεση “Doing Business 2012”, η Ελλάδα καταλαμβάνει μία από τις χαμηλότερες θέσεις στους δείκτες που αφορούν την αγορά ακινήτων. Τα στοιχεία αυτά παρουσιάζονται στον Πίνακα 1. Οι ερωτώμενοι στις έρευνες για την κατάρτιση των δεικτών ανταγωνιστικότητας της Παγκόσμιας Τράπεζας είναι παράγοντες της αγοράς. Σύμφωνα με την έρευνα, το 2011 η Ελλάδα κατατάσσεται 41^η ανάμεσα σε 183 χώρες όσον αφορά τις διαδικασίες έκδοσης κατασκευαστικών αδειών (για την οικοδόμηση μιας αποθήκης), 77^η όσον αφορά τη σύνδεση με το ηλεκτρικό δίκτυο και 150^η όσον αφορά τις διαδικασίες καταγραφής της αλλαγής ιδιοκτησίας. Για λόγους συγκρισιμότητας, στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται και οι αντίστοιχοι δείκτες για τη Γερμανία, την Ιρλανδία, την Πορτογαλία και τις ΗΠΑ.

Πίνακας 1
Δείκτες ανταγωνιστικότητας "Doing Business 2012"
Αδειοδότηση κατασκευής (Dealing with Construction Permits)

| | Ελλάδα | Γερμανία | Ιρλανδία | Πορτογαλία | ΗΠΑ |
|-------------------------------------|--------|----------|----------|------------|------|
| Κατάταξη (183 χώρες) | 41 | 15 | 27 | 97 | 17 |
| Διαδικασίες (αριθμός) | 14 | 9 | 10 | 14 | 15 |
| Χρόνος (ημέρες) | 169 | 97 | 141 | 255 | 26 |
| Κόστος (% κατά κεφαλήν εισοδήματος) | 3,4 | 49,7 | 33,1 | 47,2 | 12,8 |

Ηλεκτροδότηση (Getting Electricity)

| | Ελλάδα | Γερμανία | Ιρλανδία | Πορτογαλία | ΗΠΑ |
|-------------------------------------|--------|----------|----------|------------|------|
| Κατάταξη (183 χώρες) | 77 | 2 | 90 | 34 | 17 |
| Διαδικασίες (αριθμός) | 6 | 3 | 5 | 5 | 4 |
| Χρόνος (ημέρες) | 77 | 17 | 205 | 64 | 68 |
| Κόστος (% κατά κεφαλήν εισοδήματος) | 59,2 | 49,9 | 91,1 | 54,6 | 16,8 |

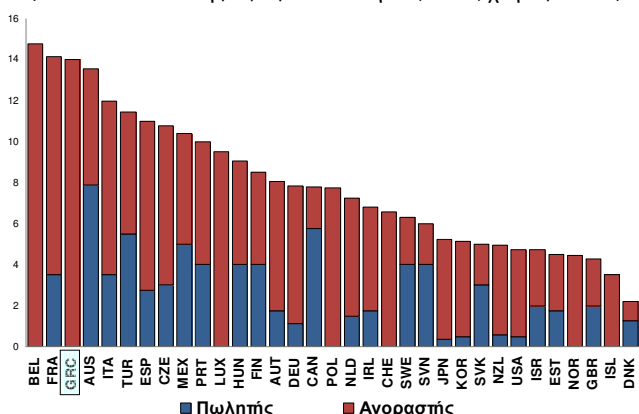
Καταγραφή περιουσίας (Registering Property)

| | Ελλάδα | Γερμανία | Ιρλανδία | Πορτογαλία | ΗΠΑ |
|-------------------------------------|--------|----------|----------|------------|-----|
| Κατάταξη (183 χώρες) | 150 | 77 | 81 | 31 | 16 |
| Διαδικασίες (αριθμός) | 11 | 5 | 5 | 1 | 4 |
| Χρόνος (ημέρες) | 18 | 40 | 38 | 1 | 12 |
| Κόστος (% κατά κεφαλήν εισοδήματος) | 12,0 | 5,2 | 6,5 | 7,3 | 0,8 |

Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα.

Διάγραμμα 15

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



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

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

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

4. Τι επιφυλάσσει το μέλλον για την ελληνική αγορά ακινήτων;

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

4.1 Δείκτες εμπιστοσύνης

Οι δείκτες εμπιστοσύνης της αγοράς ακινήτων εμπεριέχουν κάποιες πρώτες ενδείξεις για τις μελλοντικές βραχυχρόνιες εξελίξεις. Ούτε οι κατασκευαστές (πλευρά της προσφοράς) ούτε οι καταναλωτές (πλευρά της ζήτησης) είναι αισιόδοξοι για το μέλλον.²³ Ο δείκτης προσδοκιών των κατασκευαστών (ιδιωτικές κατασκευές) βρέθηκε στα τέλη του 2011 σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα (Διάγραμμα 16). Η πτώση του δείκτη είναι μεγάλη και συνεχής από τα μέσα του 2008. Ο δείκτης αυτός βασίζεται στο αν οι παραγγελίες προς τους κατασκευαστές είναι αρκετές ή όχι, καθώς και στο αν οι ίδιοι προσδοκούν αύξηση ή μείωση της απασχόλησης στην εταιρεία τους στους επόμενους τρεις μήνες.

Παράλληλα, σύμφωνα με στοιχεία του IOBE, οι μήνες εξασφαλισμένης παραγωγής στις κατασκευές κατοικιών έπεσαν στους 4,2 μήνες τον Ιούνιο του 2012 από 5,1 το 2011, 8,3 το 2010, 11 το 2009 και 11,7 το 2008.

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

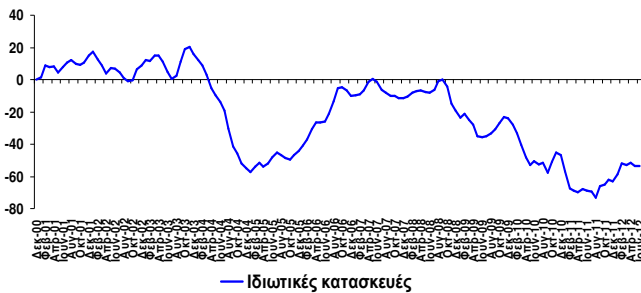
Πίνακας 2
Διάρκεια κύκλων στην αγορά ακινήτων:
Η εμπειρία 40 ετών σε 19 χώρες του ΟΟΣΑ
(1970 α' τρ. – 2010 α' τρ.)

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

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

Διάγραμμα 16

Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές
 (Δεκέμβριος 2000 – Ιούνιος 2012)



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

- (1) τα τρέχοντα βιβλία παραγγελιών (πάνω από το κανονικό, κανονικές παραγγελίες, κάτω από το κανονικό) και
- (2) τις αναμενόμενες μεταβολές της συνολικής απασχόλησης στην εταιρία (αύξηση, σταθερή απασχόληση, μείωση).

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Μια παρόμοια δυσμενή εικόνα δείχνουν και οι προσδοκίες των κατασκευαστών για την εκ μέρους τους μελλοντική τιμολόγηση των κατοικιών που θα πωλήσουν (στοιχεία Ευρωπαϊκής Επιτροπής): η πλειοψηφία των κατασκευαστών δηλώνει ότι αναμένουν να χρεώσουν χαμηλότερες τιμές για τις προς πώληση κατοικίες τους επόμενους τρεις μήνες.

Παράλληλα, και οι καταναλωτές εμφανίζονται απρόθυμοι να προχωρήσουν σε επενδύσεις όσον αφορά την αγορά ακινήτων. Τα στοιχεία του IOBE για το 2^ο τρίμηνο του 2011 δείχνουν ότι η πρόθεση για αγορά ή κατασκευή κατοικίας μέσα στους επόμενους 12 μήνες βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, καθώς το 97% των ερωτηθέντων δηλώνει όχι στη σχετική ερώτηση, ενώ

χαρακτηριστικό είναι ότι κανένα νοικοκυριό δεν εκδηλώνει πρόθεση αγοράς/κατασκευής κατοικίας. Επίσης και η πρόθεση για πραγματοποίηση σημαντικών δαπανών για ανανέωση ή βελτίωση της κατοικίας μέσα στους επόμενους 12 μήνες βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, με το 94% των ερωτηθέντων να δηλώνουν μη πιθανή ή καθόλου πιθανή τη διενέργεια μιας τέτοιας δαπάνης.

4.2 Διάρκεια κύκλων στην αγορά ακινήτων

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

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

Πάντως, πρόσφατη μελέτη του ΟΟΣΑ (Rousoná and van den Noord, 2011) βρίσκει ότι στην Ελλάδα, μαζί με τις ΗΠΑ, την Ιρλανδία και την Ισπανία, οι πραγματικές (αποπληθωρισμένες)

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

Πίνακας 3
Πραγματικό ΑΕΠ ↔ αγορά κατοικίας

Πραγματικές επενδύσεις σε κατοικίες

| | ΗΠΑ | Ευρωζώνη |
|--|----------------|----------------|
| | Προκυκλικότητα | Προκυκλικότητα |
| Κυκλικότητα | | |
| Χρονική υστέρηση/προπόρευση (Lead/lag) σε σχέση με το πραγματικό ΑΕΠ | +2 | +2 |

Πραγματικές τιμές κατοικιών

| | ΗΠΑ | Ευρωζώνη |
|--|----------------|----------------|
| | Προκυκλικότητα | Προκυκλικότητα |
| Κυκλικότητα | | |
| Χρονική υστέρηση/προπόρευση (Lead/lag) σε σχέση με το πραγματικό ΑΕΠ | -5 | +1 |
| Χρονική υστέρηση/προπόρευση (Lead/lag) σε σχέση με τις πραγματικές επενδύσεις σε κατοικίες | 0 | 0 |

Στεγαστικά δάνεια σε πραγματικές τιμές

| | ΗΠΑ | Ευρωζώνη |
|--|----------------|----------------|
| | Προκυκλικότητα | Προκυκλικότητα |
| Κυκλικότητα | | |
| Χρονική υστέρηση/προπόρευση (Lead/lag) σε σχέση με το πραγματικό ΑΕΠ | +3 | +3 |

Σημειώσεις: Τα στοιχεία αφορούν τα έτη 1986-2008. Χρονική υστέρηση/προπόρευση (Lead/lag) σε τρίμηνα.
Πηγή: Musso, A., S. Neri and L. Stracca (2010), "Housing, consumption and monetary policy. How different are the US and the euro area?", ECB Working Paper Series, No. 1161, February.

τιμές των ακινήτων θα φθάσουν στο χαμηλότερο σημείο τους μέσα στο 2012. Βασική προϋπόθεση, όμως, όσον αφορά τις τρεις χώρες της Ευρωζώνης, σύμφωνα με τους ερευνητές, είναι η εξομάλυνση της μακροοικονομικής κατάστασης και η μείωση των επιτοκίων δανεισμού.

4.3 Αγορά κατοικίας & οικονομική δραστηριότητα

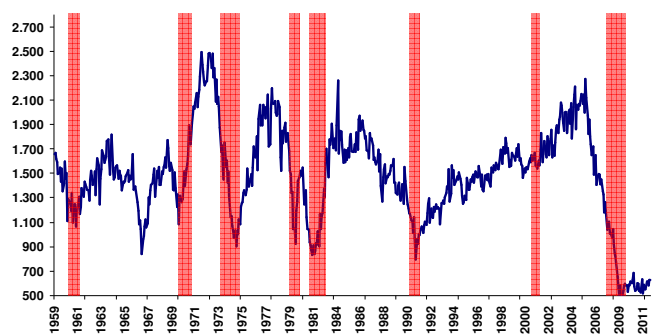
Η σχέση μεταξύ της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας (ΑΕΠ) και της αγοράς κατοικίας είναι αμφίδρομη. Πολλές είναι οι εμπειρικές μελέτες που αναδεικνύουν αυτή την αμφίδρομη σχέση και την ποσοτικοποιούν.²⁵ Πέρα από την αυτονόητη σχέση που προκύπτει από το γεγονός ότι οι επενδύσεις σε κατοικίες είναι υποσύνολο του ΑΕΠ, υπάρχει και κάτι ιδιαίτερο στη σχέση μεταξύ των δύο μεγεθών. Οι επενδύσεις σε κατοικίες αποτελούν πρόδρομο δείκτη της οικονομικής δραστηριότητας. Σύμφωνα με τον Leamer (2007), στις ΗΠΑ οι αυξήσεις στις επενδύσεις σε κατοικίες προηγούνται του οικονομικού κύκλου.

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

²⁵ Λεπτομερέστερη ανάλυση αυτού του θέματος Χαρδούβελις (2009).

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

Διάγραμμα 17
Ανεγέρσεις νέων κατοικιών στις ΗΠΑ & οικονομικός κύκλος
(χιλιάδες)



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

Πηγές: U.S. Department of Commerce, NBER.

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

Πίνακας 4
Οι προβλέψεις των ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ για την Ελλάδα

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

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

κατοικιών έχουν επίσης προκυκλική εξέλιξη, αν και στην περίπτωση των ΗΠΑ αρχίζουν να αυξάνονται πέντε τρίμηνα μετά την αύξηση του ΑΕΠ, ενώ στην Ευρωζώνη αυξάνονται σχεδόν ταυτόχρονα. Από χώρα σε χώρα, όμως, εντός της Ευρωζώνης τα ευρήματα αυτά διαφέρουν. Όσον αφορά τις στεγαστικές πιστώσεις, και αυτές έχουν προκυκλική εξέλιξη και η άνοδος τους προηγείται περίπου κατά τρία τρίμηνα της αύξησης του ΑΕΠ.

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

4.4 Καθοριστικοί παράγοντες για τις μακροχρόνιες προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων

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

παραγόντων που αναμένεται να επηρεάσουν τις μελλοντικές εξελίξεις (προοπτικές) της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα.

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

Το θεσμικό και νομικό πλαίσιο της αγοράς ακινήτων σταδιακά εκσυγχρονίζεται και γίνεται πιο σαφέστερο. Η πρόοδος ως προς την κατάρτιση του Εθνικού Κτηματολογίου και η άρση εκκρεμοτήτων που αφορούν θέματα δόμησης (αυθαίρετα, ημιυπαίθριοι κ.τ.λ.) θα βοηθήσουν στην αντιμετώπιση των σημαντικών στρεβλώσεων που έχουν δημιουργηθεί στην αγορά.

Φυσικά, ο κυριότερος παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει θετικά την αγορά ακινήτων είναι η αποκατάσταση της μακροοικονομικής σταθερότητας μέσω της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων και της συμφωνίας για μια νέα αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης που θα εξασφαλίσει την σταθερότητα του

νομίσηματος. Στον Πίνακα 4 παρουσιάζονται οι προβλέψεις της “Τρόικας” για την ελληνική οικονομία μέχρι το 2020, λαμβανομένης υπόψη της επιτυχούς κατάληξης του PSI+ και της εφαρμογής των μέτρων που συμφωνήθηκαν και ψηφίστηκαν το Μάρτιο του 2012. Οι υποθέσεις του προγράμματος χαρακτηρίζονται από μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας. Μια ενδελεχής ανάλυση των προβλέψεων εκφεύγει από τα όρια του άρθρου. Υπάρχουν όμως κάποια χαρακτηριστικά τα οποία είναι κρίσιμα για το πώς διαγράφεται το μέλλον της ελληνικής οικονομίας.

Η ύφεση, σύμφωνα με τις προβλέψεις αυτές, αναμένεται να συνεχιστεί και το 2012, για πέμπτο συνεχή χρόνο, ενώ και το 2013 θα υπάρχει στασιμότητα, με μηδενικό ρυθμό ανάπτυξης. Πρέπει να τονίσουμε εδώ ότι οι εξελίξεις των τελευταίων μηνών έχουν μεταβάλλει άρδην την κατάσταση προς το χειρότερο. Η ύφεση το 2012 αναμένεται να φτάσει το -7,1% ενώ θα συνεχιστεί και το 2013 με την οικονομική δραστηριότητα να επιβραδύνεται με -2,4% (προβλέψεις Eurobank EFG Research). Σύμφωνα με τις μακροχρόνιες προβολές του ΔΝΤ η ελληνική οικονομία αναμένεται να αναπτυχθεί με υποτονικούς ρυθμούς την πενταετία 2015-2020, περίπου 2,7%, πολύ χαμηλότερους από ό,τι την περίοδο 1996-2008. Ακόμα και μετά το 2020 η ανάπτυξη αναμένεται να υποχωρήσει στο 1,5%, κυρίως λόγω των δημογραφικών εξελίξεων.

Το κυριότερο χαρακτηριστικό των προβλέψεων, το οποίο αποτελεί και βασικό σημείο όλου του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, είναι η τεράστια μείωση του δημοσίου τομέα. Αυτό γίνεται εμφανές από τη μείωση των πρωτογενών δαπανών από 48,7% του ΑΕΠ το 2009 στο 35,6% το 2015. Το σχετικό μέγεθος του δημοσίου τομέα θα μειωθεί από το 1/2 της οικονομίας στο 1/3 περίπου μέσα σε μόλις πέντε χρόνια. Αυτό υποστηρίζεται με σειρά μέτρων, όπως η μη αναπλήρωση συνταξιοδοτούμενων δημοσίων υπαλλήλων και η κατάργηση δημοσίων οργανισμών. Επιπλέον, προβλέπεται διαδικασία αξιολόγησης των δημοσίων δαπανών (spending review) με κριτήριο τόσο τη σκοπιμότητα και αποτελεσματικότητά τους όσο και την αναπτυξιακή τους προοπτική.²⁷

Στους **αρνητικούς παράγοντες** που θα επιδράσουν στη μελλοντική αγορά κατοικίας, κυριότερος είναι το δημογραφικό πρόβλημα. Η γήρανση του πληθυσμού αποτελεί μακροχρόνιο πρόβλημα, που επηρεάζει όχι μόνο την αγορά ακινήτων αλλά και τα δημοσιονομικά, την αγορά εργασίας και τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος. Οι αγορές ακινήτων

σε χώρες όπου ο πληθυσμός αυξάνεται μπορούν να προσβλέπουν σε πιο δυναμικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

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

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

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

5. Κύρια συμπεράσματα

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

Η ελληνική αγορά ακινήτων γνώρισε σημαντική άνοδο τιμών και επενδυτικής δραστηριότητας μετά το 1996 και έως το 2007. Οι τιμές κινήθηκαν σε γενικές γραμμές στηριζόμενες στα θεμελιώδη μεγέθη της ελληνικής οικονομίας. Η ελληνική οικονομία γνώρισε τότε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, τα επιτόκια ήταν χαμηλά, η πιστωτική επέκταση μεγάλη και η σύγκλιση με την Ευρωζώνη

²⁷Ερωτηματικά δημιουργεί και η υπόθεση ότι παρά το PSI+ και τις απώλειες τις οποίες αυτό συνεπάγεται για τους ομολογιούχους, οι αγορές θα ξεκινήσουν να δανείζουν εκ νέου την Ελλάδα με λογικά επιτόκια όχι νωρίτερα από το 2015. Αν αυτό δεν γίνει, η Ελλάδα θα συνεχίσει να εξαρτάται από τα δανεικά των εταίρων της, γεγονός που δημιουργεί πρόσθετη αβεβαιότητα. Επιπλέον, για να μειώνεται στο μέλλον ο λόγος του Δημόσιου Χρέους προς το ΑΕΠ, υπάρχει ανάγκη δημιουργίας μεγάλων πρωτογενών πλεονασμάτων. Το πρόγραμμα προβλέπει τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων ήδη από το 2013, ενώ για την περίοδο 2014-2020, προβλέπει πλεονάσματα ύψους άνω του 4%.

ταχεία. Η ιδιοκατοίκηση παρουσιάζει ένα από τα μεγαλύτερα ποσοστά στην Ευρώπη.

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

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

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

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

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

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

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται μπροστά σε μεγάλες προκλήσεις. Το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής μπορεί να είναι αυτή τη στιγμή η μόνη διαθέσιμη πολιτική για την επίτευξη της βιωσιμότητας των δημοσίων οικονομικών, αλλά το στοίχημα της ανάπτυξης είναι εξίσου κρίσιμο. Οι κίνδυνοι παραμένουν σημαντικοί και ο εκτροχιασμός του προγράμματος δεν είναι καθόλου απίθανος. Η ανάπτυξη θα πρέπει να βασιστεί σε ένα νέο, εξωστρεφές υπόδειγμα, βασισμένο στις επενδύσεις, την καινοτομία και την εκπαίδευση.

Βιβλιογραφία**A. Ελληνική**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

B. Ξενόγλωσση

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- Johansson, A. (2011), "Housing Policies in OECD Countries: Survey-based Data and Implications", *OECD Economics Department Working Papers*.
- Laeven, L. and F. Valencia (2008), "Systemic Banking Crises: A New Database", *IMF Working Paper WP/08/224*.
- Leamer, E. (2007), "Housing is the Business Cycle", *NBER Working Paper 13428*, September.
- McCarthy, J. and W. R. Peach (2004), "Are Home Prices the Next "Bubble"?", *FRBNY Economic Policy Review*, December.
- Meen, G. (2002), "The Time-series Behaviour of House Prices: A Transatlantic Divide?", *Journal of Housing Economics*, 11, 1-23.
- Muellbauer, J. N. (2007), "Housing, Credit and Consumer Expenditure", *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium: Housing, housing finance and monetary policy*, Jackson Hole, Wyoming, August 30-September 1.
- Musso, A., S. Neri and L. Stracca (2010), "Housing, consumption and monetary policy how different are the US and the euro area?", *ECB Working Paper Series*, No. 1161, February.
- Mylonas, P. and N. Magginas (2011), "First signs of economic rebalancing, but high uncertainty and a tough fiscal program slow the adjustment process", *Economy & Market Analysis*, Greece, National Bank of Greece, October.
- Rousová, L. and P. van den Noord (2011), "Predicting Peaks and Troughs in Real House Prices", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 882, OECD Publishing.
- Schnure, C. (2005), "Boom-Bust Cycles in Housing: the Changing Role of Financial Structure", *IMF Working Paper WP/05/200*, October.
- Sutton, G. (2002), "Explaining Changes in House Prices", *BIS Quarterly Review*, September, 46-55.
- Trichet, J. C. (2005), "Asset Price Bubbles and Monetary Policy", *ECB Speech by the President of the ECB*, Mas lecture, 8 June, Singapore.
- Tsatsaronis, K. and H. Zhu (2004), "What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence", *BIS Quarterly Review*, March, 65-78.
- Wheelock, D. C. (2008), "The Federal Response to Home Mortgage Distress: Lessons from the Great Depression", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June, 90 (3, Part 1), 133-48.

Ομάδα Οικονομικών Μελετών

Επιμελητής, καθηγητής Γκίκας Χαρδούβελης
Οικονομικός Σύμβουλος & Επικεφαλής Οικονομικών Ερευνών

Διεύθυνση Τρέχουσας Οικονομικής Ανάλυσης

Πλάτων Μονοκρούσος: Επικεφαλής Διεύθυνσης
Παρασκευή Πετροπούλου: Αναλυτής Αγορών G10
Γαλάτεια Φωκά: Αναλυτής Αναδυόμενων Αγορών

Ομάδα Πωλήσεων

Νίκος Λάιος: Head of Sales
Βασίλης Γκιουλπαζιώτης: Head of International Sales
Γιώργος Πετρογιάννης: Head of Shipping Sales
Ιωάννης Σειμένης, Ιωάννης Μαγγέλ: Corporate Sales
Στογίογλου Αχιλλέας: Private Banking Sales
Αλεξάνδρα Παπαθανασίου: Institutional Sales

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Σύμβουλος Οικονομικών Ερευνών
Τάσος Αναστασάτος: Οικονομολόγος
Ιωάννης Γκιώνης: Ερευνητής Οικονομολόγος
Βασίλης Ζάρκος: Οικονομικός Αναλυτής
Στέλλα Κανελλοπούλου: Ερευνητής Οικονομολόγος
Όλγα Κοσμά: Οικονομικός Αναλυτής
Μαρία Πρανδέκα: Οικονομικός Αναλυτής
Θεοδόσης Σαμπαλιώτης: Οικονομικός Αναλυτής
Θεόδωρος Σταματίου: Ερευνητής Οικονομολόγος

Eurobank Εργασίας Α.Ε., Λ.Αμαλίας 20 & Σουρής 5, 10557 Αθήνα, τηλ +30.210.333.7365, fax: +30.210.333.7687, email: Research@eurobank.gr

Eurobank EFG Οικονομικές Μελέτες

Περισσότερες εκδόσεις μας διαθέσιμες στο <http://www.eurobank.gr/research>

- **New Europe:** Μηνιαίο δελτίο αναφορικά με τις κύριες μακροοικονομικές εξελίξεις στις αγορές της Νέας Ευρώπης
 - **Οικονομία & Αγορές:** Μηνιαία επιθεώρηση ανάλυσης και έρευνας θεμάτων που σχετίζονται με την ελληνική και τη διεθνή οικονομία
 - **Global Economic & Market Outlook:** Τριμηνιαίο δελτίο αναφορικά με τις κύριες εξελίξεις στην παγκόσμια αγορά και τις προοπτικές τους
- Εγγραφείτε ηλεκτρονικά στο: <http://www.eurobank.gr/research>
Ακολουθήστε μας στο twitter: http://twitter.com/Eurobank_EFG

