

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 ανισορροπίες, 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 ταμειευτηρίου 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 σύνηθες 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 είσοδο 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.

Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία

Γκίκας Α. Χαρδούβελης*

29 Απριλίου 2009

Παρουσίαση στην Ημερίδα της Τράπεζας της Ελλάδος:

Αγορά ακινήτων: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές

* Καθηγητής, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής Παν. Πειραιώς
& Οικονομικός Σύμβουλος Ομίλου Eurobank EFG

ΔΟΜΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗΣ

- I. Η σπουδαιότητα της αγοράς ακινήτων για τα ελληνικά νοικοκυριά
- II. Αγορά ακινήτων και μακροοικονομία
- III. Συνέχιση της κρίσης και η πιθανότητα στασιμότητας της ελληνικής οικονομίας

ΠΡΩΤΗ ΕΝΟΤΗΤΑ:

Η Σπουδαιότητα της Αγοράς Ακινήτων για τα ελληνικά νοικοκυριά

- 1. Συμβολή σε ΑΕΠ και Απασχόληση**
- 2. Περιουσία Νοικοκυριών**
- 3. Στεγαστική πίστη**

Ι. Επενδύσεις στις Κατασκευές: ΕΕ-27

2008
% ΑΕΠ

	Κατασκευές	Δ (2008 – 2007)	Κατοικίες	Δ (2008 – 2007)
Ιρλανδία	16,6	-3,9	8,6	-4,0
Μάλτα	8,2	-2,8	4,2	-1,6
Εσθονία	16,5	-2,3	4,3	-1,8
Ελλάδα	10,7	-2,0	5,4	-2,4
Λετονία	16,2	-1,8	3,7	-0,4
Ισπανία	16,6	-1,3	8,0	-1,3
Ην. Βασίλειο	9,8	-0,8	3,5	-0,5
Δανία	11,3	-0,6	6,2	-0,7
Λιθουανία	17,1	-0,5	3,4	0,6
Σλοβακία	13,2	-0,2	2,5	0,2
Ευρωζώνη	12,2	-0,1	6,1	-0,2
Γαλλία	13,5	0,0	6,7	-0,1
Ιταλία	10,9	0,0	5,1	0,0
Φινλανδία	13,3	0,2	5,3	-0,4
Αυστρία	12,1	0,3	4,7	0,0
Σουηδία	8,3	0,3	3,1	-0,2
Πολωνία	12,5	0,3	3,1	0,2
Ολλανδία	12,0	0,3	6,3	-0,1
Γερμανία	10,1	0,3	5,6	0,0
Λουξεμβούργο	11,7	0,7	2,2	0,1
Κύπρος	16,9	0,8	8,8	-0,1
Σλοβενία	15,9	0,9	4,4	0,1

Πηγή:
European
Commission

Ι. Επενδύσεις στις Κατασκευές: Ελλάδα

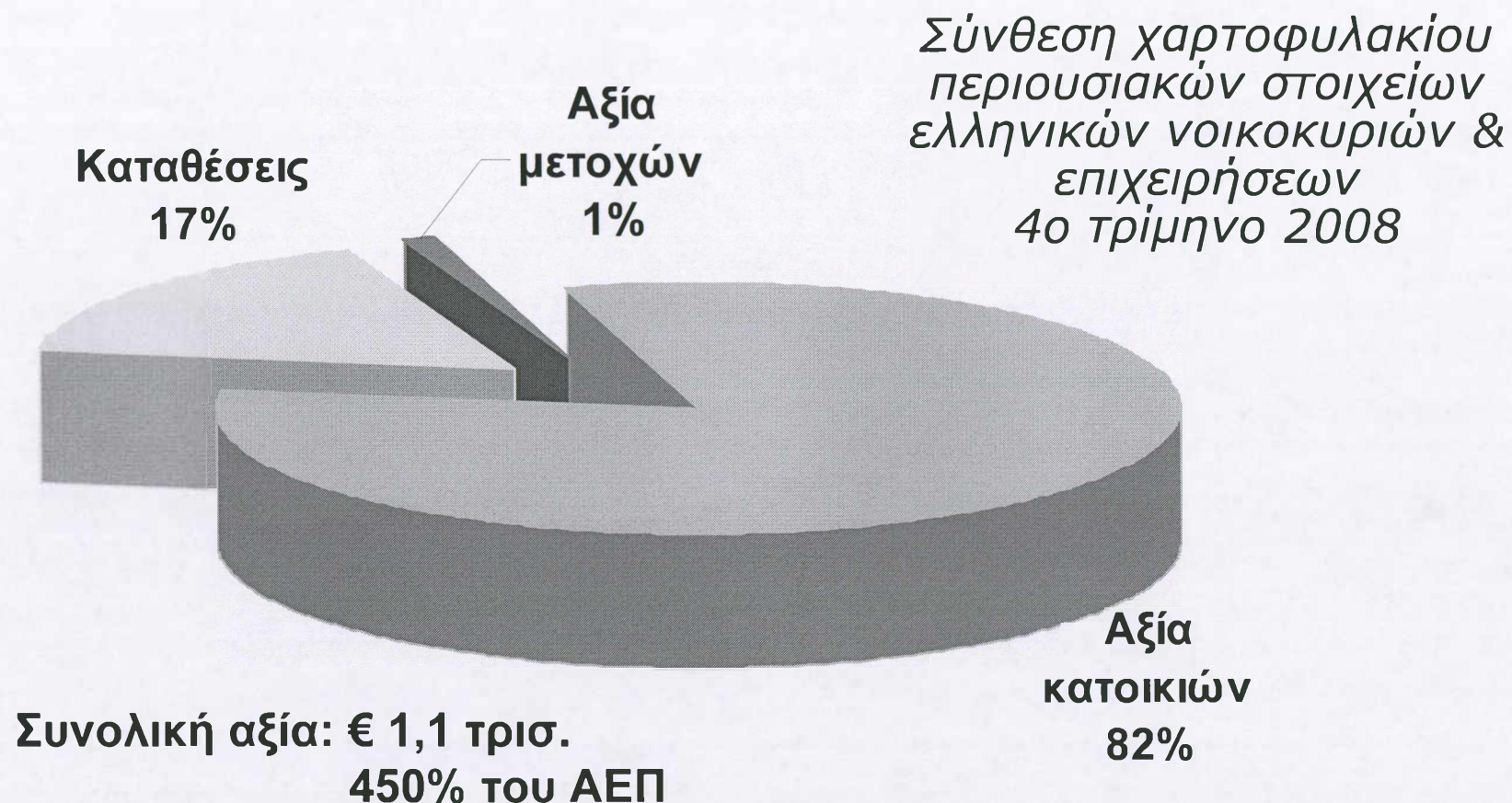


I. Απασχόληση στις Κατασκευές: ΕΕ-27



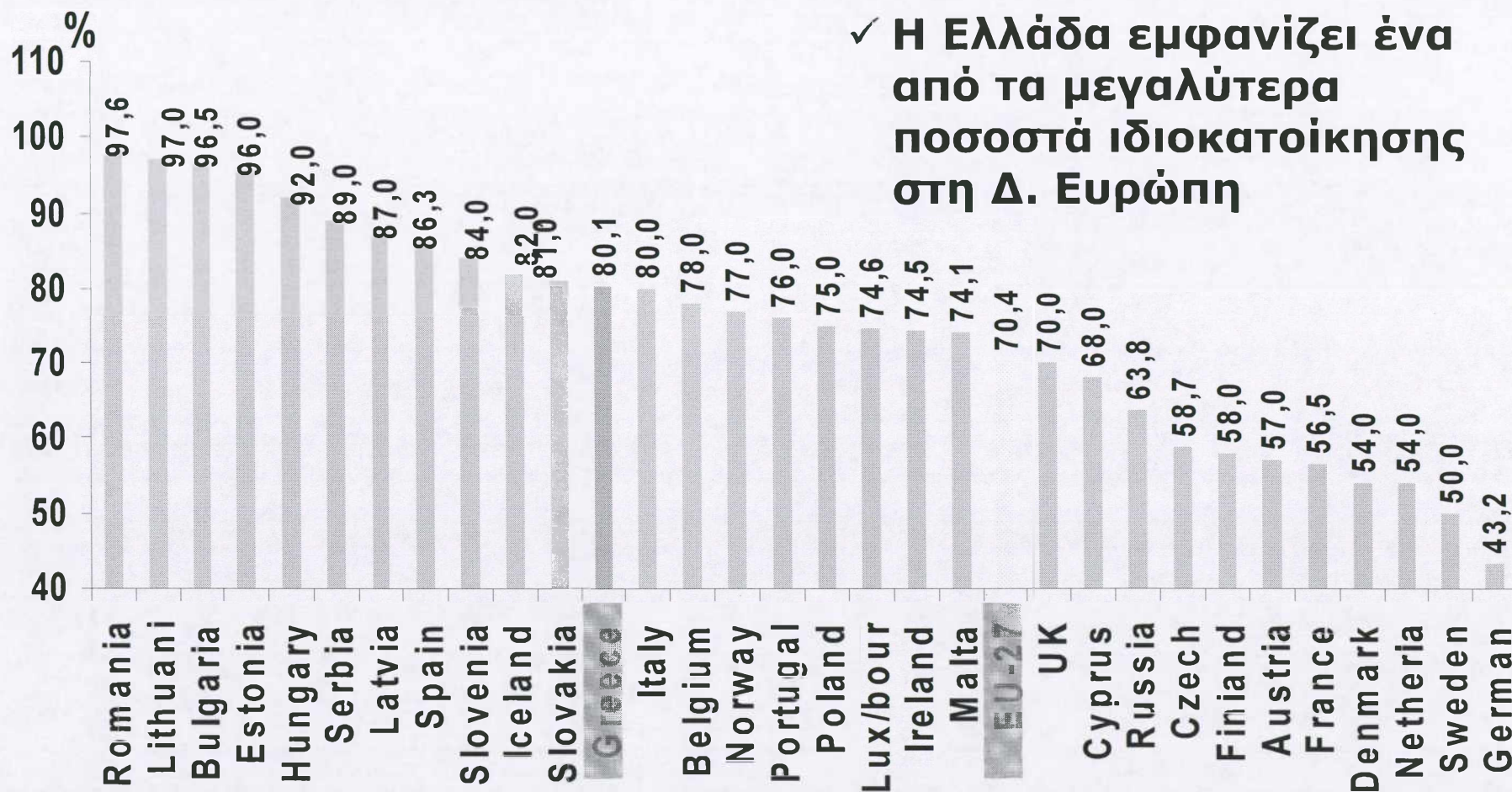
Σημείωση: Δεν περιλαμβάνονται οι απασχολούμενοι σε μεσιτικά γραφεία, τμήματα τραπεζών σχετικά με τραπεζικά δάνεια, εργαζόμενοι σε επιχειρήσεις σχετικές με την κατοικία (έπιπλα κ.τ.λ.) και, φυσικά, η αδήλωτη εργασία.

Ι. Μερίδιο ακινήτων στη συνολική περιουσία των ελληνικών νοικοκυριών



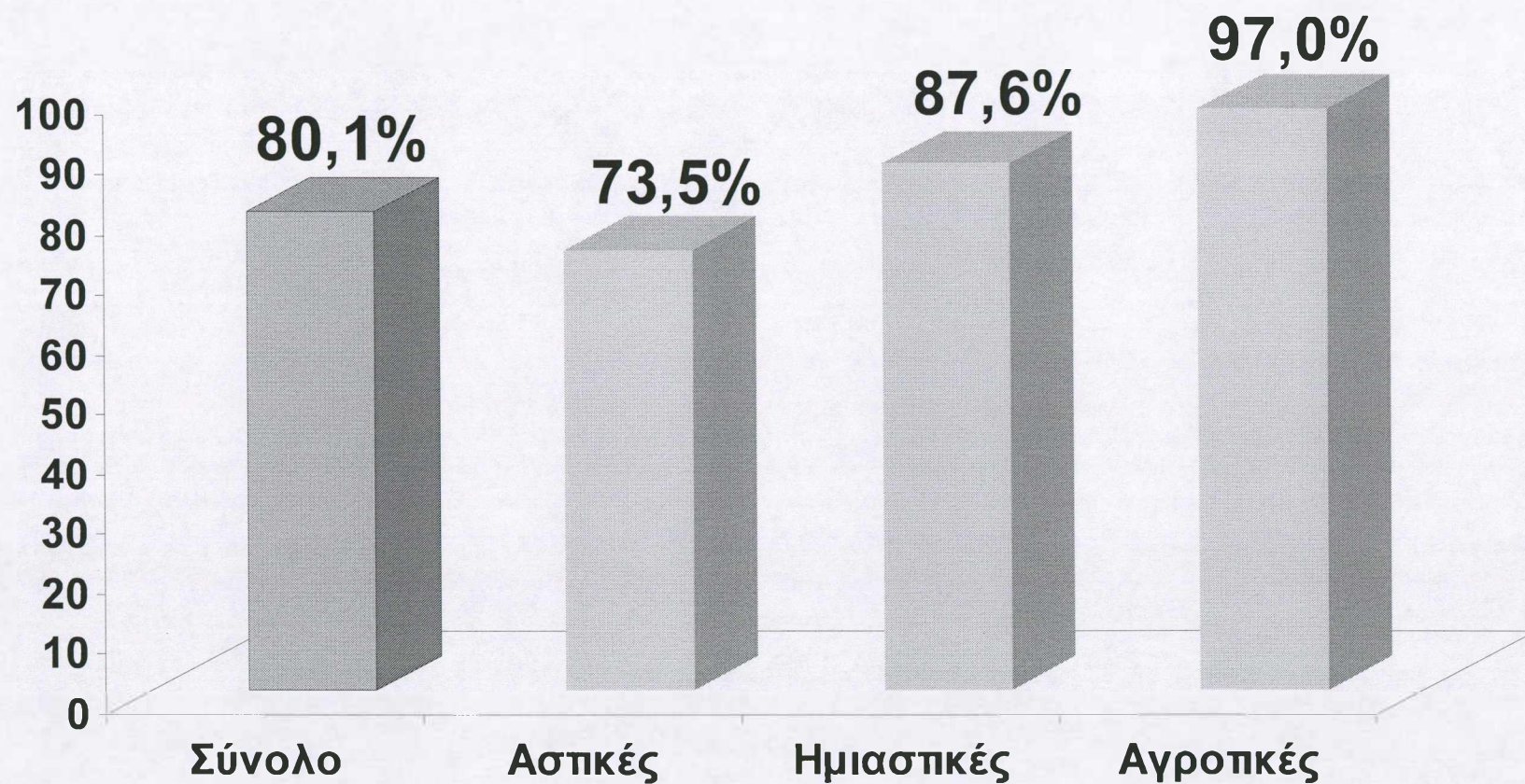
Πηγή: ΤτΕ, ΧΑ, Eurobank Research

I. Ιδιοκατοίκηση στην ΕΕ-27



Πηγή: European Mortgage Federation, National Statistics Offices, World Bank, United Nations Economic Commission for Europe, International Union for Housing Finance, OECD

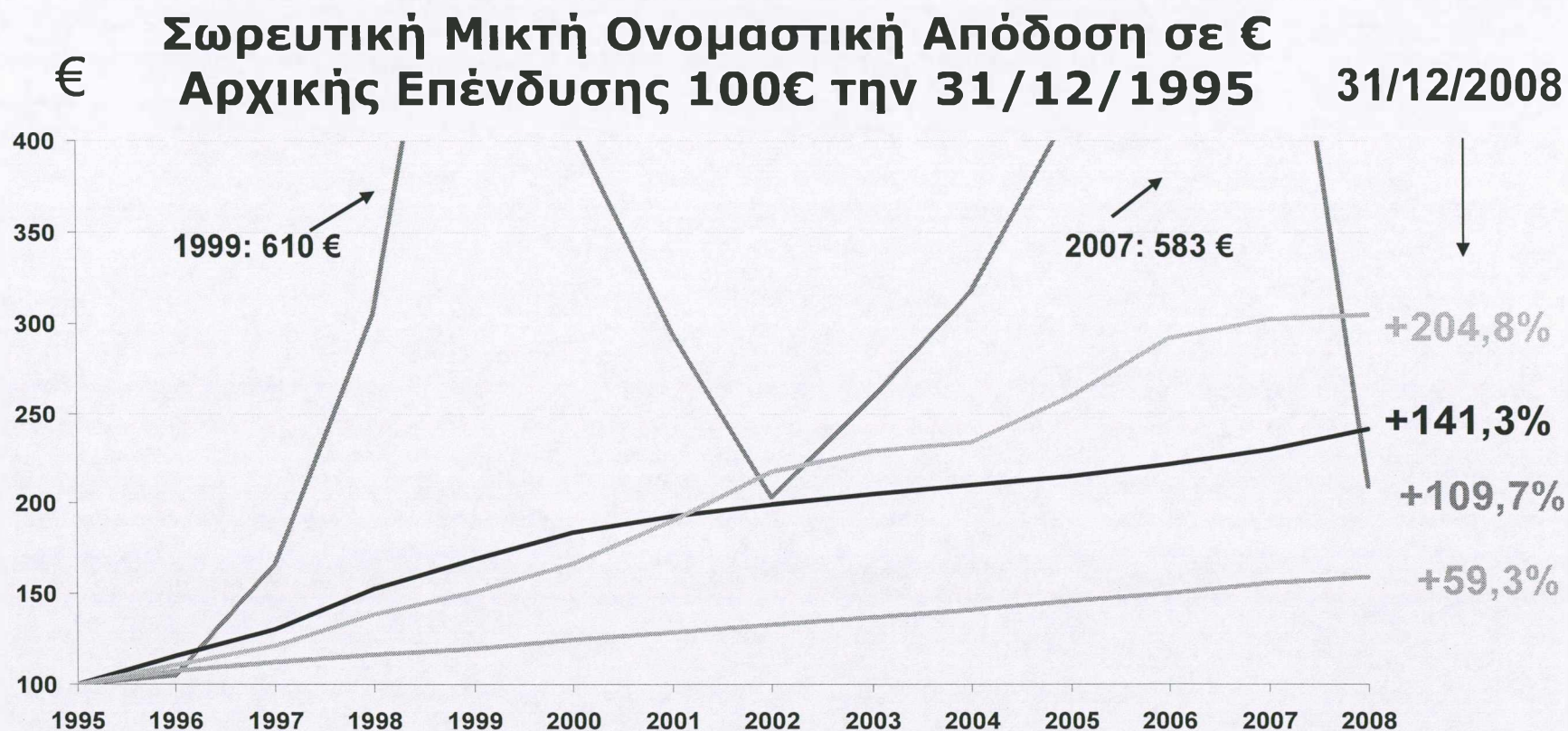
Ι. Ιδιοκατοίκηση ανά περιοχή στην Ελλάδα



Πηγή: ΕΣΥΕ, ΕΟΠ 2004/2005

- ✓ Ποσοστό ιδιοκατοίκησης ιδιαίτερα υψηλό στην επαρχία

Ι. Συγκριτικές σωρευτικές ονομαστικές αποδόσεις στην Ελλάδα

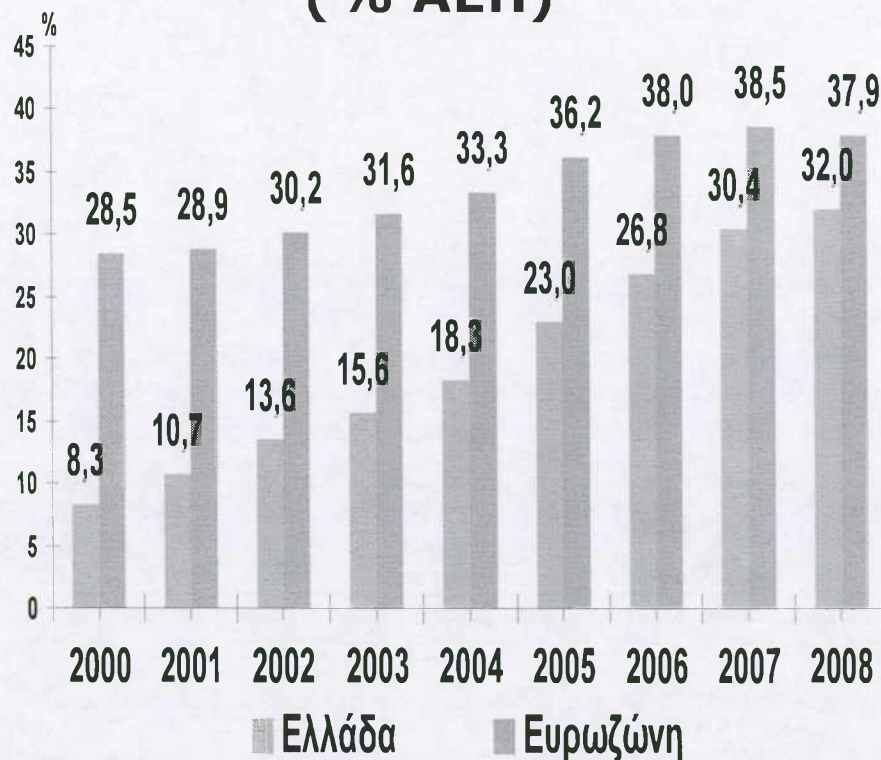


Σημειώσεις:

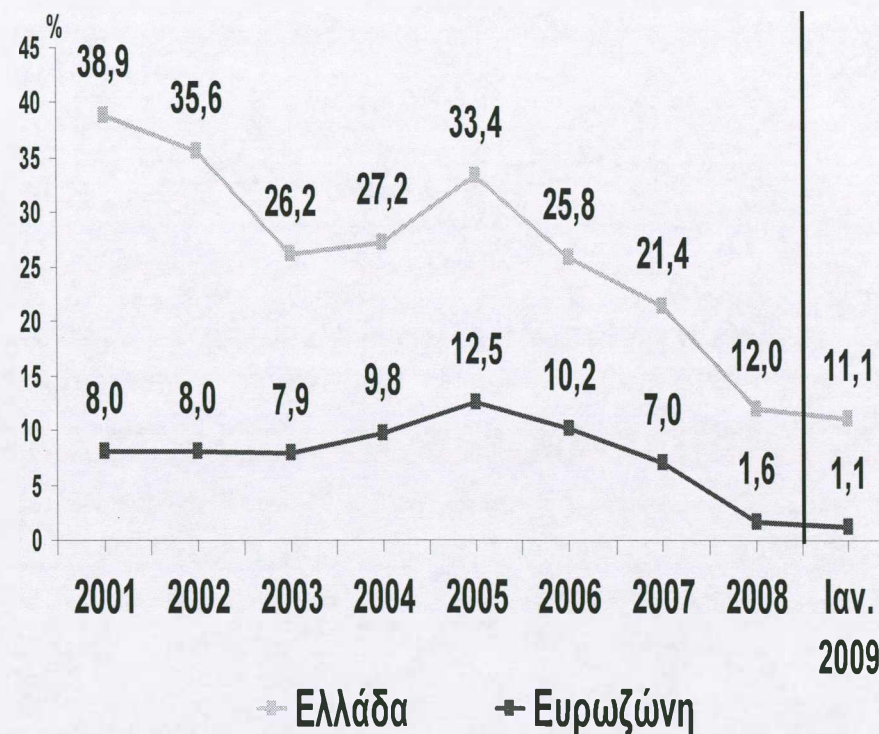
- ✓ Αποδοτικότερες οι επενδύσεις σε ακίνητα.
- ✓ Όλες οι ονομαστικές αποδόσεις υψηλότερες του σωρευτικού πληθωρισμού (59,3%)
- ✓ Στο ΧΑ περιλαμβάνεται και η μερισματική απόδοση
- ✓ Δεν αφαιρούνται οι φόροι από τις αποδόσεις

Ι. Στεγαστική Πίστη: Ελλάδα - Ευρωζώνη

Στεγαστικά Δάνεια (% ΑΕΠ)



Στεγαστικά Δάνεια (% ρυθμός αύξησης)



- ✓ Ραγδαία η αύξηση της στεγαστικής πίστης στην Ελλάδα Πηγή: ΤτΕ, ECB
- ✓ Ιανουάριος 2009: € 77,8 δισ. υπόλοιπα στεγαστικών δανείων

I. Ανάγκη κατασκευής δείκτη τιμών κατοικιών: Propindex με ιδιωτική πρωτοβουλία

- ✓ Η μεγάλη επέκταση στη στεγαστική πίστη έφερε και την ανάγκη για αποτίμηση του χαρτοφυλακίου των ακινήτων, καθώς και του ενέχυρου στα δάνεια λόγω Βασιλείας II και πρακτικής τιτλοποιήσεων
- ✓ Έτσι, οι μεγάλες τράπεζες ίδρυσαν την Propindex A.E. για τη δημιουργία δεικτών και υπο-δεικτών ακινήτων με τη βοήθεια της Quantos
- ✓ Ο δείκτης βασίζεται στις αξίες που δίνουν οι εκτιμητές (των τραπεζών). Ίδια μεθοδολογία ακολουθείται και σε άλλες χώρες. Προηγούμενοι δείκτες από τις αγγελίες στις εφημερίδες: asking prices
- ✓ 70% της αγοράς ακινήτων στον δείκτη. Παραλείπονται οι συναλλαγές για τις οποίες δεν έγινε δανεισμός, καθώς και τα δάνεια από ορισμένες τράπεζες που δεν συμμετέχουν (π.χ. Πειραιώς, Αγροτική, MarFin)
- ✓ **Δείκτης ξεκινάει το 1999** και αναφέρεται σε **τιμές / τ.μ. διαμερισμάτων**. Στρωματοποιημένη δειγματοληψία έως 2006H1. Απογραφή από 2006H2.
- ✓ Σύντομα η κατασκευή hedonic indices με βάση τα περίπου σαράντα χαρακτηριστικά του διαμερίσματος
- ✓ Υπάρχει περιθώριο για **προστιθέμενη αξία** στην παροχή αξιόπιστων δεικτών ακινήτων: π.χ. να συμπεριληφθούν η εξοχική κατοικία, οι μονοκατοικίες, οι συναλλαγές που έγιναν με την καταβολή μετρητών, τα εμπορικά ακίνητα ή και **πηγές άντλησης πληροφορίας πέραν των τραπεζών**

ΔΕΥΤΕΡΗ ΕΝΟΤΗΤΑ:

Αγορά Ακινήτων & Μακροοικονομία

- 1. Αγορά ακινήτων & οικονομικός κύκλος**
- 2. Αγορά ακινήτων και η σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος**

II.1 Η αμφίδρομη σχέση μεταξύ αγοράς ακινήτων και οικονομικού κύκλου

1. ΑΕΠ ↑ χωρίς αύξηση πληθωρισμού

- ⇒ Διαθέσιμο Εισόδημα ↑
- ⇒ ζήτηση για ακίνητα ↑
- ⇒ Τιμές Ακινήτων ↑

2. Τιμές Ακινήτων ↑, Προοπτικές κλάδου ↑

- ⇒ (i) Επενδύσεις ↑ & Απασχόληση ↑
- ⇒ (ii) Πλούτος ↑ (?) ⇒ Κατανάλωση ↑
- ⇒ (iii) Ελάφρυνση περιορισμών δανεισμού
⇒ επιτάχυνση επενδύσεων, κατανάλωσης

Συνεπώς, (i)-(ii)- (iii) ⇒ ΑΕΠ ↑

Σημείωση: Όταν πληθωρισμός ↑ ⇒ ονομαστικά επιτόκια ↑ ⇒ περιοριστική αντίδραση των νομισματικών αρχών ⇒ Πραγματικά επιτόκια ↑
⇒ επιδείνωση αγοράς κατοικίας (Tsatsaronis& Zhou (2007))

II.1 Η οικονομία επιδρά στην αγορά κατοικίας

ΑΕΠ ↑ χωρίς αύξηση πληθωρισμού →
→ Διαθέσιμο Εισόδημα ↑
→ Διαθέσιμο Εισόδημα ↑
→ Τιμές Ακινήτων ↑

Αύξηση 1% του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος

→ ↑ των τιμών των κατοικιών:

ΗΠΑ	3,2%
Ην. Βασίλειο	2,5%
Ευρωζώνη	0,7%
Ισπανία	2,8%

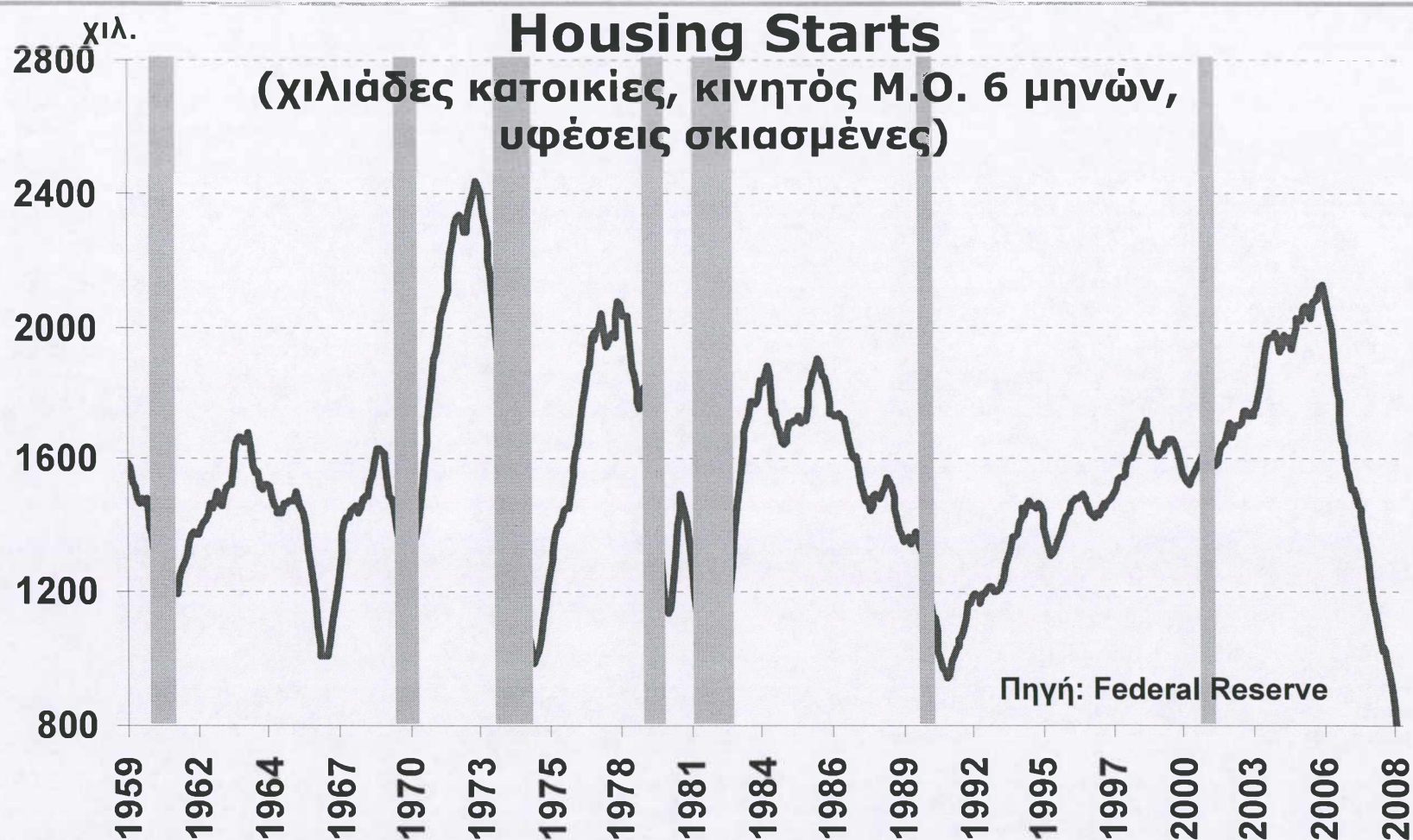
Πηγή: McCarthy και Peach (2004), Meen (2002), Annett (2005),
Banca de Espana (2004), κ.ά.

II.1 Οι τιμές κατοικίας επιδρούν στις επενδύσεις



- ✓ Η άνοδος των τιμών των κατοικιών συνεπάγεται **ικανότητα επιπλέον δανεισμού επιχειρήσεων και νοικοκυριών** μέσω ενεχυριασμού του ακινήτου $\Rightarrow$ επιτάχυνση στην άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας (accelerator)

II.1 Επενδύσεις σε κατοικίες προηγούνται του οικονομικού κύκλου στις ΗΠΑ



- ✓ Μεγάλη η συμμετοχή των επενδύσεων σε κατοικίες στη διακύμανση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ (Leamer (2007))

II.1 Εκτιμήσεις επίδρασης πλούτου από κατοικίες στην κατανάλωση των ΗΠΑ

Study	Data	MPC from home wealth	MPC relative to other wealth
Iacoviello (2004)	Aggregate: 1986-2002	0.07	Higher
Belskey & Prakken (2004)	Aggregate: 1960-2003	0.056 (long-run) 0.045 (1-year)	Same Higher
Benjamin, Chinloy, & Jud (2004)	Aggregate: 1952-2001	.08-.16	Higher
Case, Quigley, & Shiller (2005)	State incomes and revenues: 1982-1999	0.02-0.04	Higher
Lehnert (2004)	Panel Survey of Income Dynamics (PSID)	0.025	N.A.
Bostic, Gabriel, & Painter (2005)	Consumer Expenditure Survey, Survey of Consumer Finances	≤ 0.025 , lower in volatile periods	Higher
Juster, Lupton, Smith, & Stafford (2006)	PSID	0.03, but not statistically sig.	Lower

Πηγή: McCarthy-Steindel

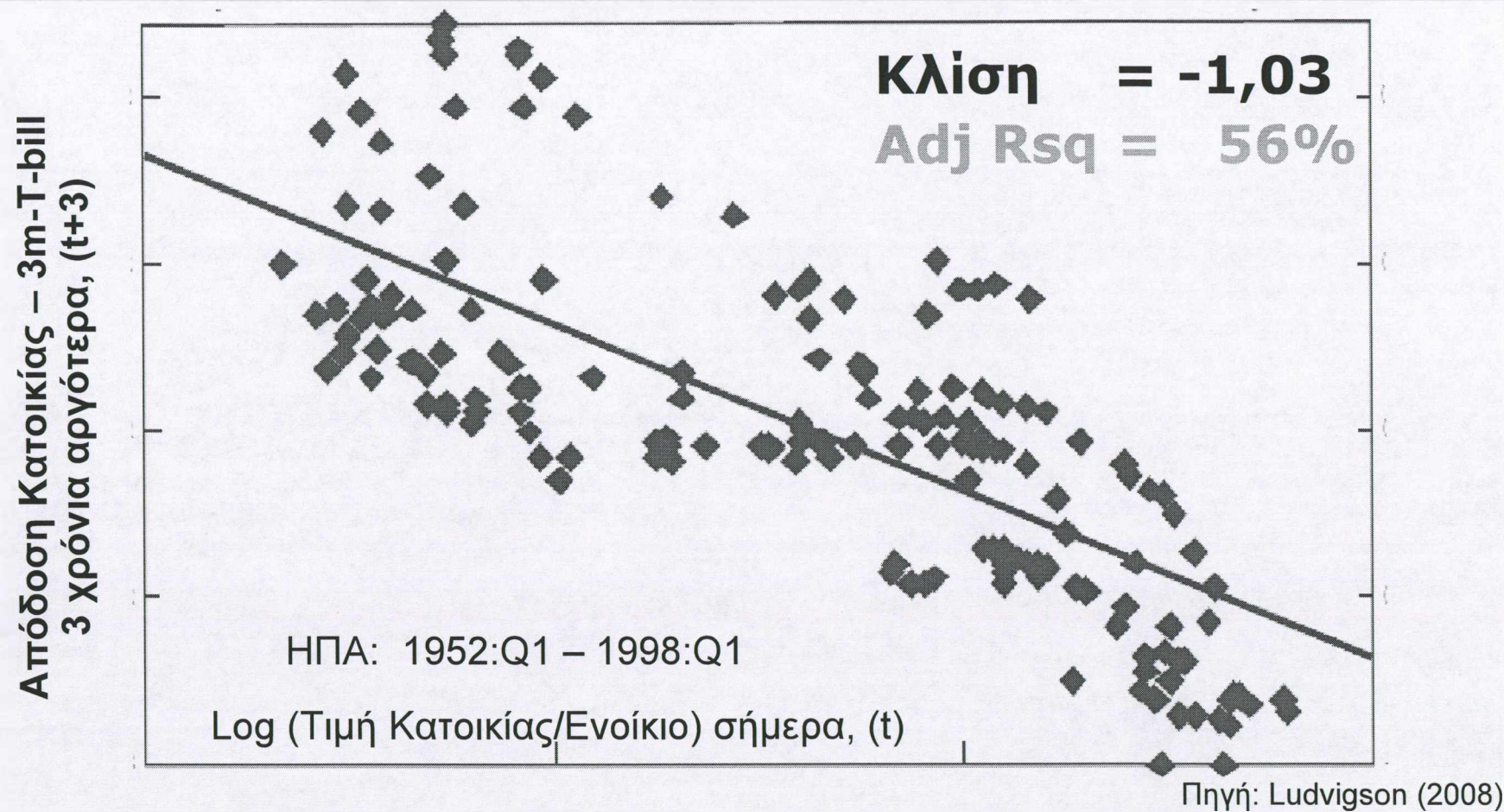
II.1 Αποτελεί αύξηση του πλούτου η αύξηση των τιμών των κατοικιών?

- ✓ 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 σε τρίτους παράγοντες.
- ✓ Μια αύξηση της τιμής επιδρά αρνητικά σε όσους σκοπεύουν να αποκτήσουν κατοικία (νέοι) και θετικά σε όσους διαθέτουν κατοικία (περισσότερο ηλικιωμένοι). Με δεδομένη την υψηλή ιδιοκατοίκηση στην Ελλάδα, θετική πρέπει να είναι και η ροπή προς κατανάλωση
- ✓ Οι αμφισβητίες συμφωνούν ότι υπάρχει επίδραση στην κατανάλωση, αλλά μέσω της ελάφρυνσης των περιορισμών δανεισμού (π.χ. Mortgage Equity Withdrawals).
- ✓ Όσο πιο ώριμο το χρηματοοικονομικό σύστημα, τόσο μεγαλύτερη η οριακή ροπή προς κατανάλωση από την αύξηση των τιμών των κατοικιών. Στη σημερινή Ελλάδα η οριακή ροπή πρέπει να έχει αυξηθεί σε σχέση με 10 χρόνια νωρίτερα.

II.2 Η αγορά κατοικίας και η σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος

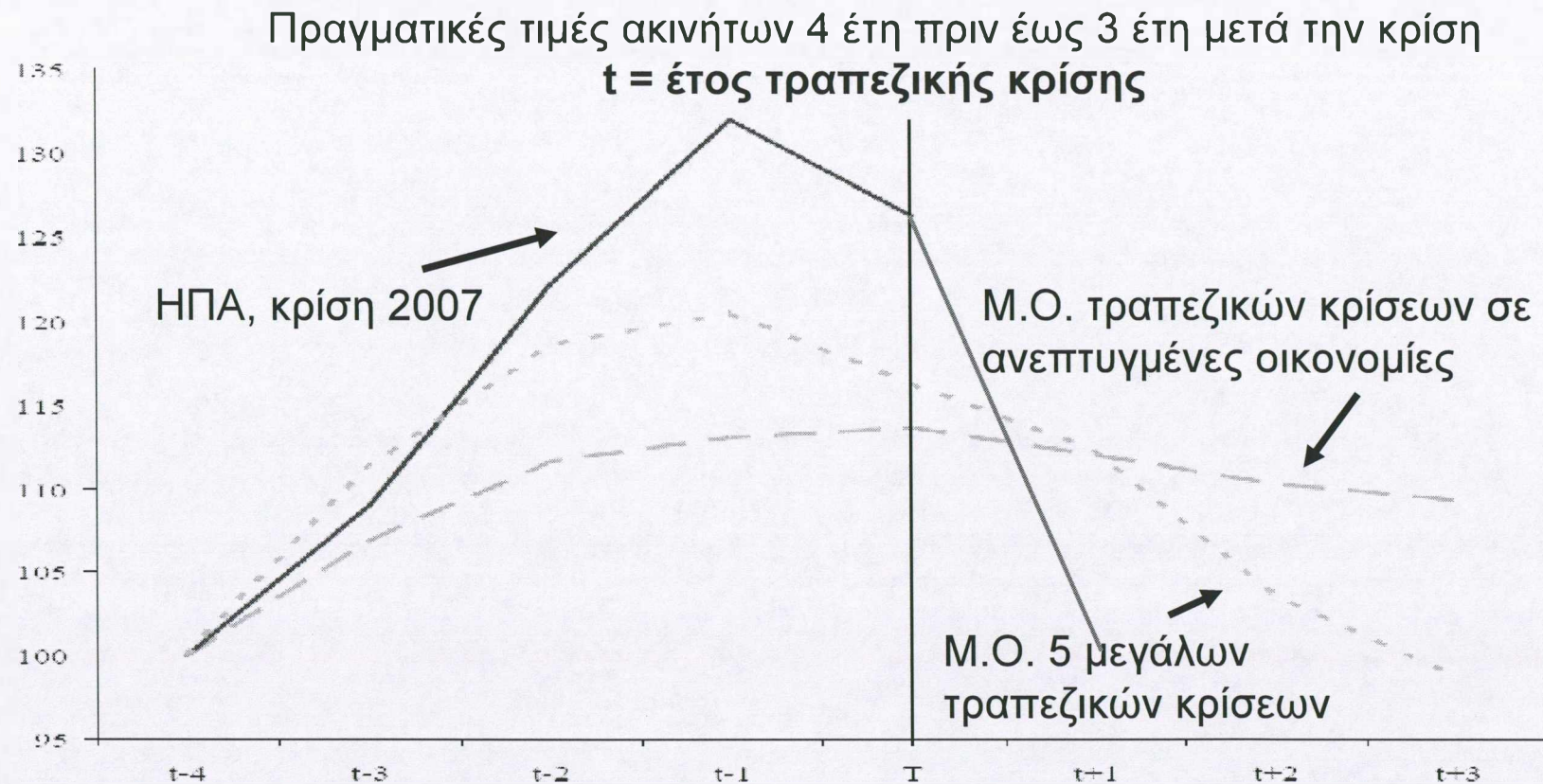
- ✓ Πριν την κρίση, πολλοί ισχυρίζονταν – και ο κ. Bernanke - λανθασμένα ότι η καταπολέμηση του πληθωρισμού από τις νομισματικές αρχές δεν αφήνει περιθώρια ανάπτυξης φούσκας στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (μετοχές, κατοικίες, κλπ.)
⇒ Η πολιτική καταπολέμησης του πληθωρισμού οδηγεί και σε σταθερό χρηματοοικονομικό σύστημα.
- ✓ Όμως, η χαλαρή νομισματική πολιτική μαζί με τους χαλαρούς εποπτικούς μηχανισμούς του χρηματοοικονομικού τομέα φέρουν μέρος της ευθύνης για την κρίση
- ✓ Αρκετοί βεβαίως διαφωνούσαν και πρότειναν περισσότερα εργαλεία ή και στόχους της νομισματικής πολιτικής: Βλέπε Goodhart για αγορά ακινήτων, Hardouvelis (2002, 2003) για μετοχές, ή πολλές αναλύσεις από τη BIS
- ✓ Η κρίση αλλάζει τα δεδομένα στο χώρο της ακαδημίας, αφού η κρίση ξεκίνησε από την αγορά ακινήτων, είναι ήδη πολύ μεγάλη, ενώ το τέλος της δεν είναι ακόμα εμφανές. Πολλοί οικονομολόγοι πλέον πείθονται ότι υπάρχουν φούσκες στις αγορές που δεν είναι αναγκαστικά το αποτέλεσμα ορθολογικών προσδοκιών
- ✓ Με εξαίρεση τη Fed, οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν μακροοικονομικά υποδείγματα τύπου DSGE με representative agents, τα οποία έχουν μικροοικονομική θεμελίωση και υποθέτουν γενική ισορροπία. Λύνονται δύσκολα. Έτσι, γραμμοποιούνται, εισάγουν παραμέτρους εκτός υποδείγματος, περιέχουν λίγες εξισώσεις και μόνον ορθολογική συμπεριφορά. Σήμερα δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν εύκολα για ανάλυση οικονομικής πολιτικής.

II.2 Φούσκες ή χαμηλά ασφάλιστρα κινδύνου?



- ✓ Η **διάγνωση φούσκας είναι δύσκολη**, ακόμα και εκ των υστέρων
- ✓ Η εμπειρία στις ΗΠΑ δείχνει ότι μια σημερινή άνοδος των τιμών ως προς τα ενοίκια (οριζόντιος άξονας) προβλέπει μελλοντική πτώση της απόδοσης των κατοικιών. Αιτίες μπορεί να είναι είτε ένα σημερινό χαμηλό ασφάλιστρο κινδύνου για την επένδυση είτε μια σημερινή φούσκα στις τιμές των ακινήτων.

II.2 ΗΠΑ: Μεγάλη η πρόσφατη άνοδος τιμών ακινήτων



Ταξινόμηση των Reinhart-Rogoff:

Πηγή: Reinhart & Rogoff (2008), Eurobank Research

- 5 «μεγάλες» τραπεζικές κρίσεις: Ισπανία (1977), Νορβηγία (1987), Φινλανδία (1991), Σουηδία (1991), Ιαπωνία (1992).
- Μικρότερες τραπεζικές κρίσεις σε ανεπτυγμένες οικονομίες: Αυστραλία (1989), Καναδάς (1983), Δανία (1987), Γαλλία (1994), Γερμανία (1977), Ελλάδα (1991), Ισλανδία (1985), Ιταλία (1990), Ν. Ζηλανδία (1987), Ην. Βασίλειο (1974, 1991, 1995) και ΗΠΑ (1984).

II.2 Παρελθούσες κρίσεις στην αγορά ακινήτων: Διάρκεια και κόστος

	Ανώτατο Σημείο	Κατώτατο Σημείο	Διάρκεια (τρίμηνα)	Μείωση Πραγματικών Τιμών Ακινήτων (%)		Ανώτατο Σημείο	Κατώτατο Σημείο	Διάρκεια (τρίμηνα)	Μείωση Πραγματικών Τιμών Ακινήτων (%)
Ιαπωνία	73Q4	77Q3	15	-31	Φινλανδία	74Q2	79Q2	20	-30
Ιαπωνία	91Q1	07Q4	67	-44	Φινλανδία	89Q1	93Q1	17	-49
Γερμανία	81Q2	87Q3	25	-15	Ιρλανδία	81Q3	87Q2	23	-27
Γερμανία	94Q4	07Q4	52	-26	Κορέα	91Q2	96Q4	22	-34
Γαλλία	81Q1	84Q3	14	-18	Κορέα	97Q1	98Q4	7	-20
Ιταλία	81Q1	86Q2	21	-35	Ολλανδία	78Q2	85Q3	29	-50
Ιταλία	92Q3	98Q2	23	-26	Νορβηγία	86Q4	93Q1	25	-40
Ην. Βασίλειο	73Q3	77Q2	15	-34	Νέα Ζηλανδία	74Q3	80Q2	23	-38
Ην. Βασίλειο	89Q3	92Q4	13	-26	Σουηδία	77Q4	86Q1	33	-33
Καναδάς	81Q1	85Q1	16	-21	Σουηδία	90Q1	96Q2	25	-28
Καναδάς	89Q4	98Q3	35	-16	Ελβετία	73Q1	76Q3	14	-29
Ισπανία	78Q2	82Q3	16	-33	Ελβετία	89Q4	01Q1	45	-39
Μ.Ο.						25		-31	
Μ.Ο. "Big-5"						30		-39	
ΗΠΑ - S&L						20		-8	

Πηγή: Goldman Sachs,
16 Απριλίου 2008

II.2 Το ξεκίνημα της κρίσης 2007-9 στις ΗΠΑ & ο ρόλος της αγοράς ακινήτων

Συνύπαρξη πολλών παραγόντων:

- 1) Φούσκα στα ακίνητα σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ και υπέρ-κατανάλωση (*mortgage equity withdrawal*)
- 2) Ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (*subprime*)
- 3) Μεταφορά ρίσκου από τους ισολογισμούς των τραπεζών στους επενδυτές μέσω τιτλοποιήσεων

Επιπλέον παράγοντες:

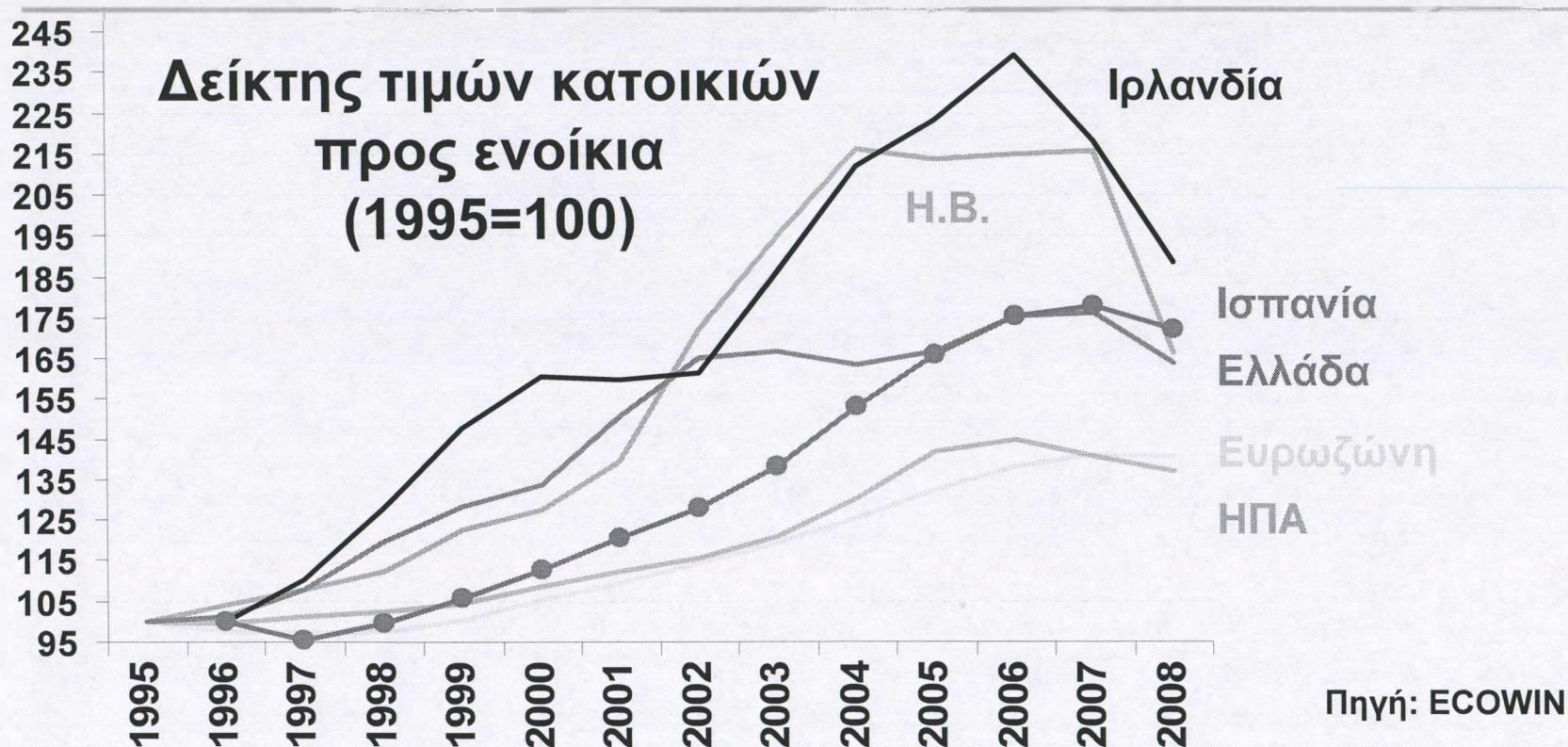
- ✓ «Φθινό» χρήμα και ρευστότητα από χώρες με πλεονάσματα που διοχετεύτηκε κυρίως στις ΗΠΑ
- ✓ Απληστία, δηλαδή η επιδίωξη υψηλών αποδόσεων με ταυτόχρονη υποτίμηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου, το αντίθετο από το “*Peso Problem*”
- ✓ Χαλαρή νομοθεσία και θεσμικό πλαίσιο, *regulatory arbitrage* ειδικά διασυνοριακά
- ✓ Λανθασμένα κίνητρα των Οίκων Αξιολόγησης, των εταιρικών διοικήσεων, κτλ.
- ✓ **Τεράστια μόχλευση** βασισμένη στον βραχυχρόνιο δανεισμό των ΧΠΙ που επένδυαν για ίδιο λογαριασμό. Αυτός ο παράγοντας ήταν πολύ σημαντικός στην επέκταση της κρίσης.

ΤΡΙΤΗ ΕΝΟΤΗΤΑ:

Συνέχιση της κρίσης και η πιθανότητα στασιμότητας της ελληνικής οικονομίας

- 1. Η πτώση στις διεθνείς τιμές κατοικιών συνεχίζεται**
- 2. Η ύφεση χτυπά την πόρτα της Ελλάδας**
- 3. Πιθανή η μακροχρόνια στασιμότητα στην Ελλάδα**

III.1 Ραγδαία άνοδος τιμών ως προς τα ενοίκια σε πολλές χώρες και στη συνέχεια πτώση



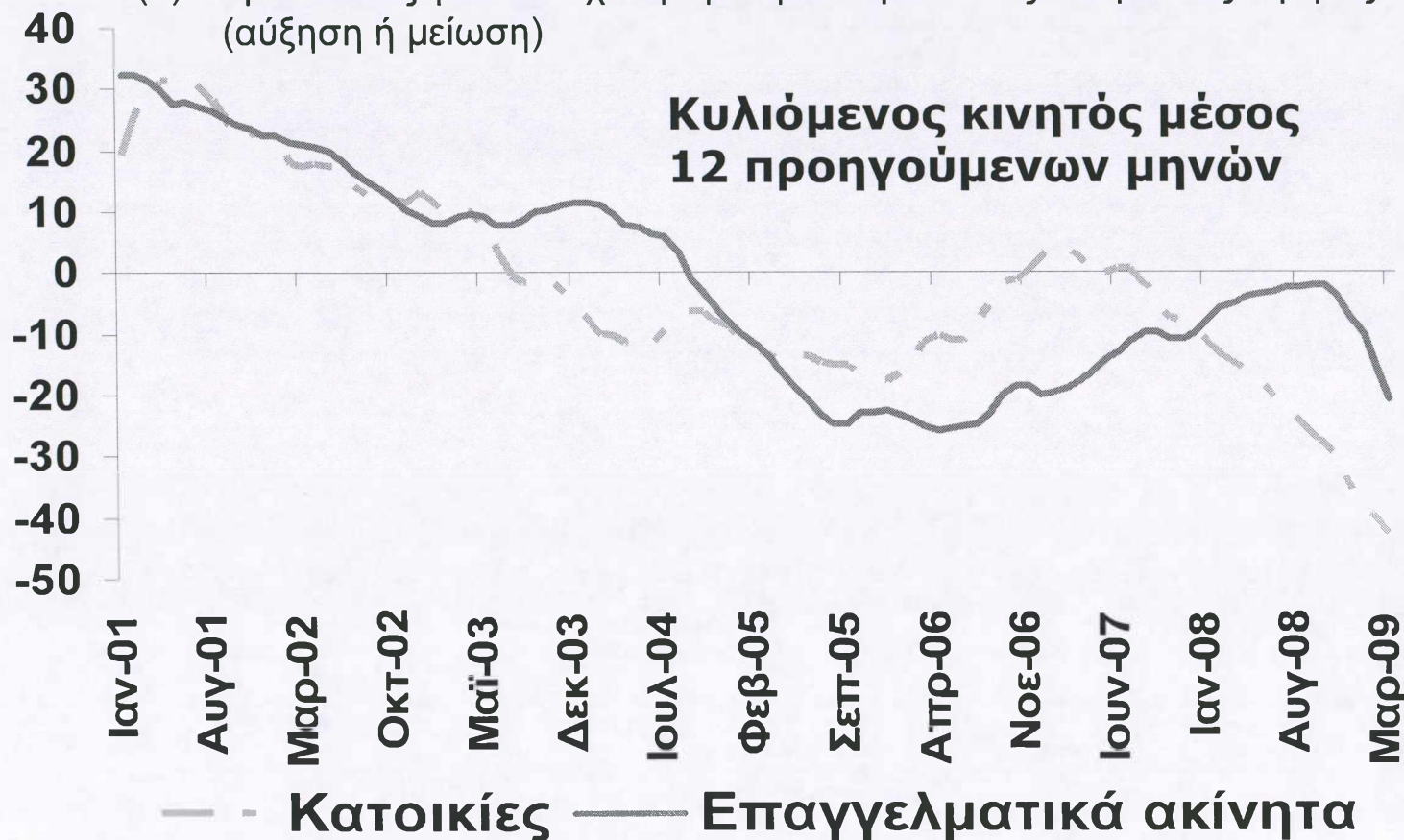
- ✓ Στην Ελλάδα, η άνοδος των τιμών ως προς τα ενοίκια έως το 2002 οφείλεται στην είσοδό της στην ΟΝΕ και τη μεγάλη τότε πτώση των πραγματικών επιτοκίων
- ✓ Η σημερινή μείωση των τιμών σε πολλές χώρες πιθανόν να οφείλεται σε δύο παράγοντες: (α) Την άνοδο των απαιτούμενων αποδόσεων λόγω υψηλών ασφαλιστρικών κινδύνου ή/και (β) Το ξεφούσκωμα μιας προηγούμενης φούσκας

III.1 Δυσμενείς οι προοπτικές ακινήτων στην Ελλάδα σύμφωνα με τους κατασκευαστές

Δείκτης Επιχειρηματικών Προσδοκιών στις Κατασκευές

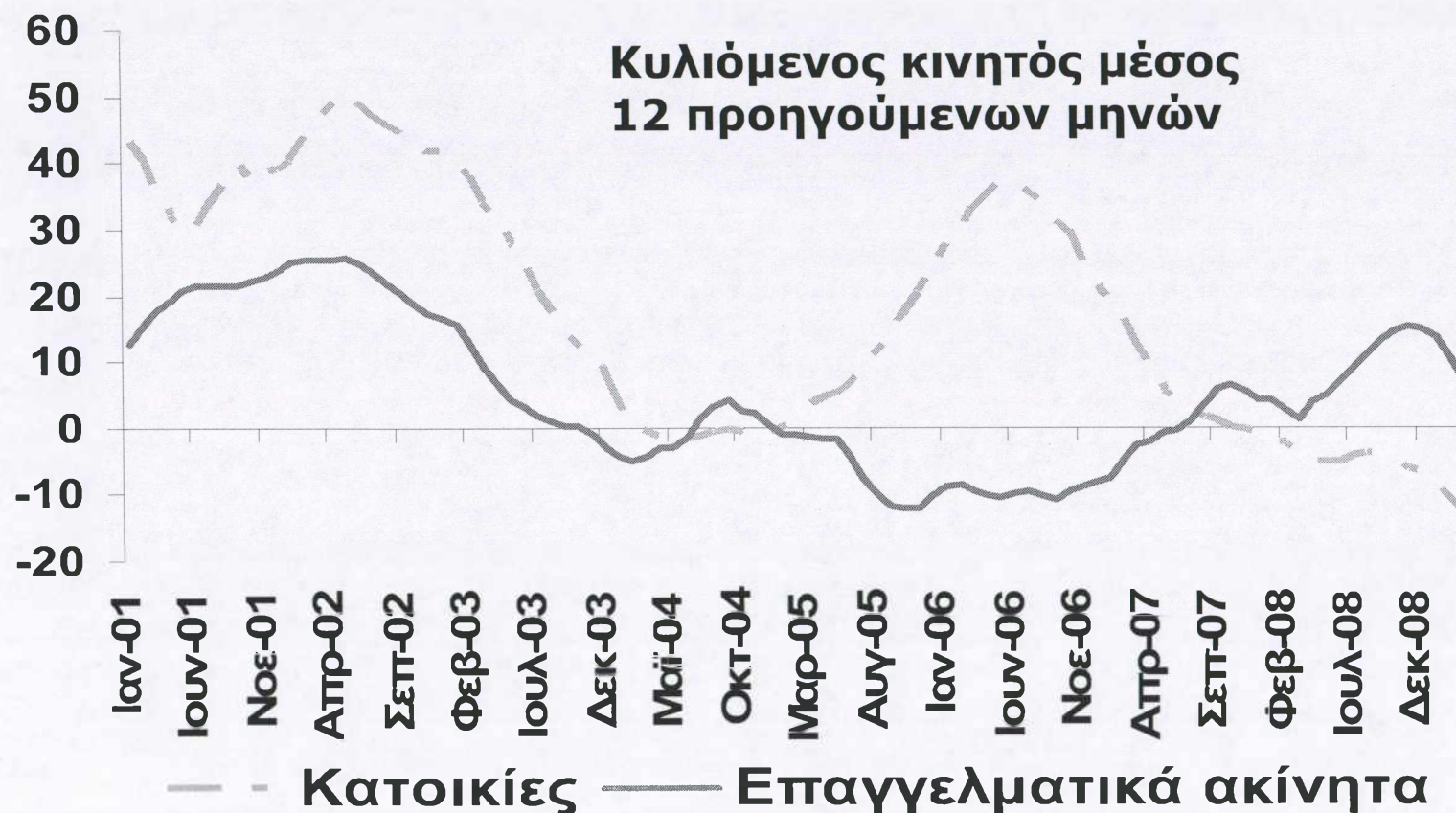
Αριθμητικός μέσος 2 δεικτών σχετικής πλειονοψηφίας θετικών & αρνητικών απαντήσεων:

- (1) Υπάρχουσες παραγγελίες (αρκετές ή όχι)
- (2) Προσδοκίες για απασχόληση στην εταιρεία τους επόμενους 3 μήνες (αύξηση ή μείωση)



III.1 Προσδοκίες για πτώση τιμών χρέωσης στην Ελλάδα από τους κατασκευαστές

Πλειοψηφία κατασκευαστών ακινήτων στην Ελλάδα σχετικά με την τάση των τιμών που σκοπεύουν να χρεώσουν τους επόμενους 3 μήνες



Πηγή: European Commission, Eurobank EFG Research

III.1 Κακό το γενικότερο κλίμα: Απαισιοδοξία σε επιχειρηματίες και καταναλωτές



Πηγή: European Commission

III.2 ... η Ύφεση προ των πυλών



Από τον Ιαν. 2006 οι μεταβολές αφορούν το νέο Δείκτη Όγκου Λιανικών Πωλήσεων, που περιλαμβάνει τον κλάδο καυσίμων και λιπαντικών.

Πηγή: ΕΣΥΕ

III.2 Εμφανή Σημάδια Οικονομικών Δυσχερειών

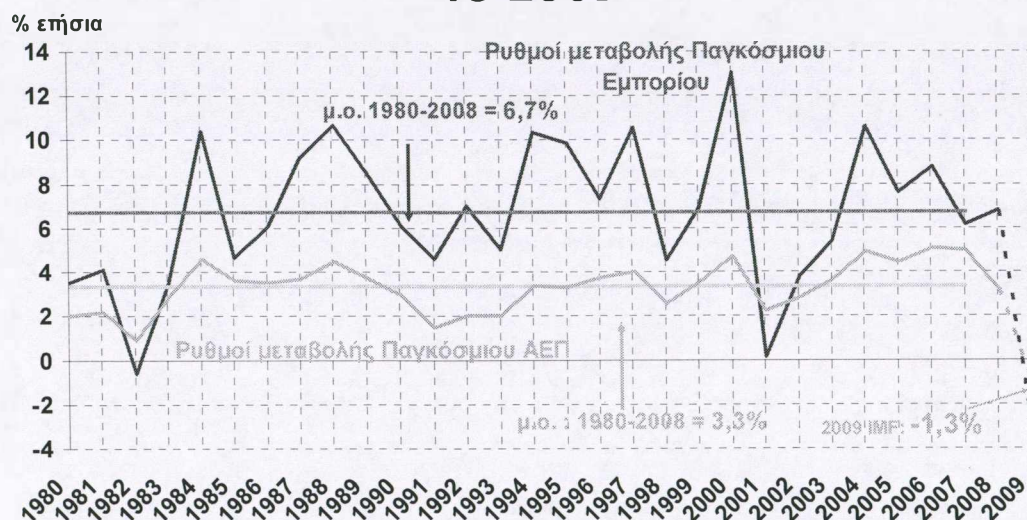


Πηγή: ΤΕΙΡΕΣΙΑΣ

III.2 Πτώση σε Διεθνές Εμπόριο, Ναυτιλία, Τουρισμό

$$\text{Αύξηση Εμπορίου} = -0,50 + 2,28 * \text{αύξηση ΑΕΠ}, R^2 = 67\% \\ (-0,52) \quad (8,11)$$

Πτώση ρυθμού αύξησης Διεθνούς Εμπορίου το 2009



Baltic Dry Index



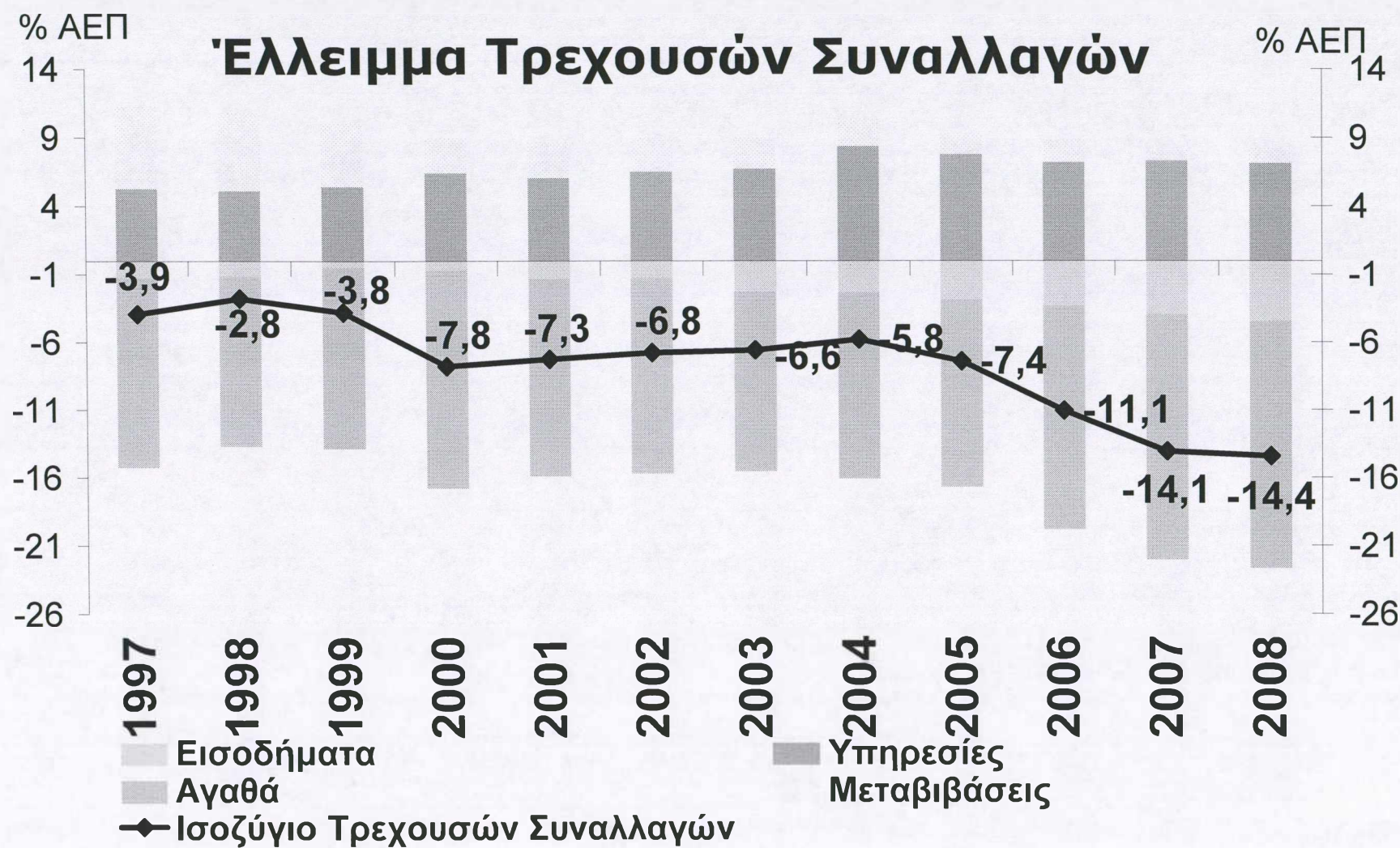
- ✓ Η πτώση στα κόμιστρα και την αξία των πλοίων έχει επίδραση στα γραφεία της Ελλάδος
- ✓ Κρατήσεις δείχνουν πτώση εσόδων τουρισμού από αλλοδαπή μεγαλύτερη του 15%

III.3 Αύξηση απαιτούμενων περιθωρίων: Ευρωπαϊκό αλλά και έντονα ελληνικό φαινόμενο

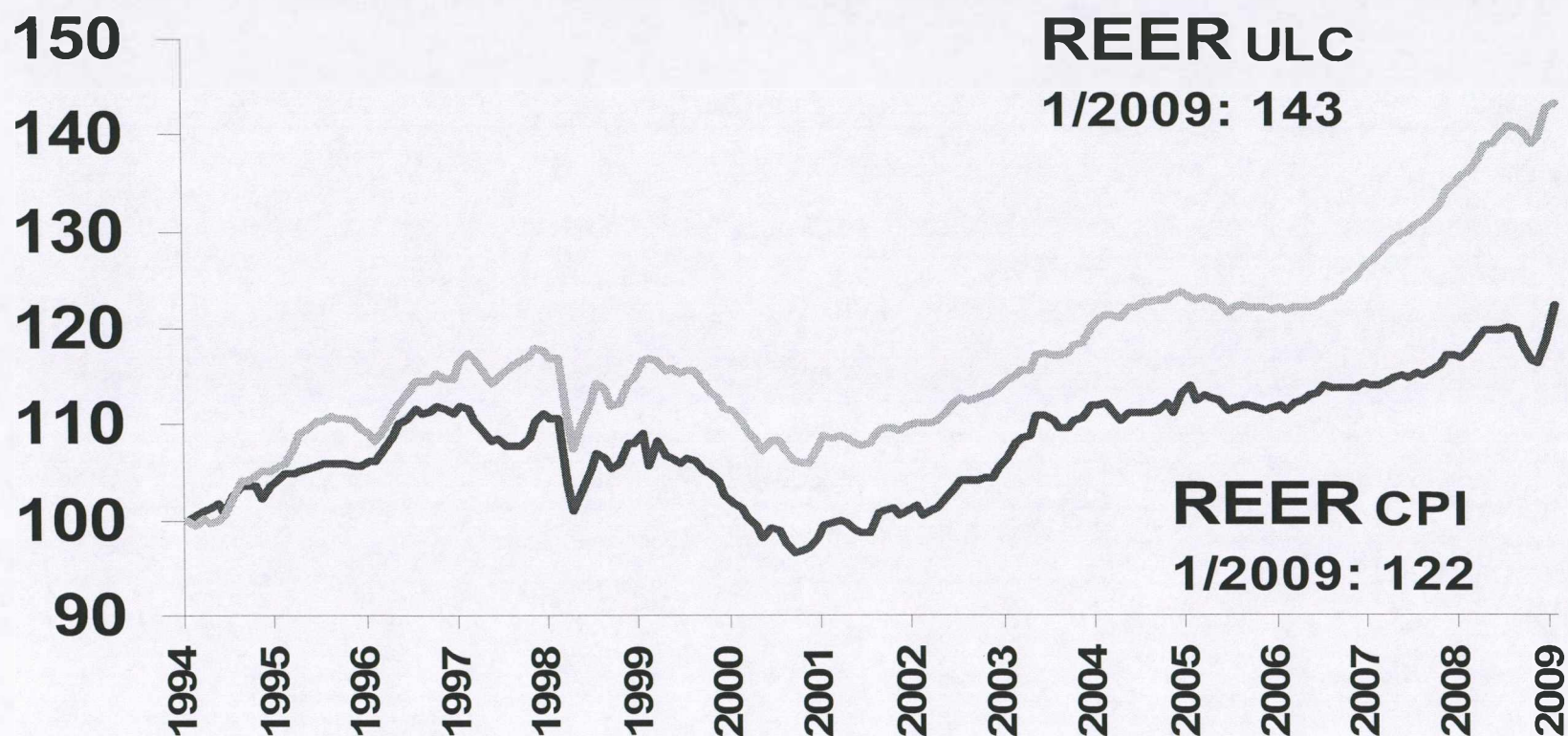


- ✓ Για επενδυτή ουδέτερο στον κίνδυνο, η πιθανότητα χρεοκοπίας του **Δημοσίου** έναντι των ομολογιούχων περίπου **20%** στη 10-ετία (Μετά τη σύνοδο G-20 μειώθηκε)
- ✓ Υπερβολική η αρνητική αντίδραση των αγορών

III.3 Ανταγωνιστικότητα σε μακροοικονομικό επίπεδο



III.3 Επιδείνωση Ανταγωνιστικότητας Τιμών



Πηγή: IMF, IFS

- ✓ Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία:
Πολύ μεγάλη η υπερτίμηση, ιδιαίτερα σε σχέση με το ULC $\Rightarrow$ η αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα δεν είναι ικανοποιητική
- ✓ Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή:
Κάθε μήνα στην Ελλάδα ο **πληθωρισμός υψηλότερος** της Ευρωζώνης

III.3 Γήρανση πληθυσμού και πίεση σε συντάξεις και το χρέος

ΕΛΛΑΔΑ

	2005	2010	2015	2025	2050
Δαπάνες Υγείας (% ΑΕΠ)	5,1	5,4	5,5	5,7	6,8
Δαπάνες Εκπαίδευσης (% ΑΕΠ)	3,4	3,1	2,9	3,0	3,1
Ποσοστό ηλικιωμένων εργατών (55 – 64)	10,9	12,0	13,6	17,3	17,4
Old-age Dependency Ratio	26,8	28,0	30,3	35,8	60,4
	2007	2020	2030	2040	2060
Συνταξιοδοτικές Δαπάνες (% ΑΕΠ)	11,7	13,2	17,1	21,4	24,1

Συμπέρασμα

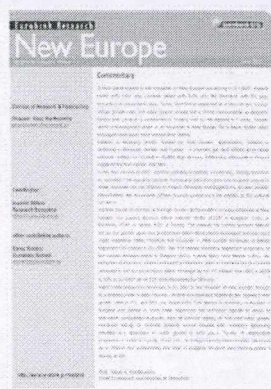
- ✓ Η αγορά κατοικίας είναι ιδιαίτερα σημαντική για τα ελληνικά νοικοκυριά και διαχρονικά έχει φέρει μεγάλες αποδόσεις
- ✓ Η άνοδος τη στεγαστικής πίστης υπήρξε ταχεία στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια
- ✓ Η αγορά κατοικίας επηρεάζει τον οικονομικό κύκλο κυρίως μέσω των επενδύσεων, οι οποίες αποτελούν 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 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
- ✓ 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.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΩ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΟΧΗ ΣΑΣ!!

Θερμές ευχαριστίες στην επιστημονική ομάδα της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων για την ερευνητική υποστήριξη

Περισσότερες ερευνητικές εκδόσεις διαθέσιμες στην ιστοσελίδα

<http://www.eurobank.gr/research>

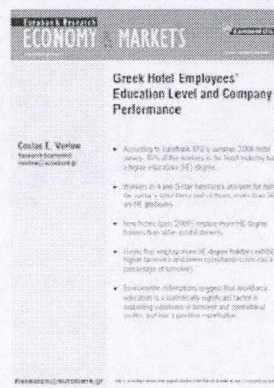


New Europe:

Οικονομία & Αγορές:

Global Economic & Market Outlook:

Γκίκας Α. Χαρθούβελης



Τριμηνιαία έκδοση για τις χώρες της Νέα Ευρώπης.

Μηνιαία έκδοση με θέματα για την ελληνική και παγκόσμια οικονομία.

Τριμηνιαία έκδοση για την ανάλυση της διεθνούς οικονομίας και των αγορών και τη χάραξη νέων επενδυτικών στρατηγικών.