



**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΜΗΜΑ
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ
ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ**

Διπλωματική εργασία

**“Χρηματοοικονομική ανάλυση του κλάδου real estate στην Ελλάδα
και το Λουξεμβούργο”**

Της

Πασχαλίας Δίγκα

AEM: mas21011

Επιβλέπων Καθηγητής: Πέτρος Μεσσής

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη
Λογιστική Φορολογία και Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Περίληψη

Η ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων συμβάλλει στην ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας, δημιουργώντας έτσι ένα ευνοϊκό επενδυτικό κλίμα για τους επενδυτές. Η αύξηση του επιπέδου των εισοδημάτων των κατοίκων μπορεί να αυξήσει τη διαθεσιμότητα κατοικιών στη χώρα από μέσα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής. Οι μελέτες τιμών κατοικιών είναι το πρώτο βήμα της ανάλυσης της αγοράς κατοικίας. Οι τιμές καθορίζονται στο σημείο τομής των καμπυλών προσφοράς και ζήτησης, οι οποίες καθορίζουν το σημείο ισορροπίας που αντιπροσωπεύει το επίπεδο τιμής και ποσότητας ισορροπίας. Σε μια χρονική στιγμή οι παράγοντες ζήτησης είναι πιο σημαντικοί για τον καθορισμό των τιμών, επειδή η βραχυχρόνια καμπύλη προσφοράς είναι σχεδόν κάθετη. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα η προσφορά κατοικιών, και ορισμένα χαρακτηριστικά της, θα αυξηθούν εάν προκύψει πριμ τιμής κατά τις προηγούμενες περιόδους. Το ερευνητικό αντικείμενο της τρέχουσας εργασίας είναι η μελέτη της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα και το Λουξεμβούργο. Σκοπός της εργασίας είναι να παρέχει μία επισκόπηση για τις προαναφερθείσες αγορές, να καθορίσει τους θεμελιώδεις παράγοντες που έχουν επηρεάζουν τις τιμές των κατοικιών και παρέχουν στοιχεία για την κυκλικότητα της αγοράς κατοικίας. Αυτή η εργασία παρέχει μια λεπτομερή επισκόπηση της αγοράς ακινήτων και της αγοράς κατοικίας ειδικότερα. Οι μηχανισμοί των αγορών ακινήτων και κατοικιών εξηγούνται λεπτομερώς. Μέσω της βιβλιογραφικής ανασκόπησης και της ανάλυσης των δευτερογενών δεδομένων, προκύπτει ότι παράγοντες όπως το πραγματικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο, το πραγματικό κόστος κατασκευής, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα και το ποσοστό ανεργίας επηρεάζουν αρνητικά τις τιμές των κατοικιών. Αντίθετα, οι άδειες πληθυσμού και στέγασης έχουν θετική μακροπρόθεσμη σχέση με τις τιμές των κατοικιών.

Λέξεις-κλειδιά: Λουξεμβούργο, Ελλάδα, αγορά ακινήτων, αγορά κατοικίας

Abstract

The development of the real estate market contributes to the development of the national economy, thus creating a favorable investment climate for investors. Increasing the level of residents' incomes can increase the availability of housing in the country through fiscal and monetary policy. Home price studies are the first step in analyzing the housing market. Prices are set at the intersection of the supply and demand curves, which determine the equilibrium point that represents the equilibrium price and quantity level. At one point in time demand factors are more important in determining prices because the short-run supply curve is nearly vertical. However, in the long run housing supply, and some of its characteristics, will increase if a price premium occurs over previous periods. The research object of the current work is the study of the real estate market in Greece and Luxembourg. The purpose of the paper is to provide an overview of the aforementioned markets, to determine the fundamental factors that have influenced house prices and provide evidence of the cyclicity of the housing market. This paper provides a detailed overview of the real estate market and the housing market in particular. The mechanics of real estate and housing markets are explained in detail. Through the literature review and secondary data analysis, it is found that factors such as real long-term interest rate, real construction cost, real disposable income and unemployment rate negatively affect house prices. In contrast, population and housing permits have a positive long-run relationship with house prices.

Keywords: Luxembourg, Greece, real estate market, housing market

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη.....	ii
Abstract	iii
Κατάλογος γραφημάτων	v
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1-ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1.1 Ιστορικό της μελέτης.....	1
1.2 Ερευνητικός σκοπός και μεθοδολογία	3
1.3 Δομή της εργασίας	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	4
2.1 Ορισμός της αγοράς ακινήτων	4
2.2 Χαρακτηριστικά της ιδιοκτησίας	7
2.3 Σημασία της ακίνητης περιουσίας ως κατηγορία περιουσιακών στοιχείων... 9	
2.4 Παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή της ακίνητης περιουσίας.....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΠΡΟΣΦΟΡΑ, ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΦΟΥΣΚΕΣ ΣΤΗΝ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ	15
3.1 Η ζήτηση και η προσφορά στην στεγαστική αγορά	15
3.1.1 Παράγοντες από την πλευρά της ζήτησης.....	16
3.1.2 Παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς.....	17
3.2 Φούσκες στην αγορά κατοικίας	21
3.3 Κύκλοι στην αγορά κατοικιών	25
3.4 Σχέση οικονομικής πολιτικής και αγοράς κατοικιών	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4-Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΟ ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	32
4.1 Ανάλυση της αγοράς ακινήτων του Λουξεμβούργου.....	32
4.2 Χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων του Λουξεμβούργου	36
4.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση στην αγορά ακινήτων του Λουξεμβούργου	39
4.4 Ανάλυση της ελληνικής αγοράς ακινήτων	41
4.5 Η επίδραση της οικονομίας διαμοιρασμού στην ελληνική αγορά ακινήτων 45	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	48
5.1 Συμπεράσματα	48
Βιβλιογραφία.....	50

Κατάλογος γραφημάτων

Γράφημα 4.1-Ονομαστικές τιμές κατοικιών στο Λουξεμβούργο Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.

**Γράφημα 4.2-Ονομαστικές τιμές κατοικίας / τιμές ενοικίου στο Λουξεμβούργο
..... Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**

Γράφημα 4.3-Τιμές ακινήτων στην Ελλάδα..... 43

**Γράφημα 4.4-Διακυμάνσεις στον δείκτη τιμή προς ενοικίαση στην ΕλλάδαΣφάλμα!
Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1-ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Ιστορικό της μελέτης

Η ακίνητη περιουσία είναι ένας από τους σημαντικότερους τομείς της οικονομίας με σημαντική συμβολή στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ). Σύμφωνα με τη Eurostat, η ακίνητη περιουσία ανέρχεται σε περίπου 10% του ΑΕΠ στην Ευρώπη (Karopoulos et al., 2020). Η οικονομική προσιτότητα των κατοικιών και οι τιμές ενοικίασης έχουν άμεσο αντίκτυπο στον πλούτο των ιδιοκτητών και των ενοικιαστών ακινήτων, επηρεάζοντας αποτελεσματικά τις καταναλωτικές δαπάνες. Ως εκ τούτου, η ανάπτυξη των αγορών κατοικίας δεν παρακολουθείται στενά μόνο από τα ιδιωτικά νοικοκυριά, τις εμπορικές τράπεζες και τους θεσμικούς επενδυτές, αλλά και από τις κεντρικές τράπεζες και τις κυβερνήσεις για τις αποφάσεις νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής τους.

Η κατάρρευση της Lehman Brothers το 2008 έδειξε πόσο σοβαρές συνέπειες μπορεί να έχει η επιδείνωση των αγορών κατοικίας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Πέραν του δανεισμού σημαντικών ποσών σε επιχειρήσεις ακινήτων, οι τράπεζες βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στην ακίνητη περιουσία ως εγγύηση και ως υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο για χρηματοοικονομικά μέσα. Οι επενδύσεις σε ακίνητα είναι υψηλής έντασης κεφαλαίου και η χρήση μόχλευσης για άμεσες επενδύσεις είναι αναπόφευκτη στις περισσότερες περιπτώσεις. Τα ακίνητα χρησιμεύουν ως εξασφάλιση για τους δανειστές και παρέχουν στον τραπεζικό κλάδο διασφάλιση εάν οι αποπληρωμές δανείων καθίστανται ληξιπρόθεσμες (Patatouka, 2015).

Αν και η διεθνής οικονομία και οι αγορές ακινήτων συνδέονται σε μεγάλο βαθμό με πολλούς τρόπους, οι αγορές κατοικιών εξακολουθούν να διαθέτουν ιδιότυπα χαρακτηριστικά. Η έκρηξη των τιμών στις μεγάλες αγορές κατοικιών ανά τον κόσμο πριν από την εκδήλωση της φούσκας το 2007 δεν ήταν χαρακτηριστική για την Ευρωπαϊκή αγορά κατοικίας. Η επακόλουθη άνοδος των τιμών έχει εγείρει ερωτήματα σχετικά με τη βιωσιμότητα των πρόσφατων κερδών τιμών και έχει φέρει την Ευρωπαϊκή αγορά κατοικίας υπό την προσοχή του ευρύτερου κοινού. Ως εκ τούτου, μια μελέτη για την αγορά ακινήτων και συγκεκριμένα στην Ελλάδα και στο Λουξεμβούργο, είναι το ερευνητικό αντικείμενο αυτής της εργασίας. Η εξέλιξη των τιμών στην αγορά

κατοικίας παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον τόσο για τους ιδιοκτήτες κατοικιών όσο και για τους επενδυτές ακινήτων.

Ο πλούτος τους επηρεάζεται άμεσα από τις αλλαγές στις τιμές των κατοικιών. Ως εκ τούτου, η διερεύνηση των θεμελιωδών παραγόντων που έχουν την ικανότητα να εξηγούν τις τιμές των κατοικιών είναι ζωτικής σημασίας. Για να κατανοήσουμε τον μηχανισμό των τιμών των κατοικιών, είναι απαραίτητο να κατανοήσουμε πώς λειτουργεί η δυναμική της προσφοράς και της ζήτησης στις αγορές ακινήτων. Στην παρούσα εργασία εισάγεται ένα σύνολο μακροοικονομικών μεταβλητών, οι οποίες θα μπορούσαν να επηρεάσουν την προσφορά και τη ζήτηση για στέγαση και κατά συνέπεια τη διαδικασία καθορισμού της τιμής (Karopoulos et al., 2020).

Αν και οι θεμελιώδεις παράγοντες είναι εξαιρετικά σημαντικοί για τον καθορισμό των τιμών των κατοικιών, είναι σαφές ότι μερικές φορές αυτό δεν αρκεί για να εξηγήσει πλήρως τις κινήσεις των τιμών στις αγορές κατοικιών. Μετά την πρόσφατη στεγαστική κρίση έγινε φανερό στο ευρύ κοινό ότι οι τιμές των κατοικιών πριν από την κρίση ήταν υπερτιμημένες, δηλαδή υπήρχε μια φούσκα. Η φούσκα των ακινήτων ακολουθήθηκε από μια απότομη πτώση των τιμών. Ωστόσο, μετά την εκδήλωση της κρίσης οι τιμές των κατοικιών σε πολλές περιοχές υπερέβησαν τα ανώτερα επίπεδα που είχαν επιτευχθεί ήδη πριν την εκδήλωση της κρίσης. Αυτό ενθάρρυνε τη συζήτηση για υπερτίμηση των τιμών των κατοικιών ξανά. Οι περίοδοι υπερτίμησης και υποτίμησης δημιουργούν κύκλους στις αγορές ακινήτων.

Οι αποκλίσεις των τιμών από το επίπεδο ισορροπίας ακολουθούνται από μια διαδικασία προσαρμογής πίσω στην ισορροπία. Εκτός από τους θεμελιώδεις παράγοντες που προκαλούν τις διακυμάνσεις των τιμών στις αγορές ακινήτων, η κερδοσκοπία έχει επίσης το ρόλο της στην εξήγηση των μεταβολών των τιμών. Οι μελλοντικές προσδοκίες για τις τιμές των ακινήτων ενδέχεται να διαμορφωθούν με βάση τις πρόσφατες τάσεις τιμών που παρατηρούνται στην αγορά. Ως εκ τούτου, ο προσδιορισμός της τιμής στις αγορές ακινήτων μπορεί να μην είναι πάντα δικαιολογημένος από τους θεμελιώδεις παράγοντες, γεγονός που απαιτεί μια ολοκληρωμένη ανάλυση της δυναμικής των αποκλίσεων των τιμών από το επίπεδο ισορροπίας.

1.2 Ερευνητικός σκοπός και μεθοδολογία

Στόχος της εργασίας είναι να αναλυθεί σε βάθος η αγορά των ακινήτων τόσο στην Ελλάδα όσο και στο Λουξεμβούργο. Για τον σκοπό αυτό θα χρησιμοποιηθεί η μεθοδολογία της βιβλιογραφικής ανασκόπησης έτσι ώστε μέσω της ανάλυσης των δευτερογενών δεδομένων να διερευνηθούν και να απαντηθούν τα ακόλουθα ερωτήματα:

- ✓ Τι κάνει την ελληνική αγορά κατοικίας μοναδική;
- ✓ Ποιοι είναι οι βασικοί θεμελιώδεις παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των κατοικιών;
- ✓ Τι προκαλεί την κυκλικότητα στις αγορές ακινήτων και πώς δημιουργούνται φούσκες στις αγορές ακινήτων;
- ✓ Ποια είναι τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς των ακινήτων στο Λουξεμβούργο.

1.3 Δομή της εργασίας

Το πρώτο κεφάλαιο της εργασίας παρέχει την εισαγωγή στο θέμα που θα εξεταστεί καθώς επίσης και την μεθοδολογία με τον σκοπό και τη δομή της εργασίας. Το δεύτερο κεφάλαιο συνεχίζει με την αγορά των ακινήτων όπου εδώ παρέχεται ο ορισμός της συγκεκριμένης αγοράς, αναλύεται επίσης η σπουδαιότητα της ακίνητης περιουσίας και παρουσιάζονται οι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή της ακίνητης περιουσίας. Στη συνέχεια στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται η προσφορά και η ζήτηση στην στεγαστική αγορά καθώς επίσης, παρουσιάζονται και μελετώνται οι φούσκες και οι κύκλοι στην στεγαστική αγορά. Στη συνέχεια, το τέταρτο κεφάλαιο παρέχει την ανάλυση της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα και το Λουξεμβούργο. Εδώ παρουσιάζονται τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτού του κλάδου στις δύο χώρες που αναφέρθηκαν, ενώ παρέχονται και δευτερογενή οικονομικά δεδομένα. Τέλος, η εργασία κλείνει με το πέμπτο κεφάλαιο στο οποίο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της μελέτης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

2.1 Ορισμός της αγοράς ακινήτων

Η αγορά ακινήτων παίζει σημαντικό ρόλο στην οικονομία (Baer, 2007). Παρά το γεγονός ότι είναι μια άτυπη αγορά, δηλαδή στερείται ιδρυμάτων που οργανώνουν συναλλαγές (McCarthy & Peach, 2004), εξακολουθεί να είναι σε θέση να διευκολύνει αποτελεσματικά τις συναλλαγές σε ακίνητα, ενώ επιτρέπει μια αξιόπιστη ανάλυση των συναλλαγών. Πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι η αγορά ακινήτων είναι μια όχι και τόσο οργανωμένη αγορά, λιγότερο διαφανής και πιο δύσκολη για ανάλυση και εξερεύνηση. Η λειτουργία και η ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων περιορίζεται από τα ίδια τα χαρακτηριστικά της. Χαρακτηριστικά που περιορίζουν τη λειτουργία της αγοράς γενικά, αλλά και πιο συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, που αφορούν την ακίνητη περιουσία ως αντικείμενο εμπορίου στην αγορά (Baer, 2018).

Σύμφωνα με τον Andersson (2011), η αγορά ακινήτων περιλαμβάνει:

- τις δράσεις και αλληλεπιδράσεις μεταξύ των ατόμων που εμπλέκονται στην αγορά, τις πωλήσεις, την ανταλλαγή, τη χρήση και την ανάπτυξη ακινήτων
- την οικονομική δραστηριότητα της οποίας το αποτέλεσμα είναι μια ανταλλαγή αγαθών
- τις συναλλαγές ακινήτων σε ολόκληρη τη χώρα
- μια σύμβαση που επιτρέπει στον αγοραστή και τον πωλητή να συναντηθούν προκειμένου να καθορίσουν την τιμή στην οποία θα πραγματοποιηθεί η ανταλλαγή μιας συγκεκριμένης ακίνητης περιουσίας
- ένα σύνολο μηχανισμών που χρησιμοποιούνται για τη μεταβίβαση του τίτλου και των μετοχών σε ακίνητα, για τον καθορισμό των τιμών και για την κίνηση γύρω από τους τρόπους με τους οποίους μπορεί κανείς να χρησιμοποιήσει τη γη
- ένα φόρουμ για αγοραπωλησίες, με άλλα λόγια, ένα μέσο για να έρθουν σε επαφή αγοραστές και πωλητές
- ένα σύνολο ρυθμίσεων εντός των οποίων οι αγοραστές και οι πωλητές συναντώνται μέσω του μηχανισμού τιμών

- και αμοιβαία αλληλεπίδραση ατόμων που ανταλλάσσουν τον τίτλο ιδιοκτησίας με άλλα περιουσιακά στοιχεία (χρήματα).

Έναν παρόμοιο ορισμό της αγοράς ακινήτων παρέχει ο Baer (2018) ο οποίος τονίζει ότι η αγορά είναι η διαδικασία ανταλλαγής εντός της οποίας οι ανάγκες των αγοραστών, υποστηριζόμενες από τα οικονομικά τους μέσα, ικανοποιούνται από τους πωλητές. Σε αυτή τη διαδικασία, και τα δύο μέρη συμφωνούν ως προς το είδος των αγαθών ως προς την ποιότητα και τον όγκο τους, την τιμή, την ημερομηνία και τον τόπο παράδοσης. Από την οπτική γωνία του συγκεκριμένου τμήματος της αγοράς – η αγορά ακινήτων και η τοποθεσία των αγαθών προσδιορίζονται με εξαιρετική ακρίβεια.

Επομένως, η αγορά ακινήτων μπορεί να οριστεί ως όλοι οι όροι και οι προϋποθέσεις σύμφωνα με τους οποίους πραγματοποιείται η μεταβίβαση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και συνάπτονται συμβάσεις, οι οποίες καθορίζουν αμοιβαία δικαιώματα και υποχρεώσεις όπου συνεπάγεται η άσκηση ελέγχου επί του ακινήτου. Οι ορισμοί της αγοράς ακινήτων που παρουσιάζονται δείχνουν ότι η αγορά δεν είναι ομοιογενής και ως εκ τούτου μπορούν να διακριθούν οι ακόλουθες αγορές (Adams & Fuss, 2010):

- αγορά επενδύσεων, όπου λαμβάνει χώρα η μεταβίβαση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας
- αγορά ενοικίασης, όπου συνάπτονται συμβάσεις που ορίζουν αμοιβαία δικαιώματα και υποχρεώσεις που συνδέονται με τον έλεγχο του ακινήτου.

Η αγορά ακινήτων έχει χαρακτηριστικά τα οποία είναι γενικά και υπάρχουν σε κάθε αγορά. Τα γενικά χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων περιλαμβάνουν:

- τον εθελοντικό χαρακτήρα του εμπορίου
- την ισοδυναμία της αγοράς
- την έλλειψη κυρίαρχου συμμετέχοντα στην αγορά (μονοπώλιο).

Επιπλέον, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων είναι χαρακτηριστικά που προέρχονται από τα χαρακτηριστικά ιδιοκτησίας και εκείνα που διακρίνουν την εν λόγω αγορά από άλλες, περιλαμβάνουν τα ακόλουθα (Ikromon & Yavas, 2012):

- **Τοπικό χαρακτήρα ιδιοκτησίας**

Αυτό επηρεάζεται από τη μοναδικότητα των ίδιων των ιδιοτήτων. Η φύση του ανταγωνισμού σε αυτήν την αγορά είναι σαφώς τοπική και είναι πολύ πιθανό να περιλαμβάνει την περιοχή μιας μεμονωμένης πόλης ή ακόμη και συγκεκριμένων περιοχών. Ο δυνητικός αγοραστής οφείλει να αξιολογήσει το ακίνητο που τον ενδιαφέρει, ώστε να μάθει για τα πλεονεκτήματά του σε σύγκριση με άλλα ακίνητα. Αυτό το χαρακτηριστικό δεν είναι ιδιαίτερα κρίσιμο για εμπορικά και βιομηχανικά ακίνητα για τα οποία η αγορά είναι συχνά ευρύτερη.

- **Μη ομοιογένεια της αγοράς ακινήτων**

Αυτό το χαρακτηριστικό εκδηλώνεται σε μια μεγάλη ποικιλία αγορών. Εδώ οι αγορές μπορούν να διακριθούν σε αγορές κατοικίας και εμπορίου, αγορές ενοικίασης και επενδύσεων ή τοπικές αγορές καθώς και εκείνες με ευρύτερο φάσμα ως προς τους τύπους τους. Ως εκ τούτου, μεγάλες διαφορές μπορεί να προκύψουν μεταξύ παρόμοιων, αλλά ελάχιστα συγκρίσιμων αντικειμένων, καθώς η μεταβλητότητά τους με την πάροδο του χρόνου προκαλείται από τοπικούς και μη τοπικούς παράγοντες. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να απαιτούνται ξεχωριστές αναλύσεις. Τα συμπεράσματα συναλλαγών είναι σπάνια και υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές μεταξύ παρόμοιων και ελάχιστα συγκρίσιμων ακινήτων. Αυτό παρεμποδίζει τη σαφήνεια της αγοράς, ενώ δεν παρέχει δυνατότητες υποκατάστασης (Badger & Bui, 2021).

- **Μικρή ευελιξία όσον αφορά την προσφορά και τη ζήτηση**

Η προσφορά ακινήτων είναι σταθερή βραχυπρόθεσμα και δεν μπορεί να αλλάξει, ενώ η μικρή ευελιξία οφείλεται στην έλλειψη υποκαταστάσιμης ιδιοκτησίας. Οι μηχανισμοί που λειτουργούν σε όλες τις άλλες αγορές και επιτρέπουν την επίτευξη της ισορροπίας, είναι επίσης παρόντες στην αγορά ακινήτων, ωστόσο αυτό το αποτέλεσμα έρχεται σε αρκετά μεταγενέστερο χρόνο.

- **Απαίτηση επαγγελματικής εξειδίκευσης**

Την αγορά ακινήτων εξυπηρετεί ένας αριθμός οντοτήτων, εκ των οποίων η συντριπτική πλειονότητα απαιτείται να κατέχει άδειες και εξειδίκευση. Αυτό σημαίνει ότι η

αστάθεια της αγοράς καθιστά απαραίτητη τη συνεχή βελτίωση των εργασιακών προσόντων των επαγγελματιών.

- **Χαμηλό επίπεδο αποτελεσματικότητας**

Αυτό το χαρακτηριστικό αποδίδεται με μια πολύ μικρή συσχέτιση μεταξύ των μεταγενέστερων αλλαγών που εκτυλίσσονται στην αγορά και του αποτελέσματος της αποτίμησης. Οι δραστηριότητες του επενδυτή που διεξάγονται σε αυτήν την αγορά ενέχουν υψηλό κίνδυνο, καθώς δεν είναι δυνατό να αναπτυχθεί μια ενιαία αποτελεσματική επενδυτική στρατηγική επάρκεια (Baer, 2018).

2.2 Χαρακτηριστικά της ιδιοκτησίας

Το γεγονός ότι μια ακίνητη περιουσία είναι διακριτή, καθορίζεται από πολλούς παράγοντες συμπεριλαμβανομένων αυτών της οικονομικής φύσης, οι οποίοι περιλαμβάνουν τους ακόλουθους (Haughwout et al., 2012):

- σπανιότητα
- τοποθεσία
- αλληλεξάρτηση
- φύση έντασης κεφαλαίου
- χαμηλή ρευστότητα.

Η σπανιότητα πηγάζει από το γεγονός ότι η φύση περιορίζει την παροχή της επιφάνειας της γης. Το χαρακτηριστικό αυτό αναφέρεται στον συγκεκριμένο και σταθερό αριθμό, αγροτεμαχίων που έχουν «καλή θέση», όπως είναι για παράδειγμα οι αστικές περιοχές με πλήρη υποδομή. Ο αριθμός των κτιρίων και των κατασκευών είναι περιορισμένος σε σχέση με τις ανάγκες. Η αύξησή του αριθμού των κτιρίων του έρχεται με σχετικά αργό ρυθμό. Η σπανιότητα της ιδιοκτησίας οδηγεί σε ένα χαρακτηριστικό φαινόμενο που είναι η διακύμανση της αξίας της με την πάροδο του χρόνου. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, η αξία του συγκεκριμένου ακινήτου να αυξάνεται, με τη μείωση της ζήτησης να μειώνεται ανάλογα.

Όσον αφορά την τοποθεσία, πρέπει κανείς να λάβει υπόψη δύο πτυχές αυτού του χαρακτηριστικού. Αυτές είναι η φυσική τοποθεσία και η οικονομική τοποθεσία. Τα

στοιχεία που υπάρχουν στη φυσική τοποθεσία περιλαμβάνουν, για παράδειγμα, τη θέση της ιδιοκτησίας σύμφωνα με τις τέσσερις βασικές κατευθύνσεις (Βοράς, Νότος, Ανατολή και Δύση). Η οικονομική θέση, από την άλλη πλευρά, η οποία έχει μεγαλύτερη σημασία περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, τη διαθεσιμότητα τοπικών μέσων μεταφοράς, πώλησης, εξυπηρέτησης και σημείων παραγωγής. Η τοποθεσία είναι ένας ακόμη παράγοντας που επηρεάζει ουσιαστικά την αγοραία αξία του ακινήτου (Askitas, 2016)

Σύμφωνα με την άποψη των ειδικών που ασχολούνται με την ακίνητη περιουσία, έχει υποστηριχτεί ότι από όλους τους παράγοντες, η τοποθεσία είναι αυτός ο παράγοντας που ασκεί τη μεγαλύτερη επίδραση στην αξία της ιδιοκτησίας. Η αλληλεξάρτηση είναι ένα χαρακτηριστικό που επηρεάζει σημαντικά την αξία της ιδιοκτησίας και τις διακυμάνσεις της. Συνέπεια αυτού του χαρακτηριστικού είναι ο τρόπος με τον οποίο χρησιμοποιείται η ιδιοκτησία. Η αμοιβαία εξάρτηση των ιδιοκτησιών φέρνει μια κατάσταση όπου αναδύονται περιοχές ακινήτων με συγκεκριμένη χρήση. Αυτό το χαρακτηριστικό συχνά οδηγεί σε διαφορές μεταξύ των επιμέρους συνοικιών των πόλεων και μεταξύ των κέντρων των πόλεων που γενικά είναι επίσης εμπορικά και επιχειρηματικά κέντρα, και των περιφερειών των πόλεων που παρέχουν χώρους στέγασης.

Ένα σημαντικό οικονομικό χαρακτηριστικό της ιδιοκτησίας είναι η υψηλή ένταση κεφαλαίου της. Η αγορά ακινήτου και η διατήρησή του σε καλή τεχνική κατάσταση αργότερα, συνεπάγεται πάντα υψηλές δαπάνες και, στην πλειονότητα των περιπτώσεων, συνεπάγεται υποχρέωση λήψης δανείου. Αυτό το χαρακτηριστικό έχει ένα ακόμη άμεσο αποτέλεσμα, το οποίο είναι μια μακρά περίοδος που απαιτείται για να επιστραφεί το κεφάλαιο που καταβλήθηκε και κατ' επέκταση επενδύθηκε. Το να βρει κανείς ένα άτομο που είναι πρόθυμο να αγοράσει ένα ακίνητο που του προσφέρει, σε μια ικανοποιητική τιμή, συχνά διαρκεί μήνες, αν όχι και χρόνια. Έτσι, αυτό το χαρακτηριστικό συνεπάγεται μια σχετικά μακρά περίοδο οικονομικής βιωσιμότητας, η οποία εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την τοποθεσία του ακινήτου και το περιβάλλον του (Arshanapalli & Nelson, 2008)

Η αύξηση της ζήτησης για επιφάνειες γραφείων μπορεί να οδηγήσει σε κατεδάφιση υφιστάμενων κτιρίων, όπως είναι τα κτίρια στέγασης, και οι επενδύσεις με επίκεντρο την κατασκευή σύγχρονων γραφείων (Kucharska-Stasiak, 2016). Η χαμηλή ρευστότητα

σημαίνει ότι δεν είναι εύκολο να μετατραπεί το ακίνητο σε μετρητά. Αυτό το χαρακτηριστικό προκύπτει από τη δυσκολία εύρεσης αγοραστών που να είναι πρόθυμοι να αγοράσουν ένα ακίνητο. Η ρευστότητα εξαρτάται από την κατάσταση της αγοράς ακινήτων. Όταν η αγορά αρχίζει να ανακάμπτει, ο χρόνος που απαιτείται για την πώληση ακινήτων μειώνεται, ενώ είναι μεγαλύτερος σε περίοδο ύφεσης. Η ιδιοκτησία έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που καθορίζουν την ιδιαιτερότητά της, διακρίνοντάς την από άλλα οικονομικά αγαθά.

Τα φυσικά χαρακτηριστικά είναι πρωταρχικά στη φύση τους, ενώ τα οικονομικά είναι παράγωγα ελλείψεων και πλεονεκτημάτων της ιδιοκτησίας, συνεπάγοντας οικονομικές επιπτώσεις, που μπορεί να περιλαμβάνουν τα ακόλουθα (Kucharska-Stasiak, 2016):

- Υψηλή φορολόγηση της περιουσίας και επιβολή των υποχρεώσεων με τις οποίες επιβαρύνεται, ακόμα κι αν απαιτεί την πώληση του ακινήτου,
- Τοπικό χαρακτήρα της αγοράς ακινήτων. Η ζήτηση που απαιτείται σε μια πόλη δεν μπορεί να καλυφθεί από ακίνητα που βρίσκονται σε άλλη πόλη, πράγμα που σημαίνει ότι η αξία του ακινήτου θα είναι το αποτέλεσμα των αλληλεπιδράσεων μεταξύ ζήτησης και προσφοράς στην τοπική αγορά. Για παράδειγμα μια μονοκατοικία που βρίσκεται σε μια ήσυχη περιοχή θα μειωθεί σε αξία εάν κατασκευαστεί ένας αυτοκινητόδρομος κοντά της.

2.3 Σημασία της ακίνητης περιουσίας ως κατηγορία περιουσιακών στοιχείων

Η συνάφεια και η σύνδεση της ακίνητης περιουσίας με όλους τους τομείς της οικονομίας ήταν εμφανής από τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008, η οποία προκλήθηκε από την κατάρρευση μιας εθνικής αγοράς κατοικίας, με αποτέλεσμα να μετατραπεί σε μια εκτεταμένη παγκόσμια κρίση με μεγάλης κλίμακας επιπτώσεις στους ιδιοκτήτες κατοικιών, τις εταιρείες στέγασης και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Οι δραστηριότητες στον τομέα των ακινήτων είναι πολύ διαφορετικές και έχουν ισχυρές διασυνδέσεις με άλλους οικονομικούς τομείς. Εκτός από τη διαχείριση ακινήτων, οι δραστηριότητες ακίνητης περιουσίας περιλαμβάνουν επίσης σχεδιασμό, κατασκευή, χρηματοδότηση, διαχείριση εγκαταστάσεων, εκτίμηση και συμβουλευτικές και μεσιτικές υπηρεσίες (Mayer et al., 2008).

Στο πλαίσιο των χαμηλών επιτοκίων τα τελευταία χρόνια, η ακίνητη περιουσία είναι μια προτιμώμενη επενδυτική επιλογή για επενδυτές που αναζητούν μια κατηγορία περιουσιακών στοιχείων που παράγει εισόδημα με αρκετά χαμηλούς κινδύνους. Ενώ η παγκόσμια οικονομία παρουσιάζει εύρωστα μεγέθη ανάπτυξης από το 2017, οι επενδυτές εξακολουθούν να ανησυχούν για τις επιπτώσεις μιας μακράς περιόδου επεκτατικής νομισματικής πολιτικής και των διογκωμένων τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Η άνοδος της αστάθειας στις αρχές του 2018 ήταν μια σαφής υπενθύμιση ότι η μακροχρόνια ανοδική πορεία των αγορών είναι εξαιρετικά ευάλωτη σε δυσμενείς οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις (Karopoulos et al., 2020).

Σε περιόδους αβεβαιότητας, οι επενδυτές μπορεί να προτιμούν υψηλότερη έκθεση σε ακίνητα, καθώς προσφέρουν προστασία από τον πληθωρισμό και υπάρχει χαμηλή συσχέτιση με άλλα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Οι Rubens et al. (1989) διεξήγαγαν μια εμπειρική μελέτη σχετικά με την αποτελεσματικότητα της ακίνητης περιουσίας ως αντιστάθμισης πληθωρισμού. Συμμετείχαν επίσης χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία στη μελέτη και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μεταξύ όλων των περιουσιακών στοιχείων που συμπεριλήφθηκαν στη μελέτη μόνο τα οικιστικά ακίνητα πρόσφεραν πλήρη αντιστάθμιση έναντι του πληθωρισμού την περίοδο 1960-1986.

Επιπλέον, τα ευρήματα υπογράμμισαν ότι το μεγαλύτερο μέρος της αποτελεσματικότητας της αντιστάθμισης αποδόθηκε στο εισόδημα της απόδοσης οικιστικών ακινήτων. Το τελευταίο σύνολο αποτελεσμάτων από τη μελέτη στην οποία τα χαρτοφυλάκια μικτού μέσου ενεργητικού/διακύμανσης ήταν υπό εξέταση παρέχουν εξαιρετικά χρήσιμα στοιχεία καθώς οι περισσότεροι επενδυτές χρησιμοποιούν ακίνητα ως αντιστάθμιση χαρτοφυλακίου. Οι συγγραφείς αυτής της έρευνας κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα χαρτοφυλάκια μικτών περιουσιακών στοιχείων με ακίνητα προσφέρουν καλύτερη αποτελεσματικότητα αντιστάθμισης έναντι του πληθωρισμού από οποιοδήποτε από τα μακροπρόθεσμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν στη μελέτη.

Επιπρόσθετα, η συμπερίληψη ακινήτων στα χαρτοφυλάκια παρέχει χαμηλότερο κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης και μεγαλύτερη προστασία από τον πληθωρισμό. Οι επενδυτές τείνουν να έχουν μια προκατάληψη για τα ακίνητα, η οποία μπορεί να αντικατοπτρίζεται αρνητικά στην απόδοση των επενδύσεων καθώς τα χαρτοφυλάκια τους συγκεντρώνονται σε μια περιοχή. Προκειμένου να μειωθεί ο κίνδυνος

χαρτοφυλακίου, αξίζει να εξεταστεί η διεθνής διαφοροποίηση. Οι Hoesli et al. (2004) ανακάλυψαν αναλύοντας τις μη αντισταθμισμένες αποδόσεις χαρτοφυλακίων μικτών περιουσιακών στοιχείων ότι η ακίνητη περιουσία μπορεί να συμβάλει αποτελεσματικά στην διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και προτάθηκε ότι το βέλτιστο βάρος για τα ακίνητα σε ένα τέτοιο χαρτοφυλάκιο θα ήταν στο εύρος 5-15%. Αυτή η έρευνα τόνισε ότι η συμπερίληψη των ακινήτων σε τέτοια χαρτοφυλάκια μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο σε ένα χαρτοφυλάκιο σε ποσοστό περίπου 5-10%.

Με τη συμπερίληψη διεθνών ακίνητων περιουσιακών στοιχείων στο χαρτοφυλάκιο, το βέλτιστο βάρος για ακίνητα θα πρέπει να είναι περίπου 15% και έτσι ο κίνδυνος θα μπορούσε να μειωθεί κατά 10-20% σε σύγκριση με ένα χαρτοφυλάκιο χωρίς ακίνητα. Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών έχει προσφέρει στους επενδυτές ένα ευρύ φάσμα χρηματοπιστωτικών μέσων για να επιτύχουν την έκθεση σε ακίνητα. Ως αποτέλεσμα, υπάρχει ένα ολόκληρο σύνολο ευκαιριών για διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου. Οι επενδυτές μπορούν να επωφεληθούν από τις αναδυόμενες τάσεις στις αγορές ακινήτων σε όλο τον κόσμο και να χρησιμοποιήσουν τη διεθνή διαφοροποίηση για να διατηρήσουν τον κίνδυνο χαρτοφυλακίου. Μια δυνατότητα να επιτευχθεί η έκθεση σε ακίνητα, ενώ παράλληλα επωφελείται από υψηλότερη ρευστότητα, που επιδιώκουν εξίσου οι θεσμικοί και οι μικροεπενδυτές, είναι μέσω των Επενδυτικών Καταπιστευμάτων Ακίνητης Περιουσίας (PwC, 2021).

Στα πρώτα χρόνια της σύλληψης του REIT (Real Estate Investment Trust¹), η σύνδεση μεταξύ των επιστροφών ακινήτων και των επιστροφών REIT ήταν αδύναμη. Μεταγενέστερες περιόδους ωστόσο έχουν δείξει μια ισχυρή σχέση. Οι Clayton και MacKinnon (2001) βρήκαν χρησιμοποιώντας μια προσέγγιση δημιουργίας απόδοσης πολλαπλών παραγόντων κατά τη διάρκεια μιας δειγματικής περιόδου από το 1978-1998 ότι μια σημαντική θετική σχέση μεταξύ της ακίνητης περιουσίας και των αποδόσεων REIT παρατηρήθηκε τη δεκαετία του 1990. Τα ευρήματα των Clayton και MacKinnon (2001) υποδηλώνουν ότι λόγω της ανάπτυξης και της ωρίμανσης της αγοράς REIT από το 1992 υπάρχει υψηλότερος βαθμός ολοκλήρωσης μεταξύ των REIT και της αγοράς ακινήτων. Η ισχυρή σύνδεση μεταξύ των επιστροφών REIT και των μη τιτλοποιημένων επιστροφών ακινήτων καθιστά τα REIT ένα προτιμότερο επενδυτικό μέσο για τους

¹ Τα REIT είναι επιχειρήσεις που έχουν στη κατοχή τους ή χρηματοδοτούν ακίνητα που παράγουν εισόδημα σε μια σειρά τομέων ακινήτων. Οι περισσότερες εταιρείες τέτοιου είδους, συναλλάσσονται σε μεγάλα χρηματιστήρια και προσφέρουν μια σειρά από οφέλη στους επενδυτές.

επενδυτές που δεν έχουν ούτε πρόθεση ούτε ενδιαφέρον για τη διατήρηση και τη διαχείριση ακινήτων. Επομένως, στην περίπτωση της επένδυσης σε REITs είναι επίσης ζωτικής σημασίας να είναι πλήρως κατανοητά τόσο η αγορά ακινήτων και όσο και οι καθοριστικοί παράγοντες της τιμής του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου.

2.4 Παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή της ακίνητης περιουσίας

Οι τιμές των ακινήτων επηρεάζονται τόσο από παράγοντες ζήτησης όσο και από την προσφορά. Ωστόσο, δεδομένου ότι η πλευρά της προσφοράς της αγοράς είναι πιο άκαμπτη (έλλειψη γης, χρόνος για νέες κατασκευές κ.λπ.), οι περισσότερες μελέτες στην εμπειρική βιβλιογραφία επικεντρώνονται κυρίως σε παράγοντες από την πλευρά της ζήτησης. Η ζήτηση κατοικιών μπορεί να θεωρηθεί είτε ως καταναλωτική δαπάνη για υπηρεσίες στέγασης είτε ως επένδυση σε ένα μη χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο. Οι κύριοι παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση κατοικιών και, επομένως, τις τιμές, μπορούν να χωριστούν στις ακόλουθες κατηγορίες (Andrews et al., 2011):

1. πολιτικοί παράγοντες,
2. μακροοικονομικοί παράγοντες,
3. φυσικοί παράγοντες

1. Φυσικοί παράγοντες

Πρόκειται για τους σημαντικότερους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν άμεσα τη μακροπρόθεσμη αξία και την τιμή του ακινήτου. Αυτή η ομάδα παραγόντων περιλαμβάνει τα ακόλουθα:

📍 Τοποθεσία ακίνητης περιουσίας

Υπάρχουν δύο τύποι τοποθεσιών ακινήτων, η σχετική θέση και η απόλυτη θέση. Όσο καλύτερη είναι η τοποθεσία, τόσο καλύτερη είναι η αξία της ακίνητης περιουσίας.

📐 Μέγεθος , περιοχή, σχήμα οικοπέδου

Ακίνητα με μεγάλη έκταση, τετράγωνο σχήμα, τα οποία δεν είναι παραμορφωμένα θα έχουν υψηλότερη τιμή.

🌱 Έδαφος

Τα ακίνητα που βρίσκονται σε υψηλές περιοχές θα έχουν υψηλότερη τιμή από εκείνα που βρίσκονται σε χαμηλότερο υψόμετρο.

Χαρακτηριστικά του εδάφους

Σε περιοχές με μέτρια σκληρότητα εδάφους, που είναι ευνοϊκό για την κατασκευή κατοικιών, η αξία των ακινήτων αυξάνεται επίσης.

2. Πολιτικοί παράγοντες

Η αλλαγή των πολιτικών του Δημοσίου και των τοπικών αρχών μπορεί να έχει επιπτώσεις στη λειτουργία της αγοράς ακινήτων γενικότερα, καθώς και στις επενδύσεις στον τομέα των ακινήτων ειδικότερα. Πολιτικές που έχουν έμμεσες επιπτώσεις, όπως η ενθάρρυνση εξωτερικών επενδύσεων στην περιοχή, μπορούν να αυξήσουν τη ζήτηση για ακίνητα, γεγονός που μπορεί να προκαλέσει αύξηση των τιμών των ακινήτων.

3. Μακροοικονομικοί παράγοντες

Το μακροοικονομικό περιβάλλον επηρεάζει την ιδέα της επένδυσης και του ελέγχου των δραστηριοτήτων των έργων και μπορεί είτε να διευκολύνει ή είτε να εμποδίσει τη διαδικασία υλοποίησης του έργου. Οι ευνοϊκές μακροοικονομικές συνθήκες όχι μόνο δημιουργούν ευνοϊκές συνθήκες για να δημιουργηθούν και να λειτουργήσουν αποτελεσματικά τα έργα, αλλά και σε κάποιο βαθμό μπορεί να εμφανιστούν επενδυτικές ιδέες. Ως εκ τούτου, η έρευνα και η αξιολόγηση των μακροοικονομικών συνθηκών είναι σημαντικές στη διαδικασία κατασκευής και διαχείρισης επενδυτικών σχεδίων (Okumu, 2015).

Οι παράγοντες στο μακροοικονομικό περιβάλλον μπορεί να περιλαμβάνουν διάφορες μεταβλητές, ωστόσο, οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν υπόψη τους κατά τη διεξαγωγή της αξιολόγησης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος τα ακόλουθα βασικά ζητήματα (Zhu et al., 2015):

- Χαρακτηριστικά των περιφερειακών συμμετεχόντων στην αγορά ακινήτων.
- Συνθήκες της αγοράς ακινήτων στην περιοχή.
- Τρέχουσα κατάσταση της περιοχής (υποδομές όπως δρόμοι, συστήματα ύδρευσης και αποχέτευσης, παροχή ηλεκτρικού ρεύματος)

- Ετήσιος ρυθμός αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) της περιοχής.
- Το μέσο ετήσιο εισόδημα των ανθρώπων της περιοχής σε σύγκριση με άλλες περιοχές.
- Δυνατότητα κάλυψης των πιστωτικών αναγκών του περιφερειακού πιστωτικού συστήματος.
- Αριθμός οικοπέδων και κενών αγροτεμαχίων στην περιοχή.
- Μέση τιμή διαφορετικών τύπων γης στην περιοχή.
- Φορολογικοί συντελεστές.
- Γενικό επίπεδο πληθωρισμού και κατάσταση της αγοράς εργασίας, στην περιοχή (Megbolugbe et al., 2011).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΠΡΟΣΦΟΡΑ, ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΦΟΥΣΚΕΣ ΣΤΗΝ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

3.1 Η ζήτηση και η προσφορά στην στεγαστική αγορά

Η στέγαση χαρακτηρίζεται ως ένα ανθεκτικό, ετερογενές και σταθερό αγαθό που η κατασκευή του είναι δαπανηρή. Έχει διπλή λειτουργία καθώς μπορεί να χρησιμεύσει τόσο ως καταναλωτικό αγαθό όσο και ως επενδυτικό αντικείμενο. Σύμφωνα με τον Kenny (1998) είναι παραπλανητικό να αναφέρεται η στεγαστική αγορά ως μια μεγάλη αγορά. Ο συγγραφέας υποστηρίζει ότι είναι ακριβέστερο να γίνεται αναφορά σε πολλές αγορές οι οποίες είναι κάπως συνδεδεμένες. Προκειμένου να μελετηθούν αυτές οι αγορές, θα πρέπει να θεωρούνται ως μία αγορά. Αυτό υποστηρίζεται από τον Osland (2001) ο οποίος χαρακτηρίζει περαιτέρω την αγορά από τις ατέλειές της, όπως το κόστος που σχετίζεται με τις αναζητήσεις κατοικιών, τις συναλλαγές κατοικιών και τις μετεγκαταστάσεις. Δηλώνει επίσης ότι η αγορά περιέχει ασύμμετρες πληροφορίες, όπου ο πωλητής έχει περισσότερες γνώσεις για το ακίνητο, παρά ο αγοραστής και ότι υπάρχουν κυβερνητικοί κανονισμοί που αυξάνουν την πολυπλοκότητα της αγοράς (Osland, 2001).

Η προσφορά στέγης μετριέται με το συνολικό απόθεμα κατοικιών (Jacobsen & Naug, 2004). Βραχυπρόθεσμα, το απόθεμα κατοικιών είναι αρκετά σταθερό καθώς η ολοκλήρωση των νέων κατοικιών διαρκεί κατά μέσο όρο 2,5 χρόνια (Laustsen, 2017, Sættem , 2021β). Συνέπεια αυτού, είναι η αύξηση του στεγαστικού αποθέματος είναι αρκετά χαμηλό σε σύγκριση με τη συνολική προσφορά. Αυτή η έλλειψη ευελιξίας στην ικανότητα κάλυψης της ζήτησης βραχυπρόθεσμα διαφέρει από άλλα καταναλωτικά αγαθά όπου η προσφορά μπορεί να προσαρμοστεί αρκετά γρήγορα. Ως εκ τούτου, η βραχυπρόθεσμη καμπύλη προσφοράς αυξάνεται απότομα.

Μακροπρόθεσμα, η προσφορά κατοικιών θα προσαρμοστεί στη ζήτηση κατοικιών και η καμπύλη θα είναι πιο επίπεδη (Jacobsen & Naug, 2004). Οι τιμές των κατοικιών μπορούν να θεωρηθούν ότι έχουν τόσο τεχνική όσο και υποκειμενική αξία. Η τεχνική αξία είναι το κόστος για την κατασκευή μιας ισοδύναμης κατοικίας και η υποκειμενική αξία είναι η τιμή που ένας αγοραστής είναι διατεθειμένος να πληρώσει για ένα δεδομένο αντικείμενο. Η αγοραία τιμή θα αντικατοπτρίζει την τεχνική αξία, αλλά

δίνεται από την αλληλεπίδραση μεταξύ της προσφοράς και της υποκειμενικής αποτίμησης των πιθανών αγοραστών (Larsen & Sommervoll, 2004).

Οι τιμές των κατοικιών καθορίζονται από παράγοντες τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και από την πλευρά της ζήτησης. Υπόκεινται επίσης σε κανονισμούς, προϋποθέσεις και πολιτικές. Τα αποτελέσματα αυτών των καθοριστικών παραγόντων μπορεί να είναι βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα και μπορεί να διαφέρουν σε ισχύ με την πάροδο του χρόνου. Οι παράγοντες αυτοί αναλύονται παρακάτω (Grytten, 2018b).

3.1.1 Παράγοντες από την πλευρά της ζήτησης

- Διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριού

Σύμφωνα με το SSB² (2012), το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών είναι το συνολικό εισόδημα, μείον τους φόρους και ορισμένα έξοδα. Με άλλα λόγια, είναι το εισόδημα που μένει στα νοικοκυριά για κατανάλωση και αποταμίευση. Τα νοικοκυριά είναι πρόθυμα να ξοδέψουν περισσότερα για τα έξοδα στέγασης καθώς το διαθέσιμο εισόδημά τους αυξάνεται, γεγονός που οδηγεί περαιτέρω σε αύξηση των τιμών των κατοικιών. Αυτό υποστηρίζεται από τους Anundsen και Jansen (2011), οι οποίοι βρίσκουν μια θετική σχέση μεταξύ του διαθέσιμου εισοδήματος και των τιμών των κατοικιών μακροπρόθεσμα. Μπορεί να είναι χρήσιμο να αναλυθεί η εξέλιξη των τιμών των κατοικιών σε σχέση με την εξέλιξη του διαθέσιμου εισοδήματος. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών σε σύγκριση με την αύξηση του εισοδήματος μπορεί να υποδηλώνει ότι η αγορά κατοικίας είναι υπερτιμημένη (Girouard et al., 2006).

- Ανεργία

Η ανεργία είναι ένας σημαντικός μακροοικονομικός δείκτης. Όταν η οικονομία πηγαίνει καλά, το επίπεδο ανεργίας είναι συνήθως χαμηλό. Εάν η οικονομία επιβραδύνεται, τα επίπεδα ανεργίας τείνουν να αυξάνονται (Spartman, 2012). Σύμφωνα με τους Jacobsen και Naug (2004), η ανεργία είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας των τιμών των κατοικιών. Υποστηρίζουν ότι η αύξηση της ανεργίας οδηγεί σε αβεβαιότητα σχετικά με το μελλοντικό εισόδημα και την ικανότητα εξυπηρέτησης του χρέους, γεγονός που με τη σειρά του μετριάξει την αύξηση των τιμών των

² Statistisk sentralbyrå, Statistics Norway

κατοικιών. Μετά το lockdown στην αρχή της πανδημίας, το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε από 2,3% τον Φεβρουάριο σε 10,6% τον Μάρτιο του 2020 (SSB, 2021). Αυτό οφειλόταν κυρίως σε προσωρινές απολύσεις.

- Τόκοι, πρόσβαση σε πίστωση και επίπεδα χρέους

Το ενδιαφέρον είναι ένας σημαντικός επεξηγηματικός παράγοντας για την εξέλιξη των τιμών των κατοικιών (Jacobsen & Naug, 2004). Οι αλλαγές στο βασικό επιτόκιο πολιτικής επηρεάζουν συνήθως τα επιτόκια για στεγαστικά δάνεια και καταθέσεις (Norges Bank, 2021). Τα υψηλότερα επιτόκια στεγαστικών δανείων μειώνουν την ικανότητα των νοικοκυριών για εξυπηρέτηση του χρέους. Καθώς η στέγαση χρηματοδοτείται σε μεγάλο βαθμό από το χρέος, τα υψηλότερα επιτόκια είναι πιθανό να μειώσουν τη ζήτηση για στέγαση και να περιορίσουν την αύξηση των τιμών. Αυτό υποστηρίζεται από τους Anundsen και Jansen (2011) οι οποίοι διαπιστώνουν ότι το αυξημένο επιτόκιο φαίνεται να μειώνει την απορρόφηση νέου χρέους για τα νοικοκυριά. Μετριάζει λοιπόν τις τιμές των κατοικιών έμμεσα μέσω της χαμηλότερης αύξησης του χρέους και του μειωμένου διαθέσιμου εισοδήματος (Anundsen & Jansen, 2011).

Με την ίδια λογική, η μείωση του επιτοκίου οδηγεί σε αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Αυτό μπορεί να οδηγήσει περαιτέρω σε αυξημένη ζήτηση και αύξηση των τιμών των κατοικιών. Σύμφωνα με τον Grytten (2018b), ένα επίμονα χαμηλό επίπεδο επιτοκίου είναι μια από τις κύριες αιτίες της τεράστιας αύξησης των τιμών των κατοικιών από τη δεκαετία του 1990. Το υψηλό επίπεδο χρέους στα νοικοκυριά είναι εδώ και πολύ καιρό ανησυχητικό. Η απώλεια εισοδήματος, η αύξηση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων και η μείωση των τιμών των κατοικιών είναι όλοι παράγοντες που, λαμβάνοντας υπόψη το υψηλό επίπεδο χρέους, απειλούν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (Norges Bank, 2021d).

3.1.2 Παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς

- Προσδοκίες

Οι προσδοκίες της αγοράς και η ιστορική εξέλιξη είναι επίσης σημαντικές για την πλευρά της προσφοράς στην αγορά κατοικίας. Καθώς η κατασκευή κατοικιών είναι μια διαδικασία που απαιτεί σημαντικό χρόνο, οι κατασκευαστές κατοικιών πρέπει να

σηματίσουν προσδοκίες για το πώς θα εξελιχθούν οι μελλοντικές τιμές και η ζήτηση. Ως εκ τούτου, η έναρξη των κατασκευαστικών έργων εξαρτάται από τις προσδοκίες για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών των κατοικιών (Corder & Roberts, 2008). Ακριβώς όπως τα νοικοκυριά, οι κατασκευαστές κατοικιών συνήθως εξαρτώνται από την τραπεζική χρηματοδότηση και, κατά συνέπεια, την αύξηση των επιτοκίων. Τα χαμηλά επιτόκια είναι γνωστό ότι τονώνουν την αγορά κατοικίας (Norges Bank, 2021b). Εάν οι τιμές των κατοικιών αυξηθούν και γίνει αντιληπτό ότι η αύξηση προκαλείται από αλλαγές σε θεμελιώδεις παράγοντες, μπορεί να προκαλέσει αισιοδοξία και να ξεκινήσουν επενδύσεις σε νέα έργα.

Ωστόσο, η τεράστια αύξηση των τιμών στην αγορά κατοικίας έχει γίνει μάλλον αιτία ανησυχίας, όπου προκαλείται φόβος ότι η αγορά επηρεάζεται αρνητικά και τελικά θα καταλήξει σε μια κατάρρευση κατοικιών. Κατά συνέπεια, ενδέχεται να συγκρατήσουν ορισμένες επενδύσεις για να αποφύγουν την απώλεια χρημάτων, κάτι που μπορεί να είναι μια από τις εξηγήσεις για την αδράνεια στην κατασκευή των κατοικιών (Grytten, 2018b). Ένα μέτρο που λαμβάνεται για να περιοριστεί αυτός ο κίνδυνος είναι η αναμονή της έναρξης της στέγασης μέχρι να προπωληθούν το 50-60% των μονάδων του έργου (Selvaag, 2021). Ως αποτέλεσμα, το χρονικό πλαίσιο για τα έργα ενδέχεται να παραταθεί, συμβάλλοντας έτσι στην επιβράδυνση της προσφοράς κατοικιών, γεγονός που ασκεί περαιτέρω πίεση στις τιμές των κατοικιών.

- ο Κόστος κατασκευής κατοικιών και δόμησης

Η κατασκευή κατοικιών είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας των τιμών των κατοικιών (Jacobsen & Naug, 2004). Εάν υπάρξει αύξηση της ζήτησης, πρέπει να κατασκευαστούν νέες οικιστικές μονάδες για να αυξηθεί εξίσου η προσφορά. Βραχυπρόθεσμα, η προσφορά κατοικιών είναι αρκετά σταθερή, καθώς η κατασκευή κατοικιών είναι μια διαδικασία που απαιτεί χρόνο, και συνήθως, αρκετά χρόνια. Κατά συνέπεια, η αύξηση της ζήτησης θα οδηγήσει σε ανταγωνισμό για τις υφιστάμενες μονάδες, γεγονός που θα ασκήσει ανοδική πίεση στις τιμές των κατοικιών. Συνεπώς, οι τιμές θα καθοριστούν από την ικανότητα και την προθυμία των αγοραστών των κατοικιών να πληρώσουν για τη στέγαση (Laustsen, 2017).

Με την ίδια λογική, η μείωση της ζήτησης θα μειώσει τις τιμές των κατοικιών. Μακροπρόθεσμα, το απόθεμα κατοικιών θα προσαρμοστεί στη ζήτηση μέσω της

κατασκευής κατοικιών. Αυτό θα έχει αρνητική επίδραση στην εξέλιξη των τιμών των κατοικιών (Jacobsen et al., 2006). Η επένδυση στη στέγαση εξαρτάται από το κόστος που σχετίζεται με την κατασκευή και τα εργοτάξια. Το μέγεθος αυτών των δαπανών σε σύγκριση με την αναμενόμενη μελλοντική τιμή πώλησης καθορίζει εάν τα έργα θα πραγματοποιηθούν ή όχι. Για να γίνουν επενδύσεις, τα έργα πρέπει να αναμένεται να είναι κερδοφόρα (Jansen, 2011).

Οι κατασκευαστές ακινήτων δεν γνωρίζουν την τιμή πώλησης τη στιγμή της λήψης της επενδυτικής απόφασης, επομένως η απόφαση πρέπει να λαμβάνεται με βάση την αναμενόμενη τιμή πώλησης. Αυτό επιβάλλει έναν κίνδυνο, ο οποίος συνήθως εξουδετερώνεται με την ενσωμάτωση ενός περιθωρίου κινδύνου με τη μορφή προσαύξησης. Εάν οι τιμές των κατοικιών αυξηθούν σε σύγκριση με το συνολικό κόστος, οι προγραμματιστές έχουν κίνητρα να επενδύσουν. Ως εκ τούτου, η αύξηση των τιμών των κατοικιών οδηγεί σε αύξηση της κατασκευής κατοικιών (Jacobsen & Naug, 2004). Το κόστος κατασκευής για τη στέγαση είναι συνάρτηση παραγόντων εισροών όπως το κόστος υλικών και το κόστος εργασίας, καθώς και οι κρατικοί κανονισμοί και η παραγωγικότητα στην κατασκευή κατοικιών.

Οι αυστηρότεροι κανονισμοί και η αύξηση των απαιτήσεων ποιότητας είναι πιθανό να αυξήσουν το κόστος κατασκευής (Larsen, 2013). Το ίδιο ισχύει εάν επιτευχθεί το όριο δυναμικότητας στον κατασκευαστικό τομέα, γεγονός που ασκεί ανοδική πίεση στο κόστος εργασίας (Corder & Roberts, 2008). Το συνολικό κόστος του έργου εξαρτάται επιπλέον από το κόστος χρηματοδότησης καθώς και από το κόστος για το εργοτάξιο. Σύμφωνα με τους Jacobsen et al. (2006), μια αύξηση του πραγματικού κόστους για την κατασκευή ή τα εργοτάξια θα μειώσει την κερδοφορία και τις επενδύσεις στέγασης. Σύμφωνα με το σκεπτικό του Larsen (2013), μπορούμε να δούμε ότι ο δείκτης κόστους κατασκευής για κτίρια κατοικιών έχει αυξηθεί κατά 144% μεταξύ Δεκεμβρίου 1992 και Δεκεμβρίου 2020.

Σε πραγματικούς όρους, η αύξηση ήταν 38%. Αυτό δείχνει ότι η κατασκευαστική διαδικασία έχει βιώσει έλλειψη ορισμένων καθοριστικών παραγόντων, γεγονός που έχει ασκήσει πίεση στο κόστος κατασκευής (Larsen, 2013). Ωστόσο, η αύξηση του κόστους κατασκευής δεν πλησιάζει καν τη μαζική αύξηση των τιμών των κατοικιών. Η διαφορά στην αύξηση μεταξύ του κόστους κατασκευής και των τιμών των κατοικιών

επιβεβαιώνει ότι υπάρχουν και άλλοι καθοριστικοί παράγοντες για την εξέλιξη των τιμών των κατοικιών (Larsen, 2013).

- Πρόσβαση σε εργοτάξια

Ένα εργοτάξιο είναι ένας απαραίτητος παράγοντας εισόδου για την κατασκευή κατοικιών (Jacobsen et al., 2006). Η τιμή της τοποθεσίας, καθώς και το κόστος που σχετίζεται με την προετοιμασία και την ανάπτυξη της τοποθεσίας αποτελεί το συνολικό κόστος της τοποθεσίας. Σύμφωνα με τους Jacobsen et al. (2006), το κόστος εγκατάστασης σε μια συγκεκριμένη περιοχή θα αυξηθεί εάν υπάρχει αυξημένη τοπική ζήτηση για στέγαση. Αυτό πιθανότατα οφείλεται στο ότι η στέγαση είναι ένα ομαδικό αγαθό, δηλαδή, που αποτελείται τόσο από τοποθεσία όσο και από κατοικία. Τα νοικοκυριά που αναμένουν αύξηση στις τιμές των κατοικιών θα έχουν μια σιωπηρή προσδοκία για αύξηση του κόστους της πόλης (Larsen, 2013).

Προκειμένου να κατανοήσουμε τη διαμόρφωση των τιμών των κατοικιών σε μια πόλη, είναι σημαντικό να κατανοήσουμε τους περιορισμούς των διαθέσιμων εργοταξίων (Larsen & Sommervoll, 2004). Οι κεντρικές τοποθεσίες είναι περιορισμένα αγαθά και δεν αναπαράγονται εύκολα. Έχουν γεωμετρική θέση με εγγύτητα σε χώρους εργασίας, ανεπτυγμένες υποδομές και αστική ζωή, η οποία φαίνεται να είναι ελκυστική για πολλά νοικοκυριά. Εάν υπάρξει αύξηση της ζήτησης για στέγαση στο κέντρο της πόλης, θα περιορίσει τα διαθέσιμα εργοτάξια και θα ασκήσει ανοδική πίεση στο κόστος του εργοταξίου (Larsen & Sommervoll, 2004).

- Πρόσβαση σε πίστωση

Οι κατασκευαστές κατοικιών εξαρτώνται συνήθως από την πρόσβαση σε πίστωση προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα έργα τους. Κατά συνέπεια, εξαρτώνται και από το επιτόκιο. Καθώς η κατασκευή κατοικιών είναι μια διαδικασία που απαιτεί χρόνο, οι προοπτικές για το κόστος χρηματοδότησης στο μέλλον είναι σχετικές με το συνολικό κόστος του έργου. Τα επιτόκια των δανείων προς εταιρείες είναι συνήθως υψηλότερα από τα επιτόκια των ιδιωτικών στεγαστικών δανείων. Η εξήγηση βρίσκεται στην εκτίμηση κινδύνου. Τα ιδιωτικά νοικοκυριά είναι προσωπικά υπεύθυνα για το χρέος και προσφέρουν ασφάλεια και ρευστότητα μέσω του προσωπικού τους πλούτου και του μελλοντικού τους εισοδήματος. Οι εταιρείες πρέπει να υποβάλουν λεπτομερείς και εμπειριστατωμένες περιγραφές έργων στην τράπεζά τους, προκειμένου να καταστήσουν

σαφή την κερδοφορία και τους κινδύνους των έργων τους. Αντιμετωπίζουν αυστηρότερες απαιτήσεις όσον αφορά την κερδοφορία και την ικανότητά τους να εξυπηρετούν το χρέος (Andersen, 2019, Ihler, 2021). Σύμφωνα με τον Grytten (2018b), οι τράπεζες ήταν πιο πρόθυμες να προσφέρουν δάνεια σε ιδιωτικά νοικοκυριά σε σύγκριση με εταιρείες, με πιο ευνοϊκούς όρους. Αυτό συνέβαλε στο να καθυστερήσει η πλευρά της προσφοράς στην κάλυψη της ζήτησης.

3.2 Φούσκες στην αγορά κατοικίας

Στη σύγχρονη εποχή, η λέξη φούσκα έχει χρησιμοποιηθεί για να απεικονίσει μια χρονική περίοδο κατά την οποία η τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου έχει αυξηθεί αρκετά γρήγορα ώστε να υποδηλώνει ότι η τρέχουσα τιμή είναι επιρρεπής σε μια εξίσου γρήγορη και ξαφνική κατάρρευση (Contessi & Kerdnunvong, 2015). Για παράδειγμα, οι τιμές πολλών διαπραγματεύσιμων περιουσιακών στοιχείων εντός της αγοράς, κυρίως οι τιμές των μετοχών, έχουν ιστορικά επιδείξει την προδιάθεση να αυξηθούν σημαντικά σε μια χρονική περίοδο και στη συνέχεια να υποχωρήσουν απροσδόκητα και βιαστικά (Brooks & Katsaris, 2004). Ενώ ιστορικά η πτώση των τιμών των μετοχών συνέβαινε περίπου μία φορά κάθε δεκατρία χρόνια και διαρκούσε περίπου δύομισι χρόνια, η πτώση των τιμών των κατοικιών συνέβαινε ιστορικά περίπου μία φορά κάθε είκοσι χρόνια και διαρκούσε περίπου τέσσερα χρόνια.

Στην πραγματικότητα, η διαδεδομένη χρήση της φράσης φούσκα κατοικιών είναι αρκετά νέα σε σχέση με την ιστορία της στέγασης. Οι Case και Shiller (2003) παρατήρησαν ότι ο όρος φούσκα κατοικίας δεν είχε ουσιαστικά καμία παρουσία στη λογοτεχνία μέχρι τις αρχές του 2002, όταν κατέγραψαν τη συνολική χρήση της φράσης από τη βάση δεδομένων αγγλικής λογοτεχνίας. Ο όρος «οικιστική έκρηξη», αντίθετα, εμφανίστηκε πολύ πιο συχνά από την έναρξή του στις αρχές του 20ου αιώνα. Οι συγγραφείς προτείνουν περαιτέρω ότι ο όρος "έκρηξη" είναι πολύ πιο ουδέτερος σε σχέση με τον όρο "φούσκα", καθώς η προηγούμενη φράση συχνά είχε μια θετική χροιά που υποδηλώνει ότι η ραγδαία αύξηση των τιμών ήταν μια ευκαιρία για τους επενδυτές. Αντίθετα, το τελευταίο είχε συχνά μια αρνητική χροιά που συχνά υπονοούσε ότι οι τρέχουσες τιμές απλώς δεν μπορούν να συγκρατηθούν. Ως αποτέλεσμα, πολλοί οικονομολόγοι έχουν σκεφτεί εάν η συνεχής χρήση του επηρεάζει δραστικά τη σκέψη των αγοραστών των κατοικιών.

Η έννοια της φούσκας περιγράφηκε από τον Stiglitz (1990), ο οποίος ανέφερε ότι ο λόγος για τις υψηλές τιμές σήμερα είναι μόνο επειδή οι επενδυτές πιστεύουν ότι η τιμή πώλησης θα είναι υψηλότερη αύριο και επειδή οι θεμελιώδεις παράγοντες δεν φαίνεται να δικαιολογούν ένα τέτοιο επίπεδο τιμών, οπότε έτσι δημιουργείται μια φούσκα. Οι Case και Shiller (2003) υποστηρίζουν ότι η έννοια της φούσκας ορίζεται από το πώς σκέφτονται οι άνθρωποι. Συγκεκριμένα, οι προσδοκίες για μελλοντική ανατίμηση των τιμών, ο αντιληπτός κίνδυνος πτώσης των τιμών και οι ανησυχίες τους για απομάκρυνση των τιμών από την αγορά κατοικίας εάν δεν ακολουθήσουν την αγορά κατοικίας, τότε μπορούν να προκαλέσουν φούσκα στην στεγαστική αγορά. Οι Case και Shiller (2003) επισημαίνουν ότι οι αγοραστές και οι πωλητές στην αγορά κατοικίας έχουν μικρή εμπειρία στις συναλλαγές.

Οι άπειροι συμμετέχοντες στην αγορά εμπλέκονται σε μεγάλο βαθμό στην αγορά κατά τη διάρκεια μιας αγοράς κατοικίας και μπορεί εύκολα να αντιδράσουν υπερβολικά στις απότομες κινήσεις των τιμών. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε σημαντική ώθηση στις αγορές κατοικιών. Ο Shiller (2000) εξηγεί ότι οι κερδοσκοπικές φούσκες προκαλούνται από παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την κοινή γνώμη για τις αγορές και έχουν άμεση επίδραση στη ζήτηση. Επιπλέον, οι μηχανισμοί ενίσχυσης της τιμής είναι επίσης ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει. Η ανατροφοδότηση από τα αρχικά κέρδη των τιμών στα περαιτέρω κέρδη τιμών είναι ένας μηχανισμός που ενισχύει τις επιπτώσεις των παραγόντων που επιβραδύνουν την αγορά.

Οι Glaeser και Nathanson (2014) υποστηρίζουν ότι οι φούσκες που οδηγούνται από την έξαρση των ακραίων γεγονότων μπορούν να λάβουν κάθε μορφή, εφόσον οι τιμές τελικά πέφτουν. Κάποιες ανακοινώσεις μπορεί να προκαλέσουν προσωρινά κέρδη τιμών και επακόλουθη κατάρρευση, εκτός εάν οδηγήσουν σε πρόσθετες αυξήσεις τιμών. Δηλώνουν ότι μια εσωτερικά καθοδηγούμενη φούσκα πρέπει να εμφανίζει θετική σειριακή συσχέτιση στην αύξηση των τιμών, και αυτή είναι η δυναμική που έχει σχεδόν φτάσει να καθορίσει τις φούσκες στέγασης.

Οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι από αυτή την άποψη, όλες οι φούσκες ορίζονται από μεγάλη διακύμανση των μεταβολών των τιμών. Το κύριο συμπέρασμα από κάθε είδους περιγραφή μιας φούσκας είναι ότι οι αγορές καθοδηγούνται από την ανθρώπινη ψυχολογία και μερικές φορές αυτό μπορεί να είναι εξαιρετικά παράλογο. Οι άνθρωποι τείνουν να προεκτείνουν τα πρόσφατα γεγονότα και ως εκ τούτου, εάν συμβεί

μια αύξηση της τιμής, οι άνθρωποι τη βλέπουν ως θετικό σημάδι μελλοντικής ανάπτυξης. Στην αρχή οι άνθρωποι μπορεί να παραμείνουν διστακτικοί σχετικά με την αύξηση της τιμής και να μην την αγοράσουν αμέσως. Ωστόσο, εάν τα κέρδη των τιμών συνεχιστούν με συνέπεια, αρχίζει να δημιουργείται εμπιστοσύνη σχετικά με τη βιωσιμότητα της τάσης των τιμών.

Ως αποτέλεσμα, η δυναμική της τάσης αυξάνεται και έτσι ακόμα και οι συμμετέχοντες που δεν συμμετείχαν στο αρχικό στάδιο θέλουν όλο και περισσότερο να εμπλακούν στην αγορά. Αυτή η διαδικασία μπορεί να διαρκέσει χρόνια πριν αποκτήσει σημαντική δυναμική. Ωστόσο, μόλις επιτευχθεί μπορεί να πάρει μια ακραία μορφή και στο τελικό στάδιο ο ρυθμός ανόδου της τιμής τείνει να είναι ο υψηλότερος. Σε αυτό το στάδιο οι τιμές είναι πιθανώς πάνω από αυτό που υποδηλώνουν οι θεμελιώδεις παράγοντες και έτσι έχει σχηματιστεί μια φούσκα. Ενώ ο σχηματισμός μιας φούσκας μπορεί να είναι αργός στην αρχή και να χρειαστεί σημαντικός χρόνος για να συσσωρευτεί, η επακόλουθη έκρηξη μιας φυσαλίδας και η φθορά είναι πολύ πιο ασταθής.

Ο καθοριστικός παράγοντας που επηρεάζει την φούσκα μπορεί να είναι οικονομικά δεδομένα, αβεβαιότητα στο πολιτικό περιβάλλον ή κάποιο απροσδόκητο γεγονός. Ανάλογα με τη σοβαρότητα του παράγοντα αυτού, η αντίδραση των συμμετεχόντων στην αγορά μπορεί να κυμαίνεται από ένα ελαφρύ σοκ έως έναν πανικό. Ωστόσο, θα έχει μια απογοητευτική επίδραση που σπάει το status quo της προσδοκίας της σταθερής ανάπτυξης. Οι άνθρωποι δεν συμπαθούν την αβεβαιότητα και αυτό μπορεί να οδηγήσει σε μια κατάσταση όπου μόνο λίγοι αγοραστές παραμένουν στην αγορά ενώ η πλειοψηφία είναι αποφασισμένη να πουλήσει την ακίνητη περιουσία.

Η πίεση στις τιμές είναι επομένως αναπόφευκτη και ως εκ τούτου η μεταβλητότητα αυξάνεται. Ο Shiller (2000) αναφέρεται σε αυτό το είδος συμπεριφοράς ως μη ευαίσθητη συμπεριφορά στην τιμή πώλησης, που σημαίνει πώληση ως απάντηση σε πτώση τιμής. Σε αυτή την περίπτωση η δραστηριότητα πώλησης δεν είναι ευαίσθητη στο πόσο χαμηλά μπορεί να φτάσει η τιμή πριν ολοκληρωθεί η πώληση. Οι φούσκες είναι πιο εύκολο να προσδιοριστούν εκ των υστέρων και μπορεί να μην είναι τόσο εμφανείς τη στιγμή που εμφανίζονται. Η περιβόητη τουλιπομάνια τον 17ο αιώνα είναι ίσως μια από τις πιο γνωστές φούσκες. Ο Garber (1989) ερεύνησε τη φύση της αγοράς κατά τη διάρκεια της φούσκας της τουλίπας. Τα συμπεράσματά του δείχνουν ότι μόνο ο τελευταίος μήνας της κερδοσκοπίας υποδείκνυε την εκδήλωση μιας φούσκας.

Ο Stiglitz (2000) υπογραμμίζει ότι η πρόβλεψη και η αναγνώριση μιας φούσκας είναι μια δύσκολη εργασία λόγω του γεγονότος ότι είναι δύσκολο να διακρίνει κανείς εάν υπάρχει μια φούσκα ή αν το υποκείμενο θεμελιώδες μοντέλο είναι εσφαλμένο. Ο Glaeser (2017) εγείρει το ερώτημα γιατί η έκρηξη και η κατάρρευση των ακινήτων είναι τόσο συνηθισμένες και εάν μπορούν να τελικά να επηρεάσουν θετικά ή αρνητικά την ανάπτυξη. Περίοδοι όπως η επανάσταση στις μεταφορές ή η τεχνολογία των κατασκευών ή οι περίοδοι εκτεταμένης βιομηχανικής ανάπτυξης έχουν προκαλέσει υψηλές μελλοντικές προσδοκίες, οι οποίες σε εκείνο το σημείο φαινόταν λογικές. Επισημαίνεται επίσης ότι οι δανειστές συχνά βλέπουν τα ακίνητα ως ασφαλέστερες εξασφαλίσεις σε σύγκριση με τις βιομηχανικές επενδύσεις.

Ως εκ τούτου, οι τράπεζες ενδέχεται να μην είναι απρόθυμες να δανείσουν όταν οι τιμές των εξασφαλίσεων είναι σε άνοδο. Οι Tsatsaronis και Zhu (2004) βρήκαν στοιχεία ότι η σχέση μεταξύ της τραπεζικής πίστης και των τιμών των κατοικιών επηρεάζεται από τις επικρατούσες πρακτικές δανεισμού των ενυπόθηκων δανειστών. Ακόμη και μια ισχυρότερη συσχέτιση μεταξύ πιστωτικών κύκλων και κύκλων ακινήτων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις αξίες των εξασφαλίσεων. Η στεγαστική κρίση το 2007 παρέχει στοιχεία σχετικά με την επίδραση των πρακτικών δανεισμού στις τιμές των κατοικιών. Η πιθανότητα για δεύτερη ή τρίτη υποθήκη σε ένα σπίτι ενίσχυσε την πληθωρικότητα των ιδιοκτητών. Εν μέσω της ανόδου των τιμών των κατοικιών αυξήθηκαν τα ίδια κεφάλαια των ιδιοκτητών κατοικιών και κατά συνέπεια και η δυνατότητα δανεισμού.

Η υπερβολική αισιοδοξία εξαπλώνεται και τελικά δημιουργεί έναν αυτοεκπληρούμενο μηχανισμό. Η άλλη όψη του νομίσματος στη δανειοδοτική δραστηριότητα είναι η χρηματοδότηση της προσφοράς κατοικιών και ιδιαίτερα της αναπτυξιακής χρηματοδότησης. Ενώ οι προσδοκίες για μελλοντική ανατίμηση των τιμών παραμένουν θετικές, οι τράπεζες μπορεί να θεωρήσουν εύκολο να υπογράψουν έργα ακινήτων. Λόγω των ακόλουθων λόγων, οι τράπεζες τείνουν να χρηματοδοτούν επενδύσεις σε ακίνητα προκυκλικά (Rottke et al., 2003):

- Έχουν υπερβολική ρευστότητα κατά τις φάσεις της άνθησης.
- Δεν επικεντρώνονται στην ποιότητα του έργου, αλλά μάλλον στην πιστοληπτική ικανότητα του κύριου του έργου.

- Σύμφωνα με τη θεωρία του εντολέα, είναι δύσκολο για το δάνειο ακίνητης περιουσίας να περάσει τη δέουσα επιμέλεια κατά τη φάση αποτυχίας και σχετικά εύκολο κατά τη φάση της άνθησης. Ως αποτέλεσμα, οι προγραμματιστές μπορεί να δυσκολεύονται να επενδύσουν αντικυκλικά, παρόλο που μπορεί να συνειδητοποιήσουν ότι αυτή θα μπορούσε να είναι μια ανώτερη στρατηγική.

3.3 Κύκλοι στην αγορά κατοικιών

Αν και σήμερα η κυκλικότητα της οικονομίας και της ακίνητης περιουσίας αναγνωρίζεται σε μεγάλο βαθμό από τους ερευνητές, την ακαδημαϊκή κοινότητα και το κοινό, έχουν υπάρξει πολλές αντιφατικές απόψεις για το θέμα στο παρελθόν. Κατά τη διάρκεια πολλών ετών έρευνας για το θέμα, οι συγγραφείς έχουν καταγράψει πολλούς λόγους και επιχειρήματα σχετικά με τη μη συνάφεια των κύκλων. Ακόμη και στα τέλη της δεκαετίας του 1980, δεν ήταν ασυνήθιστο για τους ακαδημαϊκούς να απορρίπτουν την έννοια των κύκλων ακίνητης περιουσίας ως ερευνητικό θέμα και μεταβλητή απόφασης (Phyrr et al., 1999). Ωστόσο, η υπάρχουσα και μεταγενέστερη βιβλιογραφία για το θέμα έχει σχηματίσει μια αποφασιστική άποψη για την ύπαρξη και τη συνάφεια των κύκλων ακινήτων.

Ένας από τους πρώτους πρωτοπόρους της μακράς έρευνας του κύκλου ακινήτων ήταν ο Wenzlick, ο οποίος χάραξε μεγάλους κύκλους συναλλαγών στέγασης από το 1795 έως το 1973 (Wenzlick, 1980). Μετά από μια εκτενή μελέτη της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας, οι Phyrr et al. (1999) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι δημοσιεύσεις για την οικονομία και την ακίνητη περιουσία καταδεικνύουν ξεκάθαρα την κυκλικότητα των οικονομικών παραγόντων, των μεταβλητών ταμειακών ροών (ενοίκια, κενές θέσεις, ποσοστά κεφαλαιοποίησης) και την απόδοση των ακινήτων (ποσοστά απόδοσης) σε εθνικό και περιφερειακό επίπεδο. Εκτός από το ακαδημαϊκό πεδίο, η σημασία των κύκλων ακίνητης περιουσίας είναι επίσης μεγάλης σημασίας από την πλευρά των επαγγελματιών. Ο αυξανόμενος αριθμός επενδυτών και διαχειριστών χαρτοφυλακίου θεωρούν τους κύκλους ακίνητης περιουσίας μεγάλης σημασίας για τις στρατηγικές και τις επενδυτικές τους αποφάσεις.

Ως αποτέλεσμα, οι μεσιτείες και οι ερευνητικοί οίκοι ακινήτων στρέφονται όλο και περισσότερο στην παροχή επενδυτικών συστάσεων στους επενδυτές, προσδιορίζοντας την τρέχουσα κατάσταση της αγοράς ακινήτων και προσδιορίζοντας σε ποια φάση κύκλου ταιριάζει η τρέχουσα αγορά. Οι Mueller και Laposa (1994) περιέγραψαν τον κύκλο της ακίνητης περιουσίας κατασκευάζοντας μια γραμμή γύρω από το ποσοστό κενών θέσεων ισορροπίας και προσδιόρισαν τις τέσσερις φάσεις του κύκλου των ακινήτων:

1. ύφεση,
2. ανάκαμψη,
3. επέκταση και
4. συρρίκνωση (υπερπροσφορά).

Το ποσοστό κενών θέσεων ισορροπίας χρησιμεύει ως σημείο καμπής με την ανάκαμψη και την επέκταση που καταδεικνύει μειούμενα ποσοστά κενών θέσεων που ακολουθούνται από περιόδους συρρίκνωσης και ύφεσης με αυξανόμενα ποσοστά κενών θέσεων. Μία από τις πρώτες αναφορές σχετικά με το ποσοστό κενών θέσεων ισορροπίας έγινε από τον Clapp (1987). Την ανέφερε ως «κανονική» κενή θέση και την όρισε ως το μακροπρόθεσμο μέσο ποσοστό κενών θέσεων στην τοπική αγορά, προσαρμοσμένο με τέτοιο τρόπο ώστε να αντικατοπτρίζει τις πρόσφατες πληροφορίες για τα επιτόκια και την αναμενόμενη αύξηση της ζήτησης. Σύμφωνα με τους Parli και Miller (2014) ένα ποσοστό κενών θέσεων ισορροπίας ορίζεται ως ένα ποσοστό κενών θέσεων που δεν προκαλεί ανοδική ή καθοδική πίεση στα ενοίκια.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το ποσοστό κενών θέσεων ισορροπίας διαφέρει μεταξύ των αγορών, των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων και των χρονικών περιόδων (Parli και Miller ,2014). Αν και υπάρχουν οπτικοποιήσεις σχετικά με τους κύκλους ως συμμετρικά μοτίβα κίνησης της αγοράς, είναι μάλλον δύσκολο να βρεθεί τέτοια κανονικότητα στην πραγματική ζωή. Στην πραγματικότητα, οι φάσεις των κύκλων της αγοράς έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά και διάρκεια. Η φάση ανάκαμψης και επέκτασης τείνει να είναι μεγαλύτερη από τη φάση της συστολής και της ύφεσης. Ένα άλλο χαρακτηριστικό που ξεχωρίζει τις φάσεις του κύκλου της αγοράς είναι η αστάθεια. Η φάση ανάκαμψης και επέκτασης είναι συνήθως λιγότερο ασταθής ενώ η φάση συστολής και ύφεσης κυριαρχείται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας και επομένως χαρακτηρίζεται τυπικά από υψηλή μεταβλητότητα. Σύμφωνα με τον Mueller (1995)

υποστηρίζεται ότι η φάση ανάκτησης και επέκτασης είναι συνήθως μεγαλύτερη και απαιτεί χρόνο για να δημιουργηθεί. Αντίθετα, η φάση της υπερπροσφοράς και της ύφεσης τείνει να είναι πιο σύντομη και τυπικά παρουσιάζει υψηλή μεταβλητότητα, ως άμεσο αποτέλεσμα της απότομης πτώσης των τιμών.

Επιστρέφοντας στη σχέση προσφοράς και ζήτησης στις στεγαστικές αγορές είναι δυνατό να αποδειχθεί ότι η έννοια της ανελαστικής προσφοράς παίζει σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη του κύκλου. Όπως αναφέρθηκε ήδη προηγουμένως, η ανισορροπία προσφοράς και ζήτησης δημιουργεί ένα επίπεδο τιμών κάτω ή πάνω από το επίπεδο ισορροπίας, που ακολουθείται από μια μεταγενέστερη προσαρμογή. Αυτή η δυναμική σχέση προσφοράς και ζήτησης αλλάζει διαρκώς στο χρόνο. Η κυκλικότητα της ακίνητης περιουσίας έχει ένα αξιοσημείωτο πρόβλημα και για τους εκτιμητές. Τα παραδοσιακά μοντέλα αξιολόγησης δεν επηρεάζουν τις κυκλικές εξελίξεις.

Οι Born και Phyll (1994) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι κύκλοι έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις αξίες αξιολόγησης. Αυτό είναι ιδιαίτερα έντονο κατά τη διάρκεια της αιχμής και στο κάτω μέρος του κύκλου προσφοράς/ζήτησης. Το κύριο πρόβλημα έγκειται στο γεγονός ότι τα μοντέλα αξιολόγησης δεν αντικατοπτρίζουν τις κυκλικές πραγματικότητες της αγοράς, ιδίως τις μεταβλητές ταμειακών ροών ακινήτων. Το τυπικό μοντέλο χρησιμοποιεί μια γραμμική μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών που αλλάζει τις τιμές κατά τη διάρκεια των ακραίων σημείων της αγοράς. Δηλαδή, κατά τη φάση ανάκαμψης το μοντέλο υποτιμά την ιδιοκτησία και όταν η αγορά βρίσκεται στο αποκορύφωμά της το μοντέλο υπερτιμά την ιδιοκτησία.

Η δυναμική του κύκλου σαφώς υπάρχει στα ακίνητα και προκαλείται από ενδογενείς και εξωγενείς μηχανισμούς. Οι ενδογενείς μηχανισμοί αποδίδονται κυρίως σε ατέλειες της αγοράς με σημαντικότερες τις χρονικές καθυστερήσεις. Οι χρονικές καθυστερήσεις προκαλούνται από την υστέρηση τιμής-μηχανισμού, την καθυστέρηση απόφασης και την υστέρηση κατασκευής. Δεδομένου ότι ο όγκος της προσφοράς στα ακίνητα είναι σταθερός βραχυπρόθεσμα, μια απροσδόκητη αύξηση της ζήτησης δεν θα έχει άμεση ανταπόκριση από την πλευρά της προσφοράς. Ως εκ τούτου, το ποσοστό των κενών θέσεων αρχίζει να μειώνεται βραχυπρόθεσμα, γεγονός που οδηγεί σε αύξηση των ενοικίων και των τιμών. Μόλις η κενή θέση απορροφηθεί κάτω από το λεγόμενο φυσικό επίπεδο, η βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς μπορεί να συμβεί μόνο μέσω των κινήσεων των τιμών.

Ο χρόνος που περνά μέχρι να αντιδράσουν οι τιμές ονομάζεται υστέρηση τιμής-μηχανισμού. Δεδομένου ότι η επενδυτική απόφαση δεν είναι άμεση (π.χ. ιδρύματα που επενδύουν μεγάλα ποσά μπορεί να έχουν χρονοβόρες εσωτερικές διαδικασίες λήψης αποφάσεων), οι επενδυτές μπορεί να αντιδρούν στις αλλαγές των τιμών με καθυστέρηση (καθυστέρηση απόφασης). Μετά την αποδοχή της επενδυτικής απόφασης, πρέπει να διεξαχθεί όλη η διαδικασία σχεδιασμού, χωροταξίας και κατασκευής, με σημαντικές χρονικές εκτιμήσεις. Κατά συνέπεια, ο χρόνος από την επενδυτική απόφαση μέχρι την ολοκλήρωση του έργου ονομάζεται κατασκευαστική καθυστέρηση (Rottke et al., 2003).

Οι Rottke et al. (2003) υποστηρίζουν ότι η αρχική αιτία για την ενδογενή κίνηση στην αγορά ακινήτων είναι στην πραγματικότητα παράγοντες που είναι εξωγενείς στις αγορές ακινήτων. Αυτοί οι εξωγενείς παράγοντες εμφανίζονται με τη μορφή σοκ ζήτησης και κατηγοριοποιούνται σε μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επιρροές. Οι μεσοπρόθεσμες επιρροές βασίζονται στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας και στις τοπικές αγορές της και αποτελούν κυρίως τις κινήσεις των κύριων οικονομικών δεικτών όπως είναι για παράδειγμα ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, το ΑΕΠ ή το επίπεδο επιτοκίου. Από την άλλη, οι μακροπρόθεσμες επιρροές δεν οδηγούν σε ξαφνικό σοκ, αλλά αντιθέτως έρχονται με τη μορφή μακροπρόθεσμων δομικών αλλαγών όπως για παράδειγμα με την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), παγκοσμιοποίηση, νέες τεχνολογίες κ.λπ.

Οι Tsatsaronis και Zhu (2004) επισημαίνουν ότι οι τιμές των οικιστικών ακινήτων χαρακτηρίζονται από μεγάλες διακυμάνσεις. Με βάση τις βιομηχανικές χώρες που χρησιμοποιήθηκαν στο δείγμα των ερευνητών, οι συγγραφείς βρήκαν ότι οι χώρες που εξέτασαν βίωσαν περίπου δύο πλήρεις κύκλους σε μια περίοδο 33 ετών. Με την ευρεία έννοια, οι χώρες που εξετάστηκαν γνώρισαν παρόμοιες εξελίξεις. Ωστόσο, η ευρεία συνολική εικόνα αγνοεί τις εξελίξεις μεμονωμένων χωρών. Χώρες όπως η Ιρλανδία, η Ολλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο κατέδειξαν μέσους ετήσιους ρυθμούς αύξησης των στεγαστικών τιμών άνω του 11% κατά την περίοδο της μελέτης. Ενώ χώρες όπως η Γερμανία, η Ελβετία και η Ιαπωνία παρουσίασαν μάλλον σταθερές τιμές.

3.4 Σχέση οικονομικής πολιτικής και αγοράς κατοικιών

Το ενδιαφέρον για τη σχέση μεταξύ οικονομικής πολιτικής και στεγαστικών αποδόσεων συνεχίζει να παραμένει, όπως αποδεικνύεται από την υπάρχουσα βιβλιογραφία σε αυτό το θέμα. Αυτό είναι σημαντικό επειδή η στεγαστική αγορά είναι μία από τις πιο σημαντικές επενδύσεις που πραγματοποιεί ένα νοικοκυριό και εκτιμάται ότι το μέσο νοικοκυριό ξοδεύει σχεδόν το 30 τοις εκατό του εισοδήματός του για στέγαση. Η αγορά κατοικίας επηρεάζει όλες τις πτυχές της οικονομίας όταν λαμβάνονται υπόψη τα πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα. Οι αρχικές μελέτες διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ μεμονωμένων οικονομικών μεταβλητών όπως η νομισματική πολιτική, η ανεργία ή η φτώχεια για την επιστροφή στέγης (Barros et al., 2015).

Με την πρόσφατη κατάρρευση της στεγαστικής αγοράς που ξεκίνησε το 2006, το ενδιαφέρον έχει μετατοπιστεί στις επιπτώσεις της αβεβαιότητας της πολιτικής στις αποδόσεις των κατοικιών. Ο αντίκτυπος της αβεβαιότητας της πολιτικής στις αποδόσεις της στεγαστικής αγοράς έχει μελετηθεί τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες (Guirguis et al., 2015, Antonakakis and Floros, 2016, El Montasser et al., 2016). Η στέγαση είναι μία από τις σημαντικότερες δαπάνες που πραγματοποιεί το μέσο νοικοκυριό σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες. Το 2014, το μέσο νοικοκυριό ξόδεψε περίπου το 28,5% του εισοδήματός του για στέγαση στις Ηνωμένες Πολιτείες, το 26,6% στο Ηνωμένο Βασίλειο και το 23,6% στην Ιαπωνία (Brett, 2017).

Αυτό αντιπροσωπεύει την υψηλότερη δαπάνη για ένα μόνο είδος σε αυτές τις χώρες. Ως εκ τούτου, οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αξίες των κατοικιών θα είχαν μεγάλο αντίκτυπο στις δαπάνες των νοικοκυριών και της οικονομίας γενικότερα. Οι αβεβαιότητες που σχετίζονται με οποιονδήποτε από τους καθοριστικούς παράγοντες της αξίας των κατοικιών επηρεάζουν τις ίδιες τις αξίες στέγασσης (El Montasser et al., 2016). Η συνέπεια είναι ότι η αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές οικονομικές πολιτικές θα επηρεάσει την αστάθεια των τιμών των κατοικιών.

Τα νοικοκυριά βλέπουν τη στέγαση ως αντιστάθμιση σε περιόδους οικονομικής αβεβαιότητας. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια περιόδων υψηλών πληθωρισμών ή μακροοικονομικών αβεβαιοτήτων, οι αποταμιεύσεις μετακινούνται από το ρευστό

χρήμα σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, ιδιαίτερα στη στέγαση. Η σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας των πολιτικών και των στεγαστικών αξιών φαίνεται να είναι πιο περίπλοκη από ό,τι πιστευόταν αρχικά. Στη μελέτη τους, οι El Montasser et al. (2016) βρήκαν μια αμφίδρομη σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και των πραγματικών τιμών των κατοικιών στη Γαλλία και την Ισπανία, και μια μονοκατευθυντική αιτιότητα από την οικονομική αβεβαιότητα πολιτικής ως προς τις πραγματικές τιμές κατοικιών στον Καναδά, τη Γερμανία και την Ιταλία και αντίστροφη αιτιότητα μεταξύ των δύο μεταβλητών στις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Οι Cesa-Bianchi et al. (2015) διαπίστωσαν επίσης ότι οι τιμές των κατοικιών αυξάνονται ταχύτερα και είναι πιο ασταθείς στις αναδυόμενες οικονομίες παρά στις προηγμένες οικονομίες. Αυτό δείχνει την ανάγκη να μελετηθεί περαιτέρω αυτή η σχέση σε άλλες χώρες για να κατανοηθεί καλύτερα η σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και των αξιών της στέγασης. Ο αντίκτυπος της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής έχει μελετηθεί σε διάφορες καταστάσεις λήψης οικονομικών αποφάσεων (Antonakakis et al., 2015). Το πρόβλημα με τις μελέτες της αβεβαιότητας των πολιτικών και των στεγαστικών αξιών είναι η χρήση διαφορετικών μετρήσεων της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής από τους ερευνητές.

Οι Sweet et al. (2016) υποστήριξαν ότι η αβεβαιότητα πολιτικής είναι δύσκολο να μετρηθεί, καθιστώντας δύσκολο το έργο της ακριβούς ποσοτικοποίησης του αντίκτυπου της αβεβαιότητας της πολιτικής στην οικονομία. Πολλές προηγούμενες μελέτες αντικτύπου πολιτικής μετρούν την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής ως προς τις ημερομηνίες γεγονότων όπως οι εκλογές (Bernhard και Leblang, 2006). Το ενδιαφέρον για την ποσοτικοποίηση του αντίκτυπου της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής στην οικονομία οδήγησε τους οικονομολόγους να ενσωματώσουν ένα νέο μέτρο με τη μορφή κατασκευασμένων δεικτών για τις μελέτες τους. Στη μελέτη τους, οι Cesa et al. (2015) διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής, που μετράται από παγκόσμιες κρίσεις ρευστότητας, και των τιμών των κατοικιών τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες οικονομίες.

Οι Antonakakis et al., (2015) από την άλλη χρησιμοποίησαν έναν δείκτη οικονομικής πολιτικής που αναπτύχθηκε από τους Baker et al. (2012) και βρήκαν ισχυρή επίδραση της καθυστέρησης της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής στις αξίες των

κατοικιών, υποδηλώνοντας μια επίμονη επίδραση της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής πάνω στεγαστικές αξίες με την πάροδο του χρόνου. Οι Schweitzer και Shane (2011) μελέτησαν την επίδραση της αβεβαιότητας των πολιτικών στις προσλήψεις και τις επενδύσεις κεφαλαίων μικρών επιχειρήσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες για την περίοδο 1986-2011.

Οι συγγραφείς βρήκαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις της αβεβαιότητας της πολιτικής στα σχέδια των ιδιοκτητών μικρών επιχειρήσεων να προσλάβουν και να πραγματοποιήσουν κεφαλαιουχικές δαπάνες. Ο Krol (2014) επέκτεινε την εφαρμογή διερευνώντας την επίδραση της γενικής οικονομικής αβεβαιότητας στη μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Για να μελετήσουν καλύτερα τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής, οι Baker et al. (2013) και οι Brogaard και Detzel (2012) κατασκεύασαν δείκτες αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής που μετρούν τη συνεχή εξέλιξη της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής διαχρονικά για τις Ηνωμένες Πολιτείες και άλλες χώρες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4-Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΟ ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4.1 Ανάλυση της αγοράς ακινήτων του Λουξεμβούργου

Η πολύ ταχεία άνοδος των τιμών των οικιστικών ακινήτων (RRE) στο Λουξεμβούργο δικαιολογεί την ανησυχία που υπάρχει εδώ και πολύ καιρό. Σε ονομαστικούς όρους, οι τιμές των οικιστικών ακινήτων στο Λουξεμβούργο αυξήθηκαν κατά μέσο όρο κατά 7,5% από το 2000 και κατά 9,7% την τελευταία πενταετία. Οι αντίστοιχοι ρυθμοί ανάπτυξης για τη ζώνη του ευρώ συνολικά ήταν χαμηλότεροι κατά 3,4% και 4,9%, αντίστοιχα. Οι συνεχιζόμενες αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων και των στεγαστικών δανείων στο Λουξεμβούργο οδήγησαν σε αύξηση του χρέους των νοικοκυριών. Ως αποτέλεσμα, ο λόγος του χρέους των νοικοκυριών προς το διαθέσιμο εισόδημα υπερδιπλασιάστηκε από το 2000 και αυξήθηκε κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες τα τελευταία πέντε χρόνια (Reinesch, 2022).

Αυτή η δυναμική, η οποία εξηγείται κυρίως από διαρθρωτικούς παράγοντες στην αγορά κατοικίας του Λουξεμβούργου, μπορεί επίσης να έχει ενισχυθεί, ιδιαίτερα πιο πρόσφατα, από τα τόσο αναγκαία και αποφασιστικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που ελήφθησαν ως απάντηση στον κορωνοϊό (COVID-19) και που παρέχουν κρίσιμη υποστήριξη στην οικονομία, διατηρώντας ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και ενισχύοντας την τόνωση της νομισματικής πολιτικής που ίσχυε ήδη πριν από την πανδημία. Ωστόσο, ενώ ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων υποστηρίζει τη δανειοληπτική ικανότητα των νοικοκυριών, η διαρθρωτική ανισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης κατοικιών θα είχε παραμείνει αν δεν υπήρχε διευκολυντική νομισματική πολιτική. Αυτή η διαρθρωτική ανισορροπία ασκεί ανοδική πίεση στις τιμές των κατοικιών, συμβάλλοντας έτσι στη συσσώρευση μιας ολόκληρης σειράς οικονομικών, κοινωνικών, δημόσιων οικονομικών και πολιτικών προβλημάτων, καθώς και τρωτών σημείων στην εγχώρια αγορά ακινήτων.

Η συσσώρευση τρωτών σημείων με την πάροδο των ετών οδήγησε το Λουξεμβούργο να κατατάσσεται επί του παρόντος στις χώρες της ζώνης του ευρώ με τους υψηλότερους κινδύνους στην αγορά κατοικίας. Με τις τιμές των ακινήτων στο Λουξεμβούργο να έχουν υποστεί επίμονες αυξήσεις τις τελευταίες δύο δεκαετίες, έχει διαπιστωθεί ότι η πρόσφατη αύξηση των τιμών των κατοικιών ήταν η υψηλότερη

μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Οι τιμές των κατοικιών στο Λουξεμβούργο έφτασαν σε νέο ρεκόρ με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 15,3% το δεύτερο τρίμηνο του 2021. Σύμφωνα με την πρόσφατη αύξηση των τιμών των κατοικιών, φαίνεται επίσης ότι η μέση μέτρηση υπερτίμησης που εκτιμήθηκε από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ESRB) για το Λουξεμβούργο έχει αυξηθεί από το τέταρτο τρίμηνο του 2019 και διαμορφώθηκε στο 51,3% το δεύτερο τρίμηνο του 2021 (Reinesch, 2022).

Παράλληλα με την άνευ προηγουμένου άνοδο των τιμών των κατοικιών από την εμφάνιση της πανδημίας του COVID-19, τα στεγαστικά δάνεια παρέμειναν επίσης ισχυρά. Με μέση ετήσια αύξηση 9,7% από το πρώτο τρίμηνο του 2020, η σημαντική αύξηση της στεγαστικής πίστης οδήγησε σε περαιτέρω αυξήσεις στο ήδη πολύ υψηλό επίπεδο χρέους των νοικοκυριών. Στο Λουξεμβούργο, ο δείκτης που δείχνει την αναλογία του συνολικού χρέους των νοικοκυριών προς το διαθέσιμο εισόδημα εκτιμήθηκε στο 174% το δεύτερο τρίμηνο του 2021, μια από τις υψηλότερες τιμές που σημειώθηκε στη ζώνη του ευρώ. Η θέση του Λουξεμβούργου στις συγκρίσεις μεταξύ των χωρών της ΕΕ υποδηλώνει σημαντικές ευπάθειες στην εθνική αγορά κατοικιών (Reinesch, 2022).

Αυτά τα τρωτά σημεία οφείλονται σε διαρθρωτικούς παράγοντες και σε κάποιο βαθμό έχουν ενισχυθεί στο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων. Ταυτόχρονα, η προσαρμογή της νομισματικής πολιτικής υποστηρίζει την πρόσφατη οικονομική ανάκαμψη και τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, μειώνοντας έτσι εν μέρει τους κινδύνους βραχυπρόθεσμα. Αντίστοιχα, οι εκτιμήσεις της ΕΚΤ για τις τιμές των κατοικιών υποδεικνύουν χαμηλότερους βραχυπρόθεσμους κινδύνους σημαντικής καθοδικής διόρθωσης των τιμών. Οι χαμηλότεροι κίνδυνοι βραχυπρόθεσμα δεν θα πρέπει να ερμηνεύονται εσφαλμένα ως βελτίωση του συνολικού επιπέδου ευπάθειας, επειδή οι καθοδικοί κίνδυνοι παραμένουν αυξημένοι και είναι πιθανό να συνεχίσουν να αυξάνονται μεσοπρόθεσμα.

Οι εξελίξεις στις τιμές των οικιστικών ακινήτων διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Όχι μόνο ο ρυθμός αύξησης των τιμών των ακινήτων διαφέρει σημαντικά μεταξύ των χωρών, αλλά και οι εκτιμήσεις αποτίμησης δείχνουν πολύ διαφορετικούς βαθμούς υπερ/υποτίμησης μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Η ετερογένεια στις εξελίξεις των τιμών των κατοικιών υποδηλώνει ότι η διευκολυντική

ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ δεν είναι ο κύριος μοχλός της δυναμικής των τιμών των κατοικιών στη ζώνη του ευρώ. Εάν η νομισματική πολιτική ήταν ο βασικός καθοριστικός παράγοντας των τιμών των κατοικιών, θα περίμενε κανείς ένα πιο ομοιόμορφο πρότυπο αύξησης των τιμών και εκτιμήσεων αποτίμησης μεταξύ των χωρών (Reinesch, 2022).

Επιπλέον, παρά τη διευκολυντική νομισματική πολιτική που ασκήθηκε επί σειρά ετών, έως το τέταρτο τρίμηνο του 2019, το μέσο μέτρο υπερτίμησης της ΕΚΤ ήταν αρνητικό σε εννέα χώρες της ζώνης του ευρώ. Το Λουξεμβούργο ξεχωρίζει ως ακραίο στοιχείο όπως αποδεικνύεται από τους δείκτες αύξησης των τιμών και αποτίμησης, και φαίνεται ότι η ενιαία νομισματική πολιτική δεν είναι η βασική αιτία της τρέχουσας αύξησης των τιμών των κατοικιών στη χώρα, πολύ περισσότερο επειδή τα νοικοκυριά του Λουξεμβούργου αντιμετώπισαν γρήγορες αυξήσεις σε τιμές κατοικιών ήδη πολύ πριν τα επιτόκια γίνουν αρνητικά και πριν από την έναρξη μεγάλων αγορών περιουσιακών στοιχείων στη ζώνη του ευρώ.

Ενώ το παρατεταμένο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων διευκολύνει την ανάληψη χρέους από τα νοικοκυριά, έχει επίσης λειτουργήσει ως ελαφρυντικός παράγοντας για να βοηθήσει στη συγκράτηση του χρέους τόσο σε ονομαστικούς όσο και σε πραγματικούς όρους των νοικοκυριών με στεγαστικά δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου, τουλάχιστον στο βραχυπρόθεσμο όρος. Επομένως, ενώ η ευαισθησία των τιμών των κατοικιών στο επίπεδο των επιτοκίων δεν μπορεί να αποκλειστεί, οι επιπτώσεις στο κόστος χρηματοδότησης που σχετίζονται με το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων αναμένεται να είναι ευνοϊκές σε σύγκριση με διαρθρωτικούς παράγοντες.

Είναι κυρίως διαρθρωτικοί παράγοντες που έχουν ασκήσει σημαντικό αντίκτυπο στη δυναμική των τιμών των κατοικιών στο Λουξεμβούργο τις τελευταίες δύο δεκαετίες, ιδίως περιορίζοντας την προσφορά κατοικιών και καταλήγοντας σε οξεία έλλειψη στέγης. Μεταξύ της χρονικής περιόδου 2001 και 2018, ενώ ο πληθυσμός αυξήθηκε κατά σχεδόν 175.000, ο αριθμός των κατοικιών που κατασκευάστηκαν ήταν περίπου 53.000. Σε ένα περιβάλλον όπου η προσφορά κατοικιών είναι περιορισμένη, διάφορα μέτρα πολιτικής που εστιάζονταν στην ενίσχυση της ζήτησης για ακίνητα έτειναν να τροφοδοτούν τις τιμές των οικοπέδων και των κατοικιών και στη συνέχεια, από οικονομική άποψη, είχαν αρνητικό αποτέλεσμα διανομής (Reinesch, 2022).

Οι αναλύσεις των τιμών των οικιστικών ακινήτων που διενεργήθηκαν τόσο από την ΕΚΤ όσο και από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου υποδηλώνουν επίσης ότι οι διαρθρωτικοί παράγοντες είχαν σημαντική επίδραση στην υπερτίμηση των τιμών των κατοικιών μετά τον έλεγχο των εγχώριων οικονομικών μεγεθών. Λαμβάνοντας υπόψη τους στατιστικούς δείκτες και τα αποτελέσματα που βασίζονται σε μοντέλα, η μέση μέτρηση υπερτίμησης για το Λουξεμβούργο υπολογίστηκε σε 51,3% το δεύτερο τρίμηνο του 2021, η υψηλότερη τιμή στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχει κάποιου βαθμού αβεβαιότητας γύρω από τις εκτιμήσεις υπερτίμησης. Καθώς τα αποτελέσματα ενδέχεται να επηρεάζονται από τις προδιαγραφές του μοντέλου και την αβεβαιότητα των παραμέτρων, τα μέτρα υπερτίμησης θα πρέπει να γίνονται κατανοητά έναντι τέτοιων προειδοποιήσεων του μοντέλου (Reinesch, 2022).

Η επιμονή στην αύξηση των τιμών των κατοικιών σε τόσο υψηλούς ρυθμούς όπως αυτοί που παρατηρούνται στο Λουξεμβούργο είναι μη βιώσιμη και θέτει πραγματικές προκλήσεις για την εγχώρια οικονομία και τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής. Σύμφωνα με την πρόσφατη έκθεση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου για τα τρωτά σημεία των τιμών των οικιστικών ακινήτων στην ΕΕ, και παρά τα μέτρα που έχουν ήδη εφαρμοστεί στο Λουξεμβούργο, οι υψηλοί κίνδυνοι υποδηλώνουν την ανάγκη για ένα περιεκτικό και συντονισμένο πακέτο δράσης πολιτικής, καθώς καμία ενιαία επιλογή πολιτικής δεν επαρκεί για την αντιμετώπιση των διαφορετικών οικονομικών, κοινωνικών, δημοσιονομικών και μακροπροληπτικών προκλήσεων που είναι εγγενείς στους κινδύνους.

Οι δομικοί παράγοντες έχουν παίξει εξέχοντα ρόλο, καθώς η ζήτηση για κατοικίες έχει ξεπεράσει την προσφορά για παρατεταμένη περίοδο, με αποτέλεσμα μια επίμονη δομική ανισορροπία. Το υψηλό επίπεδο του χρέους των νοικοκυριών αποτελεί σημαντικό κίνδυνο για την πραγματική οικονομία, ιδίως στο πλαίσιο των δυσμενών επιπτώσεων της πανδημίας του κορωνοϊού στο εισόδημα και την απασχόληση. Όπως τονίστηκε προηγουμένως, μια αποτελεσματική αντιμετώπιση θα απαιτήσει συντονισμένη πολιτική δράση (Reinesch, 2022). Σε ένα πλαίσιο ισχυρής ζήτησης κατοικιών, η αύξηση της προσφοράς οικοδομήσιμης γης και κατοικιών, συμπεριλαμβανομένων των κοινωνικών και οικονομικά προσιτών κατοικιών, και η διασφάλιση ενός ανταγωνιστικού κατασκευαστικού τομέα θα συμβάλει στην άμβλυνση

των περιορισμών της αγοράς και της έλλειψης οικοπέδων και κατοικιών μεσοπρόθεσμα.

Είναι επίσης καίριας σημασίας για τη διασφάλιση της πρόσβασης στην ιδιοκτησία κατοικίας για τον πληθυσμό γενικότερα και για την αποφυγή διαίρεσης του πληθυσμού σε «εσωτερικούς» και «εκτός». Η αναθεώρηση της πολιτικής χωροταξικού σχεδιασμού θα επέτρεπε μια πιο αποτελεσματική χρήση γης σε όλη την επικράτεια (η τιμή της οικοδομήσιμης γης είναι βασικό κόστος). Η βελτίωση της φορολογικής πολιτικής για κενή γη και μη κατειλημμένες κατοικίες - εστιάζοντας στη μεγιστοποίηση των επιπτώσεων καθοδήγησης και κινήτρων αντί των φορολογικών εσόδων - θα αποθάρρυνε τη συσσώρευση γης και θα δημιουργούσε κίνητρα για την αύξηση της οικιστικής ανάπτυξης (PwC, 2021).

Τέτοιες συντονισμένες ενέργειες πολιτικής που ευνοούν την προσφορά οικοδομήσιμων κατοικιών είναι κρίσιμες για τον περιορισμό των διαρθρωτικών παραγόντων που οδήγησαν και οδηγούν τα οικονομικά, κοινωνικά, δημόσια οικονομικά και πολιτικά προβλήματα, καθώς και τις ευπάθειες στέγασης στο Λουξεμβούργο. Επιπλέον, τα μέτρα που στοχεύουν στην ευθυγράμμιση της προσφοράς και της ζήτησης κατοικιών πρέπει να αποτελούν μέρος μιας ευρύτερης στρατηγικής πολιτικής υποδομών σε εθνικό, περιφερειακό και τοπικό επίπεδο (συμπεριλαμβανομένης της εκπαίδευσης και των μεταφορών), λαμβάνοντας επίσης υπόψη παράγοντες που σχετίζονται με την οικονομική και περιβαλλοντική βιωσιμότητα.

4.2 Χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων του Λουξεμβούργου

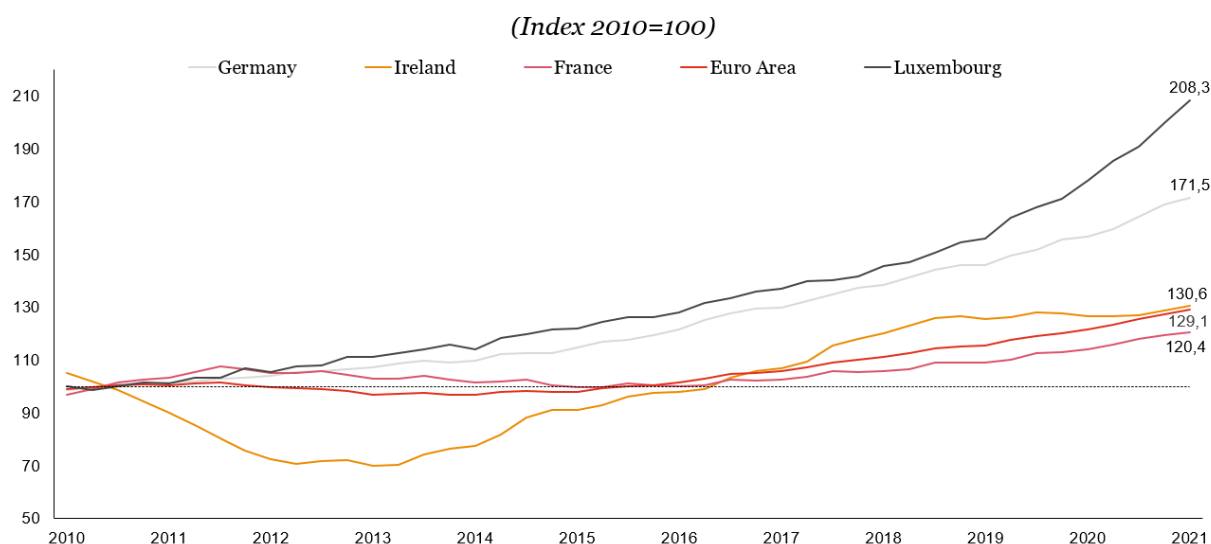
Ανεπαρκής προσφορά ακινήτων σε σύγκριση με τη ζήτηση

Η αγορά ακινήτων του Λουξεμβούργου χαρακτηρίζεται σαφώς από ανεπάρκεια προσφοράς σε σύγκριση με τη ζήτηση. Ακόμα κι αν τα τελευταία χρόνια έχουν εμφανιστεί νέες συνοικίες και οι δήμοι κινούνται προς την απελευθέρωση οικοδομής, οι νέες κατασκευές δεν επαρκούν για να ικανοποιήσουν τους υποψήφιους αγοραστές. Παρά τη συνεχιζόμενη κατασκευή πολυκατοικιών και μονοκατοικιών, η προσφορά εξακολουθεί να μην επαρκεί για να καλύψει την εισροή ζήτησης. Οι μελέτες δείχνουν σημαντική αύξηση του πληθυσμού τις επόμενες δεκαετίες. Αυτό δεν υποδηλώνει ότι οι τιμές θα μειωθούν, ειδικά επειδή η οικονομική ανάπτυξη είναι ακόμα ισχυρή (PwC, 2021).

✚ Οι τιμές των κατοικιών αυξάνονται συνεχώς

Κάθε τρίμηνο να σημειώνει συνεχόμενη ανάπτυξη από το 2010, όπως αποδεικνύεται από τον δείκτη τιμών κατοικιών. Αυτό είναι ένα αρκετά μοναδικό φαινόμενο καθώς αυτή η ανοδική τάση διαρκεί για περισσότερα από 10 χρόνια τώρα. Ενώ το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), στο τελευταίο του Παγκόσμιο Παρατηρητήριο Στέγασης, επισημαίνει την αύξηση της παγκόσμιας τιμής των κατοικιών μετά τον κορωνοϊό, στο Λουξεμβούργο, η παρατηρούμενη αύξηση το 2020 αποτελεί μέρος ενός μακροπρόθεσμου φαινομένου (PwC, 2021).

Γράφημα 4.1-Ονομαστικές τιμές κατοικιών στο Λουξεμβούργο



Πηγή-PwC, 2021

✚ Ρυθμός ανάπτυξης

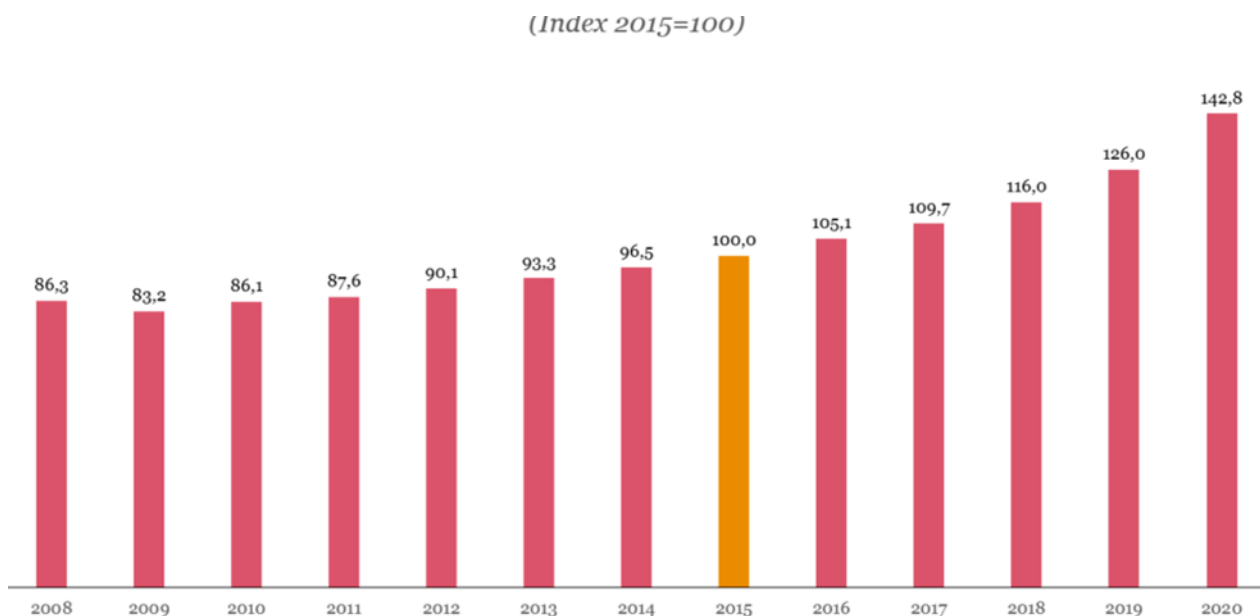
Ο αυξανόμενος ρυθμός ανάπτυξης είναι επίσης μοναδικός για την αγορά κατοικίας του Λουξεμβούργου, με τις τιμές να αυξάνονται με ετήσιο ρυθμό ίσο με 9,6% μεταξύ της χρονικής περιόδου 2015 και 2020, πολύ πάνω από τον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ (4,8%) και από αυτόν των δυναμικών χωρών, όπως η Γερμανία (7,2 %) και η Ιρλανδία (5,7%) ή η Γαλλία (3,6%). Με το ποσοστό ιδιοκτησίας να αγγίζει το 70,9%, ένα σημαντικό ποσοστό του πληθυσμού έχει επωφεληθεί από τη σημαντική επίδραση του

πλούτου, γεγονός που εξηγεί σε μεγάλο βαθμό γιατί ο οικονομικός πλούτος του Λουξεμβούργου συνδέεται κυρίως με την αγορά ακινήτων (PwC, 2021).

Υψηλές τιμές αγοράς ακινήτων

Σύμφωνα με τον Οικονομικό Οργανισμό Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) οι υψηλές τιμές των κατοικιών στο Λουξεμβούργο έχουν αυξηθεί περισσότερο από τα ενοίκια. Η αναλογία αυτή έχει αυξηθεί δραστικά τα τελευταία χρόνια και, για άλλη μια φορά, ξεπερνά τις περισσότερες άλλες χώρες της ΕΕ. Ο υπολογισμός της εξέλιξης των ενοικίων μπορεί να αμφισβητηθεί καθώς ο δείκτης τείνει να υποβαθμίζει την εξέλιξη των ενοικίων στο Λουξεμβούργο, ειδικά των μικρών νεόδμητων διαμερισμάτων στην πόλη του Λουξεμβούργου με καλύτερες βαθμολογίες ενέργειας. Ωστόσο, για τους νέους υπαλλήλους και τους νεοφερμένους η εύρεση ενός χώρου για ενοικίαση παραμένει μια εναλλακτική πιο προσιτή επιλογή ιδίως με την ανάπτυξη κοινόχρηστων διαμερισμάτων από την αγορά ενός διαμερίσματος, του οποίου η απόκτηση υποβάλλεται τώρα σε αναλογία δανείου προς αξία 80% / 90% (PwC, 2021).

Γράφημα 4.2-Ονομαστικές τιμές κατοικίας / τιμές ενοικίου στο Λουξεμβούργο



Πηγή-PwC, 2021

Η άνοδος των τιμών των κατοικιών, η οποία παρατηρούνταν στο παρελθόν μόνο στην περιοχή της πρωτεύουσας, έχει τώρα αρχίσει να εξαπλώνεται στις γύρω γειτονιές και πόλεις. Ενώ υπήρχε άμεση σχέση μεταξύ των τιμών των κατοικιών και της απόστασης από την πρωτεύουσα, αυτός ο παράγοντας χάνει τη σημασία του. Το φαινόμενο της μετακίνησης από τη μεγάλη πόλη στα προάστια δεν είναι καινούργιο, ωστόσο, δεδομένου του μικρού μεγέθους του Λουξεμβούργου και του περιορισμένου αριθμού πόλεων, οι κάτοικοι του Λουξεμβούργου στριμώχνονται, αναγκασμένοι να ψάξουν πέρα από τα σύνορα για φθηνότερη στέγαση (PwC, 2021).

4.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση στην αγορά ακινήτων του Λουξεμβούργου

Τον Σεπτέμβριο του 2022, η ζητούμενη τιμή για το ακίνητο προς πώληση ήταν η υψηλότερη στην περιοχή του κέντρου, με 10,923 € ανά τετραγωνικό μέτρο. Αντίθετα, για ακίνητο προς πώληση στην περιοχή του Βορρά, ζητούνται μόνο 6,017 € ανά τετραγωνικό μέτρο, που είναι η χαμηλότερη αξία σε όλο το Λουξεμβούργο. Τον ίδιο μήνα, η ζητούμενη τιμή για ενοικίαση ακινήτων ήταν η υψηλότερη στην περιοχή του κέντρου, με 26,50 € το μήνα ανά τετραγωνικό μέτρο. Αντίθετα, οι χαμηλότερες μέσες τιμές ζητήθηκαν στην περιοχή του Βορρά, με μόνο 16,50 € το μήνα ανά τετραγωνικό μέτρο, τη χαμηλότερη τιμή σε εθνικό επίπεδο. Έχοντας αυτά τα στοιχεία κατά νου, μπορεί κανείς να βρει έκπληξη το γεγονός ότι το Λουξεμβούργο δεν συμπεριλήφθηκε στον πρόσφατα δημοσιευμένο δείκτη φούσκας ακινήτων της UBS και ότι σε μεγάλο βαθμό, επιβεβαιώνεται η ευρωστία της αγοράς ακινήτων (PwC, 2021).

Στην πραγματικότητα, η προβλεπόμενη αύξηση των τιμών των κατοικιών παρέμεινε ισχυρή για το 2021 (+9%) και το 2022 (+5%), λόγω των θεμελιωδών μεγεθών που εξηγούν σε μεγάλο βαθμό τη δυναμική των τιμών. Πράγματι, η ζήτηση παραμένει ισχυρή ενώ η προσφορά ήταν σχετικά ανελαστική, επομένως αδυνατεί να ανταποκριθεί σε αυτήν. Λαμβάνοντας υπόψη ότι η στέγαση είναι μια κοινωνική ανάγκη και όχι μόνο ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο, θα ήταν ενδιαφέρον να προσδιοριστεί η μέγιστη τιμή στέγασης που μπορεί να επιτευχθεί εάν η προσφορά δεν ανταποκρίνεται στη ζήτηση. Υπό αυτή την έννοια, πρέπει να διερευνηθούν οι υποκείμενοι παράγοντες που διατηρούν τη ζήτηση σε υψηλά επίπεδα εν μέσω ανόδου των τιμών (PwC, 2021).

- **Δημογραφική πίεση**

Το Λουξεμβούργο βιώνει εξαιρετική δημογραφική πίεση. Ενώ κατά μέσο όρο, ο πληθυσμός της ΕΕ αυξήθηκε κατά περίπου 0,2% από έτος σε έτος τα τελευταία 10 χρόνια, ο πληθυσμός του Λουξεμβούργου αυξήθηκε κατά 2,4% ετησίως για την ίδια περίοδο. Σε απόλυτους αριθμούς, μέσα σε εννέα χρόνια, η χώρα έχει υποδεχτεί περίπου 100.000 κατοίκους, αριθμό ισοδύναμο με την προσθήκη μιας δεύτερης πόλης του Λουξεμβούργου. Δεδομένου του σχετικά μικρού μεγέθους των νοικοκυριών στο Λουξεμβούργο ειδικά όταν πρόκειται για νεοφερμένους, αυτό αντιπροσωπεύει ένα απίστευτο ποσό στεγαστικών αναγκών που δεν έχουν ακόμη καλυφθεί (PwC, 2021).

- **Αγοραστική δύναμη**

Η ζήτηση υποστηρίζεται επίσης από την υψηλή αγοραστική δύναμη. Στην πραγματικότητα, οι περισσότεροι άνθρωποι εξακολουθούν να μπορούν να αντέξουν οικονομικά αυτές τις τιμές κατοικιών καθώς επωφελούνται από το ιδιαίτερα υψηλό βιοτικό επίπεδο, με το μέσο διαθέσιμο εισόδημα για ένα νοικοκυριό στο Λουξεμβούργο να είναι 6.475 € το 2019. Περαιτέρω στοιχεία είναι ότι το 39% του ετήσιου διαθέσιμου εισοδήματος αφιερώνεται στην αποπληρωμή δανείου. Μια πολύ βασική προσομοίωση συνεπάγεται ότι σε μηνιαία βάση, από τη στιγμή που καταβάλλεται η εξόφληση, κάθε νοικοκυριό έχει ακόμα περισσότερα από 3.900 ευρώ στη διάθεσή του. Η τρέχουσα δυναμική της απασχόλησης στον τομέα των υπηρεσιών, ιδίως στον χρηματοπιστωτικό τομέα, αναμένεται να συνεχίσει να τροφοδοτεί αυτή τη δημογραφική ανάπτυξη και το υψηλό βιοτικό επίπεδο (PwC, 2021).

- **Χαμηλά επιτόκια**

Η ζήτηση ωθήθηκε από ιστορικά χαμηλά επιτόκια. Επί του παρόντος, το μέσο επιτόκιο δανείου ακινήτων στο Λουξεμβούργο είναι 1,28% για μεταβλητό επιτόκιο και 1,38% για το σταθερό επιτόκιο από τον Αύγουστο του 2021, με υψηλό μερίδιο σταθερών επιτοκίων για στεγαστικά δάνεια. Σε αυτό το πλαίσιο, οι άνθρωποι ξόδεψαν λιγότερα για αποπληρωμή τόκων, πράγμα που σημαίνει ότι μπορούν να αντέξουν οικονομικά να δανειστούν περισσότερο. Μέσα σε αυτό το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, η δανειακή ικανότητα ενός νοικοκυριού έχει αυξηθεί κατά σχεδόν 60% (PwC, 2021).

- **Δημοσιονομική πολιτική**

Τελευταίο αλλά εξίσου σημαντικό, η φορολογική μεταχείριση ευνοεί την απόκτηση κατοικιών με χαμηλό επίπεδο φόρων επί των ακινήτων και τη δυνατότητα οι αγοραστές να τυγχάνουν ευνοϊκής φορολογικής μεταχείρισης. Αντίθετα, υπάρχουν νομικοί περιορισμοί στα επίπεδα ενοικίων, καθιστώντας τα λιγότερο ελαστικά στη ζήτηση.

4.4 Ανάλυση της ελληνικής αγοράς ακινήτων

Τα στοιχεία για τις τιμές των κατοικιών είναι διαθέσιμα στην Ελλάδα μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Από ιστορική άποψη, η μακροπρόθεσμη τάση της κατασκευαστικής δραστηριότητας και των τιμών των κατοικιών στην Ελλάδα κυριαρχούνταν από δημογραφικούς, κοινωνικούς και οικονομικούς παράγοντες. Πιο συγκεκριμένα, η μεταπολεμική έξοδος της υπαίθρου ενέτεινε την οικοδομική δραστηριότητα σε αστικές περιοχές, ενώ το baby boom στη δεκαετία του '60 και η φθίνουσα αναλογία γονιμότητας κατά τις τελευταίες τρεις δεκαετίες του 20ου αιώνα μπορεί να έχει (Mankiw και Weil, 1989) μια σχεδόν εικοσαετή καθυστέρηση στη ζήτηση και τις τιμές των νέων κατοικιών.

Οι μεταναστευτικές εκροές, κυρίως προς τη Βόρεια Ευρώπη τη δεκαετία του '60 και οι μεταναστευτικές εισροές από τα Βαλκάνια και τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης στη δεκαετία του '90 είχαν, κατά πάσα πιθανότητα, άμεσο, αλλά βραχυπρόθεσμο αντίκτυπο, αντίστοιχα. Από κοινωνιολογική άποψη, η αγορά ιδιοκατοίκησης στις αστικές περιοχές της Ελλάδας σηματοδότησε μια άνοδο της κοινωνικοοικονομικής κατάστασης, διευκολύνοντας τη μετακίνηση από τις κατώτερες κοινωνικές τάξεις προς τη μεσαία τάξη (Burgel, 1976, Patatouka, 2015). Τέλος, από οικονομική άποψη, η αγορά ενός σπιτιού θεωρήθηκε εκτενώς ως ένα είδος αποταμίευσης, παρά ως επένδυση, που προστατεύει τον πλούτο από ένα αδύναμο και επιρρεπές στον πληθωρισμό νόμισμα.

Ως αποτέλεσμα, η ιδιοκτησία αντιπροσωπεύει ένα μεγάλο μέρος του πλούτου των νοικοκυριών στην Ελλάδα, η οποία έχει σχετικά υψηλότερο ποσοστό ιδιοκτησίας σπιτιού σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες με την πάροδο του χρόνου. Πριν από τα μέσα της δεκαετίας του '90, δύο μέθοδοι παροχής στέγης επικρατούσαν συμπληρωματικά στην ελληνική αγορά ακινήτων, τα οικιστικά διαμερίσματα και τα ιδιόκτητα διαμερίσματα (Patatouka, 2015). Και οι δύο μέθοδοι χαρακτηρίστηκαν από την απουσία συμμετοχής τραπεζικού δανεισμού στη χρηματοδότηση αγορών κατοικιών, οι οποίες χρηματοδοτήθηκαν είτε με μετρητά, συσσωρευμένα μέσω

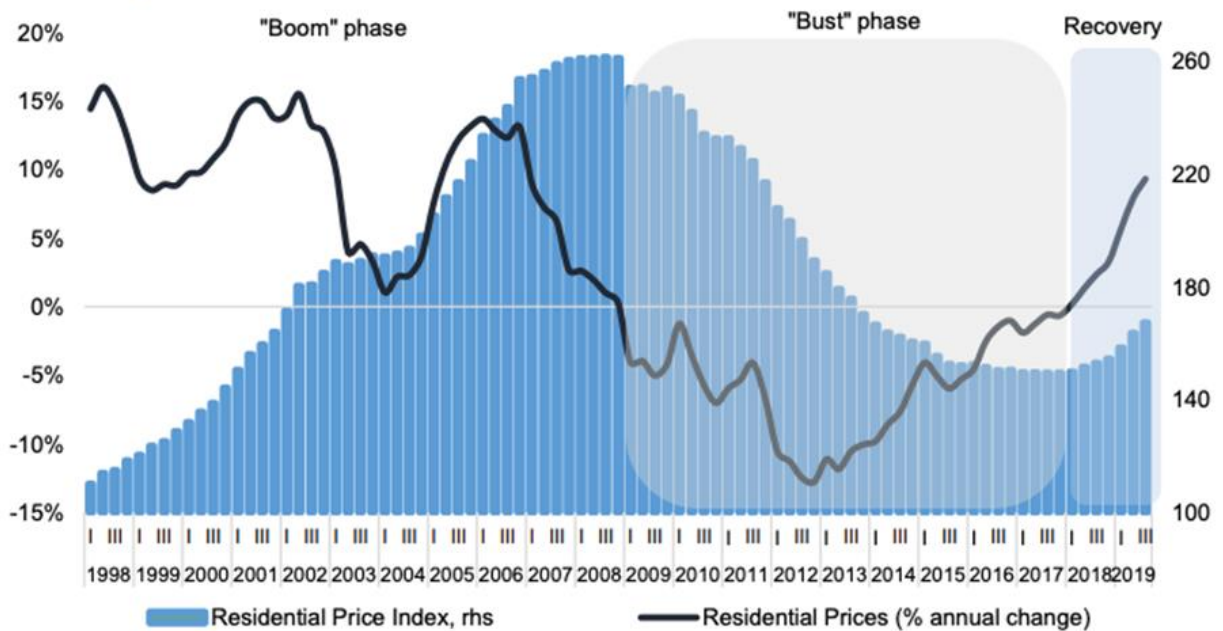
αποταμιεύσεων ή οικογενειακών κληροδοτημάτων, είτε μέσω συμβάσεων πώλησης μεταξύ ιδιοκτητών ακινήτων και κατασκευαστών (Brissimis και Vlassopoulos, 2009).

Αντίθετα, μετά την οικονομική απελευθέρωση του 1994, επετράπη και στις εμπορικές τράπεζες να παρέχουν στεγαστικά δάνεια, τα οποία μέχρι τότε διενεργούνταν μόνο από ειδικά πιστωτικά ιδρύματα. Αυτή η πιστωτική απελευθέρωση συνεπαγόταν σημαντικά κέρδη ρευστότητας για τα νοικοκυριά, μειώνοντας τους περιορισμούς δανεισμού τους. Η τάση αυτή εντάθηκε, ιδιαίτερα μετά την ένταξη της χώρας στην Ευρωζώνη το 2001, συνοδευόμενη από τα χαμηλά επιτόκια, που κατέστησαν τον τραπεζικό τομέα την κύρια πηγή χρηματοδότησης για την αγορά κατοικιών από τα νοικοκυριά. Από το 2019, η ελληνική αγορά οικιστικών ακινήτων έχει σαφώς επανέλθει σε ανοδική πορεία.

Η δυναμική ανάκαμψης των τιμών των κατοικιών επιταχύνθηκε περαιτέρω τους πρώτους εννέα μήνες του 2019, με τις τιμές των κατοικιών να αυξάνονται κατά 7,4% σε ετήσια βάση, δημιουργώντας κέρδη μετοχικού κεφαλαίου για τους επενδυτές μετά την κρίση και αντισταθμίζοντας ένα μικρό μέρος των υπερβολικών ζημιών που σημειώθηκαν κατά την προηγούμενη δεκαετία. Η ανάλυση του δείκτη ανά περιοχή αποκαλύπτει ότι οι τιμές των κατοικιών στην Αθήνα πρωτοστατούν στην τρέχουσα ανάκαμψη, σημειώνοντας αύξηση κατά 10,3% σε ετήσια βάση τους πρώτους εννέα μήνες του 2019, λόγω της ταχείας επέκτασης της αγοράς βραχυπρόθεσμων ενοικίων μέσω του οικονομία διαμοιρασμού σπιτιού και του προγράμματος Golden Visa (Karopoulos et al., 2020).

Επιπλέον, οι επενδύσεις σε κατοικίες παρουσίασαν ανοδική πορεία για πρώτη φορά το 2018 μετά από σχεδόν μια δεκαετία διαδοχικών μειώσεων, παράλληλα με την αξιοσημείωτη αύξηση των καθαρών εισροών κεφαλαίων από το εξωτερικό για αγορές ακινήτων στην Ελλάδα. Η καλύτερη κατανόηση της τρέχουσας πορείας ανάκαμψης της αγοράς και της μελλοντικής της κατεύθυνσης προϋποθέτει ορισμένα εμπειρικά συμπεράσματα από τους ιστορικούς μηχανισμούς της αγοράς καθώς και τις νέες τεχνολογικές και πολιτικές προκλήσεις. Ειδικότερα, η αξιολόγηση της σχέσης μεταξύ μακροοικονομικών συνθηκών και αγοράς ακινήτων στην πρόσφατη ιστορική προοπτική μπορεί να ξεκινήσει με τη διαίρεση του χρονικού διαστήματος των διαθέσιμων σειρών τιμών κατοικίας σε τρεις κύριες φάσεις, έκρηξη, κατάρρευση και ανάκαμψη, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα που ακολουθεί (Karopoulos et al., 2020).

Γράφημα 4.3-Τιμές ακινήτων στην Ελλάδα



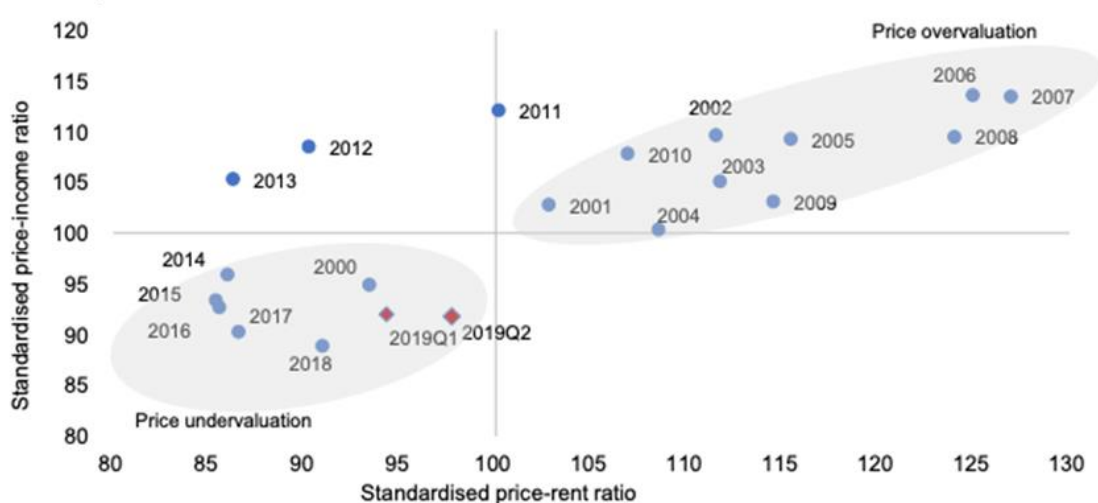
Πηγή-Καροπουλος et al., 2020

Η παραπάνω μέση αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας της ΕΕ κατά τις δεκαετίες του '90 και του '00, μαζί με τη χρηματοοικονομική απελευθέρωση και την υιοθέτηση του ευρώ που κατέστησαν βολικό τον δανεισμό για την αγορά κατοικίας οδήγησαν σε έντονη άνοδο της ζήτησης κατοικιών. Δεδομένου ότι η προσφορά χρειάζεται μεγάλο χρονικό διάστημα για να καλύψει τη ζήτηση, οι τιμές των ακινήτων συνέχισαν να αυξάνονται δραματικά. Η φάση της άνθησης σταμάτησε με την παγκόσμια οικονομική κατάρρευση. Κατά τη φάση κατάρρευσης του κύκλου των τιμών των ακινήτων, ο δείκτης τιμών κατοικιών μειώθηκε σωρευτικά κατά 42,4% από την κορύφωσή του το τρίτο τρίμηνο του 2008 έως το κατώτατο σημείο το τρίτο τρίμηνο του 2017.

Ωστόσο, από το τέταρτο τρίμηνο του 2017 και μετά, η ελληνική αγορά κατοικίας παρουσιάζει σημάδια ανάκαμψης, με τις τιμές των κατοικιών να αυξάνονται σωρευτικά κατά 11,5% έως το τρίτο τρίμηνο του 2019, αντισταθμίζοντας ένα μικρό μέρος των μεγάλων απωλειών που σημειώθηκαν κατά την ύφεση. Κατά την τρίτη φάση, η παρατηρούμενη ανάκαμψη στην ελληνική αγορά κατοικιών συμβαδίζει με την ήπια ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, με το πραγματικό ΑΕΠ να καταγράφει θετικούς ετήσιους ρυθμούς ανάπτυξης για δέκα συνεχόμενα τρίμηνα.

Αν και οι κύκλοι των τιμών των επιχειρήσεων και των κατοικιών βρίσκονται τώρα σε φάση ανόδου, η αύξηση των στεγαστικών δανείων παραμένει αρνητική, αν και σχετικά σταθερή. Συνεπώς, αν και την περίοδο πριν από την οικονομική κρίση, η αύξηση των στεγαστικών δανείων υποστήριξε την ισχυρή επέκταση του κύκλου των τιμών των κατοικιών, η πρόσφατη δυναμική ανάκαμψης μπορεί να χαρακτηριστεί γενικά ως χωρίς πίστωση. Η έντονη ανοδική δυναμική που επικρατεί στην παρούσα φάση του κύκλου των τιμών των κατοικιών συνεπάγεται σημαντικά κέρδη για την ελληνική οικονομία.

Γράφημα 4.4-Διακυμάνσεις στον δείκτη τιμή προς ενοικίαση στην Ελλάδα



Πηγή-Καρπουλος et al., 2020

Πρώτον, οι αυξανόμενες τιμές των κατοικιών βελτιώνουν την αξία των εξασφαλίσεων και την κεφαλαιακή θέση των τραπεζών μέσω της αύξησης της αξίας των δικών τους ακινήτων ή/και της θετικής τους επίδρασης στα μη εξυπηρετούμενα χαρτοφυλάκια. Δεύτερον, υπάρχουν σημαντικά κέρδη για τον πλούτο των νοικοκυριών, λαμβάνοντας υπόψη το υψηλό ποσοστό ιδιοκτησίας στην Ελλάδα. Έτσι, σύμφωνα με το πλαίσιο του κύκλου ζωής, οι υψηλότερες τιμές των ακινήτων διεγείρουν την οικονομική δραστηριότητα μέσω των επιπτώσεων του πλούτου, ενισχύοντας τις επενδύσεις και την ιδιωτική κατανάλωση (Aladangady, 2017).

Από το 2001 έως το 2010, παρατηρούνται ενδείξεις υπερτίμησης των κατοικιών, καθώς τόσο οι λόγοι τιμής προς ενοικίαση όσο και τιμής προς εισόδημα απέκλιναν θετικά από τις μακροπρόθεσμες μέσες αξίες τους. Στην κορύφωση του κύκλου, ο τυποποιημένος λόγος τιμής προς εισόδημα αυξήθηκε σχεδόν στο 113,6, ενώ, ταυτόχρονα, ο

τυποποιημένος λόγος τιμής προς ενοικίαση έφτασε σχεδόν στο 126,9. Ωστόσο, από την έναρξη της οικονομικής κρίσης και της συνακόλουθης οικονομικής ύφεσης, οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να προσαρμόζονται προς τα κάτω και, από το 2014 και μετά, και οι δύο δείκτες ήταν κάτω από τις μακροπρόθεσμες μέσες αξίες τους, παρέχοντας σημάδια υποτίμησης στην αγορά κατοικίας. Ωστόσο, μια ανοδική τροχιά είναι εμφανής από το 2017 και για τους δύο δείκτες, υποδηλώνοντας μια πιθανή αντιστροφή προς τους μακροπρόθεσμους μέσους όρους τους, μειώνοντας το χάσμα μεταξύ των πραγματικών και των θεμελιωδών αναλογιών τιμής προς εισόδημα και τιμής προς ενοικίαση.

4.5 Η επίδραση της οικονομίας διαμοιρασμού στην ελληνική αγορά ακινήτων

Γενικά, η οικονομία διαμοιρασμού ή αγορά peer-to-peer είναι μια διαδικτυακή αγορά που διευκολύνει την αντιστοίχιση μεταξύ αιτητών και προμηθευτών διαφόρων αγαθών και υπηρεσιών βελτιώνοντας την οικονομική αποτελεσματικότητα και μειώνοντας τις τριβές που προκαλούν την υποχρησιμοποίηση της χωρητικότητας (Barron et al., 2017, Einav et al., 2016). Η αξιοσημείωτη επέκταση αυτών των πλατφορμών έχει διευκολυνθεί από σημαντικές τεχνολογικές και ψηφιακές καινοτομίες. Οι κύριοι ψηφιακοί καθοριστικοί παράγοντες της οικονομίας του διαμοιρασμού είναι η καταναλωτοποίηση των ψηφιακών τεχνολογιών, πράγμα που σημαίνει ότι τα πρωτοποριακά ψηφιακά προϊόντα αναπτύσσονται για να λάβουν υπόψη πρώτα τις ανάγκες των καταναλωτών και στη συνέχεια τις ανάγκες των επιχειρήσεων και των κυβερνήσεων, και η ψηφιοποίηση της αμοιβαίας εμπιστοσύνης, που αναφέρεται στην ικανότητα των καταναλωτών να εμπιστευονται άγνωστα άτομα μέσω της χρήσης διαφόρων δομών που παρέχουν αξιόπιστες ψηφιακές πληροφορίες (Sundararajan, 2016).

Οι πλατφόρμες διαμοιρασμού κατοικιών, όπως η Airbnb και η Homeaway, αφορούν κυρίως τις βραχυχρόνιες ενοικιάσεις, σε αντίθεση με την παράδοση των μακροχρόνιων μισθώσεων που επικρατούσε στην ελληνική αγορά ακινήτων τις προηγούμενες δεκαετίες. Έτσι, η ύπαρξή τους επιτρέπει τη μετάβαση από τις μακροχρόνιες ενοικιάσεις, που απευθύνονται κυρίως σε κατοίκους, στις βραχυχρόνιες μισθώσεις, οι οποίες απευθύνονται κυρίως σε μη κατοίκους και τουρίστες (Barron et al., 2017). Η οικονομία της κοινής χρήσης κατοικίας παρουσιάζει μια ταχεία επέκταση και διεύρυνση

στην παγκόσμια παραδοσιακή οικονομία, που διευκολύνεται από την αξιοσημείωτη επέκταση των ψηφιακών πλατφορμών και των τεχνολογικών καινοτομιών.

Στην Ελλάδα, είναι αξιοσημείωτη η ανάπτυξη των βραχυχρόνιων μισθώσεων μέσω της οικονομίας του διαμοιρασμού κατοικιών. Σύμφωνα με το ΚΕΠΕ (2018), μέχρι το τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2018, υπήρχαν 126 χιλιάδες βραχυχρόνιες ενοικιάσεις στην πλατφόρμα Airbnb πανελλαδικά σε σύγκριση με την σχεδόν μηδενική δραστηριότητα το 2010. Οι κύριοι παράγοντες που συμβάλλουν σε αυτή την εκρηκτική ανάπτυξη της οικονομίας διαμοιρασμού κατοικιών στην Ελλάδα είναι οι ακόλουθοι:

- Χαμηλότερες αποδόσεις / υψηλότερος κίνδυνος αθέτησης μακροχρόνιων ενοικίων

Από την έναρξη της οικονομικής κρίσης, οι μακροχρόνιες ενοικιάσεις στην Ελλάδα είναι επιρρεπείς σε χαμηλότερες ή καθυστερημένες αποδόσεις, λόγω της οικονομικής ύφεσης που συμπίεσε το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και αποδυνάμωσε την κουλτούρα πληρωμών. Έτσι, οι βραχυχρόνιες ενοικιάσεις, στις οποίες είναι πιο πιθανό να συμμετέχουν μη κάτοικοι και τουρίστες, συνεπάγονται σημαντικό συγκριτικό πλεονέκτημα, καθώς αποφέρουν υψηλότερες και άμεσες αποδόσεις χωρίς τον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων.

- Μετριασμός της φορολογικής επιβάρυνσης σε ακίνητα

Βλέποντας τα οικιστικά ακίνητα από επενδυτική σκοπιά, η τιμή του ακινήτου πρέπει να είναι ίση με την παρούσα αξία της ροής ταμειακών ροών (ενοικίων). Ωστόσο, το φορολογικό πλαίσιο που νομοθετήθηκε τα τελευταία χρόνια μειώνει την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών των ακινήτων. Από αυτή την άποψη, η οικονομία της κοινής χρήσης κατοικίας μπορεί να συμβάλει στην αντιστάθμιση των αρνητικών επιπτώσεων της φορολογίας. Μέχρι πρόσφατα, οι βραχυχρόνιες μισθώσεις ήταν αφορολόγητες, σε αντίθεση με τις μακροχρόνιες, οι οποίες φορολογούνται με συντελεστή από 15% έως 45%, ανάλογα με το συνολικό δηλωθέν εισόδημα του φορολογούμενου. Ειδικά στο τρέχον περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, η οικονομία του διαμοιρασμού κατοικιών συμβάλλει στο να θεωρηθεί η στέγαση ως μια πιο ελκυστική επένδυση για ιδιοκτήτες ακινήτων ή/και επενδυτές, επιτρέποντας υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις σε σύγκριση με άλλες μορφές επένδυσης, όπως τραπεζικές καταθέσεις, χρεόγραφα ή επενδύσεις σε μετοχές.

- Δευτερεύουσα κατοικία

Οι δευτερεύουσες κατοικίες που ανήκουν σε Έλληνες πολίτες ενδέχεται να αυξήσουν την προσφορά κατοικιών σε πλατφόρμες κοινής χρήσης κατοικιών. Πολλοί Έλληνες πολίτες διαθέτουν δευτερεύουσα ιδιόκτητη κατοικία. Συνήθως, οι δευτερεύουσες κατοικίες βρίσκονται στην ύπαιθρο ή στην περιοχή καταγωγής τους. Επιπλέον, αυτές οι δευτερεύουσες κατοικίες συνήθως χρησιμοποιούνται από τους ιδιοκτήτες τους μόνο για μικρό χρονικό διάστημα εντός του έτους, αλλά συνδέονται με υψηλά κόστη (λογαριασμοί κοινής ωφελείας, φόρος ΕΝΦΙΑ, έξοδα συντήρησης). Έτσι, οι ιδιοκτήτες δευτερεύουσας κατοικίας μπορεί να επιχειρήσουν να μειώσουν αυτά τα κόστη ενοικιάζοντας την ιδιοκτησία τους μέσω πλατφορμών κοινής χρήσης του σπιτιού.

- Σκιάδης οικονομία

Το κόστος ανακαίνισης και συντήρησης είναι χαμηλότερο στην Ελλάδα σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές αγορές. Ειδικότερα, ο μέσος δείκτης που αναφέρεται στο κόστος συντήρησης και επισκευής κατοικιών είναι χαμηλότερος στην Ελλάδα (μέσος όρος 2016-2018 ήταν 99,47) από τον μέσο δείκτη της ΕΕ (μέσος όρος 2016-2018 ήταν 102,77). Οι πλατφόρμες κοινής χρήσης σπιτιού βασίζονται κυρίως σε μηχανισμούς ανατροφοδότησης που παρέχουν κριτικές για κάθε ενοικίαση. Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητη προϋπόθεση οι ιδιοκτήτες να διατηρούν τα σπίτια τους καθαρά και να επισκευάζουν τυχόν ζημιές, που συνεπάγονται σημαντικό κόστος συντήρησης. Ωστόσο, το μεγάλο μερίδιο των συνταξιούχων και των αυτοαπασχολούμενων που θα μπορούσαν να συνεισφέρουν την προσωπική τους προσπάθεια χωρίς αμοιβή καθώς και η υψηλή φοροδιαφυγή, που μειώνει το πραγματικό κόστος τέτοιων υπηρεσιών συντήρησης, δημιουργούν κίνητρα για περαιτέρω ανάπτυξη βραχυπρόθεσμων έναντι παραδοσιακών μακροπρόθεσμων προθεσμιακών ενοικιάσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

5.1 Συμπεράσματα

Σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας ήταν να αναλύσει την αγορά ακινήτων στο Λουξεμβούργο και στην Ελλάδα. Μέσω της βιβλιογραφικής ανασκόπησης που πραγματοποιήθηκε και της ανάλυσης των δευτερογενών δεδομένων, διαπιστώθηκε ότι η κατανόηση της κυκλικής φύσης των τιμών των κατοικιών είναι απαραίτητη για τους επενδυτές και τους ιδιοκτήτες κατοικιών. Η θεμελιώδης έννοια της προσφοράς και της ζήτησης παίζει σημαντικό ρόλο στον καθορισμό των τιμών των κατοικιών. Επιπλέον, οι προσδοκίες της αγοράς είναι επίσης κρίσιμες και κατά τη διάρκεια συγκεκριμένων περιόδων, καθώς οι προσδοκίες μπορεί να είναι υπερβολικές και να οδηγήσουν στο σχηματισμό φούσκας.

Ο Stiglitz (1990) υπογράμμισε ότι οι φούσκες είναι αποτέλεσμα των προσδοκιών των επενδυτών για υψηλότερες τιμές στο μέλλον, λόγω του γεγονότος ότι οι τιμές είναι υψηλές σήμερα. Η επακόλουθη έκρηξη της φούσκας και η επανάληψη της διαδικασίας σχηματίζει κύκλους ακινήτων. Ουσιαστικά οι βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις στις τιμές των κατοικιών από το επίπεδο μακροπρόθεσμης ισορροπίας υποδηλώνουν υπερ ή υποτίμηση των τιμών. Η προσφορά ακινήτων παίζει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των κύκλων στην αγορά κατοικίας. Η προσφορά για στέγαση είναι σταθερή βραχυπρόθεσμα και σε περίπτωση ενός σοκ ζήτησης, η ανταπόκριση για την παροχή του απαιτούμενου χώρου θα είναι αδύναμη.

Επίσης, μέσω της ανάλυσης των δευτερογενών δεδομένων, προέκυψε ότι οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν σε ετήσια βάση ειδικότερα το 2019, τάση που αναμένεται να συνεχιστεί, αντισταθμίζοντας εν μέρει τις μεγάλες απώλειες της προηγούμενης δεκαετίας, παρά την αρνητική πίστωση για στεγαστικά δάνεια. Αυτή η συνεχιζόμενη αναβίωση υποστηρίζεται από τη σημαντική μετατόπιση του μείγματος φορολογίας ακινήτων, η οποία αναμένεται να μειώσει τις στρεβλώσεις που επιβάλλονται. στην αγορά κατοικιών, καθώς και στις ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες που συνδέονται με την ελληνική αγορά ακινήτων. Αυτή η ανάκαμψη χωρίς πιστώσεις που παρατηρούμε αυτή τη στιγμή στην αγορά ακινήτων αναμένεται να έχει κάποιες επιπτώσεις.

Αυτό σημαίνει ότι η προβλεπόμενη άνοδος των τιμών των κατοικιών αυξάνει τις προοπτικές για κέρδη μετοχών για τους επενδυτές, ωθώντας τις αξίες των εξασφαλίσεων προς τα πάνω, βελτιώνοντας την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου και ενισχύοντας τις προοπτικές κερδοφορίας. Οι αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων βελτιώνουν την κεφαλαιακή θέση των τραπεζών, χαλαρώνοντας περαιτέρω τους τραπεζικούς ισολογισμούς, είτε άμεσα αυξάνοντας την αξία των δικών τους ακινήτων είτε, έμμεσα, μέσω της επίδρασής τους στα μη εξυπηρετούμενα χαρτοφυλάκια. Τα τελευταία χρόνια, η άνοδος των τιμών των κατοικιών υπερέβη την αύξηση του κόστους κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών για πρώτη φορά από το 2007, ενισχύοντας τα κίνητρα για επενδύσεις σε κατοικίες. Επιπλέον, διαπιστώθηκε ότι, ο δείκτης κόστους κατασκευής της ζώνης του ευρώ υπερβαίνει τον αντίστοιχο δείκτη στην Ελλάδα, δημιουργώντας σημαντικό συγκριτικό πλεονέκτημα για την ελληνική αγορά ακινήτων.

Σε ότι αφορά την αγορά ακινήτων του Λουξεμβούργου βρέθηκε ότι συνεχίζει την ανάπτυξή της. Η πρόκληση σήμερα είναι να ανακτηθεί όσο το δυνατόν περισσότερη γη για να συνεχιστεί η ανάπτυξη της ακίνητης περιουσίας που είναι απαραίτητη για τη χώρα. Οι δήμοι ενθαρρύνουν την κατασκευή χώρων, και σταδιακά μετατρέπουν τους χώρους πρασίνου σε οικοδομικές ζώνες. Σήμερα γίνεται λόγος για αλλαγή της φορολογίας των χερσαίων εκτάσεων και των αδειών κατοικιών για ενθάρρυνση της πώλησης ή της ενοικίασης. Οι βιομηχανικές χερσαίες εκτάσεις αποτιμώνται ολοένα και περισσότερο. Σε ότι αφορά τις τιμές των ακινήτων στο Λουξεμβούργο, βρέθηκε ότι αυξήθηκαν σημαντικά τα έτη πριν την εκδήλωση της πανδημίας τόσο για υφιστάμενα όσο και για τα νέα ακίνητα. Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι τιμές αυξήθηκαν ακόμα περισσότερο για τα ακίνητα υπό κατασκευή.

Βιβλιογραφία

Abelson, P., Joyeux, R., Milunovich, G., & Chung, D. (2005). Explaining House Prices in Australia: 1970-2003. *Economic Record*, 81(s1), 1–9.

Adams, Z. & R. Fuss (2010). Macroeconomic determinants of international housing markets, *Journal of Housing Economics*, 19 (1), 38-50.

Andersson, F. (2011). Monetary Policy, Asset Price Inflation and Consumer Price Inflation. *Economics Bulletin*, 31(1), 759–770.

Anundsen, A. K. & Jansen, E. S. (2011). *Self-reinforcing effects between housing prices and credit: Evidence from Norway*. Discussion Papers 651. SSB.

Διαθέσιμο στο:

<https://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/DP/dp651.pdf>

Arshanapalli, B., & Nelson, W. (2008). A Cointegration Test to Verify the Housing Bubble. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2(2), 35–43.

Askitas, N. (2016). Trend-Spotting in the Housing Market. *JSTOR*, 18(2), 165–178.

Badger, E., & Bui, Q. (2021). *Where Have All the Houses Gone? The New York Times*.

Διαθέσιμο στο:

<https://www.nytimes.com/2021/02/26/upshot/where-have-all-the-houses-gone.html>.

Baer, W. C. (2018). Toward a history of housing market analysis. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 11(4), 632–647.

Baer, W. (2007). Planning for growth and growth controls in early modern northern Europe: Part 2: the evolution of London's practice 1580 to 1680. *Town Planning Review*, 78(3), 257–277.

Baer, W. C. (2002). The Institution of Residential Investment in Seventeenth-Century London. *Business History Review*, 76(3), 515–551.

Baker, D. (2002). The Run-up in Home Prices: A Bubble. *Challenge*, 45(6), 93–119.

Barron, K., Kung, E. & D. Proserpio (2017). *The sharing economy and housing affordability: evidence form Airbnb*, Working Paper.

Case, K. E., & Shiller, R. J. (2003). Is There a Bubble in the Housing Market? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003(2), 299–362.

Case, K., Shiller, R., & Quigley, J. (2001). Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market. *National Bureau of Economic Research*.

DiPasquale, D., & Wheaton, W. C. (1992). The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework. *Real Estate Economics*, 20(2), 181–198.

DiPasquale, D., & Wheaton, W. C. (1996). *Urban economics and real estate markets*. Prentice Hall.

Fisher, J. D., & Gervais, M. (2011). Why Has Home Ownership Fallen Among the Young? *International Economic Review*, 52(3), 883–912.

Franck, T. (2020). The ballooning money supply may be the key to unlocking inflation in the U.S. CNBC.

Διαθέσιμο στο:

<https://www.cnbc.com/2020/08/05/the-ballooning-money-supply-may-be-the-keyto-unlocking-inflation-in-the-us.html>.

Franklin. (1751). Founders Online: Observations Concerning the Increase of Mankind, 1751. National Archives and Records Administration.

Διαθέσιμο στο:

<https://founders.archives.gov/documents/Franklin/01-04-02-0080#BNFN-01-04-02-0080-fn-0001-ptr>.

Ghysels, E., Plazzi, A., Valkanov, R., & Torous, W. (2012). Forecasting Real Estate Prices. *Handbook of Economic Forecasting*, 509–580.

Glaezer, E., Gyourko, J., & Saiz, A. (2008). Housing Supply and Housing Bubbles. *Journal of Urban economics*, *Elsevier*, 64(2), 198-217.

Haughwout, A., Peach, R. W., Sporn, J., & Tracy, J. (2012). The Supply Side of the Housing Boom and Bust of the 2000s. *Housing and the Financial Crisis*, 69–104.

Hendershott, P. H., Bosworth, B. P., & Jaffee, D. M. (1980). Real User Costs and the Demand for Single-Family Housing. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1980(2), 401–452.

Ikromov, N., & Yavas, A. (2012). Asset Characteristics and Boom and Bust Periods: An Experimental Study. *Real Estate Economics*, 40(3), 603–636.

Joebges, H., Dullien, S. & Márquez-Velázquez, A. (2015). *What causes housing bubbles? A theoretical and empirical inquiry*. IMK Study, No. 43.

Διαθέσιμο στο:

https://finance-and-trade.htwberlin.de/fileadmin/HTW/Forschung/Money_Finance_Trade_Development/working_paper_series/wp_01_2015_Joebges_Dullien_Marquez_housing_bubbles.pdf

Kapopoulos, P., Rizos, A. & K.M. Zekente, (2020). The rise, fall and revival of the residential property market in Greece: Bringing new drivers of house price fluctuations to the foreground. *Alpha Bank Economic Research*

Krugman, P. R. (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. W.W. Norton & Company.

Mayer, C. J., Pence, K. M., & Sherlund, S. M. (2008). The Rise in Mortgage Defaults. *Finance and Economics Discussion Series*, 2008(59), 1–36.

McCarthy, J., & Peach, R. W. (2004). Are Home Prices the Next "Bubble"? *Federal Reserve Bank of New York*, 10(3), 1–17.

Norges Bank. (2020b, 18. August). *Norges Bank's response to coronavirus (COVID-19)*. Press releases. Norges Bank.

Διαθέσιμο στο:

<https://www.norges-bank.no/en/topics/newsevents/norges-bank-og-koronaviruset/>

Norges Bank. (2020c, 24. September). *Norges Bank's framework for the countercyclical capital buffer*. Norges Bank.

Διαθέσιμο στο:

<https://www.norges-bank.no/en/topics/financial-stability/macprudential-supervision/Countercyclical-capital-buffer/framework-countercyclical-capital-buffer/>

Onion, A., Sullivan, M., & Mullen, M. (2009). *French Foreign Minister Talleyrand offers to sell Louisiana Territory to U.S.* History.com.

Διαθέσιμο στο:

<https://www.history.com/this-day-inhistory/talleyrand-offers-to-sell-louisiana>.

Patatouka, E. (2015): Access to owner-occupied housing through mortgage lending, 1990-2013: Loan holders' housing mobility towards the suburbs and exclusion from mortgages in the city centre, Athens Social Atlas,

Διαθέσιμο στο:

<https://www.athenssocialatlas.gr/en/article/mortgage-lending>

Poole, W. (2017). *Are we heading toward another subprime mortgage crisis?* CNN.

Διαθέσιμο στο:

<https://www.cnn.com/2017/03/14/opinions/risk-of-another-housing-crisispoole/index.html>.

PwC (2021). *Why are Luxembourg housing prices still on the rise? (Part I)*.

Διαθέσιμο στο:

[Why are Luxembourg housing prices still on the rise? \(pwc.lu\)](https://www.pwc.lu/en/insights/real-estate/why-are-luxembourg-housing-prices-still-on-the-rise-part-1)

Rajan, R. G. (2005). Has Financial Development Made the World Riskier? *National Bureau of Economic Research*, 1–3.

Reinesch, G. (2022). *Residential real estate prices in Luxembourg*.

Διαθέσιμο στο:

[Banque centrale du Luxembourg - 14/ Residential real estate prices in Luxembourg \(bcl.lu\)](https://www.bcl.lu/en/press-releases/2022/03/14/residential-real-estate-prices-in-luxembourg)

Roubini, N., & Mihm, S. (2010). *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. Penguin Books.

Sheppard, S. & A. Udell (2016): *Do Airbnb properties affect house prices?* Working Paper Williams College Department of Economics.

Shiller, R. J. (2009). *The subprime solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to do About It*. Princeton University Press.

Siegel, J. J. (2003). What Is an Asset Price Bubble? An Operational Definition. *European Financial Management*, 9(1), 11–24.

Smith, M. H., & Smith, G. (2006). Bubble, Bubble, Where's the Housing Bubble? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2006(1), 1–67.

Stiglitz, J. E. (1990). Symposium of Bubbles. *The Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 13-18.

Sundararajan, A. (2016): *The Sharing Economy: The end of employment and the rise of crowd-based capitalism*, The MIT Press

Sutton, G. D. (2002). Explaining changes in house prices. *BIS Quarterly Review*, 46–55.

Taylor, J. B. (2009). *Getting off track: how government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*. Hoover Institution Press.

Tsatsaronis, K. & H. Zhu (2004): *What drives housing price dynamics: Cross-country evidence*, BIS Quarterly Review, March 2004.

Wiltz, T. (2005). *TV's Hot Properties: Real Estate Reality Shows*. *The Washington Post*.

Διαθέσιμο στο:

https://www.washingtonpost.com/wpdyn/content/article/2005/12/27/AR2005122701018_pf.html