ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΑΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΚΑΤΟΙΚΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

του/της

ΑΝΤΩΝΙΑ ΑΥΓΟΥΣΤΙΔΟΥ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού
διπλώματος ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων
(με εξειδίκευση στη – Χρηματοοικονομική Διοίκηση)

Απρίλιος 2012

Στην οικογένεια μου…

Ευχαριστίες

Αρχικά θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την αμέριστη και πολύτιμη συμπαράσταση τους στη διάρκεια των σπουδών μου και στην εκπόνηση της εργασίας αυτής. Η συμβολή τους ήταν καθοριστική για την επιτυχή διεξαγωγή και ολοκλήρωση του μεταπτυχιακού αυτού.

Επίσης θα ήθελα ιδιαίτερα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Παναγιωτίδη Θεόδωρο για την καθοδήγηση, εποπτεία και την πολύτιμη βοήθεια που μου παρείχε.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η αγορά κατοικίας είναι από τα κύρια θέματα της οικονομίας. Από την αρχή του εικοστού πρώτου αιώνα, η κατοικία αποτέλεσε τη μεγαλύτερη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων στην οικονομία και έγινε βασικό στοιχείο της προσωπικής περιουσίας. Παράλληλα, οι οικονομικές δραστηριότητες που συνδέονται με την αγορά ακινήτων, αντιπροσωπεύουν συνήθως ένα μεγάλο ποσοστό του εθνικού εισοδήματος και της δαπάνης των νοικοκυριών. Στον ελλαδικό χώρο, η αγορά κατοικίας είναι πολύ σημαντική. Από την μια μεριά, οι επενδύσεις στην κατοικία και τις κατασκευές αποτελούν ένα σημαντικό μερίδιο της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας. Από την άλλη, η κατοικία αποτελεί επένδυση και παραδοσιακά οι Έλληνες τοποθετούσαν τις αποταμιεύσεις τους στα ακίνητα. Η αγορά ακινήτων επηρεάζει σημαντικά τη χρηματοπιστωτική και τη μακροοικονομική σταθερότητα. Οι μεταβολές στις τιμές των ακινήτων, των ενοικίων και των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων επηρεάζουν τη συνολική ζήτηση και τον πληθωρισμό και κατά συνέπεια παίζουν σημαντικό ρόλο στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και την οικονομική σταθερότητα. Στην παρούσα εργασία γίνεται αναφορά για τη σχέση που υπάρχει μεταξύ της αγοράς κατοικίας και της μακροοικονομίας, μέσα από μια ανασκόπηση από τη διεθνή βιβλιογραφία, καθώς και τη σχέση της αγοράς κατοικίας με τη μακροοικονομία στην περίπτωση της Ελλάδας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: ΕΙΣΑΓΩΓΗ……1

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ
ΑΓΟΡΑ ΚΑΤΟΙΚΙΑΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΜΑΘΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ……3

2.1Εισαγωγή……...3

2.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες της αγοράς κατοικίας: προσφορά και ζήτηση κατοικίας……5

2.2.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες των τιμών των ακινήτων……...7

2.2.2 Παράγοντες που οδηγούν τις τιμές σε μη διατηρήσιμα επίπεδα..8

2.3 Η δυναμική των τιμών……10

2.4 Καθοριστικοί Παράγοντες της Πολιτικής μεταβλητότητας των τιμών των ακινήτων……...12

2.4.1 Φορολογικά κίνητρα……..12

2.4.2 Κανονισμοί οριοθέτησης……15

2.5 Τιμές κατοικιών και οικονομική δραστηριότητα……15

2.5.1 Τιμές κατοικιών, περιουσιακών στοιχείων και κατανάλωση…16

2.5.2 Τιμές κατοικιών και επενδύσεις……22

2.5.3 Τιμές κατοικιών και νομισματική πολιτική ……...22

2.5.4 Τιμές κατοικιών και χρηματοοικονομικός επιταχυντής ……...25

2.6 Τιμές κατοικιών και χρηματοπιστωτική σταθερότητα ……...26

2.7 Τιμές των ακινήτων, χρήμα, πίστωση και μακροοικονομία……28

2.8 Συμπεράσματα από τη διεθνή βιβλιογραφία……31

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ
ΑΓΟΡΑ ΚΑΤΟΙΚΙΑΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ……...33

3.1 Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα……33

3.2 Η Στεγαστική Πίστη στην Ελλάδα……..38

3.3 Φορολογία Ακινήτων στην Ελλάδα……50

3.4 Η αγορά κατοικίας στην Ελλάδα του σήμερα……56

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ……...60

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ……...62

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Μέσος Αριθμός Μελών ανά νοικοκυριό ……..34
Πίνακας 2: Ποσοστό Ιδιοκατοίκησης ……..36
Πίνακας 3: Αποτελέσματα εκτίμησης μακροπρόθεσμων συντελεστών ……...40
Πίνακας 4: Ποσοστό Στεγαστικών δανείων Ιδιωτών προς Α.Ε.Π. ……...44
Πίνακας 5: Ποσοστιαία Μεταβολή Στεγαστικών δανείων σε Καθυστέρηση …..45
Πίνακας 6: Euribor 3M κατά την πρώτη ημέρα κάθε έτους ……47
Πίνακας 7: Προγράμματα Στεγαστικών Δανείων Τραπεζών στην Ελλάδα …….49
Πίνακας 8: Βασικότεροι Φόροι που επιβαρύνουν την Ιδιοκτησία Ακινήτων …..52
Πίνακας 9: Φόρος Μεταβίβασης Ακινήτων στην Ευρώπη……54
Πίνακας 10: ΦΠΑ στα Ακίνητα Στην Ευρώπη……..…….55
Πίνακας 11: Μεταβολή δανειακών Υπολοίπων ……..56
Πίνακας 12: Νέες κατοικίες στην Ελλάδα ……..58
Πίνακας 13: Συνολική Μεταβολή των Τιμών ……59

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1
ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αγορά κατοικίας αποτελεί μια από τις κύριες συνιστώσες της λειτουργίας της οικονομίας. Από την αρχή του εικοστού πρώτου αιώνα, η κατοικία αποτέλεσε τη μεγαλύτερη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων στην οικονομία και έγινε βασικό στοιχείο της προσωπικής περιουσίας. Η κατοικία είναι το μοναδικό αγαθό καταναλωτών που λογίζεται ως επενδυτικό αγαθό. Παράλληλα, οι οικονομικές δραστηριότητες που συνδέονται με την αγορά ακινήτων, αντιπροσωπεύουν συνήθως ένα μεγάλο ποσοστό του εθνικού εισοδήματος και της δαπάνης των νοικοκυριών. Επίσης, επειδή η αγορά κατοικίας είναι μια δαπανηρή επένδυση, συνήθως απαιτείται μακροχρόνιος – ενυπόθηκος τραπεζικός δανεισμός, για τον οποίο θα γίνει εκτενέστερη αναφορά στη συνέχεια της παρούσας εργασίας, καθώς η χρηματοδότηση της αγοράς κατοικίας αποτελεί μια σημαντική δραστηριότητα των τραπεζών.

Στον ελλαδικό χώρο, η αγορά κατοικίας είναι πολύ σημαντική. Από την μια μεριά, οι επενδύσεις στην κατοικία και τις κατασκευές αποτελούν ένα σημαντικό μερίδιο της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας. Από την άλλη, η κατοικία αποτελεί επένδυση και παραδοσιακά οι Έλληνες τοποθετούσαν τις αποταμιεύσεις τους στα ακίνητα. Σύμφωνα με έρευνα της Eurobank EFG Research, στο 4^{ο} τρίμηνο του 2008, το 81,8% των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών είναι σε ακίνητα, το 17% σε καταθέσεις και μόλις το 1,2% σε μετοχές. Βέβαια, η σημασία της κατοικίας για το ελληνικό νοικοκυριό ενισχύθηκε τα τελευταία χρόνια με την απελευθέρωση της της στεγαστικής πίστης, καθώς και την μεγάλη πτώση των επιτοκίων που συνόδευσε την ένταξη της Ελλάδος στη Ζώνη του ευρώ.

Η αγορά ακινήτων επηρεάζει σημαντικά τη χρηματοπιστωτική και τη μακροοικονομική σταθερότητα. Οι μεταβολές στις τιμές των ακινήτων, των ενοικίων και των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων επηρεάζουν τη συνολική ζήτηση και τον πληθωρισμό και κατά συνέπεια παίζουν σημαντικό ρόλο στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και την οικονομική σταθερότητα. Συνεπώς, υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον από τους ερευνητές για την καταγραφή και κατανόηση των εξελίξεων και των χαρακτηριστικών της συγκεκριμένης αγοράς. Η Τράπεζα της Ελλάδος, έχει δώσει μεγάλη βαρύτητα στη μελέτη της αγορά κατοικίας ,

παρακολουθώντας τις εξελίξεις και τις επιδράσεις αυτών σε άλλες μεταβλητές, όπως είναι η κατανάλωση και η αποταμίευση των νοικοκυριών, η αξία του πλούτου και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους.

Η παρούσα εργασία αποτελείται από 4 κεφάλαια, όπου η παρούσα Εισαγωγή αποτελεί το πρώτο από αυτά. Στο κεφάλαιο 2 παρουσιάζεται η σχέση της αγοράς κατοικίας με τη μακροοικονομία, βάσει μιας μελέτης από τη διεθνή βιβλιογραφία. Αναφέρονται οι προσδιοριστικοί παράγοντες της αγοράς κατοικίας, η προσφορά και η ζήτηση, οι προσδιοριστικοί παράγοντες των τιμών των ακινήτων, ο σημαντικός ρόλος της φορολογίας και των κανονισμών οριοθέτησης. Επίσης, γίνεται αναφορά για τη σχέση που υπάρχει μεταξύ των τιμών των κατοικιών και την οικονομική δραστηριότητα, καθώς και μεταξύ των τιμών των κατοικιών και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα. Στο κεφάλαιο 3 παρουσιάζεται η σχέση της αγοράς κατοικίας με τη μακροοικονομία στην περίπτωση της Ελλάδας. Συγκεκριμένα, αναφέρεται η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα, ο κύριος ρόλος της στεγαστικής πίστης στην ανάπτυξη της αγοράς κατοικίας καθώς και το φορολογικού συστήματος. Επίσης, αναπτύσσεται και η περίπτωση της Ελλάδας του σήμερα. Στο κεφάλαιο 4, αναπτύσσονται τα συμπεράσματα της μελέτης αυτής.

Τα στοιχεία και οι πληροφορίες που χρησιμοποιούνται για την ανάπτυξη του θέματος προέρχονται κυρίως από την Τράπεζα της Ελλάδος αλλά και από διάφορες άλλες πηγές, που αναφέρονται παρακάτω.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2
ΑΓΟΡΑ ΚΑΤΟΙΚΙΑΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ : ΜΑΘΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

2.1 Εισαγωγή

Η κατασκευή κατοικιών για ιδιοκατοίκηση ή για ενοικίαση είναι ένα πολύ σημαντικό μέρος της συνολικής επένδυσης της οικονομίας. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, η συμβατική (παραδοσιακή) οικονομική επιστήμη που μελετά την αγορά κατοικίας και την αγορά γης αγνοεί τη σχέση που υπάρχει μεταξύ της αγοράς κατοικίας και της μακροοικονομίας. Στην καλύτερη των περιπτώσεων, κάποιες θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες αναφέρουν κάποιες μακροοικονομικές μεταβλητές όπως ο πληθωρισμός, η οικονομική ανάπτυξη (πλούτος), το Ακαθάριστο Εγχώριο προϊόν, η ανεργία κλπ. ως εξωτερικές μεταβλητές ελέγχου, (Leung, 2003). Ο τομέας που πλησιάζει περισσότερο και έγινε αντικείμενο μελέτης και για την αγορά κατοικίας και για την μακροοικονομία είναι η χρηματοδότηση για την αγορά κατοικίας, τομέας που θα εξετάσουμε παρακάτω.

Στο σημείο αυτό κρίνεται απαραίτητο να ορίσουμε την έννοια του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) της οικονομίας. Το ΑΕΠ (GDP) είναι το σύνολο όλων των προϊόντων και αγαθών που παράγει μια οικονομία, εκφρασμένο σε χρηματικές μονάδες. Διαφορετικά, είναι η συνολική αξία όλων των τελικών αγαθών (υλικών και άυλων) που παράχθηκαν εντός μιας χώρας σε διάστημα ενός έτους, ακόμα και αν μέρος αυτού παράχθηκε από παραγωγικές μονάδες που ανήκουν σε μονάδες του εξωτερικού. Το ΑΕΠ εκφράζεται μαθηματικά ως εξής: $GDP = C + I + G + NX$ όπου C είναι η κατανάλωση που πραγματοποιούν τα νοικοκυριά για αγορά αγαθών και υπηρεσιών, I είναι η επένδυση, δηλ. η δαπάνη των νοικοκυριών για κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, αποθεμάτων και κτιρίων, καθώς και την αγορά νέων κατοικιών, G είναι οι δημόσιες δαπάνες, δηλ. οι δαπάνες για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών τις οποίες πραγματοποιούν η τοπική αυτοδιοίκηση και οι κυβερνήσεις και NX είναι οι καθαρές εξαγωγές, δηλ. οι δαπάνες για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών που παράγονται στην εγχώρια οικονομία και αγοράζονται από αλλοδαπούς (εξαγωγές) μείον την δαπάνη για την αγορά ξένων αγαθών και υπηρεσιών που πωλούνται στην εγχώρια οικονομία (εισαγωγές).

Παρόλο που στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχει μια αντιπαράθεση για το αν υπάρχει σχέση μεταξύ της αγοράς κατοικίας και της μακροοικονομίας γίνεται πλέον μια προσπάθεια έρευνας να γεφυρωθεί αυτό το χάσμα μεταξύ των δύο θεωριών, να βρεθούν τα κοινά σημεία και να δώσουμε έμφαση στους παράγοντες που συνδέουν την μακροοικονομία με την αγορά κατοικίας. Η πρώτη ερώτηση που πρέπει να τεθεί είναι πως συνδέονται αυτά μεταξύ τους. Είναι πολύ σημαντικό να καταλάβουμε πως η αγορά κατοικίας αποτελεί ένα μεγάλο κομμάτι της συνολικής μακροοικονομίας, δηλ., η αγορά κατοικίας αποτελεί ένα σημαντικό μερίδιο της οικογενειακής δαπάνης. Η μελέτη των Greenwood και Hercowitz (1991) αναφέρει ότι η αξία του κεφαλαίου για την αγορά κατοικίας είναι πολύ μεγαλύτερη από την επένδυση κεφαλαίου για επαγγελματική στέγη και συνήθως η ετήσια αγοραία αξία των επενδύσεων σε κατοικίες είναι μεγαλύτερη από τις επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου.

Ένας παράγοντας που μας δείχνει πως συνδέονται η μακροοικονομία και η αγορά κατοικίας είναι η σχέση που υπάρχει μεταξύ της αγοράς κατοικίας και της φορολογίας, η οποία αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα έσοδα του κράτους. Υπάρχουν δύο κύριοι λόγοι που δικαιολογούν το γιατί πρέπει η κατοικία να φορολογείται. Πρώτον, η αξία της αγοράς κατοικίας είναι σημαντική και δεύτερον, δεν μπορεί να αποφθεχθεί η φορολογία από μια περιουσία που την χαρακτηρίζει η διάρκεια και αναφέρεται ως ακίνητη περιουσία. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία υπάρχουν πολλές απόψεις για το αν πρέπει να υπάρχει φορολογία και για το αν αυτό ενισχύει τον πλούτο του κράτους. Ενδεικτικά, ο Dimasi (1987), έλυσε ένα μοντέλο ισορροπίας και βρήκε πως αν μειωθεί η διαφορά που υπάρχει στην επιβολή της φορολογίας στο κεφάλαιο και στη γη, θα οδηγηθούμε στην αύξηση του κοινωνικού πλούτου. Από την άλλη μεριά, σύμφωνα με τον Gervais (2002) η επιβολή φορολογίας οδηγεί σε καθαρή απώλεια ευημερίας. Στο σημείο αυτό μπορεί να τεθεί το ερώτημα του ότι αν η επιβολή φορολογίας είναι ανεπιθύμητη γιατί εφαρμόζεται; Μια κύρια απάντηση είναι ότι οι δημοκρατικές κυβερνήσεις είναι εκλεγμένες για βραχύ διάστημα και δεν μπορούν να ασκήσουν μια μακροπρόθεσμη πολιτική.

Ένας ακόμη παράγοντας που μας δείχνει πως συνδέονται η μακροοικονομία και η αγορά κατοικίας είναι η αμφίδρομη σχέση που υπάρχει μεταξύ της αγοράς κατοικίας και του οικονομικού κύκλου. Με την έννοια του οικονομικού κύκλου εννοούμε τον τύπο των διακυμάνσεων που εντοπίζουμε στην συνολική οικονομική δραστηριότητα

των εθνών και εκφράζεται μέσα από τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων: ο κύκλος αποτελείται από διαστολές, που συμβαίνουν περίπου την ίδια χρονική στιγμή σε πολλές οικονομικές δραστηριότητες, ακολουθείται από παρόμοιες γενικές συστολές και υφέσεις, που οδηγούν στη φάση της ανόδου του επόμενου οικονομικού κύκλου. Αυτή η σειρά των αλλαγών είναι επαναλαμβανόμενη, αλλά όχι περιοδική. Η διάρκεια του οικονομικού κύκλου ποικίλει από περισσότερο του ενός χρόνου μέχρι δέκα ή δώδεκα χρόνια και δεν διαιρείται σε μικρότερους κύκλους με παρόμοια χαρακτηριστικά.

Η αμφίδρομη αυτή σχέση μεταξύ της αγοράς κατοικίας και του οικονομικού κύκλου εκφράζεται από το γεγονός ότι καθώς το ΑΕΠ αυξάνεται, δεδομένου ότι δεν έχουμε αύξηση του πληθωρισμού, αυξάνεται το διαθέσιμο εισόδημα, γεγονός που οδηγεί σε αύξηση της ζήτησης των ακινήτων και συνεπώς σε αύξηση των τιμών των ακινήτων. Καθώς αυξάνονται οι τιμές των ακινήτων, αυξάνονται οι προοπτικές του κλάδου με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι επενδύσεις και η απασχόληση. Αυτό έχει συνέπεια την αύξηση του πλούτου και συνεπώς την αύξηση της κατανάλωσης, γεγονότα που οδηγούν στην ελάφρυνση των περιορισμών δανεισμού. Όλα τα παραπάνω οδηγούν στην επιτάχυνση των επενδύσεων και της κατανάλωσης και συνεπώς στην αύξηση του ΑΕΠ. Στην περίπτωση που ο πληθωρισμός αυξάνεται, τα ονομαστικά επιτόκια αυξάνονται με αποτέλεσμα οι νομισματικές αρχές να έχουν περιοριστική αντίδραση. Επίσης, αυξάνονται και τα πραγματικά επιτόκια με αποτέλεσμα να επιδεινώνεται η αγορά κατοικίας.

2.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες της αγοράς κατοικίας: προσφορά και ζήτηση κατοικίας

Η κατοικία θεωρείται το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο για τα περισσότερα νοικοκυριά. Παράλληλα, οι οικονομικές δραστηριότητες που συνδέονται με την αγορά ακινήτων, αντιπροσωπεύουν ένα μεγάλο ποσοστό του εθνικού εισοδήματος και της δαπάνης των νοικοκυριών, οι οποίες τονώνουν την οικονομία, το εισόδημα και το βιοτικό επίπεδο. Η κατοικία επηρεάζει ένα μεγάλο αριθμό επαγγελμάτων όπως είναι οι υδραυλικοί, ηλεκτρολόγοι, αρχιτέκτονες, πολιτικοί μηχανικού, δικηγόροι, συμβολαιογράφοι, τοπογράφοι, τραπεζικοί, μεσίτες οι οποίοι χρησιμοποιούν το

εισόδημα αυτό για αγορά αγαθών και υπηρεσιών. Συνεπώς, η αγορά κατοικίας έχει πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα στην οικονομία.

Οι αγορές ακινήτων αποτελούνται από ένα μεγάλο αριθμό μικρών αγορών τοπικού κυρίως χαρακτήρα και δεν συγκροτούν μια ενιαία αγορά σε κάθε χώρα. Σε αντίθεση με το χρηματιστήριο, είναι αγορές στις οποίες δεν υπάρχει ένας κεντρικός μηχανισμός συναλλαγών. Στην αγορά ακινήτων δεν προσδιορίζεται και δεν <<κυριαρχεί>> μια ενιαία κεντρική τιμή για κάθε κατηγορία ακινήτων αλλά επικρατούν πολλές διαφορετικές τιμές ανά περιοχή και ανά κατηγορία ακινήτων, οι οποίες όμως διαμορφώνουν την τάση που ακολουθεί η αγορά. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειώσουμε ότι στη διαμόρφωση αυτή καθοριστικό ρόλο παίζουν και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που έχουν τα προσφερόμενα ακίνητα.

Οι τιμές των κατοικιών επηρεάζονται από τις δυνάμεις της ζήτησης και της προσφοράς κατοικιών. Βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της ζήτησης κατοικιών είναι οι μεταβολές του προσωπικού εισοδήματος, του πραγματικού επιτοκίου, της φορολογίας και άλλων διαρθρωτικών παραγόντων (π.χ. μεταβολή των δημογραφικών στοιχείων-γήρανση πληθυσμού, εσωτερική και εξωτερική μετανάστευση, μεταβολές των χρηματοοικονομικών αγορών). Από την άλλη μεριά, προσδιοριστικοί παράγοντες της προσφοράς κατοικιών είναι η συνήθως περιορισμένη προσφορά νέων οικοδομήσιμων οικοπέδων και οι σχετικά χαμηλοί ρυθμοί οικοδόμησης νέων ακινήτων.

Διαφορετικά, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν διαχρονικά την πορεία των τιμών των κατοικιών μπορούν να χωριστούν σε δύο βασικές κατηγορίες: α) σε εκείνους που έχουν μακροπρόθεσμες επιπτώσεις όπως ο μακροχρόνιος ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας, ο ρυθμός μεταβολής του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, τα δημογραφικά δεδομένα, το φορολογικό σύστημα, το επίπεδο των μακροχρόνιων επιτοκίων και του πληθωρισμού. Επίσης, σημαντικό ρόλο παίζουν η διαθεσιμότητα, το κόστος της οικοδομήσιμης γης, καθώς και οι επενδύσεις σε έργα υποδομής, και β) σε εκείνους που έχουν βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις στην αγορά ακινήτων, όπως είναι οι συνθήκες λειτουργίας της αγοράς στεγαστικής πίστης και το κόστος δανεισμού, καθώς και το φορολογικό καθεστώς όπως είναι οι φόροι μεταβίβασης, κληρονομιάς και εισοδημάτων από κατοικίες.

Αξιοσημείωτο είναι να αναφέρουμε, ότι σημαντικός παράγοντας είναι ο ρυθμός μεταβολής των τιμών των ακινήτων στο παρελθόν, καθώς και οι προσδοκίες για την πορεία των τιμών στο μέλλον.

2.2.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες των τιμών των ακινήτων

Με βάση τα παραπάνω, θα αναλύσουμε τους βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες των τιμών των ακινήτων, όπως προκύπτουν από το Οικονομικό Δελτίο της Alpha Bank (2002). Πρώτος προσδιοριστικός παράγοντας είναι η μεταβολή του εθνικού εισοδήματος. Καθώς αυξάνεται το διαθέσιμο εισόδημα των κατοίκων μιας χώρας, αυξάνεται και η δυνατότητα εξυπηρέτησης στεγαστικών δανείων και η ζήτηση για νέες κατοικίες. Αν εκείνη τη χρονική στιγμή δεν υπάρχει η απαιτούμενη προσφορά, έχουμε ως αποτέλεσμα ανοδικές τάσεις στις τιμές των ακινήτων.

Δεύτερος προσδιοριστικός παράγοντας είναι τα επιτόκια. Έχει διαπιστωθεί εμπειρικά ότι η πτώση των πραγματικών επιτοκίων επηρεάζει αυξητικά τη ζήτηση και τις τιμές των ακινήτων. Υπάρχουν πολλά παραδείγματα τα τελευταία χρόνια, όπως είναι το φαινόμενο στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο καθώς και στην Ευρώπη, όπου τα χαμηλά πραγματικά επιτόκιο και η συνακόλουθη αυξημένη πιστωτική επέκταση σε στεγαστικά δάνεια οδήγησε στην αύξηση της ζήτησης και συνεπώς στις τιμές των ακινήτων.

Τέλος, τρίτος προσδιοριστικός παράγοντας της ζήτησης ακινήτων είναι οι μεταβολές των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που συμπεριλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια των ιδιωτών, και ειδικότερα οι μεταβολές των τιμών των μετοχών και ομολόγων. Όταν αυξάνονται οι τιμές των μετοχών και ομολόγων, αυξάνεται η περιουσία του νοικοκυριού, αυξάνεται η κατανάλωση και συνεπώς αυξάνεται η ζήτηση των ακινήτων. Αντίθετα, όταν μειώνονται οι τιμές των μετοχών και ομολόγων, μειώνεται η περιουσία του νοικοκυριού, μειώνονται οι δαπάνες με αποτέλεσμα να μειωθεί η ζήτηση για αγορά ακινήτων. Παράγοντες που συμβάλλουν στην αύξηση της μεταβλητότητας των τιμών τόσο των πραγματικών όσο και των χρηματικών περιουσιακών στοιχείων είναι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση, η άρση των περιορισμών που αφορούν στο ύψος των επιτοκίων και η κατάργηση των συναλλαγματικών περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

2.2.2 Παράγοντες που οδηγούν τις τιμές σε μη διατηρήσιμα επίπεδα

Οι παραπάνω παράγοντες, όπως αναφέρθηκε επηρεάζουν τη ζήτηση ακινήτων και σε κάποιο βαθμό και την προσφορά. Δεν έχουν όμως τη δυνατότητα να εξηγήσουν από μόνοι τους τις συνθήκες υπερβολικών και μη διατηρήσιμων διακυμάνσεων στις τιμές των ακινήτων σε ορισμένες περιόδους. Για αυτόν το λόγο θα πρέπει να αναλυθούν περαιτέρω οι παράγοντες που συμβάλλουν σε υπερβολικές και μη διατηρήσιμες διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων. (Οικονομικό Δελτίο, Alpha Bank, 2002).

- **Περιορισμένη προσφορά στην τρέχουσα περίοδο και υπερβολική αισιοδοξία των επενδυτών**: Στις αγορές ακινήτων όπου παρατηρείται αύξηση των τιμών λόγω της περιορισμένης προσφοράς και αυξημένης ζήτησης ακινήτων, πολλοί επενδυτές αποφασίζουν να επενδύσουν στην αγορά κατοικίας λόγω του ότι προσδοκούν ότι οι τιμές θα συνεχίσουν την ανοδική τους πορεία και στο μέλλον. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η ζήτηση να ενισχύεται επιπλέον και οδηγεί σε περαιτέρω αυξήσεις των τιμών. Αυτή η ανοδική πορεία των τιμών, με τη σειρά της προτρέπει τους κατασκευαστές να αυξήσουν την οικοδομική τους δραστηριότητα, με αποτέλεσμα τη δημιουργία πλεονάζουσας προσφοράς μελλοντικά. Αποτέλεσμα όλων των παραπάνω θα είναι η πτώση των τιμών των ακινήτων και η διάψευση των προσδοκιών των επενδυτών.
- **Υστέρηση στον τομέα των κατασκευών και ατελής πληροφόρηση**: Η κατασκευή ενός νέου ακινήτου απαιτεί μεγάλο χρονικό διάστημα, γεγονός που σημαίνει ότι μπορεί να υπάρξει μια ανισορροπία στην αγορά στην τρέχουσα περίοδο καθώς οι συνθήκες αυξημένης ζήτησης μπορεί να μην συναντηθούν με τις συνθήκες αυξημένης προσφοράς. Αυτό είναι ένα φαινόμενο ατελούς ή ασύμμετρης πληροφόρησης και μπορεί να προκαλέσει στρεβλώσεις στην ομαλή λειτουργία της αγοράς.
- **Ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια**: Ο τρόπος λειτουργίας των τραπεζικών ιδρυμάτων επηρεάζεται πολύ από τις τάσεις των τιμών των ακινήτων. Η αύξηση της τιμής των ακινήτων οδηγεί ταυτόχρονα και στην αύξηση των ενυπόθηκων υπολοίπων των στεγαστικών δανείων. Το γεγονός αυτό ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο που έχει ο δανειστής, έτσι ώστε μπορεί να

χορηγήσει περισσότερες πιστώσεις με αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης και συνεπώς την άνοδο των τιμών. Από την άλλη μεριά όμως, εάν οι τιμές των ακινήτων μειωθούν, η αξία των ενυπόθηκων δανείων μειώνεται, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να μειώσουν τις πιστώσεις και να αυξήσουν τα εισοδηματικά κριτήρια που απαιτούνται επιλέγοντας υποψήφιους δανειολήπτες με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Η συρρίκνωση των πιστώσεων συμβάλλει στην περαιτέρω μείωση των τιμών των ακινήτων, με συνέπεια την περαιτέρω ενίσχυση του δυσμενούς κύκλου.

- **Ηθικός κίνδυνος κατά την χορήγηση πιστώσεων**: Με την έννοια του ηθικού κινδύνου εννοούμε τον κίνδυνο που προκύπτει από την αλλαγή της συμπεριφοράς ενός αντισυμβαλλόμενου όπως π.χ. μιας εταιρείας που έχει ασφαλίσει τα περιουσιακά της στοιχεία έναντι πυρός και αδιαφορεί μη λαμβάνοντας τα απαιτούμενα μέτρα αποτροπής του ασφαλισθέντος κινδύνου. Οι δανειζόμενοι έχουν την τάση να εμπλέκονται σε επενδυτικά σχέδια υψηλότερου κινδύνου από αυτά που θεωρούνται επιθυμητά από την πλευρά των δανειστών, οι οποίοι απαιτούν εγγυήσεις κυρίως ακίνητης περιουσίας με αποτέλεσμα να υφίσταται ηθικός κίνδυνος στην αγορά δανειακών κεφαλαίων. Αυτό συμβαίνει διότι οι τράπεζες γνωρίζουν ότι για ένα μεγάλο μέρος των δανείων υπάρχουν επαρκείς καλύψεις και έτσι προβαίνουν σε μεγαλύτερες χορηγήσεις από αυτές που θα έπρεπε, με συνέπεια την άνοδο των τιμών των ακινήτων.
- **Συγκέντρωση των τραπεζικών κεφαλαίων στον τομέα της στεγαστικής και καταναλωτικής πίστης**: Οι τράπεζες προκειμένου να γίνουν πιο ανταγωνιστικές και να κερδίσουν περισσότερο χώρο στην αγορά προωθούν συνεχώς νέα καινοτόμα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Κάποια από αυτά, που τις αποδίδουν μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους ή έχουν παράπλευρες ωφέλειες όπως είναι οι προμήθειες κ.τ.λ. είναι τα στεγαστικά και καταναλωτικά δάνεια με εμπράγματες εξασφαλίσεις, όπως είναι τα ακίνητα. Αυτό έχει ως συνέπεια την αύξηση των τιμών των ακινήτων.
- **Άσκηση νομισματικής πολιτικής και πληθωρισμός περιουσιακών στοιχείων**: Στο σχεδιασμό της νομισματικής πολιτικής ως συνήθως δεν λαμβάνονται υπόψη οι τιμές των χρεογράφων και των ακινήτων. Επομένως, εάν οι νομισματικές αρχές αποφασίζουν την νομισματική πολιτική

αποκλειστικά με βάση το ύψος των δεικτών πληθωρισμού, πιθανώς θα παραβλέπουν κάποιες σημαντικές πληροφορίες για τις βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες επιδράσεις που μπορεί να έχουν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Παραδείγματα έχουν δείξει πως οι νομισματικές αρχές δεν αξιολογούν έγκαιρα τις επιπτώσεις της συσσωρεύσεως πληθωριστικών πιέσεων στις αγορές περιουσιακών στοιχείων, που μπορεί να ανέλθουν σε τόσο υψηλά επίπεδα τιμών που να είναι μη διατηρήσιμα, και έτσι δεν προσαρμόζουν καταλλήλως την νομισματική πολιτική. Πολλές φορές, όταν οι νομισματικές αρχές αναγκάζονται να ασκήσουν περιοριστική νομισματική πολιτική με αύξηση των επιτοκίων, το αποτέλεσμα είναι μια ραγδαία πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και οικονομική ύφεση.

2.3 Η δυναμική των τιμών

Στη διάρκεια των ετών έχουν γραφτεί τόσα πολλά για τις ανόδους και καθόδους της αγοράς κατοικίας που είναι εύκολο να ξεχάσουμε ότι υπάρχουν λίγες μεγάλες μακροχρόνιες σειρές από αξιόπιστα δεδομένα τιμών για την αγορά κατοικίας. Ακόμη και σήμερα, η βάση πληροφόρησης είναι γεωγραφικά άνιση. Έτσι, παρόλο που υπάρχει έκρηξη ενδιαφέροντος για την ακρίβεια στην σταθερότητα και στη χρησιμότητα των δεικτών των τιμών των κατοικιών, υπάρχουν ακόμη κάποια σημεία όπου οι δυναμικές των τιμών των κατοικιών παραμένουν ένα μυστήριο. Παρόλα αυτά, όπου τα δεδομένα είναι διαθέσιμα, έχει αφιερωθεί σημαντική ενέργεια για την περιγραφή και τον υπολογισμό των τάσεων των τιμών και των διακυμάνσεων τους.

Ιστορικά αν δούμε, σύμφωνα με τους Smith and Searle (2010), ελκύει το ενδιαφέρον η παρουσία των τιμών <<φούσκας>> για την ευρωστία του οικονομικού τομέα, όχι μόνο λόγω των επιπτώσεων της μεταβλητότητας των τιμών αλλά και από την γεωγραφική μεταβλητότητα. Παραδοσιακά, η πρόκληση είναι να εξηγηθούν οι απότομες κλίσεις των ακινήτων μεταξύ πόλεων, περιοχών και τέλος σε όρια γειτονιάς. Η πρόκληση να εξηγηθεί η μεταβλητότητα των τιμών συνεχίζει να πειράζει και να διαιρεί τους οικονομολόγους. Συζητήσεις εστιάζονται από την πλευρά της προσφοράς στο ρόλο της φορολογίας, σχεδιάζοντας περιορισμούς και θεσμικές κυβερνητικές δομές, και από την πλευρά της ζήτησης στο ρόλο που παίζουν τα εισοδήματα των νοικοκυριών, τα επιτόκια και οι δημογραφικές αλλαγές.

Επιπλέον, υπάρχει και η απορία του ρόλου που έχουν τα βασικά οικονομικά μεγέθη σε σχέση με τη συμπεριφορά και τους ψυχολογικούς παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν τις τιμές ώστε να υπερβούν αυτές τις πιο ορθολογικές προσδοκίες. Τέλος, υπάρχει ο κανονισμός, το κόστος και η διαθεσιμότητα της πίστωσης. Η ενσωμάτωση των στεγαστικών και ενυπόθηκων δανείων στις αγορές είναι ο μόνος και πιο σημαντικός παράγοντας που οδήγησε την οικονομία της κατοικίας στον αιώνα μας. Οι Goodhart and Hofmann (2007), μετά από έρευνα τους εξηγούν ότι όχι μόνο υπάρχει στενή συσχέτιση μεταξύ των τιμών των κατοικιών και της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και το πώς οι οικονομικοί κύκλοι της στέγασης οδηγούν παρά ακολουθούν την υπόλοιπη οικονομία.

Στη μελέτη της Girouard (2010), με υλικό που άντλησε μετά από μια σειρά εμπειρικών αναλύσεων, υποστηρίζει ότι οι διαφορές στην ανθεκτικότητα των χωρών του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) στις οικονομικές κρίσεις είναι σε κάποιο βαθμό σχετικές με τις αποδόσεις των αγορών κατοικιών. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα σε εκείνες τις χώρες όπου οι τιμές αυξάνονται έντονα τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και της κατασκευής των κατοικιών. Εν συντομία, στις χώρες του ΟΟΣΑ οι πρόσφατες τάσεις στην οικονομία της κατοικίας δείχνουν πως οι σχέσεις μεταξύ των τιμών των κατοικιών και της οικονομικής ανθεκτικότητας διαμεσολαβείτε από το χαρακτήρα των αγορών των ενυπόθηκων δανείων, και συγκεκριμένα από την ικανότητα τους να διοχετεύουν την αξία της ακίνητης περιουσίας στην κατανάλωση.

Στο σημείο αυτό κρίνεται απαραίτητο να εξηγήσουμε τι είναι ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης, (ΟΟΣΑ). Είναι ένας διεθνής οργανισμός εκείνων των αναπτυγμένων χωρών που υποστηρίζουν τις αρχές της αντιπροσωπευτικής δημοκρατίας και της οικονομίας της ελεύθερης αγοράς. Δημιουργήθηκε το 1948 ως Οργανισμός Ευρωπαϊκής Οικονομικής Συνεργασίας με πρώτο γενικό γραμματέα το Γάλλο Robert Marjolin, με σκοπό να διαχειριστεί το σχέδιο Μάρσαλ (Marshall) για την ανοικοδόμηση της Ευρώπης μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Αργότερα η ιδιότητα μέλους της, επεκτάθηκε και σε μη ευρωπαϊκά κράτη, και το 1960 μετασχηματίστηκε στον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης.

Ο Οργανισμός παρέχει ένα περιβάλλον όπου οι κυβερνήσεις μπορούν να συγκρίνουν εφαρμογές πολιτικής, να βρουν απαντήσεις στα κοινά προβλήματα, να προσδιορίσουν τις καλές πρακτικές και να συντονίσουν τις εσωτερικές και διεθνείς πολιτικές. Είναι φόρουμ όπου η όμοια πίεση μπορεί να ενεργήσει ως ισχυρό κίνητρο για να βελτιώσει την πολιτική και να εφαρμόσει το <<μαλακό νόμο>> - μη δεσμευτικά όργανα που μπορούν περιστασιακά να οδηγήσουν στις δεσμευτικές συνθήκες. Οι ανταλλαγές μεταξύ των κυβερνήσεων του ΟΟΣΑ ρέουν από τις πληροφορίες και την ανάλυση που παρέχονται από τη γραμματεία στο Παρίσι. Η γραμματεία συλλέγει στοιχεία, παρακολουθεί τις τάσεις και αναλύσεις, καθώς και τις προβλέψεις οικονομικής ανάπτυξης. Επίσης, ερευνώνται οι κοινωνικές αλλαγές ή πιθανά εξελισσόμενα σενάρια στο εμπόριο, το περιβάλλον, τη γεωργία, τη τεχνολογία, τη φορολογία και διάφορα άλλα πεδία.

2.4 Καθοριστικοί Παράγοντες της Πολιτικής μεταβλητότητας των τιμών των ακινήτων

Παρά το γεγονός, ότι ως θέμα αρχής, η πολιτική δεν θα έπρεπε να εμποδίζει την προσαρμογή, ούτε να επιδεινώνει τον κύκλο, μακροοικονομικοί και διαρθρωτικοί παράγοντες πολιτικής, εμπλέκονται σε κερδοσκοπικές φούσκες << bubble>> της αγοράς κατοικίας. Το κλειδί μεταξύ των διαρθρωτικών παραγόντων που προσδιορίζονται ως πιθανή πηγή αστάθειας αυτής της μεταβλητότητας είναι τα φορολογικά κίνητρα και οι κανονισμοί οριοθέτησης. Ο σκοπός είναι να προσδιοριστούν οι συνθήκες υπό τις οποίες τα πλεονεκτήματα της ευελιξίας της αγοράς κατοικίας για τη μακροοικονομική σταθερότητα και ανθεκτικότητα επιτυγχάνονται με τον καλύτερο τρόπο.

2.4.1 Φορολογικά κίνητρα

Κύριος σκοπός της οποιαδήποτε φορολογίας είναι η αύξηση των εσόδων, αλλά επίσης το φορολογικό σύστημα χρησιμοποιείται για να προωθήσει διάφορους οικονομικούς και κοινωνικούς σκοπούς. Αυτό επιτυγχάνεται με φορολογικές απαλλαγές, ευέλικτους φορολογικούς συντελεστές και ειδικές εκπτώσεις. Στο σύνολό τους αυτά τα στοιχεία έχουν ως στόχο να υπονομεύσουν τη φορολογική ουδετερότητα και να δημιουργήσουν στρεβλώσεις.

Ένα θέμα για την αξιολόγηση της φορολόγησης της κατοικίας και τη φορολογική ουδετερότητα είναι ότι η κατοικία είναι ένα ειδικό αγαθό: μπορεί να θεωρηθεί και ως επένδυση αλλά και ως καταναλωτικό αγαθό. Καθώς, η στέγαση προσφέρει πολλές υπηρεσίες που καταναλώνονται από τους ανθρώπους, θα πρέπει να φορολογείται έτσι ώστε το κόστος της ιδιοκατοίκησης και ενοικίασης να είναι ίσο. Το φορολογικό πλεονέκτημα των ιδιοκτητών είναι ότι ως συνήθως δεν πληρώνουν φόρους για τις υπηρεσίες που παρέχονται από τη στέγαση, καθώς τους επιτρέπεται να αφαιρούν τις πληρωμές των τόκων των ενυπόθηκων δανείων από το φόρο εισοδήματος.

Σύμφωνα με τις αρχές της φορολογικής ουδετερότητας, το τεκμαρτό εισόδημα από ενοίκια θα πρέπει να φορολογείται. Αλλά οι ιδιοκτήτες των ακινήτων θα πρέπει να επιτρέπεται να αφαιρούν τις πληρωμές των τόκων των ενυπόθηκων δανείων τους και λειτουργικών εξόδων από αυτό το εισόδημα. Από την άλλη μεριά, σαν ένα αγαθό επένδυσης, η κατοικία θα πρέπει να φορολογείται έτσι ώστε να μην στρεβλώσει τα κίνητρα για επενδύσεις. Σε αυτήν την περίπτωση, το επιπρόσθετο φορολογικό πλεονέκτημα της επένδυσης στην κατοικία σε σχέση με άλλες μορφές επένδυσης είναι ότι οι υπεραξίες που προκύπτουν απαλλάσσονται συχνά από τη φορολογία.

Τα φορολογικά κίνητρα που ενθαρρύνουν την ιδιοκατοίκηση είναι ένας παράγοντας που μπορεί να εντείνει την αστάθεια των τιμών των κατοικιών. Ένα φορολογικό σύστημα που περιλαμβάνει κίνητρα για ιδιοκατοίκηση όχι μόνο οδηγεί σε ένα υψηλότερο επίπεδο σταθερότητας των τιμών των κατοικιών αλλά επίσης οδηγεί σε μεγαλύτερη αστάθεια των τιμών, καθώς τα φορολογικά κίνητρα μπορούν να αυξήσουν την κλίση της καμπύλης ζήτησης.

Ο Van den Noord (2005), προσδιορίζει το πραγματικό χρηματοοικονομικό κόστος της κατοικίας και τη φορολογική επιβάρυνση μεταξύ της αγοράς επιτοκίου και του χρηματοοικονομικού κόστους της επένδυσης της κατοικίας στην περιοχή του ευρώ. Το πραγματικό κόστος της χρηματοδότησης είναι γενικά χαμηλότερο στις μικρότερες ευρωπαϊκές οικονομίες, με τη φορολογική επιβάρυνση να είναι αρνητική στην Ολλανδία, στο Λουξεμβούργο, στην Ιρλανδία, στην Ισπανία, στη Φιλανδία, στην Αυστρία και στην Ιταλία και σχεδόν κοντά στο μηδέν στο Βέλγιο, στη Γαλλία, στη Γερμανία και στην Πορτογαλία. Αυτά τα φορολογικά κίνητρα συστήθηκαν για να ενισχύσουν την ιδιοκατοίκηση και να αντισταθμίσουν το πραγματικό κόστος της

χρηματοδότησης πριν από την εισαγωγή του κοινού νομίσματος. Σύμφωνα με τον Van den Noord (2005), η μεταβλητότητα των τιμών των ιδιόκτητων κατοικιών είναι μεγαλύτερη σε χώρες όπου οι φορολογικές ελαφρύνσεις είναι μεγαλύτερες.

Ένα άλλο είδος φορολόγησης της κατοικίας είναι στις αξίες των ακινήτων. Αυτός ο φόρος δημιουργεί έσοδα για τη χρηματοδότηση των τοπικών υπηρεσιών που παρέχονται από τους δήμους. Επίσης, μπορεί να είναι ένα μέσο να κερδίσει φόρους από τη φορολόγηση της υπεραξίας δηλ. από την αύξηση της αξίας των ακινήτων λόγω αλλαγών στην οριοθέτηση της γης. Επιπλέον, ο φόρος περιουσίας μπορεί να θεωρηθεί και ως φόρος για τη γη. Ο φόρος περιουσίας διαφέρει από το φόρο εισοδήματος από ενοίκια, δεδομένου ότι δεν συνεπάγεται φορολογία του εισοδήματος των υπηρεσιών που παρέχονται από τη στέγαση και ως συνέπεια δεν επηρεάζει την ουδετερότητα της φορολογίας μεταξύ της ενοικιαζόμενης κατοικίας και της ιδιοκατοίκησης.

Οι Maclennan et. al (1998) και Muellbauer (2005) συμφωνούν ότι η φορολογία της κατοικίας θα βοηθήσει στην άμβλυνση των κυκλικών διακυμάνσεων των τιμών καθώς οι υψηλότερες τιμές κατοικιών έχουν μια αμεσότερη επίδραση στις πληρωμές των φόρων και συνεπώς και στα εισοδήματα των νοικοκυριών. Επιπλέον, εάν τα νοικοκυριά αυξήσουν τις τιμές των κατοικιών στο μέλλον θα προβλέπουν τη μεγαλύτερη φορολογική επιβάρυνση. Αυτό θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη προσοχή των εξόδων και ωριμότερη διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους. Αλλά για να λειτουργήσει αποτελεσματικά η σταθεροποίηση της ιδιοκτησίας, οι φορολογικοί συντελεστές θα πρέπει να είναι αρκετά υψηλοί και ο φόρος ακίνητης περιουσίας θα πρέπει να συνδέεται με τη τρέχουσα ή την πρόσφατη εξέλιξη των τιμών των κατοικιών καθόλη τη διάρκεια του κύκλου τιμών. Αυτές οι συνθήκες δείχνουν απίθανες. Ο φόρος ακίνητης περιουσίας τείνει να είναι χαμηλότερος σε χώρες της περιοχής του ευρώ, και συγκεκριμένα κάτω από το 1% του ΑΕΠ (με εξαίρεση τη Γαλλία που είναι στο 2% του ΑΕΠ). Αυτό συμβαίνει διότι τέτοιοι φορολογικοί συντελεστές όπως είναι αυτοί της ακίνητης περιουσίας είναι χαμηλοί και επειδή σε πολλές χώρες οι τιμές των ακινήτων ανανεώνονται μόνο σε μεγάλα χρονικά διαστήματα.

2.4.2 Κανονισμοί οριοθέτησης

Μετά από έρευνα του Swank et al. (2002), βρέθηκε ότι στο Ηνωμένο Βασίλειο, αυστηροί κανόνες οριοθέτησης και η αργή διαδικασία αδειοδότησης είναι μερικοί από τους λόγους για την ακαμψία στην προσφορά κατοικίας και αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα τόσο για την τάση αύξησης των τιμών των κατοικιών όσο και της υψηλής μεταβλητότητας τους. Ομοίως στις ΗΠΑ μελέτες έχουν δείξει ότι η χαμηλή ελαστικότητα της προσφοράς κατοικιών είναι ένας σημαντικός παράγοντας πίσω από μεγάλες αυξήσεις τιμών σε κάποιες περιοχές. Πιο συγκεκριμένα, οι τιμές των ακινήτων είναι πιο υψηλές από τα κόστη κατασκευής της βορειοανατολικής και δυτικής ακτής. Οι έρευνες δείχνουν ότι πρόσφατα γεωγραφικά σχέδια επέκτασης των τιμών των κατοικιών δεν αντικατοπτρίζουν μόνο τη γρήγορη ανάπτυξη του εισοδήματος και του πληθυσμού, αλλά υπάρχουν και άλλοι παράγοντες, συμπεριλαμβανομένου των κανόνων κατασκευής, σχετικά με το μέγεθος και τα χαρακτηριστικά των κατοικιών.

Συνοψίζοντας, υπάρχει μια ποικιλία από διαρθρωτικούς και πολιτικούς παράγοντες που υπολογίζονται για τις διασυνοριακές διαφορές μεταξύ των χωρών όσον αφορά την έκταση στην οποία ο τομέας της στέγασης συμβάλλει στην οικονομική ανθεκτικότητα. Οι τιμές των κατοικιών υπόκεινται σε μεγαλύτερες διακυμάνσεις σε χώρες όπου η προσφορά κατοικιών είναι σχετικά ανελαστική και όπου μια ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση των τόκων των ενυπόθηκου δανεισμού ενθαρρύνει την αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων των κατοικιών. Ως μια βασική αρχή πολιτικής δεν πρέπει ούτε να εμποδίσει ούτε να επιδεινώσει τον κύκλο, στην πράξη όμως μερικές φορές αυτό συμβαίνει. Και αυτό είναι ένας λόγος γιατί κάποιες οικονομίες είναι πιο εκτεθειμένες στην αστάθεια από κάποιες άλλες.

2.5 Τιμές κατοικιών και οικονομική δραστηριότητα

Έχει παρατηρηθεί ότι οι αλλαγές στις τιμές των μετοχών σχετίζονται με τις αλλαγές στην εθνική κατανάλωση. Υπάρχει κάθε λόγος να περιμένουμε ότι οι μεταβολές στην αξία της κατοικίας ασκούν επίδραση στην συμπεριφορά των νοικοκυριών η οποία επίδραση είναι σχεδόν ανάλογη με τις μεταβολές στην αξία των μετοχών. Επιπλέον, η επίδραση της αξίας των κατοικιών μπορεί να είναι ιδιαίτερα σημαντική κατά τις

τελευταίες δεκαετίες, καθώς υπάρχουν θεσμικές καινοτομίες, (όπως δεύτερες υποθήκες), οι οποίες έχουν καταστήσει τόσο απλό να εξάγουν μετρητά από τα ίδια κεφάλαια είτε για να πουλήσουν μερίδια είτε για να αγοράσουν. Ο κύριος λόγος για να εξεταστούν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων είναι ότι έχουν άμεση επίδραση σε επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας. Μια αύξηση του Ακαθάριστου Εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ), χωρίς να αυξάνεται ο πληθωρισμός, οδηγεί σε αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος και συνεπώς σε αύξηση των τιμών των ακινήτων. Εμπειρικές έρευνες, (McCathy and Peach, 2004, Meen, 2002, Annett, 2005), έχουν δείξει ότι μια αύξηση κατά 1% του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος συνεπάγεται αύξηση του των τιμών των κατοικιών κατά 3,2% στις ΗΠΑ, κατά 2,5% στο Ην. Βασίλειο, κατά 0,7% στην Ευρωζώνη κατά 2,8% στην Ισπανία. Στην βιβλιογραφία, επικρατούν τρία κανάλια αναφοράς: η επίδραση του πλούτου στην κατανάλωση, η επίδραση του λόγου Q του Tobin στις επενδύσεις και η επίδραση του χρηματοοικονομικού επιταχυντή στις επενδύσεις.

2.5.1 Τιμές κατοικιών, περιουσιακών στοιχείων και κατανάλωση

Η λογική των δημοσιονομικών περιορισμών υπαγορεύει ότι υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ της κατανάλωσης, των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και των τιμών των κατοικιών. Η σχέση μεταξύ των τιμών των κατοικιών και της συνολικής κατανάλωσης οφείλεται κυρίως στην επίδραση που φαίνεται να έχουν οι τιμές των κατοικιών στην περιουσία των νοικοκυριών, το λεγόμενο αποτέλεσμα πλούτου (wealth effect), το οποίο θα αναλύσουμε παρακάτω. Αρκετές μελέτες εκτιμούν τη σχέση των τιμών των κατοικιών και της κατανάλωσης, αξιοποιώντας δεδομένα σε επίπεδο νοικοκυριού. Οι Attanasio et al. (2005), θεωρούν για το Ηνωμένο Βασίλειο ότι οι τιμές των κατοικιών επηρεάζουν την κατανάλωση και μάλιστα η επίδραση είναι μεγαλύτερη όσο μικρότερη είναι η ηλικία του ιδιοκτήτη.

Υπάρχουν κάποιοι επενδυτές, σύμφωνα με έρευνα του Benito et al. (2006), όπως είναι η Τράπεζα της Αγγλίας, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι μια αύξηση της τιμής της κατοικίας δεν αυξάνει αναγκαστικά την κατανάλωση, καθώς η κατοικία, εκτός από επένδυση, παρέχει και καταναλωτικές υπηρεσίες στην οικογένεια που ζει μέσα σε αυτή. Η συνολική αξία των καταναλωτικών αυτών υπηρεσιών είναι το άθροισμα των σημερινών υπηρεσιών (που προσδιορίζεται με την αξία του ενοικίου) και της

παρούσας αξίας των μελλοντικών υπηρεσιών (μελλοντικών ενοικίων). Όταν λοιπόν η τιμή της κατοικίας αυξάνεται, τότε αυξάνεται και η αξία των καταναλωτικών υπηρεσιών που παρέχονται σήμερα και στο μέλλον στο νοικοκυριό, με αποτέλεσμα το νοικοκυριό να επιθυμεί την μείωση της κατανάλωσης. Διαφορετικά, η αξία της κατοικίας ως επενδυτικού προϊόντος αυξάνει τον πλούτο, αλλά η συνολική επίδραση στην κατανάλωση έχει ένα αλγεβρικό πρόσημο που θεωρητικά είναι αμφίβολο.

Σύμφωνος με αυτή την άποψη μερικώς είναι και ο Buiter (2008), ο οποίος υποστηρίζει ότι η επίδραση στην κατανάλωση διαφέρει ανάλογα με το αν οι αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων αφορούν την πραγματική αξία (fundamental value) του ακινήτου ή το κερδοσκοπικό κομμάτι της τιμής του (speculative or bubble component). Στην πρώτη περίπτωση μια μεταβολή στην τιμή των ακινήτων δεν έχει επίδραση στην κατανάλωση ενώ στη δεύτερη έχει.

Παρόμοια άποψη έχουν και οι Calomiris et al. (2009), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι οι προηγούμενες εμπειρικές αναλύσεις υπερεκτιμούν την επίδραση των τιμών των κατοικιών στον πλούτο και την κατανάλωση, επειδή στην εκτίμηση τους περιλαμβάνουν την επίδραση τρίτων παραγόντων καθώς τα νοικοκυριά που περιμένουν το εισόδημα τους να αυξηθεί στο μέλλον από τρίτους παράγοντες, αγοράζουν κατοικίες σήμερα και ανεβάζουν τις τιμές τους.

Οι βασικές συνιστώσες του πλούτου είναι τρεις. Πρώτον, η αξία της κινητής περιουσίας (μετοχές και άλλα χρεόγραφα), δεύτερον, η αξία της ακίνητης περιουσίας (κατοικίες και οικόπεδα) και τρίτον, το ανθρώπινο κεφάλαιο που ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών εισοδημάτων από εργασία. Στις περισσότερες χώρες του ΟΟΣΑ παρατηρήθηκε την τελευταία δεκαπενταετία μια μεταστροφή από τη δεύτερη προς τη μορφή διακράτησης πλούτου.

Οι μηχανισμοί σύνδεσης μεταξύ των τιμών των κατοικιών και των τιμών των περιουσιακών στοιχείων είναι τρεις: α) το αποτέλεσμα πλούτου, β) η αποταμιευτική ανασφάλεια και γ) η αξιοποίηση της αξίας των ακινήτων. (Οικονομικό Δελτίο, Alpha Bank, 2002).

Ένας μηχανισμός σύνδεσης μεταξύ της αγοράς ακινήτων και του χρηματιστηρίου είναι το λεγόμενο αποτέλεσμα πλούτου (wealth effects). Ο πλούτος των νοικοκυριών αποτελεί βασικό προσδιοριστικό παράγοντα της κατανάλωσης, συνεπώς οι μεταβολές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να επηρεάσουν την πραγματική οικονομία. Η επίπτωση αυτή είναι γνωστή ως αποτέλεσμα πλούτου. Η ένταση του αποτελέσματος πλούτου μπορεί να μετριαστεί από ορισμένους παράγοντες. Αρχικά, από την πορεία των τιμών των μετοχών. Αν οι τιμές των μετοχών ανέρχονται επειδή τα επιτόκια φθίνουν, δεν είναι απαραίτητο τα μερίσματα να αυξάνονται. Δεύτερον, από αναπάντεχες μεταβολές στον πλούτο των νοικοκυριών που μπορεί να επηρεάσουν την κατανάλωση και να οδηγήσουν σε αύξηση της αποταμίευσης. Τρίτον , από μακροοικονομική σκοπιά, η επίπτωση των μεταβολών στο δείκτη τιμών των μετοχών στον πλούτο είναι γενικώς μικρή όταν η διασπορά των μετοχών στον πληθυσμό είναι σχετικά μικρή.

Ένας δεύτερος μηχανισμός επίδρασης της πορείας του χρηματιστηρίου και των τιμών των κατοικιών, είναι η πτώση των τιμών των μετοχών. Όταν ο λόγος τιμής προς απόδοση φθάνει σε πολύ υψηλά επίπεδα, ανέρχεται κίνδυνος αγοράς νέων μετοχών ή διακράτησης υφισταμένων εφόσον αυξάνεται η πιθανότητα μείωσης της ζήτησης. Σε αυτή την περίπτωση, οι τιμές των μετοχών φθίνουν και τα κεφάλαια αυτά λόγω έλλειψης εναλλακτικών μορφών επένδυσης, στρέφονται προς την αγορά κατοικίας, η οποία ενέχει συνήθως χαμηλό κίνδυνο.

Ο τρίτος μηχανισμός επίδρασης της πορείας του χρηματιστηρίου και των τιμών των κατοικιών, είναι μέσω της επίπτωσης της αξίας των εμπορικών ακινήτων και οικοπέδων, που είναι στην κατοχή κάποιας επιχείρησης και είναι προς πώληση. Εάν οι τιμές των ακινήτων αυξηθούν, από μια άνοδο της προσφοράς των στεγαστικών δανείων, τότε μια τέτοια επιχείρηση θα έχει μη πραγματοποιούμενα κεφαλαιακά κέρδη και έναν ισχυρότερο ισολογισμό. Επειδή τα ακίνητα τις περισσότερες φορές αποτελούν εγγύηση για τα χορηγούμενα δάνεια, η επιχείρηση, μπορεί να δανειστεί περισσότερα για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων της. Συνεπώς, τόσο τα προσδοκώμενα κέρδη από την ρευστοποίηση των κεφαλαιακών κερδών όσο και τα έσοδα από τις αυξημένες επενδύσεις, θα οδηγήσουν πολλούς θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές να αγοράσουν τη μετοχή της εταιρείας. Αυτή η κίνηση ενισχύει την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης. Βέβαια, όταν όλες οι επιχειρήσεις

αυξήσουν τη ζήτηση για οικόπεδα και ακίνητα, θα οδηγήσουν σε αύξηση των τιμών των ακινήτων. Ο μηχανισμός αυτός εξηγεί την αλληλεπίδραση που υπάρχει μεταξύ των δύο αγορών.

Το ενδιαφέρον των ερευνητών έχει επιπλέον επικεντρωθεί και στη σχέση μεταξύ της κατανάλωσης και της αύξησης των τιμών των κατοικιών και των αντίστοιχων αυξήσεων των τιμών των μετοχών. Υπάρχει κάθε λόγος να πιστεύει κανείς ότι οι μεταβολές στην αξία της ακίνητης περιουσίας επηρεάζουν τη συμπεριφορά των νοικοκυριών που είναι σχετικά ανάλογη με τις μεταβολές στην αξία των τιμών των περιουσιακών στοιχείων.

Έρευνες, όπως των Case et al. (2005), δείχνουν ότι η επίδραση των κατοικιών είναι μεγαλύτερη από αυτή των μετοχών, καθώς οι μετοχές δεν είναι κατανεμημένες στον πληθυσμό τόσο ομοιόμορφα όσο οι κατοικίες και μεγαλύτερο μέρος του πληθυσμού κατέχει κάποιο ακίνητο παρά μετοχές. Για να πραγματευτούν τους δεσμούς ανάμεσα στον πλούτο του χρηματιστήριου, της ακίνητης περιουσίας και της κατανάλωσης των νοικοκυριών χρησιμοποιούν δύο ομάδες δεδομένων. Τα δεδομένα αυτά, παρόλο που έχουν διαφορετικά πλεονεκτήματα και αδυναμίες, λειτουργούν συμπληρωματικά μεταξύ τους για τη μελέτη αυτής της σχέσης.

Η πρώτη ομάδα δεδομένων αποτελείται από ένα σύνολο ετήσιων παρατηρήσεων 14 ανεπτυγμένων χωρών από διαφορές χρονιές μεταξύ των ετών 1975 – 1999. Η δεύτερη ομάδα δεδομένων αποτελείται από τριμηνιαία στοιχεία που έχουν επιλεγεί για τις Ηνωμένες Πολιτείες για τις χρονιές από το 1982 έως το 1999.

Η πρώτη ομάδα δεδομένων είναι πιο περιεκτική και περιλαμβάνει ένα ευρύτερο γεωγραφικό φάσμα στοιχείων. Οι εκτιμήσεις του συνολικού πλούτου της αγοράς μετοχών για κάθε αγορά ελήφθησαν από την Παγκόσμια Οικονομική Βάση Δεδομένων η οποία αναφέρει τις εγχώριες αγορές κεφαλαιοποίησης ετησίως για κάθε χώρα.. Το δείγμα βασίζεται σε μέτρα κατανάλωσης που προέρχονται από εθνικούς λογαριασμούς εισοδήματος, και δεν υπάρχει λόγος ανησυχίας ότι οι τιμές των κατοικιών και η αξία της ακίνητης περιουσίας υπολογίζονται με λιγότερη ακρίβεια. Υπάρχουν επίσης πολλές θεσμικές διαφορές μεταξύ των χωρών, όπως είναι οι

διακυμάνσεις στη φορολογία του πλούτου και των κερδών του κεφαλαίου καθώς και σε περιορισμούς που επηρεάζουν το δανεισμό και την αποταμίευση.

Οι εκτιμήσεις του πλούτου της αγοράς κατοικιών έχουν κατασκευαστεί με τη χρήση της παρακάτω συνάρτησης:

$V_{it} = R_{it}N_{it}I_{it}$, όπου
V_{it} είναι η συνολική αξία της ιδιοκατοίκησης στη χώρα i τη χρονική περίοδο t
R_{it} είναι ο δείκτης ιδιοκατοίκησης στη χώρα i την χρονική περίοδο t
N_{it} είναι ο αριθμός των ιδιόκτητων κατοικιών στη χώρα i την χρονική περίοδο t
I_{it} είναι ο δείκτης τιμών κατοικιών στη χώρα i την χρονική περίοδο t

Πρέπει να σημειωθεί ότι η μέτρηση V_{it} της αξίας της ιδιοκατοίκησης δεν λαμβάνει υπόψη το μέγεθος ή την ποιότητα των νέων κατασκευών ή τις επισκευές των υφιστάμενων κατοικιών. Το μέτρο της αξίας της κατοικίας, σύμφωνα με τους Case et al. (2005), υπολογίζεται ως η αξία των κατοικιών που είναι σταθερές και αμετάβλητες. Προσδιορίζουν την αξία της κατοικίας με αυτό τον τρόπο προκειμένου να εστιάσουν στις επιδράσεις των αλλαγών των τιμών των κατοικιών στην κατανάλωση. Αν δεν είχαν χρησιμοποιήσει τη συνολική αξία των κατοικιών ως μέτρο του πλούτου, τότε θα είχαν βρει πιθανώς μια σχέση μεταξύ της αξίας της ακίνητης περιουσίας και της κατανάλωσης, απλώς και μόνο επειδή η κατανάλωση για την κατοικία αποτελεί μια συνιστώσα της συνολικής κατανάλωσης. Αν αυξηθεί η αξία των κατοικιών τότε θα αυξηθεί και η κατανάλωση. Διαφορετικά, σε περίπτωση που αυξηθεί η κατανάλωση για οποιονδήποτε λόγο, θα ήταν φυσικό να υποθέσουμε ότι θα υπάρξει ανατροφοδότηση της αξίας της ακίνητης περιουσίας μέσω αλλαγών στο μέγεθος και την ποιότητα της κατοικίας, όπου μέρος της αύξησης οφείλετε στις βελτιώσεις στα σπίτια.

Η δεύτερη ομάδα δεδομένων εκμεταλλεύεται το γεγονός ότι η κατανομή των αυξήσεων στις τιμές των κατοικιών δεν ήταν άλλο παρά ομοιόμορφη σε όλες τις περιφέρειες των ΗΠΑ, και οι αυξήσεις στην αγορά χρηματιστηρίου ήταν κατανεμημένες γεωγραφικά άνισα. Αυτή η ομάδα δεδομένων έχει το πλεονέκτημα ότι οι θεσμοί είναι ομοιόμορφοι σε όλες τις γεωγραφικές περιοχές. Επίσης το δείγμα είναι μεγάλο. Από τη άλλη μεριά, ένα μειονέκτημα αυτού του δείγματος είναι ότι μια

μεταβλητή πρέπει να εφαρμοστεί σε διάφορα κράτη, δεδομένου ότι τα κράτη έχουν διαφορετικά μεγέθη μέτρησης. Επίσης, τις περισσότερες χρονιές που περιλαμβάνει το δείγμα οι ΗΠΑ είχαν μια ανοδική τάση στη χρηματιστηριακή αγορά. Τέλος, το δείγμα δεν περιλαμβάνει μέσα τη χρόνια της μεγάλης έκρηξης των τιμών, η οποία επηρέασε πολλές περιοχές του κόσμου.

Τα δεδομένα της δεύτερης ομάδας, είναι τριμηνιαία και αφορούν την περίοδο από το 1982 έως το 1999. Οι εκτιμήσεις του πλούτου της αγοράς κατοικιών έχουν κατασκευαστεί με τη χρήση της παρακάτω συνάρτησης:

$V_{it} = R_{it}N_{it}I_{it}V_{io}$ όπου

V_{it} είναι η συνολική αξία της ιδιοκατοίκησης στη περιφέρεια i το τρίμηνο t

R_{it} είναι ο δείκτης ιδιοκατοίκησης στη περιφέρεια i το τρίμηνο t

N_{it} είναι ο αριθμός των ιδιόκτητων κατοικιών στη περιφέρεια i το τρίμηνο t

I_{it} είναι ο δείκτης τιμών πώλησης κατοικιών στη περιφέρεια i το τρίμηνο t

V_{io} είναι η μέση τιμή κατοικίας στη περιφέρεια i το τρίμηνο t

Βάζοντας τα δεδομένα στις παραπάνω συναρτήσεις παρατηρούμε ότι για την πρώτη ομάδα δείγματος, η ελαστικότητα κυμαίνεται από 0.11 έως 0.17, ενώ για την δεύτερη ομάδα δεδομένων η ελαστικότητα κυμαίνεται από 0,05 έως 0,09. Αντίθετα, οι εκτιμώμενες επιπτώσεις του χρηματοοικονομικού πλούτου στην κατανάλωση είναι μικρότερη. Μια αύξηση ποσοστού 10% στην αξία της κατοικίας αυξάνει την κατανάλωση κατά περίπου 1,1%, ενώ μια αύξηση ποσοστού 10% στην αξία της αγοράς μετοχών δεν έχει καμιά επίδραση στην κατανάλωση. Για την δεύτερη ομάδα δεδομένων, μια αύξηση ποσοστού 10% στην αξία της κατοικίας και στην αξία της αγοράς μετοχών έχει το ίδιο αποτέλεσμα στην κατανάλωση, περίπου μια αύξηση του 0,4%.

Αυτοί οι υπολογισμοί δεν πρέπει να συνεπάγονται μια λανθασμένη ψευδαίσθηση για τα οικονομετρικά μοντέλα. Παρόλα αυτά, υποστηρίζουν το συμπέρασμα ότι οι αλλαγές στις τιμές των ακινήτων θεωρούνται να έχουν μεγαλύτερο και σημαντικότερο αντίκτυπο από τις αλλαγές στην αγορά μετοχών, επηρεάζοντας την κατανάλωση στις ΗΠΑ και στις άλλες αναπτυγμένες χώρες.

2.5.2 Τιμές κατοικιών και επενδύσεις

Οι τιμές των κατοικιών επιδρούν στην αναμενόμενη κερδοφορία και επομένως στο ύψος των επενδύσεων σε κατοικίες, στην απασχόληση στον κατασκευαστικό τομέα και στη ζήτηση για υπηρεσίες σχετικές με την κατοικία. Οι ερευνητές χρησιμοποιούν ως μέτρο αυτής της κερδοφορίας των επενδύσεων στην κατοικία το μοντέλο επένδυσης Q του Tobin. Ο Tobin (1969), ορίζει το Q ως το λόγο της αξίας της επιχείρησης προς την αγοραία αξία των περιουσιακών της στοιχείων, ή διαφορετικά το λόγο της αγοραίας αξίας της επιχείρησης προς το κόστος αντικατάστασης του κεφαλαίου της (Gilchrist, 2002). Ο Tobin θεωρεί ότι ο λόγος αυτός θα είναι ένας καλός δείκτης των κινήτρων επένδυσης μιας επιχείρησης. Εάν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, (Q –Tobin > 1), το κεφάλαιο έχει μεγαλύτερη αξία μέσα στην εταιρία, το οποίο είναι μεγαλύτερο από το κόστος του στην ελεύθερη αγορά και έτσι η επένδυση είναι κερδοφόρα. Εάν ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας (Q – Tobin < 1), τότε η επιχείρηση μπορεί να αποχωρήσει από την αγορά ή να πουλήσει μέρος του κεφαλαιουχικού της εξοπλισμού. Η παραδοχή του Tobin αγνόησε το κόστος προσαρμογής της επένδυσης και την απόσταση μεταξύ της μέσης αξίας του κεφαλαίου όπως εκτιμάται από την αγορά μετοχών και της οριακής αξίας του κεφαλαίου που έχει σημασία για τις επενδύσεις.

Σύμφωνα με έρευνες των Girouard et al. (2006), φαίνεται ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ του λόγου Q με το ύψος των επενδύσεων σε κατοικίες. Όμως η συσχέτιση αυτή, αν και στατιστικά σημαντική, είναι μικρή, το οποίο υποδηλώνει ότι υπάρχουν πολλοί άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος της επένδυσης, όπως είναι οι περιορισμοί στη χρήση γης, η προσφορά γης ή οι συνθήκες ανταγωνισμού στον κατασκευαστικό τομέα.

2.5.3 Τιμές κατοικιών και νομισματική πολιτική

Καθώς τα κανάλια με τα οποία οι τιμές των κατοικιών επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα είναι ενδιαφέροντα και σημαντικά, δεν είναι σαφές ότι παρέχουν μια λογική για να βασισθεί η νομισματική πολιτική στις μεταβολές των τιμών των κατοικιών. Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων είναι ενδογενής μεταβλητές, που

αντικατοπτρίζουν τις βασικές μεταβλητές, όπως είναι το απόθεμα κεφαλαίου, το επίπεδο παραγωγικότητας και την καθαρή αξία των επιχειρηματιών.

Υπάρχουν δύο υποθέσεις σχετικά με την ένταξη των τιμών των περιουσιακών στοιχείων στους κανόνες πολιτικής. Η πρώτη υπόθεση είναι ότι υπάρχουν εξωγενείς διακυμάνσεις στις τιμές, που δεν έχουν σχέση με άλλες μεταβλητές και η δεύτερη υπόθεση ότι είναι πληροφοριακά αποτελεσματικό να χρησιμοποιούνται οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στη θέση των υποκείμενων μεταβλητών. Η πρώτη υπόθεση είναι αμφιλεγόμενη. Ποιες είναι αυτές οι εξωγενείς διακυμάνσεις στις τιμές; Μήπως αντανακλούν σε φούσκες; Εάν δεν έχουν σχέση με άλλες μεταβλητές μήπως έχουν επιρροή στην παραγωγή και στον πληθωρισμό; Η δεύτερη υπόθεση είναι πιο σταθερή σε θεωρητικό επίπεδο. Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων συλλέγουν πληροφορίες από διάφορες πηγές σε δεδομένο χρόνο και είναι προφανές, υποψήφιοι να είναι οι πληρεξούσιοι της υποκείμενης κατάστασης της οικονομίας.

Οικονομολόγοι, όπως ο Cogley (1999), δεν πιστεύουν στα παραπάνω, θεωρώντας ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων είναι τόσο μεταβλητές και τόσο ασυσχέτιστες στην οικονομική δραστηριότητα, και έχουν τέτοιες αποκλίσεις που είναι δύσκολο να προβλεφθούν, και αν προκύψουν λάθη μπορεί να προκαλέσουν διακυμάνσεις στην παραγωγή, Παρόλα αυτά, αυτές οι ανησυχίες μπορεί να φανούν χρήσιμες για να δοθεί προσοχή στις πληροφορίες, παρά να αγνοηθούν.

Οι Bernanke and Gertler (1999, 2001), υποστηρίζουν ότι ακόμα και αν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων παίζουν ένα ρόλο στη διάδοση των διαταραχών, το κέρδος να συμπεριληφθούν στους κανόνες της νομισματικής πολιτικής, μπορεί να είναι μικρό. Οι Bernanke and Gertler εξετάζουν το μοντέλο των Bernanke and Gertler (1999), το οποίο ενσωματώνει ένα χρηματοοικονομικό επιταχυντή σε ένα αρκετά σταθερό στοχαστικό μοντέλο ισορροπίας. Σε γενικές γραμμές, το μοντέλο είναι ένα δυναμικό – κεϋνσιανό μοντέλο , το οποίο λειτουργεί με δύο παραλλαγές. Πρώτον, ενσωματώνει ένα πληροφοριακό κομμάτι στις πιστωτικές αγορές, με μέσα από την παραδοχή ότι η παρακολούθηση των δανειοληπτών από τους δανειστές είναι δαπανηρή. Αυτό το κομμάτι της πιστωτικής αγοράς δίνει στο μοντέλο ένα χρηματοοικονομικό επιταχυντή, ένα μηχανισμό με τον οποίο οι εσωτερικές αλλαγές στους ισολογισμούς των δανειοληπτών ενισχύουν τις επιπτώσεις των εξωτερικών

πληγμάτων. Για παράδειγμα, στο μοντέλο τους, μια απότομη αύξηση των τιμών των μετοχών αυξάνει την παραγωγή, όχι μόνο μέσω του συμβατικού πλούτου και του αποτελέσματος q του Tobin, αλλά αυξάνει και την καθαρή αξία των εν δυνάμει δανειοληπτών. Καθώς οι δανειολήπτες γίνονται πλουσιότεροι, και συνεπώς περισσότεροι ικανοί στην αυτοχρηματοδότηση, οι αναμενόμενες απώλειες από εξωτερικές χρηματοοικονομικές μειώσεις, αυξάνουν περαιτέρω την παραγωγή και την επένδυση.

Η δεύτερη παραλλαγή, επιτρέπει μια επιπρόσθετη, μη βασική συνιστώσα, στις τιμές των μετοχών. Μοντελοποιεί αυτή την εξωτερική συνιστώσα σαν μια εξωγενή στοχαστική διαδικασία. Καινοτομίες σε αυτή τη διαδικασία κληρώνονται τυχαία σε κάθε περίοδο από μια κανονική κατανομή. Η επίδραση μιας δεδομένης καινοτομίας στις τιμές των μετοχών παραμένει στην επόμενη περίοδο, με σταθερή πιθανότητα, που είναι ίση με το ένα και μισό της προσομοίωσης. Αν μια καινοτομία επιμένει αυξάνει σε ένα ποσοστό ίσο σε μια δεδομένη παράμετρο a φορές, του βασικού επιτοκίου της απόδοσης του κεφαλαίου, διαιρούμενο με την πιθανότητα συνέχισης. Εάν η παράμετρος a είναι ίση με το 1.0, η μη βασική συνιστώσα, θα ήταν μια ορθολογική φούσκα. Για να διατηρηθεί μακροπρόθεσμα η ισορροπία, επιλέγουν την παράμετρο a = 0,99, έτσι ώστε η μη βασική συνιστώσα να έχει ασθενή τάση. Πράκτορες υποτίθεται ότι γνωρίζουν τη στατιστική διαδικασία που οδηγεί σε <<φούσκες>>, παρόλο που δεν γνωρίζουν εκ των προτέρων το απόλυτο μέγεθος ή τη διάρκεια της. Η κύρια επίδραση μιας <<φούσκες>> είναι να αυξήσει τη συνολική ζήτηση, αυξάνοντας τον πλούτο των καταναλωτών και βελτιώνοντας τους ισολογισμούς των δανειοληπτών.

Οι Bernanke and Gertler (1989, 2001), θεωρούν ότι η πιο συμβατική προσέγγιση στην αξιολόγηση της πολιτικής είναι να εκτιμηθεί η αναμενόμενη ζημία για εναλλακτικούς κανόνες πολιτικής σε σχέση με τη συνολική πιθανότητα κατανομής των οικονομικών διαταραχών. Διεξάγουν στοχαστικές προσομοιώσεις του ίδιου μοντέλου, για να εκτιμήσουν την αναμενόμενη απόδοση των εναλλακτικών κανόνων πολιτικής. Τα κύρια συμπεράσματα από τη χρήση του παραπάνω μοντέλου είναι ότι ακόμη και αν οι τιμές των μετοχών έχουν μια άμεση επίδραση στην παραγωγή, ο κανόνας της πολιτικής που περιλαμβάνει την παραγωγή και τον αναμενόμενο πληθωρισμό καταγράφει τα περισσότερα κέρδη συμπεριλαμβάνοντας τις τιμές των μετοχών.

Καθώς οι φούσκες τείνουν να αυξήσουν και την παραγωγή και τον πληθωρισμό, πολιτικές που αυξάνουν τα επιτόκια όταν αυξάνεται η παραγωγή ή ο πληθωρισμός, σύμφωνα με αυτούς οδηγούν σε καλό.

Οι Bernanke and Gertler (1989), υποστηρίζουν επιπλέον ότι η σταθερότητα των τιμών και η χρηματοοικονομική σταθερότητα είναι στοιχεία συμπληρωματικά, και ότι καθώς σταθεροποιείς τις τιμές και την παραγωγή, η νομισματική πολιτική θα σταθεροποιήσει τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Χαμηλός πληθωρισμός δίνει το προτέρημα στη νομισματική πολιτική να αντιδράσει σε τυχόν χρηματοοικονομική κρίση. Αντίδραση σε περιβάλλον με υψηλό πληθωρισμό μπορεί να προκαλέσει αστάθεια.

Συνοψίζοντας τη βιβλιογραφία, διαπιστώνουμε ότι παρόλο που υπάρχει καλό θεωρητικό υπόβαθρο για να συμπεριλαμβάνονται οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στη νομισματική πολιτική, εμπειρικά αυτό έχει μικρή σημασία για τη σταθερότητα στην παραγωγή και στον πληθωρισμό. Ο λόγος είναι ότι καθώς τα κανάλια των περιουσιακών στοιχείων είναι όμοια με τα κανάλια της συνολικής ζήτησης, τείνουν να αυξήσουν από κοινού την παραγωγή και τον πληθωρισμό. Η στοχοθέτηση του πληθωρισμού, παράγει τα περισσότερα οφέλη από το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων, χωρίς να υπάρχει η πιθανότητα εμφάνισης προβλημάτων στη λειτουργία της χρηματοοικονομικής αγοράς.

2.5.4 Τιμές κατοικιών και χρηματοοικονομικός επιταχυντής

Όταν λαμβάνει χώρα σε μια επιχείρηση ένα δυσμενές γεγονός, όπως μια άνοδος στα επιτόκια, πέρα από τον άμεσο αντίκτυπο στα κέρδη της, υπάρχει μια απώλεια στα παρακρατηθέντα κέρδη της και στην αξία των κεφαλαίων της. Συνεπώς, η μείωση της ικανότητας της αυτοχρηματοδότησης θα οδηγήσει την επιχείρηση σε μια ακριβότερη εξωτερική χρηματοδότηση. Με αποτέλεσμα, οι χρηματοοικονομικοί περιορισμοί να επιταχύνουν την τρέχουσα ύφεση. Σε αυτό το πλαίσιο, οι αλλαγές στη μακροοικονομική πολιτική, μπορούν να βάλουν σε λειτουργία το χρηματοοικονομικό επιταχυντή. Πρώτοι οι Bernanke, et al. (1999) ανέπτυξαν τον όρο του χρηματοοικονομικού επιταχυντή, για να περιγράψουν το γεγονός ότι οι δυσμενείς διαταραχές στην οικονομία μπορούν να ενισχυθούν με την επιδείνωση των

πιστωτικών συνθηκών στην αγορά. Η έννοια του χρηματοοικονομικού επιταχυντή προτείνει ότι, μέχρι το σημείο που οι διαταραχές στην οικονομία έχουν επιπτώσεις στην καθαρή αξία των οφειλετών τότε οι επιπτώσεις στην παραγωγή και στα έξοδα επένδυσης της αρχικής διαταραχής θα ενισχυθούν.

Οι Bernanke and Gertler (1989), υποστηρίζουν ότι η καθαρή αξία των επιχειρηματιών παίζει σημαντικό ρόλο στη διάδοση κλυδωνισμών στην οικονομία. Προκειμένου να ευθυγραμμισθούν τα κίνητρα των επιχειρηματιών και αυτών που τους προμηθεύουν το κεφάλαιο, μπορεί να είναι σημαντικό ότι οι επιχειρηματίες τοποθετούν κάποια από τα κεφάλαια τους για επένδυση. Όσο μεγαλύτερο είναι το μερίδιο της επένδυσης που είναι αυτοχρηματοδοτούμενο τόσο πιο πολύ ευθυγραμμίζονται τα κίνητρα και τόσο μεγαλύτερη είναι η προθυμία των δανειστών να παρέχουν κεφάλαια. Χρησιμοποιώντας αυτή τη θεωρία οι Bernanke and Gertler δημιούργησαν ένα μοντέλο βάσει του οποίου αποδείχθηκε ότι η επιτυχημένη επένδυση σήμερα οδηγεί σε μεγαλύτερη καθαρή επιχειρηματική αξία αύριο, μειώνοντας το κόστος του κεφαλαίου αύριο, και αυξάνοντας τις επενδύσεις. Με αυτό τον τρόπο, οι κλυδωνισμοί στις αποδόσεις σήμερα πολλαπλασιάζονται σε μελλοντικές περιόδους.

Στο μοντέλο των Bernanke and Gertler, η καθαρή αξία αυξάνεται και μειώνεται με τα έσοδα. Οι Kiyotaki and Moore (1997) ανέπτυξαν έναν άλλο μηχανισμό με τον οποίο η συνολική δραστηριότητα μπορεί να επηρεάσει τη καθαρή θέση και συνεπώς τις επενδύσεις. Υποστηρίζουν ότι οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν οι επιχειρηματίες θα αυξηθούν στις καλές εποχές, ενισχύοντας έτσι τις επιπτώσεις στην καθαρή θέση και στις επενδύσεις.

2.6 Τιμές κατοικιών και χρηματοπιστωτική σταθερότητα

Η στεγαστική πίστη είναι η σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησης της αγοράς κατοικιών, με αποτέλεσμα το κόστος χρηματοδότησης και οι όροι χορήγησης στεγαστικών δανείων να παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της ζήτησης και των τιμών των κατοικιών και αντίστροφα οι μεταβολές στις τιμές των κατοικιών να επηρεάζουν την προσφορά στεγαστικών δανείων. Μεταβολές στην προσφορά και στους όρους χορήγησης στεγαστικών δανείων επηρεάζουν τη ζήτηση κατοικιών και

έτσι συμβάλλουν στη διακύμανση των τιμών τους. Μείωση των επιτοκίων στα στεγαστικά δάνεια κάνει την αγορά κατοικίας πιο ελκυστική και αυξάνει τη ζήτηση και τις τιμές των κατοικιών. Από την άλλη, μείωση των τιμών των ακινήτων μπορεί να έχει επιπτώσεις για τις τράπεζες, τόσο άμεσα όσο και έμμεσα, (Συμιγιάννης, Γ. και Χονδρογιάννης, Γ., 2009).

Η στενή εμπειρική σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και της πίστωσης των τραπεζών έχει καθιερωθεί κυρίως στην πολιτική βιβλιογραφία. Αυτό που είναι λιγότερο σαφές είναι η σχέση αιτιότητας μεταξύ αυτών των δύο μεταβλητών δεδομένου ότι από θεωρητική σκοπιά, οι αιτιώδεις σχέσεις που εκτείνονται από τις τιμές ακινήτων στην πίστωση και αντίστροφα είναι αληθοφανής, (Brissimis, S. and Vlassopoulos, T., 2008). Αυξήσεις στις τιμές ακινήτων μπορούν αμέσως να οδηγήσουν σε αυξήσεις της πίστωσης, καθώς η απόκτηση των ακινήτων θα απαιτήσει αυξημένες ποσότητες χρηματοδότησης. Επιπλέον, οι υψηλές τιμές των ακινήτων τονώνουν την οικονομική δραστηριότητα μέσω των επιπτώσεων στον πλούτο, ενθαρρύνοντας τις επενδύσεις και τον καταναλωτισμό, και σαν αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης για πίστωση.

Οι τιμές των ακινήτων επηρεάζουν την κεφαλαιακή θέση των τραπεζών είτε άμεσα μέσω της αποτίμησης των δικών τους χαρτοφυλακίων των ακινήτων, είτε έμμεσα μέσω της επίδρασης των τιμών ακίνητων στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Η αυξημένη διαθεσιμότητα πίστωσης από την άλλη μεριά, θα οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησης για ιδιοκτησία. Δεδομένου ότι βραχυπρόθεσμα η προσφορά κατοικιών είναι σχετικά σταθερή, δίνει τη τάση να οδηγήσει τις τιμές των ακινήτων προς τα πάνω. Επιπλέον, η άφθονη πίστωση μπορεί να επηρεάσει τις αξίες των ακινήτων εμμέσως, καθώς θα δοθεί ώθηση για την επένδυση και την κατανάλωση, αυξάνοντας την οικονομική δραστηριότητα και δημιουργώντας ευνοϊκές προσδοκίες για μελλοντικές εισροές εισοδήματος από περιουσιακά στοιχεία, ενισχύοντας έτσι τις αποτιμήσεις.

Η αντίδραση μεταξύ της πίστωσης και των τιμών των ακινήτων έχει ιδιαίτερη σημασία για την πολιτική των τραπεζών. Οι διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων, θέτουν προκλήσεις στους φορείς χάραξης νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, αυτή η αλληλεπίδραση έχει σημαντικές επιπτώσεις για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, εξελίξεις στις τιμές των ακινήτων, επηρεάζουν την

κεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος. Επιπρόσθετα, ταχεία πιστωτική ανάπτυξη, η οποία μπορεί να είναι αποτέλεσμα αύξησης των τιμών των ακινήτων, είναι ένας από τους πιο συνεπείς και αξιόπιστους δείκτες των μελλοντικών χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Το κόστος δανεισμού, το οποίο προσδιορίζεται από το επιτόκιο δανεισμού, εκτιμάται ότι έχει αρνητική σχέση με τη πίστωση, καθώς όταν τα επιτόκια αυξάνονται, η πίστωση γίνεται πιο ακριβή, και η ζήτηση για δανεισμό μειώνεται. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, τα επιτόκια, καθώς είναι μέσο της νομισματικής πολιτικής, επηρεάζουν την προσφορά της πίστωσης ενισχύοντας έτσι τη θεωρητική προσέγγιση για την αρνητική σχέση μεταξύ πίστωσης και επιτοκίων. Παρόλο που αυτή η σχέση επιβεβαιώνεται εμπειρικά, δεν υπάρχει ομοφωνία μεταξύ των ερευνητών για τη σχέση αυτή.

2.7 Τιμές των ακινήτων, χρήμα, πίστωση και μακροοικονομία

Στο σημείο αυτό, θα εξετάσουμε αν υπάρχει σχέση μεταξύ του χρήματος, της πίστωσης, των τιμών των ακινήτων και της μακροοικονομίας. Μήπως οι διακυμάνσεις των τιμών των ακινήτων και των νομισματικών μεταβλητών έχουν επιπτώσεις στη μακροοικονομία, π.χ. για την ανάπτυξη του πραγματικού ΑΕΠ και των τιμών του καταναλωτή; Επίσης, ποια είναι η σχετική νομισματική μεταβλητή σε αυτό το πλαίσιο, το χρήμα, η πίστωση ή και τα δύο;

Από θεωρητική άποψη, σύμφωνα τους Goodhart και Hofmann (2008), μια σύνδεση μεταξύ της πίστωσης και των τιμών των ακινήτων μπορεί να προκαλέσει μέσω της στέγασης, επιδράσεις στον πλούτο και στην εξασφάλιση της προσφοράς και ζήτησης της πίστωσης και μέσω των διακυμάνσεων της προσφοράς της πίστωσης, διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων. Σύμφωνα με το μοντέλο του κύκλου ζωής της κατανάλωσης των νοικοκυριών, μια μόνιμη αύξηση στον πλούτο των νοικοκυριών οδηγεί σε μια αύξηση της κατανάλωσης και του δανεισμού όταν οι ιδιοκτήτες των ακινήτων προσπαθούν να εξομαλύνουν την κατανάλωση στη διάρκεια του κύκλου ζωής. Εκτός από το αποτέλεσμα του πλούτου, υπάρχει και το αποτέλεσμα της εξασφάλισης καθώς τα σπίτια χρησιμοποιούνται ως εξασφάλιση των δανείων και αυτό διότι χαρακτηρίζονται από ακινησία. Συνεπώς, οι υψηλότερες τιμές των

ακινήτων δεν προκαλούν τους ιδιοκτήτες των ακινήτων μόνο να ξοδεύουν και να δανείζονται περισσότερο, αλλά επίσης τους εμπλέκουν να βελτιώσουν τη δανειοληπτική τους ικανότητα.

Είναι συχνός ο ισχυρισμός, ότι καθώς μια αύξηση στο φυσικό απόθεμα κατοικιών αντιπροσωπεύει μια αύξηση του πλούτου των εθνών, οι επιπτώσεις μιας αλλαγής στον πλούτο της αγοράς κατοικίας που προκαλείται από μια αλλαγή στις τιμές των κατοικιών, δεν είναι σαφές εκ των προτέρων. Αυτό συμβαίνει διότι μια μόνιμη αύξηση στις τιμές των ακινήτων, δεν θα έχει μόνο θετικά αποτελέσματα στον πλούτο και στην εξασφάλιση αλλά και αρνητικά αποτελέσματα στα εισοδήματα των ενοικιαστών καθώς θα πρέπει να πληρώσουν υψηλότερα ενοίκια, και σε αυτούς που σκέφτονται να αγοράσουν σπίτι και πρέπει να αποταμιεύσουν περισσότερα χρήματα για την αγορά τους. Όσοι λοιπόν έχουν ικανοποιήσει τις ανάγκες τους για ιδιοκατοίκηση κερδίζουν, ενώ όσοι νοικιάζουν ή επιθυμούν τώρα να αγοράσουν, χάνουν. Επίσης, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι όσοι έχουν ολοκληρώσει τον κύκλο ζωής των αγορών τους, κερδίζουν από τις αυξήσεις των τιμών των ακινήτων, καθώς αυτοί που έκαναν αποταμίευση για τα χρόνια της σύνταξης, χάνουν.

Καθώς τα αποτελέσματα πλούτου και εξασφάλισης της κατοικίας είναι τα πιο σημαντικά κανάλια μετάδοσης των διακυμάνσεων των τιμών των ακινήτων στην πραγματική οικονομία, η μετάδοση μέσω της ιδιωτικής επένδυσης παίζει επίσης σημαντικό ρόλο. Το πιο άμεσο αποτέλεσμα των διακυμάνσεων των τιμών των ακινήτων στην οικονομική δραστηριότητα είναι μέσω της επένδυσης σε κατοικία. Οι νέες κατασκευές είναι κερδοφόρες όταν οι τιμές των ακινήτων αυξάνουν περισσότερο από τα κατασκευαστικά κόστη.

Αυτά τα αποτελέσματα του πλούτου και της εξασφάλισης στην κατανάλωση και στην επένδυση υποδηλώνουν προσαρμογές στην προσφορά και ζήτηση της πίστωσης. Οι τιμές των ακινήτων επηρεάζουν την ζήτηση της πίστωσης μέσω του αποτελέσματος του πλούτου στην κατανάλωση και του αποτελέσματος Q του Tobin στην επένδυση, καθώς τα αποτελέσματα της εξασφάλισης έχουν αντίκτυπο στην προσφορά της πίστωσης. Επιπρόσθετα, επιπτώσεις στην προσφορά της πίστωσης μπορεί να προκύψουν μέσω της επίδρασης των τιμών των ακινήτων στους ισολογισμούς των τραπεζών. Μια τέτοια επίδραση μπορεί να επηρεάσει τον πλούτο ιδιοκτησίας των

τραπεζών και έμμεσα μέσω της επίδρασης της αξίας των εξασφαλισμένων δανείων με ακίνητα.

Μια εξωγενής αλλαγή στην προσφορά της πίστωσης, όπως π.χ. μια χρηματοοικονομική απελευθέρωση, μπορεί με τη σειρά της να έχει επιπτώσεις στις τιμές των ακινήτων. Η τιμή του ακινήτου μπορεί να θεωρηθεί ως ένα περιουσιακό στοιχείο, το οποίο καθορίζεται από την προεξόφληση των μελλοντικών αποδόσεων. Μια αύξηση στην προσφορά της πίστωσης χαμηλώνει τα επιτόκια δανεισμού και διεγείρει τις τρέχουσες και μελλοντικές προσδωκόμενες οικονομικές δραστηριότητες. Ως αποτέλεσμα, οι τιμές των ακινήτων, μπορεί να αυξηθούν λόγω της αναμενόμενης ανόδου της απόδοσης της ιδιοκτησίας και του χαμηλότερου συντελεστή προεξόφλησης. Μια αύξηση στη διαθεσιμότητα της πίστωσης μπορεί επίσης να αυξήσει τη ζήτηση για ιδιοκατοίκηση εάν τα νοικοκυριά έχουν περιορισμό στον δανεισμό. Καθώς χρειάζεται χρόνος για την κατασκευή μια νέας κατοικίας, μια αύξηση στη ζήτηση θα οδηγήσει σε αύξηση των τιμών των ακινήτων.

Όλοι οι παραπάνω λόγοι, δείχνουν ότι υπάρχει μια σχέση αλληλεξάρτησης μεταξύ του χρήματος, της πίστωσης, των τιμών των ακινήτων και της μακροοικονομίας. Οι Goodhart και Hofmann (2008), κάνανε μια εμπειρική ανάλυση χρησιμοποιώντας δεδομένα από 17 βιομηχανικές χώρες όπως: η Αμερική, Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Αγγλία, Καναδά, Ελβετία, Σουηδία, Νορβηγία, Φιλανδία, Δανία, Ισπανία, Ολλανδία, Βέλγιο, Ιρλανδία και Αυστραλία, από το πρώτο τρίμηνο του 1970 έως το τέταρτο τρίμηνο του 2006. Το σύνολο των δεδομένων περιλαμβάνει το πραγματικό ΑΕΠ, το δείκτη τιμών καταναλωτή, το βραχυπρόθεσμο ονομαστικό επιτόκιο, τις ονομαστικές τιμές κατοικιών, την ονομαστική τιμή του χρήματος με την ευρεία έννοια και την ονομαστική πίστωση των τραπεζών στους ιδιώτες. Για την ανάλυση χρησιμοποίησαν το εξής οικονομετρικό μοντέλο:

$$Y_{i,t} = A_i + A(L)Y_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

όπου $Y_{i,t}$ είναι το διάνυσμα των ενδογενών μεταβλητών και $\varepsilon_{i,t}$ είναι το διάνυσμα των σφαλμάτων. A_i είναι μια μήτρα της συγκεκριμένης χώρας και A(L) είναι μια πολυώνυμη μήτρα. Το διάνυσμα των ενδογενών μεταβλητών περιλαμβάνει τη λογαριθμική διαφορά του πραγματικού ΑΕΠ (Δy), τη λογαριθμική διαφορά του

δείκτη τιμών καταναλωτή (Δcpi), το επίπεδο του βραχυπρόθεσμου ονομαστικού επιτοκίου (ir), τη λογαριθμική διαφορά της ονομαστικής τιμής των κατοικιών (Δhp), τη λογαριθμική διαφορά του ονομαστικού χρήματος (Δm) και τη λογαριθμική διαφορά της ονομαστικής πίστωσης (Δc). Το διάνυσμα $Y_{i,t}$ ως εκ τούτου δίνεται

$$Y = [\ \Delta y, \Delta cpi, ir, \Delta hp, \Delta m, \Delta c]'.$$

Βάζοντας τα δεδομένα στο παραπάνω μοντέλο, οι Goodhart και Hofmann (2008), διαπιστώσανε ότι υπάρχει στατιστικά μια σημαντική σχέση μεταξύ του αιτίου και του αιτιατού. Δηλαδή, μεταξύ του πραγνατικού ΑΕΠ, του δείκτη τιμών καταναλωτή, του επιτοκίου, του χρήματος και της πίστωσης που είναι το αίτιο και του αιτιατού που είναι οι τιμές των κατοικιών. Όταν αυξάνεται ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ κατά 1 μονάδα αυξάνεται ο ρυθμός μεταβολής της αξίας των κατοικιών κατά 6,07 μονάδες. Όταν αυξάνεται ο ρυθμός μεταβολής του δείκτη τιμών καταναλωτή κατά 1 μονάδα αυξάνεται ο ρυθμός μεταβολής της αξίας των κατοικιών κατά 4,36 μονάδες. Όταν αυξάνεται το επιτόκιο κατά 1 μονάδα αυξάνεται ο ρυθμός μεταβολής της αξίας των κατοικιών κατά 10,51 μονάδες. Όταν αυξάνεται ο ρυθμός μεταβολής του χρήματος κατά 1 μονάδα αυξάνεται ο ρυθμός μεταβολής της αξίας των κατοικιών κατά 2,57 μονάδες. Τέλος, όταν αυξάνεται ο ρυθμός μεταβολής της πίστωσης κατά 1 μονάδα αυξάνεται ο ρυθμός μεταβολής της αξίας των κατοικιών κατά 2,58 μονάδες.

2.8 Συμπεράσματα από τη διεθνή βιβλιογραφία

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, υπήρχε μεγάλο χάσμα στη σχέση μεταξύ της αγοράς κατοικίας και της μακροοικονομίας. Ο Leung (2003), έκανε μια μεγάλη προσπάθεια να γεφυρώσει αυτό το χάσμα μελετώντας θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες κατά τις οποίες υπάρχουν κάποιες μακροοικονομικές μεταβλητές όπως ο πληθωρισμός, η οικονομική ανάπτυξη, το ΑΕΠ, κτλ, οι οποίες επηρεάζουν την αγορά κατοικίας. Σύμφωνα με την έρευνα του Leung (2003), η αγορά κατοικίας αποτελεί ένα μεγάλο κομμάτι της συνολικής μακροοικονομίας. Για να το αποδείξει αυτό αναφέρει ότι η αγορά κατοικίας αποτελεί ένα σημαντικό κομμάτι της δαπάνης των νοικοκυριών καθώς και της συνολικής της αξίας. Σύμφωνα με τους Greenwood και Hercowitz (1991), η αξία του κεφαλαίου για την αγορά κατοικίας είναι πολύ μεγαλύτερη από την επένδυση κεφαλαίου για επαγγελματική στέγη και συνήθως η

ετήσια αγοραία αξία των επενδύσεων σε κατοικίες είναι μεγαλύτερη από τις επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου.

Ο Leung (2003), αναφέρει πως μια άλλη μεταβλητή σύνδεσης της μακροοικονομίας με την αγορά κατοικίας είναι η φορολογία. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία δύο βασικοί λόγοι για τους οποίους υπάρχει η φορολογία στα ακίνητα είναι ότι η κατοικία είναι ένα αγαθό που το χαρακτηρίζει η διάρκεια και η ακινησία, καθώς και η σημαντικότητα της αξίας της αγοράς κατοικίας. Επιπλέον, η αγορά κατοικίας και η μακροοικονομία συνδέονται και μέσω της αμφίδρομης σχάσης που υπάρχει μεταξύ της αγοράς κατοικίας και του οικονομικού κύκλου. Η αμφίδρομη αυτή σχέση εκφράζεται από το γεγονός ότι καθώς το ΑΕΠ αυξάνεται, δεδομένου ότι δεν έχουμε αύξηση του πληθωρισμού, αυξάνεται το διαθέσιμο εισόδημα, γεγονός που οδηγεί σε αύξηση της ζήτησης των ακινήτων και συνεπώς σε αύξηση των τιμών των ακινήτων. Καθώς αυξάνονται οι τιμές των ακινήτων, αυξάνονται οι προοπτικές του κλάδου με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι επενδύσεις και η απασχόληση. Αυτό έχει συνέπεια την αύξηση του πλούτου και συνεπώς την αύξηση της κατανάλωσης, γεγονότα που οδηγούν στην ελάφρυνση των περιορισμών δανεισμού.

Τέλος, η αγορά ακινήτων επηρεάζει σημαντικά και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι μεταβολές στις τιμές των ακινήτων, των ενοικίων και των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων επηρεάζουν τη συνολική ζήτηση και τον πληθωρισμό και κατά συνέπεια παίζουν σημαντικό ρόλο στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και την οικονομική σταθερότητα. Συνεπώς, υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον από τους ερευνητές για την καταγραφή και κατανόηση των εξελίξεων και των χαρακτηριστικών της συγκεκριμένης αγοράς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΓΟΡΑ ΚΑΤΟΙΚΙΑΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η Ελλάδα με τη μορφή που τη γνωρίζουμε σήμερα, άρχισε να διαμορφώνεται κυρίως μετά το 1950. Είχαν προηγηθεί πολλές και αιματηρές μάχες για την ανεξαρτησία και την εδαφική της ακεραιότητα. Τα τέλη της δεκαετίας του 1940 βρίσκουν τη χώρα διαλυμένη μετά από τρεις πολυετής πολέμους. Κάπου εκεί στις αρχές της δεκαετίας του 1950 οριοθετείτε η έναρξη της αλματώδους ανάπτυξης. Κλάδοι όπως ο τουρισμός, η ναυτιλία, η αγροτική και κτηνοτροφική παράγωγη γνωρίζουν τεράστια άνθηση. Λίγο αργότερα, κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1960 ένας ακόμη κλάδος αρχίζει να ακμάζει με γοργούς ρυθμούς. Ο κλάδος αυτός μέχρι και σήμερα αποτελεί έναν από τους κύριους πυλώνες της Ελληνικής Οικονομίας και δεν είναι άλλος από τον κατασκευαστικό κλάδο και ιδίως το κομμάτι που αφορά την κατασκευή κατοικιών.

3.1 Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα

Η αγορά κατοικίας στην Ελλάδα αποτελεί έναν από τους κύριους κορμούς της οικονομικής δραστηριότητας της χώρας. Για τον κάθε Έλληνα η απόκτηση κατοικίας αποτελεί πολλές φορές το σημαντικότερο περιουσιακό του στοιχειό. Τα επιμέρους επαγγέλματα, κύρια και δευτερεύοντα, που σχετίζονται με τα ακίνητα είναι πολυάριθμα. Συνεπώς η οποιαδήποτε μεταβολή στον εν λόγο κλάδο είναι καθοριστική για ένα μεγάλο μέρος των εργαζομένων, για το σύνολο των πολιτών της χώρας αλλά και για την οικονομία αυτής.

Έως τις αρχές του 1950 η ανοικοδόμηση της χώρας ήταν φτωχή και αποτελούνταν κατά κύριο λόγο από μονοκατοικίες, η καθεμία στο δικό της οικόπεδο ή από μεγαλύτερο αριθμό μονοκατοικιών που μαυλίζονταν στον ίδιο χώρο. Σε αυτές τις μονοκατοικίες στεγάζονταν συνήθως δυο ή και περισσότερα νοικοκυριά. Η οικογένεια του παππού με τα παιδιά του, τις νύφες και τους γαμπρούς του έως και τα εγγόνια του στεγάζονταν στον ίδιο χώρο. Χρόνο με το χρόνο οι συνήθειες των Ελλήνων άρχισαν να αλλάζουν. Το κάθε παιδί με το που δημιουργούσε την

οικογένεια του αναζητούσε μια κατοικία για το νοικοκυριό του και μόνο. Φτάνοντας στο σήμερα, κάθε κατοικία πλέον στεγάζει μια οικονομική μονάδα (νοικοκυριό) ενώ έχει αρχίσει να ακμάζει και το φαινόμενο της αποχώρησης του κάθε τέκνου από την πατρική του οικία, λίγο μετά την ενηλικίωση του, χωρίς αυτό να προαπαιτεί την δημιουργία οικογένειας, προς κάποια οικία που θα στεγάζει μόνο τον ίδιο τον νέο ή τη νέα.

Στον παρακάτω πίνακα είναι σαφής η τάση της αύξησης του αριθμού των νοικοκυριών από την δεκαετία του 1920 έως και σήμερα, πράγμα που συνεπάγεται και τη μεγαλύτερη ανάγκη για αριθμό κατοικιών. Η τάση αυτή, πραγματοποιείται με πολύ μεγαλύτερο ποσοστό αύξησης σε σχέση με τον πληθυσμό. Στα ενενήντα αυτά έτη ο πληθυσμός της χώρας διπλασιάστηκε ενώ ο συνολικός αριθμός των νοικοκυριών τριπλασιάστηκε. Με βάση τα παραπάνω ο μέσος αριθμός μελών ανά κατοικία μειώνεται συνεχώς έως και την πληθυσμιακή απογραφή του 2001 ενώ για το 2011 τα στοιχειά αυτής θα ανακοινωθούν κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2012.

Πίνακας 1: Μέσος Αριθμός Μελών ανά νοικοκυριό

ΕΤΟΣ ΑΠΟΓΡΑΦΗΣ	ΠΛΗΘΥΣΜΟΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΑ	ΜΕΣΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ ΑΝΑ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΟ
1920	5.016.889	1.113.540	4,29
1940	7.344.860	1.676.937	4,25
1951	7.632.801	1.778.470	4,11
1961	8.388.553	2.142.968	3,78
1971	8.768.641	2.491.916	3,39
1981	9.740.417	2.974.450	3,12
1991	10.259.900	3.203.834	2,97
2001	10.964.020	3.674.381	2,8
2011	10.787.690		

Πηγή: Ελληνική Στατιστική Υπηρεσία

Είναι ολοφάνερο, από τα προηγούμενα στοιχεία ότι η ανάγκη για νέες κατοικίες γινόταν ολοένα και μεγαλύτερη, τουλάχιστον έως τις μέρες μας. Οι κατοικίες αποτελούσαν και αποτελούν το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο του κάθε ιδιώτη. Δεν είναι τυχαίο ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των ιδιωτικών επενδύσεων διοχετεύεται στην αγορά ακινήτων αντί των προθεσμιακών καταθέσεων ή του χρηματιστήριου και άλλων επενδύσεων. Σε αυτό το γεγονός βοήθησε και η απελευθέρωση της στεγαστικής πίστης και η ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα στην Ελλάδα. Ο κάθε πολίτης μπορούσε εύκολα να δανειστεί και να αποκτήσει την δική του κατοικία, πράγμα που οδήγησε την ιδιοκατοίκηση σε ποσοστά από τα υψηλότερα της Ευρώπης. Το ποσοστό αυτό που είναι ακόμη μεγαλύτερο στις αγροτικές περιοχές, ενισχύεται και από το γεγονός ότι οι πολίτες προτιμούν να δανειοδοτούνται για την αγορά του σπιτιού τους παρά να νοικιάζουν κάποιο ακίνητο.

Με βάση τα στοιχεία που δημοσιεύονται στον ημερήσιο τύπο, είναι φανερό, στον παρακάτω πίνακα, το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης στην Ελλάδα. Αυτό το ποσοστό ανέρχεται στο 80,1% και είναι από τα μεγαλύτερα μεγέθη της δυτικής Ευρώπης, μαζί με αυτό της Ισπανίας, στο 85%. Αναλύοντας το ποσοστό της χώρας βαθύτερα, διαμορφώνεται στις αστικές περιοχές στο 73,5% στις ημιαστικές στο 87,6% και στις αγροτικές στο 97,0%

Πίνακας 2: Ποσοστό Ιδιοκατοίκησης

ΧΩΡΑ	ΕΤΟΣ ΑΝΑΦΟΡΑΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΟΚΑΤΟΙΚΗΣΗΣ
ΡΟΥΜΑΝΙΑ	2009	97,7%
ΟΥΓΓΑΡΙΑ	2010	93%
ΛΙΘΟΥΑΝΙΑ	2009	91%
ΕΣΘΟΝΙΑ	2009	87,1%
ΛΕΤΟΝΙΑ	2009	87%
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	2009	86,8%
ΣΛΟΒΑΚΙΑ	2010	85,5%
ΙΣΠΑΝΙΑ	2008	85%
ΣΛΟΒΕΝΙΑ	2009	81,3%
ΕΛΛΑΔΑ	**2010**	**80,1%**
ΙΤΑΛΙΑ	2008	80%
ΜΑΛΤΑ	2009	79,2%
ΒΕΛΓΙΟ	2007	78%
ΤΣΕΧΙΑ	2009	76,6%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	2009	74,6%
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	2010	74,5%
ΚΥΠΡΟΣ	2009	73,8%
ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ	2009	70,4%
ΠΟΛΩΝΙΑ	2009	68,7%
Μ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ	2009	66,4%
ΣΟΥΗΔΙΑ	2010	66%
ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	2010	59%
ΓΑΛΛΙΑ	2008	57,8%
ΑΥΣΤΡΙΑ	2009	57,5%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	2009	55,5%
ΔΑΝΙΑ	2010	53,6%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	2002	43,2%

Πηγή: European Mortgage Federation - HYPOSTAT

Ένα ακόμη στοιχείο που αποδεικνύει την ανάγκη για περισσότερες κατοικίες είναι η τάση των Ελλήνων προς απόκτηση και δεύτερης – εξοχικής κατοικίας. Αυτό σε συνδυασμό με την αντικατάσταση των παλαιότερων κτισμάτων, μιας και ο μεγαλύτερος όγκος κατασκευών χρονολογείται από τα η δεκαετία του 1970, κάνει την κατασκευή κατοικίας στη χώρα ακόμη σπουδαιότερη.

Όλα αυτά τα οικήματα που ζητούσε το αγοραστικό κοινό, τροφοδοτούσαν ένα μεγάλο αριθμό επαγγελμάτων. Αρχικά η κατασκευή της κάθε κατοικίας απασχολεί δεκάδες κλάδους. Πολιτικοί μηχανικοί, αρχιτέκτονες, εργολάβοι, χτίστες, υδραυλικοί, ηλεκτρολόγοι, μπογιατζήδες είναι μερικά μόνο τα επαγγέλματα που εμπλέκονται στο αρχικό στάδιο της κατασκευής. Στη συνέχεια μεσίτες, διακοσμητές, επιπλοποιοί, καταστήματα ηλεκτρικών ειδών και πολλά περισσότερα, πάντα ανάλογα με τις οικονομικές δυνατότητες και τις προτιμήσεις του αγοραστή, είναι τα επαγγέλματα που δραστηριοποιούνται. (Χαρδούβελης, 2009).

Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί και ο τραπεζικός τομέας, για τον οποίο θα γίνει εκτενέστερη αναφορά, ο όποιος τροφοδοτείται από την αγορά κατοικίας με την παροχή στεγαστικών δανείων αλλά και δανείων για καταναλωτικούς σκοπούς που αφορούν τα ακίνητα. Μαζί με τους παραπάνω τομείς αλλά και πάνω από αυτούς, υπάρχει το κράτος του οποίου τα έσοδα στηρίζονται σε σημαντικότατο βαθμό στη φορολογία της κατοικίας γενικότερα, είτε αυτή έχει να κάνει με την φορολόγηση της απόκτησης οικήματος, είτε με την φορολόγηση της ακίνητης περιουσίας, είτε τέλος, με την φορολόγηση των εισοδημάτων και των επαγγελμάτων που σχετίζονται με αυτήν. Για την φορολόγηση της αγοράς ακινήτων θα γίνει ιδιαίτερη αναφορά καθώς παίζει πολύ μεγάλο ρολό στην ρύθμιση της προσφοράς και της ζήτησης της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα.

Συνοψίζοντας, η αγορά κατοικίας στον ελλαδικό χώρο είναι βαρύνουσας σημασίας. Η αύξηση του πληθυσμού, η ανάγκη για περισσότερα οικήματα, τα επαγγέλματα που τροφοδοτούνται από αυτήν, οι τράπεζες αλλά και το ίδιο το κράτος είναι παράγοντες που επηρεάζονται άμεσα και ίσως καθοριστικά από την όποια αλλαγή σε αυτό το νευραλγικό τομέα, ο όποιος τελικά καθορίζει σε πολύ μεγάλο βαθμό την ζωή των πολιτών, την βιωσιμότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων και την οικονομία του κράτους.

3.2 Η Στεγαστική Πίστη στην Ελλάδα

Η αγορά ακινήτων αποτελεί μια ιδιαίτερη αγορά, που ασκεί σημαντική επίδραση στη χρηματοοικονομική ζωή ενός τόπου και κατ' επέκταση στο τραπεζικό σύστημα αυτού. Οι κατοικίες αποτελούν το πιο σημαντικό περιουσιακό στοιχείο των νοικοκυριών και ταυτόχρονα το κυριότερο μέσο εξασφάλισης των τραπεζών. Όταν οι συνολικοί πόροι του νοικοκυριού δεν επαρκούν για την απόκτηση κατοικίας, τότε προχωρά σε δανειοδότηση, από τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας.

Η απόκτηση ιδιόκτητης κατοικίας γίνεται, με εξαίρεση των περιπτώσεων κληρονομιάς και γονικών παροχών, είτε με αγορά έτοιμης κατοικίας είτε με ανέγερση σε ιδιόκτητο οικόπεδο. Και στις δυο περιπτώσεις η χρηματοδότηση πραγματοποιείται είτε από τις προσωπικές αποταμιεύσεις του ιδιώτη είτε από ρευστοποίηση κάποιου περιουσιακού του στοιχείου είτε με άμεσο τραπεζικό δανεισμό. (Χειμωνίτη – Τερροβίτη, 2005). Παλαιοτέρα, τα στεγαστικά δάνεια, κυρίως λόγω του υψηλού κόστους δανεισμού δεν έπαιζαν το σπουδαιότερο ρόλο στη χρηματοδότηση για κατοικία. Πρέπει να σημειωθεί στο σημείο αυτό, ότι προγενέστερα τα δάνεια χορηγούνταν με αποφάσεις της κεντρικής διοίκησης της χώρας, μέσω ειδικών πιστωτικών φορέων και όποτε κρινόταν απαραίτητο αναστέλλονταν η χορήγηση τους ανάλογα με τη δημοσιονομική κατάσταση της χώρας και το γενικότερο πλαίσιο της ασκούμενης κοινωνικοοικονομικής πολιτικής. Επίσης, οι δανειολήπτες με τη χορήγηση αυτή, συμπλήρωναν τα κεφάλαια που απαιτούνταν για την αγορά κατοικίας, και δεν χρησιμοποιούσαν το δανεισμό ως κύρια πηγή χρηματοδότησης.

Εφόσον η πλειονότητα των χορηγηθέντων στεγαστικών δανείων αποτελεί την κύρια πηγή χρηματοδότησης των ιδιωτών, αντίστοιχα η υποθήκευση του ακινήτου είναι το βασικότερο στοιχείο εξασφάλισης των τραπεζών. Όταν η αξία του προς αγορά και υποθήκευση ακινήτου είναι υψηλή, τότε και το ποσό που θα χορηγηθεί θα είναι αντίστοιχα υψηλό. Αντίθετα σε χαμηλότερης αξίας ακίνητα, το ποσό της δανειοδότησης θα είναι χαμηλότερο. Με αυτό τον τρόπο παρατηρείτε το πόσο αλληλένδετες είναι μεταξύ τους οι έννοιες της πίστωσης και των τιμών των ακινήτων. Συνεπώς, οι αυξομειώσεις στις τιμές ακινήτων και ταυτόχρονα οι εξελίξεις στη

συγκεκριμένη αγορά επηρεάζουν τόσο την αποταμίευση και την κατανάλωση όσο και την πιστωτική πολιτική των τραπεζικών οργανισμών.

Αντίθετα, μετά από μια εμπειρική προσέγγιση των Brissimis and Vlassopoulos (2009) για την αλληλεπίδραση μεταξύ των στεγαστικών δανείων και των τιμών των κατοικιών στην Ελλάδα κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των ακινήτων είναι ασθενώς εξωγενής παράγοντας, δεδομένου ότι δεν αντιδρούν σε ανισορροπίες στην αγορά στεγαστικών δανείων. Τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν οι Brissimis and Vlassopoulos (2009) προέρχονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, είναι τριμηνιαία και πιο συγκεκριμένα από το τέταρτο τρίμηνο του 1993 έως και το δεύτερο τρίμηνο του 2005. Το σχετικά μικρό μέγεθος του δείγματος οφείλετε στην περιορισμένη διαθεσιμότητα των σειρών των τιμών κατοικιών. Η οικονομετρική τους προσέγγιση γίνεται με τη χρήση του εξής μοντέλου:

$$\Delta Y_t = \alpha \beta' X_{t-1} + \sum \Gamma_j \Delta X_{t-j} + \Psi \Delta Z_t + \delta D_t + \varepsilon_t$$

όπου X είναι το διάνυσμα των μεταβλητών συνολοκλήρωσης (δάνεια L, εισόδημα y, τιμές κατοικιών hp, επιτόκιο r), Y είναι το διάνυσμα των μεταβλητών που περιλαμβάνονται στο X των οποίων μας ενδιαφέρει η δυναμική ιδιότητα (δάνεια L, τιμές κατοικιών hp, επιτόκιο r), Z είναι το διάνυσμα των ασθενώς εξωγενών μεταβλητών που περιλαμβάνονται στο X (εισόδημα y), D είναι το διάνυσμα των μεταβλητών που επηρεάζουν τις βραχυχρόνιες μεταβλητές, και τέλος α και β είναι οι παράμετροι των συντελεστών επιβάρυνσης και μακροπρόθεσμων συντελεστών αντίστοιχα. Επίσης, στο μοντέλο περιλαμβάνουμε μια σταθερά και μια χρονική τάση η οποία προβλέπεται να συλλάβει την επίδραση της καινοτομίας των στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του παραπάνω υποδείγματος και μένοντας στη μακροχρόνια ανάλυση παρατηρούμε ότι οι μακροπρόθεσμοι συντελεστές που αναφέρονται στον πίνακα 3 είναι όλοι στατιστικά σημαντικοί, (εκτός από το σταθερό συντελεστή). Πιο συγκεκριμένα, οι τιμές των κατοικιών σχετίζονται θετικά με τα στεγαστικά δάνεια με μια ελαστικότητα 0,23, η οποία όμως είναι από τις

χαμηλές ελαστικότητες. Δηλαδή, αν αυξηθούν κατά 1% τα δάνεια θα αυξηθούν κατά 0,23% οι τιμές των ακινήτων.

Πίνακας 3: Αποτελέσματα εκτίμησης μακροπρόθεσμων συντελεστών

	L	hp	r	y	Constant	Trend
β	1	**-0,230**	**0,039**	**-0,997**	2,321	**-0,034**
s.e.		0.104	0.005	0.399	3.847	0.004

Διαπιστώνουμε, ότι μακροπρόθεσμα η σχέση αιτιότητας που υπάρχει μεταξύ των στεγαστικών δανείων και των τιμών των ακινήτων δεν επιβεβαιώνεται. Η απουσία αυτή σημαίνει ότι υπάρχουν άλλοι παράγοντες που πρέπει να εξεταστούν για να υπολογισθούν οι εξελίξεις στην αγορά κατοικίας στην Ελλάδα. Μεταξύ αυτών των παραγόντων, είναι η βελτίωση στις προσδοκίες των νοικοκυριών όσον αφορά τα μελλοντικά τους έσοδα, σχετιζόμενο σε ένα βαθμό με το γεγονός της ένταξης της Ελλάδας στη Ζώνη του Ευρώ. Επιπλέον, η μείωση των επιτοκίων, επίσης γεγονός που σχετίζεται με την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, οδήγησε σε υψηλότερες παρούσες αξίες των μελλοντικών εισροών που προκύπτουν από την ακίνητη περιουσία, αυξάνοντας έτσι τις τιμές των κατοικιών. Οι δημογραφικοί παράγοντες είναι επίσης σημαντικοί στις εξελίξεις στην αγορά κατοικίας στην Ελλάδα, σχετικά με την εισροή και τη σταδιακή ενσωμάτωση των μεταναστών στη διάρκεια αυτής της περιόδου καθώς και η μείωση του μεγέθους των νοικοκυριών. Τέλος, οι χαμηλές ή αρνητικές αποδόσεις που προσφέρονται από πολλά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, δείχνουν ότι η αγορά κατοικίας αποτελεί μια διέξοδο και μια επένδυση για τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών.

Είναι σημαντικό στο σημείο αυτό να γίνει μια ιστορική αναδρομή στις προηγούμενες δεκαετίες σχετικά με τη χρηματοδότηση και τις τιμές των κατοικιών για τα τελευταία πενήντα έτη.

Κατά τις δεκαετίες του 1960 και του 1970 παρατηρήθηκε έντονη μετανάστευση από την επαρχία προς τις αστικές περιοχές, με αποτέλεσμα την αύξηση του πληθυσμού στα μεγάλα αστικά κέντρα και τη δημιουργία νέων αναγκών στέγασης που οδήγησαν

με τη σειρά τους σε αύξηση της ζήτησης για κατοικίες. Τα πρώτα χρόνια της δεκαετίας του 1970, οι αυξήσεις των τιμών των κατοικιών ήταν σχετικά χαμηλές. Τα στεγαστικά δάνεια ήταν αρκετά προσιτά σε πολλούς, χωρίς βέβαια να αποτελούν λύση για όλους. Στο τέλος του 1972 και στις αρχές του 1973, χρονιά έξαρσης της οικοδομικής δραστηριότητας, εμφανίσθηκε πολύ έντονα το φαινόμενο του πληθωρισμού. Σε μια προσπάθεια μείωσης των δημόσιων δαπανών κατά το 1974, περιορίσθηκε και η χορήγηση στεγαστικών δανείων, με επάνοδο όμως στη φυσιολογική ροή των πιστώσεων από το 1975 και μετά, αγνοώντας τις πληθωριστικές πιέσεις. Τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, προς το τέλος αυτής της δεκαετίας κυμαίνονταν μεταξύ 16% με 18%. Επίσης, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας σημειώθηκε σημαντική βελτίωση των συνθηκών στέγασης, κυρίως στις αστικές περιοχές. (Χειμωνίτη – Τερροβίτη, 2005).

Η δεκαετία του 1980 χαρακτηρίζεται και αυτή από το φαινόμενο του πληθωρισμού αλλά και από χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Σε επίπεδο δανεισμού, από τα μέσα της δεκαετίας ξεκινάει η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, με αποτέλεσμα όλες οι εμπορικές τράπεζες να μπορούν να χορηγούν στεγαστικά δάνεια σε όλους τους ιδιώτες, ανεξαρτήτως του επαγγέλματος τους ή της συνολικής τους περιουσίας. Πολλές μονοκατοικίες μετατρέπονται σε πολυκατοικίες, με τη μέθοδο της αντιπαροχής, οι ιδιοκτήτες των οποίων δεν προσφεύγουν σε τραπεζικό δανεισμό, δημιουργούν όμως πληθώρα διαμερισμάτων και μεγάλος αριθμός νοικοκυριών στρέφεται σε αυτές μετά από δανειοδότηση. Το γεγονός αυτό οδήγησε στην αύξηση του αριθμού των δανείων και πλέον αυτά φαίνεται να έχουν σπουδαιότερο ρόλο στη χρηματοδότηση της κατοικίας.

Πριν γίνει αναφορά στην δεκαετία του 1990, καλό θα ήταν να οριστεί η μέθοδος της αντιπαροχής, η οποία κατά την δεκαετία του 80 άκμασε στον κλάδο της αγοράς κατοικίας και μέχρι σήμερα εξυπηρετεί πολλούς ιδιοκτήτες οικοπέδων. Με την αντιπαροχή ο ιδιοκτήτης ή οι ιδιοκτήτες κάποιου οικοπέδου καταφεύγουν σε κάποια κατασκευαστική εταιρία και της παραχωρούν το οικόπεδο προς ανέγερση πολυκατοικίας. Τα νέα διαμερίσματα που θα δημιουργηθούν θα ανήκουν κατά ένα ποσοστό στους οικοπεδούχους και τα υπόλοιπα στην κατασκευάστρια εταιρία. Το ποσοστό αυτό ποικίλει από 40% έως 60%, ανάλογα με τη συμφωνία που θα προκύψει από τους συμβαλλόμενους, ανάλογα με το συντελεστή δόμησης του κάθε οικοπέδου,

τα τετραγωνικά του μετρά κλπ. Έτσι, οι οικοπεδούχοι μετά την αποπεράτωση της οικοδομής, είναι κάτοχοι ενός ή και περισσότερων νεόδμητων διαμερισμάτων και ο εργολάβος – κατασκευαστική εταιρία διαθέτει προς πώληση τα υπόλοιπα νέα οικήματα. Η μέθοδος αυτή στιγμάτισε την αγορά κατοικίας, κυρίως των αστικών κέντρων τόσο κατά τη δεκαετία του 1980 όσο και του 1990.

Κατά τη δεκαετία του 1990, τα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές με στόχο τη βελτίωση των αποτελεσμάτων τους αλλά και της ευρύτερης μεγέθυνσης τους έναντι στην νέα πρόκληση, που είχαν να αντιμετωπίσουν, αυτή της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής αγοράς του ενιαίου νομίσματος. Όλη αυτή η διόγκωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αποσκοπούσε στην εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας με παροχή ευρύτατου φάσματος προϊόντων και υπηρεσιών στον ελλαδικό χώρο, στα Βαλκάνια και στην ίδια την Ευρωπαϊκή Ένωση, μιας και δεν άργησε η εξάπλωση των εγχώριων ιδρυμάτων και εκτός συνόρων. Το αγοραστικό κοινό ήρθε αντιμέτωπο με ελκυστικά πακέτα προσφοράς στεγαστικών δανείων από τις τράπεζες. Τα δάνεια δεν ήταν απλώς φθηνότερα από τις προηγούμενες δεκαετίες αλλά και τα εισοδηματικά κριτήρια που είχαν τεθεί ήταν πιο ευέλικτα και προσιτά. Επίσης τα επιτόκια καταθέσεων συνεχώς μειώνονταν σε επίπεδο χαμηλότερο του πληθωρισμού, οπότε αποτελούσε καλύτερη επένδυση η αγορά κατοικίας. Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφερθεί ότι ουσιαστικό ρόλο στην κατάσταση αυτή έπαιξε και η κρίση του χρηματιστηρίου (1999 – 2000) με δύο τρόπους: πρώτον, διότι τα κέρδη από τα χρήματα που επενδύθηκαν αύξησαν τη ζήτηση για αγορά οικοπέδων και πολυτελών κατοικιών και δεύτερον, διότι αποδείχθηκε περίτρανα για άλλη μια φορά πως η επένδυση σε ακίνητα είναι η μόνη αξιόπιστη επένδυση για την πλειοψηφία των επενδυτών.

Από το 2000 και έπειτα, παρατηρήθηκε μια μεγάλη αύξηση της στεγαστικής πίστης η οποία για τα ελληνικά δεδομένα ήταν πρωτόγνωρη. Το 2001, με την είσοδο της χώρας στη ζώνη του Ευρώ, η κατάσταση άλλαξε ριζικά και επήλθε μείωση των επιτοκίων σε αντιστοιχία με τις υπόλοιπες Ευρωπαϊκές χώρες. Αυτό οδήγησε τις τράπεζες να διευρύνουν ακόμη περισσότερο τις δραστηριότητες τους και να εισέλθουν δυναμικά στο χώρο της αγοράς κατοικίας με τη χορήγηση στεγαστικών δανείων καθώς και καταναλωτικών για την κάλυψη αναγκών σχετικών με την κατοικία. Όλα αυτά είχαν ως αποτέλεσμα, να αυξηθεί η ζήτηση για αγορά κατοικίας,

να αυξηθούν οι τιμές των ακινήτων και αντίστοιχα ο αριθμός των στεγαστικών δανείων. Ένας ακόμη παράγοντας που έπαιξε ουσιαστικό ρόλο στην κατάσταση αυτή, ήταν το φορολογικό πλαίσιο σχετικά με την απόκτηση πρώτης κατοικίας και ειδικότερα το σχετικό με την αφαίρεση των τόκων του στεγαστικού δανείου από το φορολογητέο εισόδημα.

Τα τελευταία χρόνια, οι σημαντικές θεσμικές και διαρθρωτικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στον τραπεζικό χώρο, η αλματώδης πρόοδος της τεχνολογίας και η απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, κατέστησαν επιτακτική ανάγκη την αύξηση του μεγέθους των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων με σκοπό την επιβίωση τους αλλά και την αξιοποίηση των νέων ευκαιριών. (Οικονομικό Δελτίο, Alpha Bank, 2002). Στο διεθνές τραπεζικό σύστημα, ιδίως κατά το δεύτερο μισό του προηγούμενου αιώνα, πραγματοποιήθηκαν τεράστιες αλλαγές τόσο στην κατάργηση των περιορισμών που αφορούσαν την στεγαστική πίστη, όσο και στα προσφερόμενα τραπεζικά προϊόντα. Αντίστοιχα λοιπόν με τη διεθνή τραπεζική αγορά, και η ελληνική προχώρησε σε άρση περιορισμών, ανάπτυξη νέων προϊόντων και υπηρεσιών τα οποία σε συνδυασμό με τα μειωμένα επιτόκια λόγω της ενταξιακής πορείας της χώρας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, οδήγησαν την καταναλωτική και ιδιαίτερα την στεγαστική πίστη σε κολοσσιαία άνοδο.

Στον παρακάτω πίνακα, είναι ορατή η μεγαλειώδης αύξηση των υπολοίπων των στεγαστικών δανείων των ελληνικών τραπεζών, από το 2001 έως και τον Ιανουάριο του 2012. Μέχρι και το 2005 ο ρυθμός αύξησης των στεγαστικών δανείων είναι αυξανόμενος με την χρονιά αυτή να φτάνει σε ποσοστό 33,5% σε σχέση με την προηγούμενη. Από το 2006 έως το 2009 ο ρυθμός αύξησης των μεγεθών των στεγαστικών δανείων κινείται και πάλι σε θετικά επίπεδα, αλλά με σημάδια κάμψης, κυρίως ως αποτέλεσμα της πρωτοεμφανιζόμενης για τα ελληνικά δεδομένα οικονομικής κρίσης. Από το 2010 και μετά ο συγκεντρωμένος όγκος στεγαστικών δανείων στις τράπεζες, αρχίζει να μειώνεται κυρίως λόγο της εξαιρετικά μειωμένης ζήτησης. Οι συνολικές πληρωμές δόσεων των στεγαστικών δανείων είναι πλέον μεγαλύτερες από τα στεγαστικά που χορηγούνται και όλο αυτό αρχίζει σιγά σιγά να μειώνει τα ογκώδη υπόλοιπα στα τραπεζικά ιδρύματα.

Αντίστοιχα είναι τα αποτελέσματα, εάν συγκρίνουμε τα υπόλοιπα των στεγαστικών δανείων των ιδιωτών με το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της Ελλάδος. Με αφετηρία το 2001 το συνολικό ποσοστό δανειοδότησης ξεπερνά το 10% του Α.Ε.Π. και τριπλασιάζεται έως το 2007, ως αποτέλεσμα του μεγαλύτερου ρυθμού αύξησης των στεγαστικών δανειοδοτήσεων έναντι της αύξησης του Α.Ε.Π.. Από το 2007 και μετά το εν λόγο ποσοστό συνεχίζει να παραμένει πάνω από το 30% όμως παρουσιάζει σημάδια μείωσης του ρυθμού αύξησης του. Τα υπόλοιπα των στεγαστικών δανείων παρουσιάζουν μείωση όπως αντίστοιχα και αυτά του Α.Ε.Π., τα οποία επειδή μειώνονται σε μεγαλύτερο βαθμό από τα δανειακά υπόλοιπα, το αναφερόμενο ποσοστό συνεχίζει να αυξάνεται έστω και με χαμηλότερο ρυθμό.

Πίνακας 4: Ποσοστό Στεγαστικών δανείων Ιδιωτών προς Α.Ε.Π.

ΕΤΟΣ	ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΟΝ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ ΣΕ ΔΙΣ €	ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΙΟΝ ΣΕ ΑΓΟΡΑΙΕΣ ΤΙΜΕΣ ΣΕ ΔΙΣ €	ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΙΔΙΩΤΩΝ ΠΡΟΣ Α.Ε.Π.
2001	**15,5**	**146,43**	**10,58%**
2002	**21,1**	**156,62**	**13,47%**
2003	**26,6**	**172,43**	**15,43%**
2004	**33,8**	**185,27**	**18,24%**
2005	**45,2**	**193,05**	**23,41%**
2006	**56,9**	**208,89**	**27,24%**
2007	**69,1**	**222,77**	**31,02%**
2008	**77,4**	**232,92**	**33,23%**
2009	**80,2**	**231,64**	**34,62%**
2010	**80,2**	**227,32**	**35,28%**
2011	**78**	**215,09**	**36,26%**
2012 (Ιανουάριος)	**77,7**		

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (Διεύθυνση οικονομικών μελετών / Τμήμα ανάλυσης αγοράς ακινήτων) & Ελληνική Στατιστική Υπηρεσία

Πέρα όμως από την αύξηση του αριθμού και του όγκου των στεγαστικών δανείων, οι ελληνικές τράπεζες άρχισαν, ιδίως από το 2008 και μετά να ασχολούνται και με μια ακόμη παράμετρο. Η συνεχώς αυξανόμενη τάση των μη εξυπηρετούμενων δανείων άρχισε να γίνεται ολοένα και μεγαλύτερο πρόβλημα. Οι μη καταβαλλόμενες δόσεις δανείων καθώς και οι προβλέψεις αυτών υπολογίζονται πλέον στα συνολικά ετήσια αποτελέσματα της κάθε τράπεζας. Από το 2005 έως και το 2011 το ποσοστό των καθυστερήσεων έχει αυξηθεί περίπου τέσσερις φορές, γεμίζοντας την αγορά κατοικίας με μεγάλα ερωτηματικά. Μέχρι σήμερα, όταν κάποιος οφειλέτης στεγαστικού δανείου ξεπερνούσε τις 180 ημέρες σε καθυστερούμενες οφειλές, η τράπεζα προέβαινε σε καταγγελία του δανείου και διεκδίκηση του συνολικά οφειλόμενου πόσου ή του προσημειωμένου ακινήτου. Μετά από δικαστική απόφαση, το ακίνητο γινόταν ιδιοκτησία της τράπεζας και στη συνέχεια με την μέθοδο του πλειστηριασμού παραχωρούνταν σε νέο ιδιοκτήτη και η τράπεζα επανακτούσε τα δανειοδοτηθέντα κεφάλαια. Πλέον έχει αρχίσει να γίνεται λόγος για την τύχη όλων αυτών των ακινήτων. Θα περιέλθουν στην ιδιοκτησία των τραπεζών και εάν ναι, αυτές πως θα τα αξιοποιήσουν, υπολογίζοντας την μειωμένη ζήτηση;

Πίνακας 5: Ποσοστιαία Μεταβολή Στεγαστικών δανείων σε Καθυστέρηση

ΕΤΟΣ	ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΕ ΚΑΘΥΣΤΕΡΗΣΗ
2005	**3,6%**
2006	**3,4%**
2007	**3,6%**
2008	**5,3%**
2009	**7,4%**
2010	**10,0%**
2011 (γ΄ τρίμηνο)	**14,0%**

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (Διεύθυνση οικονομικών μελετών / Τμήμα ανάλυσης αγοράς ακινήτων)

Τα παραπάνω στοιχεία θα γεννήσουν δεκάδες ερωτήματα για την αγορά κατοικίας στην Ελλάδα και θα πρέπει να απαντηθούν μέσα στα επόμενα χρόνια. Αυτό που μέχρι

πρότινος απασχολούσε τους καταναλωτές ήταν τα επιτόκια των δανείων και τα δελεαστικά προγράμματα στεγαστικών χορηγήσεων που θα ταίριαζαν στις απαιτήσεις τους. Οι τράπεζες με την σειρά τους παρέχουν πληθώρα προγραμμάτων για στέγαση, με σκοπό την καλύτερη εξυπηρέτηση του κοινού και την αύξηση των κερδών τους. Οι βασικότεροι τύποι στεγαστικών δανείων έχουν να κάνουν με το επιτόκιο. Κυμαινόμενο επιτόκιο, σταθερό ή συνδυασμός και των δυο, με τα αρχικά έτη δανειοδότησης σε σταθερό επιτόκιο και στη συνέχεια σε κυμαινόμενο. Το κυμαινόμενο επιτόκιο επηρεάζεται από τις μεταβολές του βασικού επιτοκίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και αυτό αφορά και τα νέα στεγαστικά δάνεια αλλά και τα ήδη υπάρχοντα. Όσα δάνεια είναι συνδεδεμένα με αυτό το επιτόκιο, αποπληρώνονται σε ισόποσες δόσεις υπολογίζοντας το αρχικό κεφάλαιο, το επιτόκιο που ορίζει ο διοικητής της Ε.Κ.Τ. (1% τον Μάρτιο του 2012) και το περιθώριο κέρδους της εκάστοτε τράπεζας (spread).

Πέρα από το επιτόκιο της Ευρωπαϊκής κεντρικής τράπεζας, υπάρχει και το euribor, με βάση το οποίο η πλειονότητα των ελληνικών τραπεζών υπολογίζει το τελικό επιτόκιο δανεισμού για στέγη. Το euribor (euro interbank offered rate) αποτελεί επιτόκιο αναφοράς στη διατραπεζική αγορά, με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας. Υπολογίζεται σε ημερήσια βάση καθώς και για διάφορες διάρκειες έως και δωδεκάμηνο, από την Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Τραπεζών. Ο υπολογισμός του βασίζεται στο μέσο όρο των επιτοκίων ενός δείγματος τραπεζών για πράξεις που διενεργούνται στη διατραπεζική αγορά, στη ζώνη του ευρώ για δάνεια χωρίς εξασφαλίσεις. Η πορεία του επιτοκίου αυτού που επηρεάζει καθοριστικά τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων και κατ’ επέκταση ολόκληρη την αγορά κατοικίας στη χώρα, παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα, για την τελευταία δεκαετία, κατά την πρώτη ημέρα κάθε έτους. Ως επιτόκιο αναφοράς χρησιμοποιείται το euribor τριμήνου, το οποίο χρησιμοποιείται κατά κόρον στις ελληνικές τράπεζες.

Πίνακας 6: Euribor 3M κατά την πρώτη ημέρα κάθε έτους

ΕΤΟΣ	EURIBOR 3M ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΡΩΤΗ ΗΜΕΡΑ ΚΑΘΕ ΕΤΟΥΣ
01/01/2003	**2,861%**
01/01/2004	**2,120%**
01/01/2005	**2,154%**
01/01/2006	**2,488%**
01/01/2007	**3,725%**
01/01/2008	**4,665%**
01/01/2009	**2,859%**
01/01/2010	**0,700%**
01/01/2011	**1,001%**
01/01/2012	**1,343%**

Πηγή: www.euribor-rates.eu

Όλα τα παραπάνω αφορούν το βασικότερο κομμάτι ενός στεγαστικού δανείου και δεν είναι άλλο από το επιτόκιο. Με βάση αυτό θα πληρώνει τις δόσεις του ο δανειολήπτης, με βάση αυτό καθορίζονται τα κέρδη του τραπεζίτη. Αυτό το ποσοστό καθορίζει την αγορά κατοικίας που αποκτάται με δάνειο. Το επιτόκιο είναι από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση των ιδιωτών να αγοράσουν δική τους κατοικία.

Οι Apergis and Rezitis, (2003), έκανα μια εμπειρική ανάλυση χρησιμοποιώντας τριμηνιαία δεδομένα από το 1981 έως και το 1999. Οι μεταβλητές που χρησιμοποίησαν ήταν: α) ο δείκτης τιμών νεόδμητων κατοικιών (HPRC), β) το επιτόκιο στεγαστικών δανείων υπολογισμένο από το μέσο επιτόκιο στεγαστικών δανείων που λήγουν σε 15 έτη (INTR), γ) τιμές μετρούμενες από το δείκτη τιμών καταναλωτή (CPI), δ) εργασία μετρούμενη από το δείκτη εργασίας (EMPL), και ε) η προσφορά χρήματος (MS). Ο δείκτης τιμών ακινήτων και ο δείκτης εργασίας προέρχονται από την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία Ελλάδος. Ο δείκτης τιμών καταναλωτή και η προσφορά χρήματος αντλήθηκαν από τα διεθνή χρηματοπιστωτικά στατιστικά στοιχεία και τα επιτόκια στεγαστικών δανείων από την Τράπεζα της

Ελλάδος και την Εθνική Τράπεζα. Τα αποτελέσματα που πήραν μακροχρόνια, βάζοντας τα δεδομένα του δείγματος στο μοντέλο ήταν ότι αν μειωθεί το επιτόκιο στεγαστικών δανείων κατά 0,008 μονάδες τότε θα αυξηθεί κατά 1 μονάδα ο δείκτης τιμών νεόδμητων κατοικιών. Αν αυξηθεί κατά 0,820 μονάδες ο δείκτης τιμών καταναλωτή θα αυξηθεί κατά 1 μονάδα ο δείκτης τιμών νεόδμητων κατοικιών. Αν αυξηθεί ο δείκτης εργασίας κατά 0,524 μονάδες θα αυξηθεί κατά 1 μονάδα ο δείκτης τιμών νεόδμητων κατοικιών. Και τέλος, αν αυξηθεί κατά 0,287 μονάδες η προσφορά χρήματος θα αυξηθεί κατά 1 μονάδα ο δείκτης τιμών νεόδμητων κατοικιών.

Από τα αποτελέσματα της έρευνας των Apergis and Rezitis, (2003), διαπιστώνουμε ότι οι τιμές των ακινήτων ανταποκρίνονται σε συγκεκριμένες οικονομικές μεταβλητές. Το επιτόκιο των στεγαστικών δανείων είναι η μεταβλητή με τη μεγαλύτερη δύναμη στη μεταβολή των τιμών κατοικιών. Έπειτα, ακολουθούν ο δείκτης τιμών καταναλωτή και εργασίας. Η προσφορά χρήματος δεν φαίνεται να αιτιολογεί οποιαδήποτε σημαντική ποσότητα της διακύμανσης των τιμών των κατοικιών.

Παράλληλα με αυτό και τα ίδια τα τραπεζικά ιδρύματα διαμορφώνουν το πλαίσιο γύρω από το επιτόκιο του στεγαστικού δανείου, έτσι ώστε να είναι ελκυστικό για τον πελάτη και να αποκτήσουν ολοένα και μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς στεγαστικών δανείων, πράγμα που θα τα οδηγήσει στην μεγαλύτερη κερδοφορία τους. Επιπλέον, το στεγαστικό δάνειο, μπορεί να μην συνδέεται με το ευρώ, εάν ο δανειολήπτης θεώρει κάποιο άλλο νόμισμα σταθερότερο, σε αυτή όμως την περίπτωση αναλαμβάνει και τον συναλλαγματικό κίνδυνο παράλληλα με την υποχρέωση καταβολής των τοκοχρεολυσίων του.

Ενδεικτικά παρατίθενται παρακάτω τα προγράμματα στεγαστικών δανείων, των δέκα βασικότερων τραπεζών στον ελλαδικό χώρο, για κυμαινόμενη και σταθερή περίοδο. Επιπλέον, αξίζει να αναφερθεί ότι οι τράπεζες δανειοδοτούν με βάση το LTV της εμπορικής αξίας του ακινήτου, το οποίο είναι ο συντελεστής του συνολικού ύψους ενός στεγαστικού δανείου προς την εμπορική αξία αυτού. Το σύνηθες κατά τα τελευταία έτη είναι οι τράπεζες να χορηγούν δάνεια με LTV έως 75%, δηλαδή να χορηγούν ποσά έως το 75% της αγοραίας αξίας του ακινήτου και αντίστοιχα να το υποθηκεύουν για το 120% αυτής.

Πίνακας 7: Προγράμματα Στεγαστικών Δανείων Τραπεζών στην Ελλάδα

ΤΡΑΠΕΖΑ	ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ	ΣΤΑΘΕΡΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΓΙΑ 1 ΕΤΟΣ	ΣΤΑΘΕΡΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΓΙΑ 3 ΕΤΗ	ΣΤΑΘΕΡΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΓΙΑ 5 ΕΤΗ	ΣΤΑΘΕΡΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΓΙΑ 10 ΕΤΗ
ΑΓΡΟΤΙΚΗ	6.4%				
ALPHA	Eur3 + 3-3.8%		5.2-5.5%	5.5-5.8%	6.0-6.3%
ΕΘΝΙΚΗ	Eur3 + από 3%	4.35%	5.25%	5.65%	6.15%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ	Eur3 + 4.1%	4.9%	5.5%	5.9%	6.4%
EUROBANK	Eur3 + 4.5%	5.8%	6.0%	6.3%	6.8%
ΚΥΠΡΟΥ	Eur3 + 4.3%		5.9%	6.4%	
MARFIN	Eur3 + 4.5%		5.6%	6.1%	6.3%
MILLENNIUM	Eur3 + 4.25%	4.8%	5.25%	6.25%	6.5%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	Eur1 + 3.5-4.6%		5.5%	6.0%	
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	Eur3 + από 3%		5.35%		

Πηγή: Ελληνική ένωση τραπεζών & ιστοσελίδες τραπεζών

Σημείωση 1: όπου δεν αναφέρονται στοιχεία, αυτά δεν προσφέρονται ή δεν δημοσιοποιούνται

Σημείωση 2 : Eur1 = euribor μηνός & Eur3 = euribor 3 μηνών

Σημείωση 3 : το ποσοστό στο κυμαινόμενο επιτόκιο αναφέρεται στο spread των τραπεζών

Με βάση τα παραπάνω στοιχεία δανειοδοτείται από κάθε τράπεζα χωριστά η κάθε κατοικία. Παράλληλα με αυτά, υπάρχουν και ειδικά προγράμματα για συγκεκριμένες ομάδες πολιτών, σε διάφορα νομίσματα ακόμη και επιδοτούμενα από διάφορους κρατικούς φορείς. Έτσι, δίνονται κίνητρα και ειδικά προγράμματα για την απόκτηση κατοικίας με δανειοδότηση σε παλιννοστούντες ομογενείς, με επιδότηση του ελληνικού δημοσίου, σε αγρότες από την Αγροτική Τράπεζα, σε τσιγγάνους για αγορά ή κατασκευή κατοικίας, σε άτομα με ειδικές ανάγκες, σε πολύτεκνους, σε δημόσιους υπαλλήλους, σε άτομα που επισκευάζουν την κατοικία τους, σε άτομα που αποκτούν την πρώτη τους κατοικία.

Η πρώτη κατοικία στην Ελλάδα, έκτος από τις φοροαπαλλαγές που απολαμβάνει, επιδοτείται και από τον Οργανισμό Εργατικής Κατοικίας (Ο.Ε.Κ.). Η συμβολή του Ο.Ε.Κ. κατά τις τελευταίες δεκαετίες στην απόκτηση κατοικίας ήταν ιδιαίτερα σημαντική, μιας και πολλά νέα ζευγάρια αποκτούσαν την πρώτη τους κατοικία με

επιδοτούμενο επιτόκιο. Τα δάνεια αυτά δίνονταν από τις τράπεζες αφού πληρούνταν κάποιες προϋποθέσεις (ένσημα εργασίας, οικογενειακή κατάσταση κλπ.). Κάλυπταν ένα μέρος του συνολικού κεφαλαίου που απαιτούνταν για το ακίνητο, για τα πρώτα εννέα έτη και η επιδότηση τους για το συγκεκριμένο ποσό ανέρχονταν από 60% έως 80%, ανάλογα με την κάθε περίπτωση. Πλέον, ο Οργανισμός Εργατικής Κατοικίας έχει σταματήσει να επιδοτεί την αγορά κατοικίας και η συνέχιση της ύπαρξης του είναι αμφίβολη.

Ανακεφαλαιώνοντας, η στεγαστική πίστη στην Ελλάδα όπως και σε κάθε άλλη χώρα έχει τεράστια σημασία για τους καταναλωτές και τα τραπεζικά ιδρύματα. Αναπτύχτηκε και γιγαντώθηκε παράλληλα με την αγορά κατοικίας, βοηθούμενη από τις κοινωνικοοικονομικές συνθήκες της χώρας καθώς και την απελευθέρωση των τραπεζών. Αυτές με τη σειρά τους, προσφέρουν πολυάριθμες υπηρεσίες για να προσελκύσουν δανειολήπτες οι όποιοι αντίστοιχα ωθούνται στην αγορά κατοικίας υποβοηθούμενοι από φορείς του δημοσίου, ανάλογα με τις ιδιαιτερότητες του καθενός. Όμως όποιο και αν είναι το πρόγραμμα στεγαστικού δανείου που θα επιλέξει ο καθένας, από οποιοδήποτε πιστωτικό ίδρυμα, ένα θα είναι αυτό που θα καθορίζει την αγοραστική του δύναμη και αυτό είναι το επιτόκιο. Το επιτόκιο, από όποιον και αν ορίζεται, πάντα θα καθορίζει την αγορά κατοικίας, την ανάπτυξη ή την συρρίκνωση της.

3.3 Φορολογία Ακινήτων στην Ελλάδα

Η αγορά ακινήτων αποτελεί έναν από τους βασικότερους μοχλούς την ελληνικής οικονομίας. Η περιουσία του κάθε νοικοκυριού προσδιορίζεται κατά κύριο λόγο, με βάση την ιδιοκτησία ακινήτων, μιας και το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο του Έλληνα είναι η κατοικία του. Από την άλλη μεριά, το κράτος και η εκάστοτε κυβέρνηση, έχουν ως βασικότερο μέσο άσκησης πολιτικής, την φορολογία. Η διοικούσα αρχή καλείται να φορολογήσει τους πολίτες ανάλογα με το εισόδημα και την περιουσία τους. Επειδή όμως το εισόδημα και τα άυλα περιουσιακά στοιχειά, με τον ένα ή τον άλλο τρόπο αποκρύπτονται ή εικονικά συρρικνώνονται, η ακίνητη περιουσία αποτελεί το βασικότερο στοιχείο, με βάση το όποιο θα αποδώσει ο πολίτης τους φόρους του.

Στην Ελλάδα δεν έχει υπάρξει έως σήμερα συγκεκριμένο φορολογικό σύστημα που να αφορά την κατοικία. Αντίθετα η εκάστοτε κυβέρνηση φορολογεί ή σπανιότερα φοροαπαλλάσει την κατοικία ανάλογα με τις ανάγκες για έσοδα ή ψηφοθηρία αντίστοιχα. Έτσι, υπάρχουν δεκάδες φόροι (τακτοί και έκτακτοι), τέλη και εισφορές από την κεντρική διοίκηση της χώρας αλλά και από την τοπική αυτοδιοίκηση. Αυτοί με την σειρά τους υπολογίζονται με βάση την εμπορική ή την αντικειμενική αξία του κάθε ακινήτου.

Στο σημείο αυτό χρήσιμο θα ήταν να αναφερθεί η διαφορά ανάμεσα στις δυο τιμές που αντιπροσωπεύουν το κάθε ακίνητο. Εμπορική αξία είναι η πραγματική αξία του ακινήτου στην αγορά και ορίζεται 100% από τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης. Το ποσό στο οποίο θα αγοραστεί μια κατοικία σήμερα αποτελεί την εμπορική του αξία. Εάν οι ικανότητες του πωλητή ή του κτηματομεσιτικού σύμβουλου είναι τέτοιες που να ανεβάζουν το τίμημα, τότε αντίστοιχα ανεβαίνει και η εμπορική αξία. Όμως η αγοραία τιμή του ακινήτου, χρησιμοποιείται καθαρά για τις συναλλαγές μεταξύ ιδιωτών. Η τιμή που καθορίζει την φορολόγηση είναι η αντικειμενική.

Αντικειμενική είναι η αξία που καθορίζεται από την πολιτεία για κάθε ακίνητο ξεχωριστά, ανάλογα με συντελεστές καθοριζόμενους από την ιδία. Οι συνιστώσες αυτές έχουν να κάνουν με τα τετραγωνικά του οικήματος, την τιμή ζώνης στην όποια εδρεύει, τον όροφο, το εάν υπάρχει στην περιοχή πυροσβεστική υπηρεσία και άλλα. Η αντικειμενική αξία ενός ακινήτου είναι συνήθως χαμηλότερη από την εμπορική (ιδίως στις αστικές περιοχές), αποτελεί το τίμημα που αναγράφεται σε κάθε συμβολαιογραφική πράξη που συνοδεύει το ακίνητο και βάση αυτής υπολογίζονται οι όποιοι φόροι.

Στην Ελλάδα το σύστημα των αντικειμενικών αξιών θεσπίστηκε το 1982. Πριν από αυτό και έως το 1975 δεν υπήρχε κάποια φορολόγηση στα ακίνητα των ιδιωτών. Από το 1975 και μετά, έκανε την εμφάνιση του ο φόρος κατοχής ακίνητης περιουσίας, όπου η φορολόγηση γινόταν με βάση την αξία των ακινήτων κατά την πρώτη ημέρα κάθε έτους. Ο παραπάνω φόρος καταργήθηκε το 1980, για να επανέλθει το 1982 με βάση τις αντικειμενικές αξίες των κατοικιών. Αργότερα, το 1997 θεσπίστηκε και νέα

φορολόγηση, με τον φόρο μεγάλης ακίνητης περιουσίας φυσικών και νομικών προσώπων, ο όποιος αντικαταστάθηκε το 2008 από το Ε.Τ.Α.Κ. (ενιαίο τέλος ακίνητης περιουσίας).

Πέρα όμως από το Ε.Τ.Α.Κ., στην σημερινή Ελλάδα, υπάρχουν δεκάδες φόροι που επιβαρύνουν την ιδιοκτησία ακινήτων, τα εισοδήματα που απορρέουν από την εκμετάλλευση τους, την μεταβίβαση τους, την κληρονομιά – γονική παροχή – δωρεά τους. Ενδεικτικά με βάση τα στοιχεία της Πανελλήνιας Ομοσπονδίας Ιδιοκτητών Ακινήτων (Π. ΟΜ. ΙΔ. Α.) παρατίθενται οι βασικότεροι από αυτούς.

Πίνακας 8: Βασικότεροι Φόροι που επιβαρύνουν την Ιδιοκτησία Ακινήτων

ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΜΙΣΘΩΜΑΤΩΝ	**18 – 45%**
ΤΕΛΟΣ ΧΑΡΤΟΣΗΜΟΥ + ΟΓΑ ΣΤΑ ΜΙΣΘΩΜΑΤΑ	**3,6%**
ΦΟΡΟΣ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΗΣ	**8 – 10%**
ΦΠΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΝΕΟΔΜΗΤΩΝ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΝΤΙΠΑΡΟΧΗ	**23%**
ΦΟΡΟΣ ΚΛΗΡΟΝΟΜΙΑΣ – ΓΟΝΙΚΗΣ ΠΑΡΟΧΗΣ	**1 – 40%** **ανάλογα με τη συγγένεια των εμπλεκόμενων προσώπων**
ΦΟΡΟΣ ΔΩΡΕΑΣ	**5 – 40%** **ανάλογα με τη συγγένεια των εμπλεκόμενων προσώπων**
ΤΕΛΟΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	**0,25 - 0,35‰** **μέσω λογαριασμού ΔΕΗ**
ΦΟΡΟΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ (ΑΠΟ 01/01/2010)	**2‰ – 2%** **μέσω λογαριασμού ΔΕΗ**
ΔΗΜΟΤΙΚΑ ΤΕΛΗ	**Καθορίζεται από τον ΟΤΑ* μέσω λογαριασμού ΔΕΗ**
ΔΗΜΟΤΙΚΟΣ ΦΟΡΟΣ	**Καθορίζεται από τον ΟΤΑ** μέσω λογαριασμού ΔΕΗ**
ΕΙΔΙΚΟ ΤΕΛΟΣ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΩΝ ΠΗΓΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ	**Μέσω λογαριασμού ΔΕΗ ανάλογα με την κατανάλωση**

ΤΕΛΟΣ ΕΓΓΡΑΦΗΣ ΣΤΟ ΕΘΝΙΚΟ ΚΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ **35 € ανά οίκημα**

Πηγή: Ιστοσελίδα ΠΟΜΙΔΑ (http://www.pomida.gr)

* Δήμος Θεσσαλονίκης, Δ΄ δημοτικό διαμέρισμα, 2,02€ ανά τετραγωνικό

** Δήμος Θεσσαλονίκης, Δ΄ δημοτικό διαμέρισμα, 0,36€ ανά τετραγωνικό

Στους επισυναπτόμενους φόρους, θα πρέπει να προσθέσουμε και τους φόρους για νέα οικοδομική άδεια και ανέγερση οικήματος καθώς και τους νέους φόρους που επινοήθηκαν μέσα στο 2011 ως αποτέλεσμα της δυσχερούς οικονομικής συγκυρίας. Το τέλος νομιμοποίησης αυθαίρετων και το τέλος νομιμοποίησης υπαίθριων χώρων, η αξία του οποίου έχει καταβληθεί από τον αγοραστή στον εργολάβο κατά την αγορά του ακινήτου αλλά τώρα καταβάλλεται εκ νέου από τον αγοραστή (και όχι από τον εργολάβο) στο κράτος, είναι δυο από τους νέους φόρους. Τέλος, η εισφορά για την όποια έχει γίνει μεγάλη συζήτηση στη χώρα είναι το Έκτακτο Ειδικό Τέλος Ηλεκτροδοτημένων Δομημένων Επιφανειών (Ε.Ε.Τ.Η.Δ.Ε.), μέσω του λογαριασμού της Δ.Ε.Η. το οποίο καταβάλετε στο κράτος από τους ιδιοκτήτες κατοικιών με βάση την παλαιότητα του οικήματος, τα τετραγωνικά του και την τιμή ζώνης που βρίσκεται αυτό.

Όλοι οι παραπάνω φόροι κάνουν σαφές το οικονομικό βάρος των ιδιοκτητών ακινήτων προς το κράτος και τη σημασία που δίνει αυτό στην φορολόγηση του ακινήτου, με κάποιες εξαιρέσεις που αφορούν την φορολόγηση της πρώτης κατοικίας. Οι συνθήκες για επένδυση σε ακίνητα στην Ελλάδα γίνονται ολοένα και πιο δυσχερής εάν αναλογιστεί κανείς τα επίπεδα της φορολόγησης στα υπόλοιπα κράτη της Ευρώπης. Οι ξένοι επενδυτές δύσκολα στρέφονται στην αγορά κατοικίας της Ελλάδας αναλογιζόμενοι τον φόρο μεταβίβασης, τον Φόρο Προστιθέμενης Αξίας (Φ.Π.Α.) κατά την απόκτηση αλλά και τον όποιο έκτακτο φόρο έχει τεθεί.

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθεται ο φόρος μεταβίβασης ακινήτων σε διάφορες χώρες της Ευρώπης, όπου η Ελλάδα βρίσκεται στην κορυφή αυτής της κατηγορίας ακολουθούμενη από την Ιταλία και την Ισπανία. Ενώ στον δεύτερο κατά σειρά πίνακα, η Ελλάδα μαζί με την Πορτογαλία ακολουθούν τις δυο Σκανδιναβικές χώρες (Νορβηγία και Σουηδία) στον Φ.Π.Α κατασκευής ακινήτου, ανακαίνισης και αγοράς νεόδμητου.

Πίνακας 9: Φόρος Μεταβίβασης Ακινήτων στην Ευρώπη

ΧΩΡΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΦΟΡΟΥ
ΑΥΣΤΡΙΑ	3,5%
ΒΕΛΓΙΟ	5% - 12,5%
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	2,5%
ΚΥΠΡΟΣ	3% - 8%
ΤΣΕΧΙΑ	3%
ΓΑΛΛΙΑ	7,5%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	3,5% - 5%
ΕΛΛΑΔΑ	**10% + 3% ΥΠΕΡ ΟΤΑ**
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	1% - 2%
ΙΤΑΛΙΑ	10%
ΝΟΡΒΗΓΙΑ	2,5%
ΠΟΛΩΝΙΑ	2%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	1% - 6%
ΣΛΟΒΕΝΙΑ	2%
ΙΣΠΑΝΙΑ	8%
ΣΟΥΗΔΙΑ	1,5%
ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ	0% - 4%

Πηγή: International union of property owners (www.uipi.com)

* Στο σημείο αυτό πρέπει να διευκρινίσουμε το γεγονός ότι, ο Φόρος Μεταβίβασης Ακινήτων στην Ελλάδα υπολογίζεται επί της αντικειμενικής αξίας, ενώ στην υπόλοιπη Ευρώπη υπολογίζεται επί της εμπορικής αξίας. Οπότε, στην Ελλάδα μπορεί να είναι υψηλότερο το ποσοστό αλλά υπολογίζεται επί μικρότερης αξίας.

Πίνακας 10: ΦΠΑ στα Ακίνητα Στην Ευρώπη

ΧΩΡΑ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ	ΑΝΑΚΑΙΝΙΣΗ	ΑΓΟΡΑ ΝΕΟΔΜΗΤΟΥ
ΑΥΣΤΡΙΑ	20%	20%	-
ΒΕΛΓΙΟ	21%	6%	21%
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	20%	20%	20%
ΚΥΠΡΟΣ	15%	15%	15%
ΤΣΕΧΙΑ	10% - 20%	10%	10%
ΔΑΝΙΑ	25%	25%	-
ΓΑΛΛΙΑ	19,6%	5,5%	19,6%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	19%	19%	-
ΕΛΛΑΔΑ	**23%**	**23%**	**23%**
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	13,5%	13,5%	13,5%
ΙΤΑΛΙΑ	10%	10%	10%
ΝΟΡΒΗΓΙΑ	25%	25%	-
ΠΟΛΩΝΙΑ	22%	7% - 22%	7% - 22%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	23%	23%	-
ΣΛΟΒΕΝΙΑ	20%	-	20%
ΙΣΠΑΝΙΑ	4% - 18%	8% - 18%	18%
ΣΟΥΗΔΙΑ	25%	25%	-
ΕΛΒΕΤΙΑ	8%	8%	-
ΜΕΓ. ΒΡΕΤΑΝΙΑ	17,5%	5%	

Πηγή: International union of property owners (www.uipi.com)

Η φορολογία ακινήτων είναι ίσως η σημαντικότερη πηγή εσόδων για το δημόσιο. Με βάση τα δεδομένα που υπάρχουν, οι φόροι κατοικιών στην χώρα είναι από τους μεγαλύτερους στην Ευρώπη. Αυτό αποτελεί τροχοπέδη για αλλοδαπές επενδύσεις και φρενάρει την εγχώρια αγορά. Αν συνυπολογιστούν και οι υπόλοιπες αρνητικές συνθήκες που επικρατούν λόγο της οικονομικής ύφεσης, καταλαβαίνει κανείς ότι η αγορά ακινήτων στην Ελλάδα του 2012 βρίσκεται σε συνεχιζόμενη καθοδική πορεία.

3.4 Η αγορά κατοικίας στην Ελλάδα του σήμερα

Όπως σε κάθε κλάδο της οικονομίας έτσι και η αγορά κατοικίας ακολουθεί τον δικό της ΄΄κύκλο΄΄ . Μετά από την τεράστια ζήτηση για αγορά κατοικίας και την ακόμη μεγαλύτερη προσφορά, καθώς οι κατασκευαστικές εταιρίες ακινήτων είχαν αυξήσει κατακόρυφα τον κύκλο εργασιών τους, ήρθε η συρρίκνωση ως επακόλουθο της λεγόμενης οικονομικής κρίσης.

Από το 2008 είχαν αρχίσει να φαίνονται τα πρώτα σημάδια πτώσης στην αγορά κατοικίας στην Ελλάδα και έως το 2011 τα επίπεδα της παρέμειναν χαμηλά . Τα νοικοκυριά πλέον, μη προσδοκώντας μεγαλύτερα έσοδα αλλά και υπό τον φόβο της μείωσης αυτών δεν προσχωρούν σε μια τόσο δαπανηρή κίνηση, που ίσως τους δεσμεύσει για μακρύ χρονικό διάστημα, στην καταβολή δόσεων για στέγη. Η πτώση αυτή αντικατοπτρίζεται καλύτερα και στα στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Υπηρεσίας (ΕΛΣΤΑΤ) που αφορούν την αντίστοιχη ζήτηση δανείων από τα τραπεζικά ιδρύματα. Έτσι, κατά το Δεκέμβριο του 2011 παρατηρήθηκε μείωση των τραπεζικών δανειακών υπολοίπων κατά 2,9%, σε ετήσια βάση. Τον αντίστοιχο μήνα του 2010 η μείωση ανέρχονταν στο 0.3%, μετά την θεαματική άνοδο που σημειώθηκε στα δυο τελευταία χρόνια της προηγούμενης δεκαετίας, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 11: Μεταβολή δανειακών Υπολοίπων

ΕΤΟΣ	2008	2009	2010	2011
ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΥΠΟΛΟΙΠΩΝ	**11,2%**	**3,7%**	**-0,3%**	**-2,9%**

Πηγή: Δελτίο οικονομικών εξελίξεων Alpha Bank (16/02/2012)

Ειδικότερα, στα στεγαστικά δάνεια και με βάση τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, αποτυπώνεται υποχώρηση κατά 2,1% στον ρυθμό χορήγησης νέων δανείων, κάτι που σημαίνει ότι τα ποσά που αποπληρώνονται μέσω των δόσεων των υπαρχόντων δανείων είναι περισσότερα από αυτά που χορηγούνται.

Ένα ακόμη σημαντικό στοιχείο που αντλείται από τον τραπεζικό κλάδο και αφορά τη στεγαστική πίστη είναι αυτό της αύξησης των δανείων σε καθυστέρηση. Τον Δεκέμβριο του 2010 αυτό το ποσοστό είχε φτάσει στο 10,3% και τον Ιούνιο του 2011 στο 11,9% (Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων, Alpha Bank, 08/12/2011). Αυτό μαρτυρά όχι μόνο την αδυναμία των νοικοκυριών στην κάλυψη των δανειακών τους υποχρεώσεων αλλά κάνει σαφές ότι οι ιδιώτες δεν είναι σε θέση να επεκταθούν, προς το παρόν, σε νέες ζητήσεις ακινήτων. Επιπλέον, ξεφυλλίζοντας κανείς τον ημερήσιο τύπο, θα βρει τους μεσίτες ακινήτων να μιλούν για μείωση 70% - 80% όχι μόνο στις συναλλαγές αλλά ακόμη και στα διερευνητικά τηλεφωνήματα. Ζωηρό ενδιαφέρον φαίνεται να υπάρχει μόνο από αυτούς που αναζητούν τα λεγόμενα 'ακίνητα ευκαιρίας', δηλαδή αυτά τα σπίτια και διαμερίσματα που αναγκάζονται να πουλήσουν οι ιδιοκτήτες τους σε εξαιρετικά χαμηλές τιμές προκειμένου να ανταποκριθούν στις άμεσες οικονομικές τους υποχρεώσεις.

Στον αντίποδα της ζήτησης ακινήτων υπάρχει η προσφορά, η οποία χαρακτηρίζεται από τον μεγάλο αριθμό αδιάθετων και προς πώληση κατοικιών παρόλο που ο κατασκευαστικός κλάδος τα τελευταία χρόνια έχει μειώσει τον ρυθμό παραγωγής νέων οικημάτων. Τα λιγοστά νέα κτίσματα μαζί με το απόθεμα ακινήτων που σχηματίστηκαν έως το τέλος του 2008 και τις δευτερεύουσες κατοικίες ιδιωτών προς πώληση για κάλυψη τρεχουσών αναγκών, κάνει την προσφορά ακινήτων προς πώληση να αυξάνεται με γεωμετρική πρόοδο. Το νούμερο αυτό θα ήταν ακόμη μεγαλύτερο εάν δεν το συγκρατούσε το Ελληνικό Δημόσιο με τεχνητό τρόπο, απαγορεύοντας τη διενέργεια πλειστηριασμών, για κοινωνικοπολιτικούς λογούς, προστατεύοντας αρκετούς ιδιοκτήτες.

Στον παρακάτω πίνακα φαίνεται η ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα από το 2005 έως το 2009, όπου είχε ξεκινήσει η οικονομική ύφεση. Ως συνέχεια των ετών ακμής από τα τέλη της δεκαετίας του ΄90, έτσι και στη διετία από το 2005 έως και το 2007 η κατασκευή νέων οικοδομών – κατοικιών βρίσκονταν σε μεγάλα ύψη, εάν αναλογιστεί κανείς και τον συνολικό πληθυσμό της χώρας. Από το 2008, που άρχισαν να διαφαίνονται τα πρώτα σημάδια της ύφεσης, έως και το 2009, η υπερτροφοδότηση του ελλαδικού χώρου με νέες κατοικίες μειώθηκε περίπου στα μισά. Για τα χρόνια που ακολουθούν, από το 2010 και μετά ο αριθμός των αναφερόμενων ακινήτων

εκτιμάτε ακόμη χαμηλότερος, ιδίως εάν αναλογιστεί κανείς την χαμηλή ζήτηση και τη μείωση των εταιριών που πραγματεύονται στον οικοδομικό κλάδο.

Πίνακας 12: Νέες κατοικίες στην Ελλάδα

ΕΤΟΣ	ΝΕΕΣ ΟΙΚΟΔΟΜΕΣ	ΝΕΕΣ ΚΑΤΟΙΚΙΕΣ
2005	**56.342**	**195.206**
2006	**45.406**	**125.387**
2007	**41.790**	**103.865**
2008	**34.021**	**79.601**
2009	**27.446**	**61.490**

Πηγή: Συνοπτική Στατιστική Επετηρίδα της Ελλάδος 2009, ΕΛΣΤΑΤ

Με βάση τα παραπάνω θα ήταν αναμενόμενο οι τιμές των ακινήτων, ιδίως στις αστικές περιοχές της χώρας, να παρουσιάζουν αντίστοιχη ή και μεγαλύτερη μείωση. Αντ' αυτού, δεν παρατηρείται μείωση τιμών στα επίπεδα της μειωμένης ζήτησης η οποία θα μπορούσε να δώσει κάποια μικρή ώθηση στην αγορά κατοικίας. Ειδικότερα, σύμφωνα με τον δείκτη τιμών διαμερισμάτων της Τράπεζας της Ελλάδος, παρατηρήθηκε μείωση 4,7% των τιμών κατά το 2010 και 5.1% κατά το 2011 δηλαδή αρκετά μικρότερη από αυτή που θα περίμενε κανείς αναλογιζόμενος την χαμηλή ζήτηση και μεγάλη προσφορά ακινήτων. Αναλύοντας περισσότερο τα στοιχεία του παρακάτω πίνακα παρατηρούμε ότι στην περιοχή της Θεσσαλονίκης παρουσιάστηκε η μεγαλύτερη καθοδική πορεία τιμών ακινήτων κατά 7,4% το 2010, καθώς επίσης ότι στις παλαιότερες ιδιοκτησίες οι τιμές μειώθηκαν περισσότερο από ότι στα νεόδμητα οικήματα. Σε αυτό θα πρέπει να συνυπολογιστεί ότι έπαιξε ρόλο και η δύσκολη οικονομική κατάσταση πολλών ιδιοκτητών ακινήτων οι οποίοι τα διαθέτουν προς πώληση σε πολύ χαμηλές τιμές (ακίνητα ευκαιρίας) για να καλύψουν τις τρέχουσες ανάγκες του νοικοκυριού τους.

Πίνακας 13: Συνολική Μεταβολή των Τιμών

ΕΤΟΣ	Συνολική μεταβολή τιμών	Μεταβολή τιμών σε νέα διαμερίσματα (έως 5 ετών)	Μεταβολή τιμών σε παλιά διαμερίσματα	Μεταβολή τιμών σε Αθήνα / Θεσσαλονίκη	Μεταβολή τιμών σε αστικές περιοχές / επαρχία
2010	**-4,7%**	**-4,2%**	**-5,0%**	**-3,2% / -7,4%**	**-5,3% / -5,8%**
2011	**-5,1%**	**-4,4%**	**-5,6%**	**-6,3% / -6,6%**	**-3,9% / -3,2%**

Πηγή: Δελτίο οικονομικών εξελίξεων Alpha Bank (16/02/2012)

Εν κατακλείδι, η ελληνική αγορά ακινήτων του σήμερα έχει εγκλωβιστεί στις συνέπειες της οικονομικής κρίσης που βιώνει η χώρα. Η μεγάλη προσφορά και η χαμηλή ζήτηση αποτελούν τα βασικά χαρακτηριστικά της. Η έλλειψη ευνοϊκών προσδοκιών για το εισόδημα των νοικοκυριών και η σχεδόν ολική διακοπή παροχής στεγαστικών δανείων από τις εγχώριες τράπεζες ωθεί την αγορά κατοικίας σε συρρίκνωση και αυτό που αναμένουν όλοι, είναι η ανάπτυξη μέσα από τον βαθμό επιτυχίας που θα έχει η εφαρμογή των μέτρων που πρόκειται να ληφθούν για την έξοδο από την οικονομική κρίση της χώρας αλλά και ολόκληρης της Ευρώπης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αγορά κατοικίας αποτελεί ένα σημαντικό μερίδιο της οικονομικής δραστηριότητας και πιο συγκεκριμένα της ελληνικής οικονομικής δραστηριότητας. Η συντριπτική πλειοψηφία των ελληνικών νοικοκυριών είναι τοποθετημένη σε ακίνητα και θεωρούν ότι η επένδυση αυτή τα έχει προστατεύσει από τον πληθωρισμό, ενώ ταυτόχρονα έχει προσφέρει (ιστορικά) και θετικές πραγματικές αποδόσεις.

Η αγορά κατοικίας επηρεάζεται από την γενικότερη μακροοικονομική κατάσταση της οικονομίας. Επηρεάζεται θετικά από την οικονομική ανάπτυξη και την άνοδο του βιοτικού επιπέδου των πολιτών καθώς όμως επηρεάζεται και αρνητικά από τον πληθωρισμό, ενώ η ίδια έχει σημαντική αλληλεπίδραση στον οικονομικό κύκλο. Η κατασκευή νέων κατοικιών είναι ένας από τους καλύτερους πρόδρομους δείκτες της μελλοντικής διακύμανσης της οικονομικής δραστηριότητας καθώς οι τιμές επιδρούν θετικά στις επενδύσεις νέων κατοικιών. Η αγορά κατοικίας επιδρά θετικά και στην κατανάλωση, καθώς η ανατίμηση της αξίας των κατοικιών επιδρά θετικά στην αίσθηση πλούτου των νοικοκυριών με αποτέλεσμα να αυξάνεται η κατανάλωση. Επίσης, η ανατίμηση της αξίας των κατοικιών αυξάνει την αξία των εμπράγματων εξασφαλίσεων (collateral) όσων διαθέτουν ακίνητα.

Η αγορά κατοικίας επιδρά και στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Όπως αναφέρθηκε, οι τιμές των ακινήτων επηρεάζουν την κεφαλαιακή θέση των τραπεζών είτε άμεσα μέσω της αποτίμησης των δικών τους χαρτοφυλακίων των ακινήτων, είτε έμμεσα μέσω της επίδρασης των τιμών ακίνητων στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Η αυξημένη διαθεσιμότητα πίστωσης από την άλλη μεριά, θα οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησης για ιδιοκτησία. Αυτή η αλληλεπίδραση έχει σημαντικές επιπτώσεις για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η αντίδραση μεταξύ της πίστωσης και των τιμών των ακινήτων έχει ιδιαίτερη σημασία για την πολιτική των τραπεζών. Οι διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων, θέτουν προκλήσεις στους φορείς χάραξης νομισματικής πολιτικής.

Η διεθνής εμπειρία δείχνει ότι οι τιμές των κατοικιών χαρακτηρίζονται από σημαντικές διακυμάνσεις που μπορεί να ταυτίζονται ή όχι με τους οικονομικούς

κύκλους. Η παρακολούθηση της εξέλιξης των τιμών των κατοικιών ενδιαφέρει άμεσα τις νομισματικές και εποπτικές αρχές, καθώς η απότομη πτώση των εν λόγω τιμών μπορεί να έχει σημαντικές επιδράσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Επίσης, είδαμε ότι υπάρχει μακροχρόνια σχέση μεταξύ των τιμών των κατοικιών και του μέσου ποσού των στεγαστικών δανείων που μπορεί να χορηγηθεί από τις τράπεζες με βάση το κατά κεφαλήν εισόδημα και τα ισχύοντα επιτόκια των στεγαστικών δανείων.

Στον Ελλαδικό χώρο, μετά από την τεράστια ζήτηση για αγορά κατοικίας και την ακόμη μεγαλύτερη προσφορά, καθώς οι κατασκευαστικές εταιρίες ακινήτων είχαν αυξήσει κατακόρυφα τον κύκλο εργασιών τους, ήρθε η συρρίκνωση ως επακόλουθο της λεγόμενης οικονομικής κρίσης. Από το 2008 είχαν αρχίσει να φαίνονται τα πρώτα σημάδια πτώσης στην αγορά κατοικίας στην Ελλάδα και έως το 2011 τα επίπεδα της παρέμειναν χαμηλά. Το γεγονός αυτό συνδέεται με τις προσδοκίες των νοικοκυριών για την απασχόληση και τα μελλοντικά τους εισοδήματα και επηρεάζεται καθοριστικά από την παρούσα κρίση. Στη μείωση της ζήτησης συμβάλει κατά κύριο λόγο η πτώση του οικονομικού κλίματος. Από την πλευρά της προσφοράς η αγορά εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από υπερβάλλουσα προσφορά και σημαντικό απόθεμα αδιάθετων και προς πώληση κατοικιών. Η κατάσταση αυτή έχει φέρει αρνητικές συνέπειες για όλα τους κλάδους που συνδέονται με την αγορά κατοικίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

Χαρδούβελης, Γκ. (2009), <<Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα>>, *στην Ημερίδα της Τράπεζας της Ελλάδος, Αγορές ακινήτων: Εξελίξεις και Προοπτικές*, (29 Απριλίου 2009)

Συμιγιάννης, Γ. και Χονδρογιάννης, Γ. (2009), <<Τιμές Κατοικιών: η πρόσφατη ελληνική εμπειρία>>, *στην Ημερίδα της Τράπεζας της Ελλάδος, Αγορές ακινήτων: Εξελίξεις και Προοπτικές*, (29Απριλίου 2009)

Χειμωνίτη-Τερροβίτη, Στ. (2005), <<*Εξελίξεις στην Αγορά κατοικίας*>>, Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών

Ξένη Βιβλιογραφία

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

Apergis, N. and Rezitis, A. (2003), "Housing prices and macroeconomic factors in Greece: prospects within the EMU'', *Applied Economic Letters*, 10,799-804

Attanasio, O., Blow, L., Hamilton L. R. and Leicester A. (2005), "Booms and Busts: Consumption, house prices and expectations'', *Working Paper 05/24, Institute for Fiscal Studies.*

Benito, A., Thompson, J., Waldron, M. and Wood, R. (2006), "House prices and Consumer Spending'', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer, 142-54.

Bernanke, B. and Gertler, M. (1989), "Agency costs, Collateral, and Business Fluctuations'', *American Economic Review*, Vol. 79, 14-31.

Bernanke, B. and Gertler, M. (1999), "Monetary policy and asset market volatility'', *Federal Reserve Bank of Kansas City*, Economic Review, 84, 17-52

Bernanke, B., Gertler, M. and Gilchrist, S., (1999), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", in Taylor, j., Woodford, M, (Eds), Handbook of Macroeconomics, North – Holland, Amsterdam

Bernanke, B. and Gertler, M. (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices'', *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 91, No 2, 253-57.

Brissimis, S.N. and Vlassopoulos, T. (2009), “The Interaction between Mortgage Financing and Housing Prices in Greece’’, *Journal of Real Estate Finance and Economics*

Buiter, W.H. (2008), “Housing Wealth isn’t Wealth’’, *NBER Working Paper*, 14204.

Calomiris, C., Longhofer, S. and Miles, W. (2009), “The (Mythical?) Wealth Effect’’, *NBER Working paper*, 15075.

Case, P., Girouard, N., Price, R. and Andre, C. (2004), “Comparing Wealth Effects: The stock market versus the Housing market’’, *Advances in Macroeconomics*, Vol. 5, Issue 1.

Cogley, T. (1999), “Should the Fed take deliberate steps to deflate asset price bubbles?’’, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review* 1, 42-52.

Dimasi, J. (1987), “The effects of site value taxation in an urban area: a general equilibrium computational approach’’, *National Tax Journal*, 40, (4), 577-590

Gervais, M. (2002), “Housing taxation and Capital Accumulation’’, *Journal of Monetary Economics*, 49, (7), 1461-1489

Gilchrist, S. and Leahy, J. V. (2002), “Monetary policy and asset prices’’, *Journal of Monetary Economics*, 49, 75-97

Girouard, N., Kennedy, M., Van Den Noord, P. and Andre, C. (2006), “Recent House Price Developments: The role of fundamentals’’, *OECD Economics Department Working Papers*, No 475, ECO/WKP (2006).

Goodhart, C. and Hofmann, B., (2007), “House prices and the economy: implications for banking and price stability’’, *Oxford: Oxford University Press*.

Goodhart, C. and Hofmann, B. (2008), “House prices, money, credit, and the macroeconomy’’, *Oxford review of Economic policy*, Vol. 24, No 1, pp. 180-205.

Greenwood, J. and Hercowitz, Z. (1991), “The allocation of capital and time over the business cycle’’, *Journal of Political Economy*, 99, 1188-1214.

Kapopoulos, P. and Siokis, F. (2006), “Stock and real estate prices in Greece: wealth versus credit-price effect’’, Applied Economics Letters.

Kiyotaki, N. and Moore, J., (1997), “Credit cycles, journal of Political Economy”, 105, 211-248.

Leung, C. (2003), “Macroeconomics and housing: a review of the literature’’, *Journal oh Housing Economics*, 13, (2004), 249-267

Maclennan, D., Muellbauer, J. and Stephens, M., (1998), “Asymmetries in housing and financial market institutions and EMU’’, *Oxford Review of Economic Policy*, 14(3), 45-80.

McCathy, J. and W.R. Peach., (2004), “Are Home Prices the Next ‘’Bubble’’?’’, *FRBNY Economic Policy Review*

Meen, G., (2002), “The time – series Behaviour of House Prices: A Transatlantic Divide?’’, *Journal of Housing Economics*, 11, 1-23

Muellbauer, J., (2005), “Property taxation and the economy after the Barker Review’’, *The Economic Journal*, 115, C99-C117.

Susan J. S. and Beverley A. S., (2010), “The Economics of Housing, The Housing Wealth of Nations’’, *Blackwell Companions to Contemporary Economics*.

Swank, J., Kakes, J. and Tieman, A.F., (2002), “The Housing Ladder, Taxation and Boorowing Constraints’’, *Staff Report 9. Amsterdam: De Nederlandsche Bank*

Van den Noord, P., (2005), “Tax incentives and house price volatility in the Euro area: theory and evidence’’, *Economie Internationale / International Economics*, 101, 29-45.

Ιστοσελίδες

http://www.alpha.gr/files/infoanalyses/weekly20120216.pdf

http://www.alpha.gr/files/infoanalyses/oikon_deltio_84.pdf

http://www.alpha.gr/files/infoanalyses/oikon_deltio_93.pdf

http://www.alpha.gr/files/infoanalyses/oikon_deltio_83.pdf

http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/General/DEIKTHS_TIM_KATANALOTH.pdf

http://www.uipi.com/

http://www.pomida.gr/

http://www.hba.gr/

http://www.euribor-rates.eu/

http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/TE_EREVNA_KTIMATOMESITON.pdf

http://www.hypo.org/Content/Default.asp?pageId=524

http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE