Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης
ΣΧΟΛΗ: ΣΔΟ
ΤΜΗΜΑ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Η σχέση της Αγοράς ακινήτων με τη Χρηματιστηριακή αγορά

Ιωάννης Βαμβούνης: ΑΜ 1215
Σταμάτης Ρουσάκης: ΑΜ 10327
Στυλιανός Πρινάρης: ΑΜ 7895

Επιβλέπων Καθηγητής:

Χρήστος Φλώρος

ΗΡΑΚΛΕΙΟ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2018

Πίνακας περιεχομένων

ΕΙΣΑΓΩΓΗ 4

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 6

ΣΧΕΣΗ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ 7

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 13

Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 13

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 18

Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΣ 18

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 22

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ 22

4.1. Γενικά στοιχεία 22

4.2. Αξία ακινήτων 27

4.3. Χρηματοδότηση ακινήτων 33

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 37

ΣΧΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΔΙΕΘΝΩΣ 37

5.1. Παγκόσμια πραγματικότητα πριν την κρίση 37

5.2. Ο ρόλος των REITs 43

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 49

ΠΩΣ Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΘΟΡΙΖΕΙ ΤΗΝ ΣΧΕΣΗ 49

6.1. Γενικός ορισμός 49

6.2. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness) 51

6.3. Άρνηση (Denial) 52

6.4. Αγελαία Συμπεριφορά / Ψυχολογία της Αγέλης (Herd behavior) 53

6.5. Ευριστικοί Κανόνες (Heuristic rules / Heuristics) 54

6.6. Ψευδαίσθηση του Ελέγχου (Illusion of control) 54

6.7. Μεροληψία Δράσης (Action bias) 55

6.8. Αρχή της Συγκρισιμότητας (Comparability principle) 56

6.9. Μυωπική Αποστροφή Ζημίας (Myopic loss aversion) 56

6.10. Λάθος του παίκτη (Gambler's fallacy / Monte Carlo fallacy) 57

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 58

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΚΑΙ ΜΕΤΡΗΣΕΙΣ 58

7.1. Γενικός σχολιασμός 58

7.2. Έρευνες 62

7.3. Τιμές ακινήτων στην Αγγλία 67

7.4. Δείκτης τιμών χρηματιστηρίου Ηνωμένου Βασιλείου 77
7.5. Συσχέτιση τιμών ακινήτων με τιμές χρηματιστηριακού δείκτη 78
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 89
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 92
ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 92
ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... 94
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ..... 96

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

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

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

της οικονομίας είναι κατά κύριο λόγο θύματα της ελληνικής ύφεσης και κρίσης, παρά η γενεσιουργός αιτία της.

Η αγορά κατοικίας συνδέεται άμεσα με τον οικονομικό κύκλο με μια αμφίδρομη σχέση μέσω επενδύσεων, κατανάλωσης και δανεισμού, ενώ επηρεάζει και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η "φούσκα" στις τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ και η αλόγιστη χρήση των συναφών με τη στεγαστική πίστη χρηματοοικονομικών εργαλείων είχαν πρωταγωνιστικό ρόλο στο ξεκίνημα και την εξέλιξη της παγκόσμιας κρίσης της περιόδου 2007-2009. Στην Ελλάδα, η αγορά κατοικίας δεν παρουσίασε ανάλογα φαινόμενα υπερβολικής αύξησης των τιμών, ενώ παραδοσιακά αποτελεί ατμομηχανή της αναπτυξιακής διαδικασίας, επιβραβεύοντας τους Έλληνες που επενδύουν σε ακίνητα. Το μέλλον της ελληνικής αγοράς κατοικίας θα εξαρτηθεί από τις δικές της αυτόχθονες δυνάμεις, τη συνεχιζόμενη τουριστική ανάπτυξη και την ανάγκη υποδομών στη χώρα μας, ενώ οι σημερινές ελληνικές μακροοικονομικές ανισορροπίες αναμένεται να λειτουργήσουν ανασταλτικά.

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να εξεταστεί η πορεία των τιμών της αγοράς ακινήτων και να γίνει συσχετισμός με τις αντίστοιχες τιμές του χρηματιστηρίου στην Αγγλία, ενώ δευτερεύων στόχος είναι να εξεταστεί και ένας συσχετισμός με τις αντίστοιχες τιμές στην Αμερική, προκειμένου να πραγματοποιηθούν συγκρίσεις.

ABSTRACT

The financial crisis, launched in the US in 2007 focusing on the real estate market and subprimemortgages, quickly expanded and gained an international dimension. Then the weaknesses and imbalances of the international financial sector were revealed and the whole international system was threatened with collapse. In particular, the events that followed LehmanBrothers' bankruptcy in September 2008 were critical and didactic about the risks of market deregulation and the devaluation by the supervisory authorities and international rating agencies of accumulated risks in the balance sheets of supermarket banks. The crisis has been shifted, through credit constraints, to international trade and the real economy. It turned into a global recession.

In Greece, with the onset of the global recession, the on-going domestic recession was then relatively predictable. The weaknesses and imbalances of the Greek economy were known to the experts, since they were profound and chronic, and they were finally revealed to the Greek and international public after the international crisis and gradually led to today's difficulties. The large and persistent budget deficits, which did not leave the fiscal debt to decline, but also the competitiveness problem, had never been resolutely addressed by the necessary structural reforms. On the contrary, the country's participation in the Eurozone with low borrowing rates and the ignorance of Greek problems by foreign market participants have allowed the State to recklessly borrow and cause complacency of happiness to citizens and politicians. Consequently, the roots of the Greek recession and crisis are not identified in the real estate market or in the financial system, as was the case with the international crisis. Both sectors of the economy are primarily victims of the Greek recession and crisis, rather than the root cause.

The housing market is directly linked to the economic cycle with a two-way relationship through investment, consumption and lending, and it also affects the stability of the financial system. The bubble in house prices in the US and the unexpected use of financial instruments related to mortgage credit played a leading role in the start and evolution of the global crisis of the 2007-2009 period. In Greece, the housing market did not show excessive price rises, traditionally it is a locomotive of the development process, rewarding Greeks investing in real estate. The future of the Greek housing market will depend on its own native forces, continued tourism development and the need for infrastructure in our country, while the current Greek macroeconomic imbalances are expected to work inhibitously.

The aim of this paper is to examine the course of real estate prices and to correlate with the corresponding stock prices in the UK, while a secondary objective is to look at a correlation with the corresponding prices in America in order to make comparisons.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΣΧΕΣΗ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Η Ευρωκρίση ή αλλιώς κρίσης της Ευρωζώνης, αποτελεί μια μορφή συνεχιζόμενου προβλήματος, οικονομικής κατά βάσης φύσεως, που επηρεάζει τις χώρες-μέλη από το 2009 και μετά, αφού τότε ήταν που μια ομάδα δέκα τραπεζών από την Ανατολική και Κεντρική Ευρώπη, ζήτησαν το περίφημο πακέτο διάσωσης. Το 2009 υπήρχε πρόβλεψη πτώσης 1,8% της οικονομικής απόδοσης όλης της Ευρωπαϊκής Ένωσης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εξαιτίας της ύφεσης.

Η συνεχιζόμενη ύφεση και κρίση, έκανε δύσκολο ή αδύνατο το έργο των χωρών της Ευρωζώνης να αναχρηματοδοτήσουν ή να εξοφλήσουν το υπέρογκο δημόσιο χρέος τους, με αποτέλεσμα να ζητούν την βοήθεια τρίτων όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Οι τράπεζες βρίσκονταν σε άσχημη κατάσταση αφού παρουσίαζαν υποκεφαλαιοποίηση και αντιμετώπιζαν σοβαρότατα προβλήματα χρέους και ρευστότητας. Επίσης η οικονομική μεγέθυνση παρουσίαζε αργή ανάπτυξη ενώ ήταν άνισα κατανεμημένη ανάμεσα στις χώρες-μέλη στο σύνολο της Ευρωζώνης[1].

Οι κυβερνήσεις εκείνων των κρατών που επηρεάστηκαν περισσότερο εξαιτίας της κρίσης συμμορφώθηκαν με τις εντολές μιας επιτροπής που ήταν γνωστή ως «Τρόϊκα», που είχε σχηματιστεί από τρεις οργανισμούς, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Όλα τα παραπάνω όμως δεν έγιναν ξαφνικά και η κρίση φαίνεται πως είχε ξεκινήσει αρκετά πριν το 2009. Το 1992, τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπέγραφαν την συνθήκη του Μάαστριχτ, που είχε ως σκοπό να αναγκάσει τις χώρες να αναλάβουν την υποχρέωση του περιορισμού του δημοσιονομικού τους ελλείμματος και του χρέους τους. Επειδή όμως κάποιες χώρες στις αρχές του 2000 απέτυχαν να

[1]Giavazzi, F., 2010, "Why the Current Account Matters in a Monetary Union: Lessons from the Financial Crisis in the Euro Area", Εκδόσεις Centre for Economic Policy Research.

παραμείνουν στα όρια των κριτηρίων της συνθήκης του Μάαστριχτ, στράφηκαν στην τιτλοποίηση των μελλοντικών κυβερνητικών τους εσόδων με σκοπό να μειώσουν τα χρέη και τα ελλείμματά τους, και να αποφύγουν τα διεθνή πρότυπα[2].

Έτσι τα κράτη μπορούσαν να αποκρύψουν το πραγματικό ύψος του χρέους και του ελλείμματος, με κάποιες τεχνικές που περιλάμβαναν συναλλαγές εκτός ισολογισμού, χρήση σύνθετων κατασκευών παραγώγων χρέους και συναλλάγματος και ασυνεπή λογιστική.

Μέχρι το τέλος του 2009, είχαν δημιουργηθεί μεταξύ των επενδυτών τεράστιοι φόβοι σχετικά με την πτώχευση, λόγω του ολοένα αυξανόμενου ύψους του δημοσίου και ιδιωτικού χρέους σε όλο τον πλανήτη, που συνδιαζόταν με ένα κύμα υποβάθμισης του δημόσιου χρέους κάποιων Ευρωπαϊκών κρατών από τους διεθνής οίκους αξιολόγησης. Ως αποτέλεσμα της διάσωσης των τραπεζών και των κυβερνήσεων απέναντι στις οικονομίες που παρουσίασαν επιβράδυνση μετά το σπάσιμο της φούσκας των ακινήτων, το ιδιωτικό χρέος που είχε προκύψει μεταφέρθηκε στο ήδη επιβαρυμένο δημόσιο χρέος[3].

Στην Ελλάδα συγκεκριμένα, εν μέρη λόγω της ύφεσης αλλά και λόγω των δεσμεύσεων περί υψηλών συντάξεων και μισθών στο δημόσιο τομέα, το δημόσιο χρέος διογκώθηκε με τον δανεισμό. Η ίδια η δομή της Ευρωζώνης ως νομισματική ένωση, και χωρίς να υπάρχουν διαφορετικά φορολογικά και συνταξιοδοτικά συστήματα, χωρίς δηλαδή να υπάρχει δημοσιονομική ένωση, περιόρισε την ικανότητα των Ευρωπαίων ηγετών να αντιδράσουν δυναμικά και συνεισέφερε στην περεταίρω κλιμάκωση της κρίσης.

Οι ανησυχίες ενισχύονται σχετικά με το θέμα φερεγγυότητας των τραπεζικών συστημάτων και των κρατών αφού οι Ευρωπαϊκές τράπεζες κατέχουν υπό την ιδιοκτησία τους ένα σημαντικό τμήμα του δημόσιου χρέους, με τις ανησυχίες να εντείνονται στις αρχές του 2010, και να οδηγούν τα κράτη-μέλη στην εφαρμογή μέτρων χρηματικής υποστήριξης και οικονομικής λιτότητας, όπως ο Ευρωπαϊκός

[2] Kuhn, T., Stockel, F., 2014, "When European Integration Becomes Costly: The Euro Crisis and Public
[3] De Grauwe, P., Ji, Y., 2013, "Self-fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test." Journal of International Money and Finance, Vol. 34, pp. 15–36. Volume 24, No. 1 2015 PRAGUE ECONOMIC PAPERS 103

Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF)[4].

Στην αντιμετώπιση της κρίσης εκτός από την εφαρμογή προγραμμάτων διάσωσης και πολιτικών μέτρων, η ίδια η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, έχει λάβει μέτρα παρέχοντας φτηνά δάνεια ύψους πάνω από 1 τρις ευρώ, για να διατηρηθεί η ροή του χρήματος ανάμεσα στις τράπεζες της Ευρώπης και μειώνοντας ταυτόχρονα τα επιτόκια.

Η ΕΚΤ στις 6 Σεπτεμβρίου του 2012, προέβη στην καθησύχαση των χρηματαγορών με ανακοίνωση που αφορούσε την δωρεάν και άνευ ορίων υποστήριξη προς όλες τις χώρες της Ευρωζώνης που συμμετέχουν σε προληπτικό ή κάποιο πρόγραμμα διάσωσης. Η κρίση τείνει να επηρεάσει περισσότερο τις χώρες που παρουσίαζαν σημαντικά δημοσιονομικά κενά, όπως η Ελλάδα και η Ισπανία, με την ανεργία να φτάνει το 27% του πληθυσμού, ενώ συνέβαλλε στην αλλαγή της κατανομής πολιτικής ισχύος σε χώρες όπως η Ελλάδα, η Ισπανία, η Ιταλία, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ολλανδία, η Σλοβακία και η Σλοβενία[5].

Η Ευρωζώνη θα λέγαμε πως αντιμετωπίζει σοβαρές δυσκολίες στο να ξεπεράσει την οικονομική κυρίως κρίση. Οι αγορές παραμένουν νευρικές, ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα, το δημόσιο χρέος, η ανεργία, η μείωση της απασχόλησης των νέων και η αύξηση του ΑΕΠ, αποτελούν θέματα που συνοψίζουν τις συνέπειες τις κρίσεις από το 2007 έως και τις μέρες μας.

Η κρίση της Ευρωζώνης αποτελεί συνέχιση μιας παγκόσμιας αναταραχής που ξεκίνησε ουσιαστικά το 2007, από την Αμερικανική «φούσκα» στην αγορά των ακινήτων, που οδήγησε στην παγκόσμια τραπεζική κρίση, μετατράπηκε σε παγκόσμια ύφεση και κατέληξε στην κρίση του δημοσίου χρέους. Η βασική αδυναμία των Ευρωπαϊκών τραπεζών είναι το συσσωρευμένο δημόσιο και ιδιωτικό χρέος κατά την περίοδο της έντονης χρηματιστικοποίησης από το 2000 και μετά[6].

[4]Περιοδικό Ουτοπία, 2011, Αφιέρωμα Ευρώπη – Ευρώπη, Τεύχος 96, Σεπτέμβριος – Οκτώβριος 2011
[5]Λαπαβίτσας, Κ., 2011, "Debrocracy", ΕκδόσειςΛιβάνη
[6]Ostry, J., 2010, "Capital inflows: The Role of Controls", IMF Staff Position Note, Διαθέσιμοαπό: 19 Φεβρουαρίου 2010

Είναι γεγονός όμως πως η κρίση που αντιμετωπίζουμε, ξεκίνησε λόγω της ταυτόχρονης εμφάνισης τριών βασικών παραγόντων[7]:

- Της λεγόμενης **«φούσκας»** στις τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ, που βοήθησε ώστε να δημιουργηθούν φαινόμενα υπερ-κατανάλωσης, που είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών και την υπερθέρμανση της οικονομίας.
- Της μεταφοράς μέσω τιτλοποιήσεων, **ρίσκου** από τους ισολογισμούς των τραπεζών στους επενδυτές και το κοινό, με πολλούς από αυτούς να αγνοούν το ύψος του κινδύνου και να εμφανίζονται επιρρεπείς στις υψηλές αποδόσεις της τότε εποχής. Η διαδικασία μεταφοράς του ρίσκου επέτρεψε στις τράπεζες να δανείζουν χωρίς φόβο σε μη φερέγγυους δανειολήπτες, ώστε να αποκτούν ρευστότητα για επιπλέον δανειοδοτήσεις, ώστε να μην χρειάζεται να βρουν νέους καταθέτες.
- Της ραγδαίας **εξάπλωσης δανείων** (κυρίως στεγαστικών) υψηλού κινδύνου, από 9% συνολικών στεγαστικών το 2003, σε 24% το 2007. Δηλαδή δανείων που υπό κανονικές συνθήκες δεν θα έπρεπε να έχουν δοθεί, προσφέροντας μια αχαλίνωτη και απίστευτη πιστωτική επέκταση σε πολλά νοικοκυριά. Οι τράπεζες για να προωθήσουν περαιτέρω τα δανειακά του προϊόντα, αναλάμβαναν να αποπληρώσουν το δάνειο του νοικοκυριού από άλλη τράπεζα όταν υπήρχε πρόβλημα αποπληρωμής, ή παρείχαν δάνεια κάθε είδους με μόνη εγγύηση την αναμενόμενη αύξηση της τιμής της κατοικίας, διευκολύνοντας ταυτόχρονα τους πελάτες τους με χαμηλά ελκυστικά επιτόκια αποπληρωμής κατά τα πρώτα χρόνια, που θα αναπροσαρμόζονταν όμως εν συνεχεία.

Ο βασικός λόγος για την ύφεση είναι η εξάρτηση της ζήτησης των καταναλωτών, ειδικότερα αλλά και οι επενδύσεις των επιχειρήσεων, με τα υψηλά επίπεδα του χρέους κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών. Κατά συνέπεια παρουσιάστηκε και απότομη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία τελικά ήταν αναπόφευκτη. Η πτώση στις τιμές των ακινήτων επιδεινώνει

[7] Kouretas, G., Vlamis, P., 2010, "The Greek Crisis – Causes and Implications." Panoeconomicus, Vol. 57, No. 4, pp. 391–404

επίσης σημαντικά την επιβράδυνση των καταναλωτικών δαπανών καθώς τα νοικοκυριά δεν μπορούν πλέον να δανείζονται εξαιτίας της αύξησης των μετοχικών αξιών.

Ένας από τους σπουδαιότερους λόγους της εξάρτησης από το χρέος, είναι το γεγονός ότι η κατανάλωση πλέον εξαρτάται από αυτό, λόγω της αντίφασης μεταξύ της πτώσης για να αποφέρουν κέρδη στην παραγωγή και της ανάγκης να εξασφαλιστεί η ζήτηση, προκειμένου να πωληθούν τα προϊόντα που παράγονται και να πραγματωθούν τα κέρδη αυτά. Ο προφανέστερος λόγος είναι η αυξανόμενη ανισότητα του εισοδήματος, και δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι η συσσώρευση του χρέους ήταν χειρότερη σε χώρες με μεγαλύτερες εισοδηματικές ανισότητες, ιδίως στο Ηνωμένο Βασίλειο και τις Η.Π.Α.[8]

Μέχρι το 2010, οι κρίσεις δημόσιου χρέους περισσότερο έντονη στην Ελλάδα είχαν εξαπλωθεί σε όλη την περιφέρεια, και από το 2011 η ΕΕ και το ΔΝΤ είχε θέσει σε μηχανισμό διάσωσης την Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία[9].

Μια ελληνική χρεοκοπία θα είχε προκαλέσει την έξοδό της χώρας από το ευρώ και ενδεχομένως ένα φαινόμενο ντόμινο κρίσης σε όλη την Ευρώπη. Έτσι, τον Μάιο του 2010, η τρόικα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η ΕΚΤ και το ΔΝΤ δημιούργησαν το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ώστε να παράσχουν στην Ελλάδα ένα δάνειο διάσωσης 163 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Σε αντάλλαγμα, η χώρα θα εφάρμοζε αυστηρές περικοπές δαπανών και αυξήσεις φόρων.

Δεδομένου ότι η Ελλάδα πάλευε με την λιτότητα τα επόμενα δύο έτη, οι όροι του πακέτου διάσωσης εξελίχθηκαν. Ένα σχέδιο διάσωσης Οκτώβριο του 2011 παρείχε στην Ελλάδα ένα δεύτερο πακέτο διάσωσης αξίας περίπου 178 δισεκατομμυρίων δολαρίων, συμπεριλαμβανομένου ενός «εθελοντικού» κουρέματος κατά το οποίο ιδιώτες κάτοχοι του ελληνικού χρέους δέχθηκαν 50% παραγραφή. Αλλά η πολιτική κρίση ανάγκασε τον πρωθυπουργό Γιώργο Παπανδρέου να παραιτηθεί υπέρ μιας λεγόμενης τεχνοκρατικής κυβέρνησης εθνικής ενότητας το 2012. Τον Νοέμβριο του

[8]Μητράκος, Θ., (2012), Οι επιπτώσεις της τρέχουσας κρίσης στους κοινωνικούς δείκτες
[9] Leonard, M., 2011, "Four Scenarios for the Reinvention of Europe," European Council on Foreign Relations, London, 2011, pp. 1-16

2012, οι όροι διάσωσης τέθηκαν και πάλι σε επαναδιαπραγμάτευση, αυτή τη φορά συμπεριλαμβανομένων των χαμηλότερων επιτοκίων για τα δάνεια στην Ελλάδα[10].

Η Ιρλανδία και η Πορτογαλία ήταν οι επόμενες. Σε αντίθεση με την Ελλάδα, τα προβλήματα της Ιρλανδίας ήταν ωθούμενα από μια τραπεζική κρίση που προέκυψε από την κατάρρευση του κλάδου των ακινήτων το 2008. Δεδομένου ότι οι τράπεζες της Ιρλανδίας αντιμετώπισαν τεράστιες απώλειες από την καταρρέουσα αγορά κατοικίας, η κυβέρνηση παρενέβη για να υποστηρίξει το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Μέχρι το Νοέμβριο του 2010, η χώρα αναγκάστηκε να ζητήσει από ΕΕ-ΔΝΤ πακέτο διάσωσης 112.000.000.000 δολαρίων σε αντάλλαγμα για τα μέτρα λιτότητας. Ως αποτέλεσμα, η ιρλανδική οικονομία γνώρισε μια από τις πιο σοβαρές υφέσεις στην ευρωζώνη, με την παραγωγή να μειώνεται κατά 10% με παράλληλη αύξηση της ανεργίας από 4,5 τοις εκατό έως περίπου 13 τοις εκατό το 2010[11].

Η Ισπανία, όπως και η Ιρλανδία, αντιμετώπισαν κατάρρευση αγοράς ακινήτων που άφησε τον τραπεζικό τομέα της εξαιρετικά εκτεθειμένο. Μέχρι το 2012, αναγκάστηκε να ζητήσει πακέτο διάσωσης, και οι ηγέτες της ΕΕ συμφώνησαν να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια της ευρωζώνης για να παρέχουν στην ισπανική κυβέρνηση 123.000.000 δολάρια για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών της. Στη Γαλλία, η εκλογή του σοσιαλιστή προέδρου Φρανσουά Ολάντ Μάιο του 2012 έφερε μια κυβέρνηση λιγότερο πρόθυμη να προβεί σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ακόμη και αν η ύφεση έπληξε την χώρα, η ανεργία πλησίασε το 11%, και η ανταγωνιστική θέση της χώρας αποδυναμώθηκε[12].

[10]Krugman, P., Obstfeld, M., Melitz, M., 2012, International Economics Theory & Policy, Εκδόσεις Pearson

[11]Askenazy, P., Coutrot, T., Orléan, A., Sterdyniak, H., 2011, Μανιφέστοτωνανήσυχωνοικονομολόγων, ΕκδόσειςΠόλις

[12]Hampl, M., 2012, "European Monetary Integration and a Position of Its Former Hegemon", Politickáekonomie, Vol. 60, No. 6, pp. 707–721.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η συνολική πτώση των τιμών πώλησης κατοικιών από το 2008 έως το τρίτο τρίμηνο του 2016 αγγίζει πλέον το 43,5% σε Αθήνα και 45% στη Θεσσαλονίκη) ενώ σε παλαιές οικοδομές υπάρχει περαιτέρω πτώση. Ωστόσο, η πραγματική μείωση μπορεί σε ορισμένες περιοχές να ξεπερνά το 70%. Όλα τα στοιχεία από την αγορά ακινήτων δείχνουν ότι ούτε το 2017 θα αποτελέσει έτος ανάκαμψης καθώς η έλλειψη ρευστότητας, τα capitalcontrols και η αβεβαιότητα στην οικονομία, το μεγάλο απόθεμα και τα σενάρια για μαζικό ξεπούλημα κατοικιών που είναι συνδεδεμένα με «κόκκινα» δάνεια, δημιουργούν ένα ιδιαίτερα ασφυκτικό πλαίσιο.

Ελλείψει αγοραστών, με τους ξένους να απέχουν από την αγορά εξοχικών, με τις επιχειρήσεις να φυτοζωούν και να μην προχωρούν σε μισθώσεις νέων κτιρίων και με το εμπόριο να πνέει τα λοίσθια συμπαρασύροντας την αγορά καταστημάτων, θεωρείται δεδομένο ότι θα έχουμε μια ακόμη χαμένη χρονιά.

Κι όμως, πριν από δυο χρόνια οι παράγοντες της αγοράς προέβλεπαν ισχνή ανάκαμψη στο β΄ εξάμηνο του 2015, ανάκαμψη που όχι μόνο δεν ήρθε αλλά αντιθέτως καταγράφηκε νέα υποχώρηση της ζήτησης και των τιμών. Το 2017 μπαίνει με ένα ακόμη πρόβλημα στο προσκήνιο. Αυτό της διευθέτησης των κόκκινων δανείων, της απελευθέρωσης των πλειστηριασμών, ακόμη και της πρώτης κατοικίας καθώς και της εισόδου ξένων funds στην Ελλάδα.

Τα μη εξυπηρετούμενα στεγαστικά δάνεια είναι άνω των 40 δισ. ευρώ καθιστώντας ασφυκτικό το πλαίσιο για χιλιάδες δανειολήπτες που κινδυνεύουν να χάσουν τα σπίτια τους. Αξίζει να σημειωθεί ότι παρατηρείται ραγδαία αύξηση στο ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων, καθώς τα περισσότερα στεγαστικά συμφωνήθηκαν την εποχή της «τρέλας» στην κτηματαγορά και όταν οι τιμές ήταν στα ύψη.

Η απαξίωση της περιουσίας από το 2008 και μετά έχει δημιουργήσει ένα σκηνικό πλήρους στρέβλωσης. Από τη μια οι δανειολήπτες έχουν μια περιουσία που δεν αξίζει ούτε το μισό απ' ό,τι αρχικά κι από την άλλη πληρώνουν δάνειο, αλλά και φόρους, με βάση τις εξωπραγματικές τιμές που αγόρασαν πριν από μερικά χρόνια. Τα μη εξυπηρετούμενα στεγαστικά το 2008 ήταν λίγο πάνω από 8% και το 2014 δεν ξεπερνούσαν σε αξία τα 27 δισ. Σήμερα είναι στο 42% περίπου.

Η κτηματαγορά αντιμετωπίζει επίσης το μείζον πρόβλημα των αντικειμενικών αξιών και της εντολής που έχει δώσει το ΣτΕ για αναδρομική αναπροσαρμογή τους. Αξίζει ακόμη να σημειωθεί το φαινόμενο των ετών της κρίσης που σχετίζεται με την αποποίηση κληρονομιάς. Όμως εν όψει της επίτευξης εισπρακτικών στόχων, ανεξάρτητα από το που θα καθορισθούν οι τιμές, γίνεται αλλαγή (αύξηση) των φορολογικών συντελεστών ώστε να εισπραχθεί κατά το δυνατόν το επιθυμητό ποσόν ΕΝΦΙΑ κλπ. Αυτό σημαίνει ότι οι ιδιοκτήτες ακινήτων θα συνεχίσουν να επιβαρύνονται με απίστευτα φορολογικά βάρη τα οποία ουσιαστικά λειτουργούν αποτρεπτικά στην αύξηση των αγοραπωλησιών.

Κατοικία

Μείωση των αγοραπωλησιών, περιορισμός στη ζήτηση μεγάλων διαμερισμάτων, στροφή σε μικρά και παλαιότερα ακίνητα. Επίσης σημαντική στροφή στο ενοίκιο. Το μέλλον δεν προδιαγράφεται καλό (εξακολουθούμε να έχουμε σημαντική μείωση του αριθμού των αδειών νέων οικοδομών) καθότι αναμένεται και απώλεια θέσεων εργασίας (παρά τη μικρή μείωση της ανεργίας αλλά με αύξηση στην ολίγων ωρών απασχόληση) και περαιτέρω περιορισμός των οικονομικών των νοικοκυριών. Επίσης, παρατηρείται μεγάλη απαξίωση στις τιμές παλαιών κατοικιών, κυρίως σε περιοχές γκέτο της Αθήνας. Διαμερίσματα πωλούνται ακόμη και με 4.000 ευρώ, ενώ ακόμη και σπίτια σε εξαιρετική κατάσταση, αλλά 30 και 40 ετών πωλούνται προς 10-20 χιλιάδες ευρώ. Εξάλλου η νέα κατάσταση σχετικά με τα κόκκινα δάνεια και τους πλειστηριασμούς ακινήτων θα έχει και αυτή τη δική της δυσμενή επίπτωση στην προσφορά ακινήτων.

Εξοχικά

Η εξοχική κατοικία εξάλλου κινείται και αυτή με πολύ χαμηλούς ρυθμούς παρότι έχουν σημειωθεί σημαντικότατες μειώσεις τιμών. Οι προσδοκίες για πωλήσεις σε ξένους αγοραστές περιορίζονται σε πολύ συγκεκριμένες κατηγορίες ακινήτων και γίνονται και αυτές με το σταγονόμετρο, ενώ η εγχώρια ζήτηση είναι σχεδόν ανύπαρκτη.

Γραφεία

Η συνεχιζόμενη ύφεση και η μείωση των διαθεσίμων των νοικοκυριών, οπωσδήποτε εξακολουθεί να επηρεάζει και την οικονομική δραστηριότητα των επιχειρήσεων, οι οποίες αναζητούν στέγαση σε οικονομικότερους χώρους και μικρότερους ή θα επαναδιαπραγματευθούν τα ενοίκια, σε χαμηλότερα σημεία ισορροπίας προκειμένου να επιβιώσουν. Λογικό είναι να παρατηρείται και μια γενική αύξηση των αποδόσεων (yields).

Αξίζει να σημειωθεί όμως ότι η γραφειακή αγορά έχει διαμορφωθεί σε αγορά δύο ταχυτήτων με υπερπροσφορά παλαιών χώρων και αντίθετα έλλειψη χώρων καλών ποιοτικών χαρακτηριστικών επί κεντρικών οδικών αρτηριών με ικανό μέγεθος πλάκας ορόφου. Το παραπάνω αποτυπώνεται και στους σχετικούς δείκτες της ΤΤΕ οι οποίοι δείχνουν μικρή αύξηση στα μισθώματα αλλά και σημειακή αύξηση αξιών. Οι όποιες πράξεις πραγματοποιούνται κατά κύριο λόγο από τις ΑΕΕΑΠ οι οποίες απορροφούν την «αφρόκρεμα» του μισθωμένου κτηριακού αποθέματος.

Τα γραφεία β’ κατηγορίας ενοικιάζονται στα επίπεδα των 54-84 ευρώ/τ.μ. το έτος με τα κενά κτίρια να φτάνουν το 13%-15%. Στα βόρεια προάστια, κυρίως στη λεωφόρο Κηφισίας το εύρος των ενοικίων είναι μεταξύ 96-168 ευρώ/τ.μ.

Καταστήματα

Και εδώ ισχύει ό,τι και στα γραφεία με την παρατήρηση ότι σε πλεονεκτική θέση θα βρεθούν εκείνα τα καταστήματα που στεγάζονται σε «σωστά» εμπορικά κέντρα, που όμως δεν συγκεντρώνονται όλα στην ίδια περιοχή και δεν απευθύνονται στην ίδια πελατεία. Όσα καταστήματα πωλούν προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα. Γενικώς πάντως η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει και τα καταστήματα με ακριβά είδη και τα ακίνητα δευτερευόντων αξόνων, όπου έχει αυξηθεί ο αριθμός των κενών, πολλά δε των καταστημάτων αυτών παραμένουν στα αζήτητα. Επίσης μεγάλες αλυσίδες επαναδιαπραγματεύονται τα ενοίκια και σε κάποιες περιπτώσεις όπου δεν επιτυγχάνεται συμφωνία, αποχωρούν.

Αξίζει όμως να σημειωθεί η μεγάλη κινητικότητα που παρατηρείται στις ενοικιάσεις καταστημάτων, όπου σε δρόμους με μεγάλη στο παρελθόν εμπορικότητα τοποθετούνται σήμερα άλλα καταστήματα, όπως φούρνοι, καφετέριες, σουβλατζίδικα κ.λπ. με αποτέλεσμα να λειτουργεί η αγορά των ενοικίων μέσω και της αναδιάταξης του εμπορίου γενικότερα. Σε ό,τι αφορά τα ενοίκια, δεν υπάρχουν πλέον τα επίπεδα των 300 ευρώ/τ.μ. τον μήνα με την ακριβότερη περιοχή, την οδό Ερμού να είναι ακόμη και κάτω από 160 ευρώ/τ.μ. Όσο για τις άλλες περιοχές, κυμαίνονται από 15 έως 60 ευρώ/τ.μ. τον μήνα.

Logistics

Οι χώροι αυτοί δίνουν αναλογικά και μεγαλύτερες αποδόσεις σε ενοίκια, αλλά σε μια πολύ δύσκολη οικονομική συγκυρία, όπως η παρούσα, πρέπει να αναμένονται ανακατατάξεις και νέες ισορροπίες. Λόγω της αυξανόμενης ζήτησης αγαθών μέσω internet παρατηρείται και μια στροφή που σηματοδοτεί τοποθέτηση των προϊόντων σε χώρους αποθηκών με μεγάλη ποικιλία χαρακτηριστικών, ανάλογα με τα πωλούμενα είδη.

Ουσιαστικά δηλαδή φεύγει ένα ποσοστό των πωλήσεων από τα κλασικά καταστήματα και πηγαίνει στα αντίστοιχα του ίντερνετ, που μπορεί να είναι κτίρια

αποθηκών, διότι δεν χρειάζονται βιτρίνες, ούτε και παρουσία σε ακριβά εμπορικά σημεία. Πάντως, τα ενοίκια δεν μπορούν να «ξεκολλήσουν» από τα επίπεδα των 1,5 έως 3,5 ευρώ/τ.μ. τον μήνα.

Η αξιοποιήσιμη γη

Η γη συνηθίζαμε να λέμε ότι ήταν ένα πολύ καλό καταφύγιο σε περιόδους οικονομικής κρίσης. Παρόλα αυτά σήμερα η οικοδομικά αξιοποιήσιμη γη έχει υποστεί σοβαρότατες μειώσεις στην αξία της ενώ ταυτόχρονα το ενδιαφέρον για αγορά γης είναι πάρα πολύ περιορισμένο, σε πάρα πολύ μειωμένες τιμές λόγω της πολύ χαμηλής οικοδομικής δραστηριότητας. Εξακολουθεί να υπάρχει ακόμη το πρόβλημα του κτηματολογίου, των χρήσεων γης κλπ.

Ξενοδοχεία

Στον χώρο των ξενοδοχείων, που συνδυάζεται απόλυτα με τον τουρισμό, σημειώνονται ανακατατάξεις. Η αύξηση της τουριστικής κίνησης έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον τόσο εγχώριων όσο και ξένων για ξενοδοχεία σε περιοχές που ζητούνται.

Άρα παρατηρείται μια κινητικότητα στον χώρο αυτό και σε κάποιες περιπτώσεις ανεγείρονται ξενοδοχεία σε υψηλούς κυρίως προορισμούς όπου είδαμε να ανοίγουν καινούργιες μονάδες. Από την άλλη πλευρά είναι γνωστό ότι πολλά ξενοδοχεία βρίσκονται υπερχρεωμένα και άρα πρέπει να αναμένονται ανακατατάξεις, μέσω αγοραπωλησιών, αλλά και μέσω πωλήσεων από της τράπεζες. Οι αεροπορικές εταιρίες χαμηλού κόστους και η αναμενόμενη αναβάθμιση αεροδρομίων της περιφέρειας, θα έχουν θετικό αντίκτυπο στον τουρισμό και τα ξενοδοχεία.

Ο τομέας της φορολογίας ακινήτων σε συνδυασμό με τα οικονομικά των νοικοκυριών, την υπερφορολόγηση των επαγγελματιών, το αναβαλλόμενο κλείσιμο διαπραγμάτευσης, τα συνεχιζόμενα capitalcontrols, η υψηλή ανεργία, θα παίξουν σημαντικό ρόλο, ενώ οι πολύπλευρες διαστάσεις του φαινομένου έρχονται να

επιβεβαιώσουν την άποψη ότι η αγορά των ακινήτων είναι άμεσα συνδεδεμένη με τη γενικότερη πορεία της ελληνικής οικονομίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΣ

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

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

Στην Ιρλανδία, το σκάσιμο της "φούσκας" στην αγορά ακινήτων προκάλεσε τη χρεοκοπία των μεγαλύτερων τραπεζών της χώρας, οι οποίες ήταν ιδιαίτερα εκτεθειμένες στη στεγαστική πίστη. Για τη διάσωση των ιρλανδικών τραπεζών απαιτήθηκαν κρατικά κεφάλαια ύψους 62,8 δισεκ. ευρώ ή 40,2% του ΑΕΠ μέχρι τα μέσα του 2011. Αποτέλεσμα αυτού ήταν να εκτοξευθεί το δημόσιο χρέος της χώρας σε μη βιώσιμα επίπεδα. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 2007 το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ήταν μόλις 24,8% του ΑΕΠ, ενώ εκείνη τη χρονιά η χώρα είχε

δημοσιονομικό πλεόνασμα 0,06% του ΑΕΠ. Σε αντιδιαστολή, τρία χρόνια μετά την κρίση, το 2010, τα μεγέθη αυτά εκτινάχθηκαν στο 92,5% και το -31,2% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Η προσφυγή στη βοήθεια από το ΔΝΤ και την ΕΕ ήταν αναπόφευκτη.

Στην περίπτωση της Ισπανίας, τα προβλήματα στην αγορά ακινήτων έθεσαν τη χώρα σε τροχιά ύφεσης. Στα πρώτα χρόνια της κρίσης, οι μεγάλες ισπανικές τράπεζες δεν επηρεάστηκαν από την πτώση της αγοράς ακινήτων. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι από τις αρχές της δεκαετίας του 2000 οι εν λόγω τράπεζες είχαν εξαναγκαστεί από τον επόπτη τους, την κεντρική τράπεζα, σε σημαντική αύξηση των προβλέψεών τους σε σχέση με την υπερβολική τους έκθεση στη στεγαστική πίστη. Έτσι, η "φούσκα" ακινήτων δεν τις επηρέασε άμεσα, παρά μόνο τις μικρές τράπεζες, τις γνωστές cajas. Η κρίση άρχισε να επηρεάζει εμφανώς τις μεγάλες ισπανικές τράπεζες το 2012, καθώς αυξανόταν το προβληματικό δανειακό χαρτοφυλάκιό τους στην επιχειρηματική στεγαστική πίστη, η παρούσα αξία του ενεργητικού τους συνέχισε να μειώνεται και η χρηματοδότηση του ενεργητικού αυτού να δυσχεραίνεται, με αποτέλεσμα τόσο τη συρρίκνωση της ρευστότητας των τραπεζών όσο και τη σταδιακή μείωση των ιδίων κεφαλαίων τους, σε σημείο που να μην καλύπτονται πλέον οι ελάχιστοι δείκτες εποπτικών κεφαλαίων για πολλές τράπεζες.

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

Σε αντίθεση με την Ιρλανδία και την Ισπανία, η αγορά ακινήτων δεν αποτέλεσε την κύρια αιτία των οικονομικών προβλημάτων που αντιμετώπισαν οι υπόλοιπες οικονομίες της Ευρωζώνης που βρίσκονται στο επίκεντρο της εξελισσόμενης κρίσης.

Συγκεκριμένα, οι οικονομίες της Ελλάδος, της Πορτογαλίας και της Ιταλίας αντιμετωπίζουν κυρίως προβλήματα χαμηλής ανταγωνιστικότητας.

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

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

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

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

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

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

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

Οι ονομαστικές τιμές των κατοικιών στην Ελλάδα παρουσίασαν σωρευτική αύξηση 170,4% από το 1^{ο} τρίμηνο του 1997 μέχρι το 4^{ο} τρίμηνο του 2007. Ακολούθως, κατά

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

4.1. Γενικά στοιχεία

Ο όρος realestate αποτελεί έναν νομικό όρο, ο οποίος περιλαμβάνει γη σε συνδυασμό με προσθήκες στη γη, όπως κτίρια, περιφράξεις, φρεάτια και άλλες βελτιώσεις σταθερές σε θέση. Συνώνυμο αυτού είναι ο διεθνής όρος realproperty (ακίνητη περιουσία), σε αντίθεση με την προσωπική ιδιοκτησία (personalproperty). Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις, ο όρος ακίνητη περιουσία αναφέρεται στην ιδιοκτησία της γης και των λοιπών στοιχείων με μόνιμο χαρακτήρα, όπως οι κατασκευές, τα δέντρα, τα ορυκτά, καθώς και οι τόκοι, τα κέρδη και τα εγγενή δικαιώματα τους. Γενικά, ο όρος δικαίωμα ιδιοκτησίας αναφέρεται στο δικαίωμα ενός ατόμου στην κατοχή, χρήση, απόλαυση και διάθεση του δικού του ακινήτου. Στην αγορά ακινήτων, το συμφέρον αποτελεί μία γενική νομική ορολογία που χρησιμοποιείται για να δηλώσει το δικαίωμα ιδιοκτησίας. Ο κάτοχος του συμφέροντος ενός ακινήτου απολαμβάνει το δικαίωμα ή τη χρήση και ως αντάλλαγμα της πώλησης του συμφέροντος αυτού λαμβάνει κάποια πληρωμή. Το συμφέρον, στο βαθμό που η αξία του μπορεί να ποσοτικοποιηθεί, μπορεί, επίσης, να αγορασθεί, να πωληθεί ή να χρησιμοποιηθεί ως εξασφάλιση ενός δανείου. Η

αξία ενός συγκεκριμένου ακινήτου ορίζεται ως το συνολικό ποσό που κάποιο άτομο διατίθεται να πληρώσει για να εξασφαλίσει τη μεταβίβαση όλων των συμφερόντων που σχετίζονται με όλα αυτά τα δικαιώματα.

Σύμφωνα με τη φύση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, διακρίνονται δύο κατηγορίες ακινήτων: ιδιόκτητα και μη ιδιόκτητα ακίνητα1 . Ένα ιδιόκτητο ακίνητο παρέχει στον ιδιοκτήτη την άμεση απόλαυση των δικαιωμάτων του. Ένα μη ιδιόκτητο ακίνητο, από την άλλη πλευρά, δεν εκχωρεί το δικαίωμα ιδιοκτησίας μέχρι κάποια στιγμή στο μέλλον, αντιπροσωπεύοντας ένα μελλοντικό περιουσιακό στοιχείο. Προφανώς, οι δανειστές και οι επενδυτές λαμβάνουν έντονα υπόψη τη φύση του ακινήτου όταν πρόκειται για δανεισμό ή αγορά αντίστοιχα. Με βάση την οριστικότητα της διάρκειάς του, τα ιδιόκτητα ακίνητα χωρίζονται σε δύο υποκατηγορίες2 : απεριορίστου ισόβιου δικαιώματος κατοχής και μισθωτά. Ένα ακίνητο απεριορίστου ισόβιου δικαιώματος κατοχής, όπως μαρτυρά και ο τίτλος, διαρκεί για μία αόριστη χρονική περίοδο, χωρίς να υπόκειται, δηλαδή, σε συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης, σε αντίθεση με ένα μισθωμένο ακίνητο. Εκτός από την τεχνική αυτή διαφορά, ένα ακίνητο απεριορίστου ισόβιου δικαιώματος συνεπάγεται την κατοχή του από τον ιδιοκτήτη, ενώ ένα μισθωμένο ακίνητο μόνο το δικαίωμα κατοχής και χρήσης του περιουσιακού στοιχείου για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Τα μη ιδιόκτητα ακίνητα χωρίζονται σε ανταποδοτικά και σε ακίνητα ψιλής κυριότητας. Η ανταπόδοση υφίσταται όταν ο κάτοχος του περιουσιακού στοιχείου μεταβιβάζει την κυριότητα του ακινήτου σε ένα άλλο άτομο, το οποίο κατέχει λιγότερα ιδιοκτησιακά δικαιώματα από το αρχικό, και διατηρεί για τον ιδιοκτήτη ή τους κληρονόμους του το δικαιώματα να επανακτήσει την πλήρη κυριότητα στο μέλλον. Ένα ανταποδοτικό περιουσιακό στοιχείο μπορεί να πωληθεί ή να υποθηκευθεί διότι αποτελεί πραγματική ιδιοκτησία επί του ακινήτου. Η ψιλή κυριότητα υφίσταται όταν ο ιδιοκτήτης με τα λιγότερα ιδιοκτησιακά δικαιώματα επί του παρόντος ακινήτου από ότι επί του ιδίου ακινήτου, μεταβιβάζει σε τρίτο άτομο το δικαίωμα ανταπόδοσης που ο ιδιοκτήτης ή οι κληρονόμοι του θα είχαν μετά τη λήξη της περιουσίας του δικαιούχου. Η ψιλή κυριότητα αποτελεί τη μελλοντική ιδιοκτησία του δικαιούχου και είναι υποθηκεύσιμη.

Η αγορά ακινήτων έχει κάποια μοναδικά χαρακτηριστικά, τα οποία επηρεάζουν την αξία των ακινήτων και τα κάνουν να ξεχωρίζουν από οποιοδήποτε άλλο προϊόν αγοραπωλησίας. Τα χαρακτηριστικά αυτά διακρίνονται σε φυσικά και οικονομικά χαρακτηριστικά3 . Τα φυσικά χαρακτηριστικά της γης αντιπροσωπεύουν την άφθαρτη φύση της, την ακινησία και την ανομοιογένεια. Η άφθαρτη φύση της συνεπάγεται ότι η γη έχει μεγάλη διάρκεια και δεν μπορεί να καταστραφεί. Μπορεί μεν να πληγεί από καταιγίδες και άλλες φυσικές καταστροφές, αλλά παραμένει και υφίσταται τις αλλοιώσεις από την επίδραση των καιρικών συνθηκών για πάντα. Επίσης, η γη δεν μπορεί να μετακινηθεί, οπότε παραμένει ακίνητη. Ακόμα και όταν αφαιρούνται ποσότητες χώματος από το έδαφος, η επιφάνεια της Γης θα συνεχίσει να υπάρχει για πάντα. Το χαρακτηριστικό της ακινησίας αποτελεί τον κύριο λόγο που το θεσμικό πλαίσιο και η αγορά ακινήτων έχει τοπικό χαρακτήρα. Η ανομοιογένεια της γης συνεπάγεται ότι κάθε τμήμα της είναι εντελώς διαφορετικό από τα υπόλοιπα. Δύο τμήματα γης μπορεί να παρουσιάζουν ομοιότητες, αλλά κάθε ξεχωριστό κομμάτι διαφέρει γεωγραφικά διότι βρίσκεται σε διαφορετικό σημείο.

Τα οικονομικά χαρακτηριστικά που επηρεάζουν την αξία είναι η σπανιότητα, οι βελτιώσεις, η μονιμότητα και η προτίμηση περιοχής. Η σπανιότητα σχετίζεται με την προσφορά εκτάσεων γης, η οποία περιορίζεται από το μέγεθος των υφιστάμενων εκτάσεων που δεν μπορεί να αυξηθεί. Βελτιώσεις, όπως είναι τα κτίρια, μπορεί να έχουν κάποια επίδραση στην αξία όμορων οικοπέδων ή ακόμα και σε ολόκληρη κοινότητα. Εάν, παραδείγματος χάρη, μία μεγάλη επιχείρηση χτίσει σε μία αναπτυσσόμενη γειτονιά, η αξία ζωής εκεί πιθανόν να αυξηθεί εξαιτίας της δημιουργίας θέσεων εργασίας. Η μονιμότητα έχει να κάνει με τις υποδομές. Όσο κτίρια, κατοικίες ή άλλες κατασκευές κατεδαφίζονται, οι υποδομές, όπως οι υπόνομοι, η αποχέτευση, ο ηλεκτρισμός και η υδροδότηση παραμένουν ανέπαφες. Η μονιμότητα επηρεάζει την αγορά ακινήτων ή το είδος των υποδομών. Εάν αγορασθεί ένα οικόπεδο σε μία περιοχή χωρίς επιχειρήσεις κοινής ωφελείας, αποχέτευση ή πεζόδρομους, είναι πιθανόν να αξίζει λιγότερο από τμήματα γης που διαθέτουν ανεπτυγμένες υποδομές. Η προτίμηση περιοχής αναφέρεται στην

επιλογών των ανθρώπων για μία συγκεκριμένη περιοχή, η οποία προκαλεί την άνοδο των τιμών κατοικιών.

Οι αγορές των ακινήτων χαρακτηρίζονται από ετερογένεια, αποτελούμενες από γεωγραφικές και κλαδικές αγορές, που δεν διαθέτουν μια κεντρική αγορά συναλλαγών. Επίσης, οι αγορές ακινήτων χαρακτηρίζονται από σποραδικότητα συναλλαγών, διαδικασίες διαπραγμάτευσης τιμών, τεράστια κόστη συναλλαγών και ακαμψία προσφοράς. Σε αντίθεση με τις χρηματιστηριακές και άλλες οικονομικές αγορές, στις αγορές ακινήτων δεν διαμορφώνονται καθαρές αγοραίες τιμές. Οι διαφορές στις χρηματοπιστωτικές δομές, στο θεσμικό πλαίσιο, στη φορολογική συμπεριφορά και η χρήση των ακινήτων ως εμπράγματη εξασφάλιση περιπλέκουν τις διεθνείς συγκρίσεις.

Σε πολλές χώρες, μη ισόρροπη ανάπτυξη στις τιμές των ακινήτων θεωρείται ότι επιφέρει καταπόνηση και μακροοικονομικές ανισορροπίες στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Αυτό αφορά όχι μόνο την ανάπτυξη των αγορών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως οι χρηματιστηριακές αγορές, αλλά και την ανάπτυξη στις αγορές ακινήτων. Βασικό στοιχείο των αγορών αυτών αποτελεί η ραγδαία αύξηση των τιμών, συχνά υποκινούμενη από επεκτατικές νομισματικές πολιτικές ή από μεγάλες κεφαλαιακές εισροές, και η επακόλουθη οξεία ύφεση, η οποία έχει καθοριστικές συνέπειες στην αξία των εξασφαλίσεων και στην αξιοπιστία του χρηματοπιστωτικού κλάδου. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα συχνά δεν επηρεάζεται μόνο άμεσα αλλά και έμμεσα, μέσω της επιδείνωσης της οικονομικής θέσης των πελατών, ιδιαίτερα των εταιρειών ακινήτων και των νοικοκυριών. Οι συναλλαγές στην αγορά ακινήτων αποτελούν ανταλλαγές αξιών μεταξύ των ιδιοκτητών ακινήτων διαφόρων μορφών (οικοπέδων, κτιρίων κ.λπ.) και των αγοραστών που προσφέρουν την αντίστοιχη αξία. Γενικά, ο όρος συναλλαγή εμπεριέχει την έννοια του εμπορίου, της ανταλλαγής και της μεταβίβασης της αξίας. Απαραίτητη προϋπόθεση για την πραγματοποίηση μιας συναλλαγής στην αγορά ακινήτων, όπως και οποιουδήποτε άλλου αγαθού ή υπηρεσίας, αποτελεί η αξία του υπό εξέταση ακινήτου από τον ενδιαφερόμενο αγοραστή να μην είναι μικρότερη από αυτή που θα δεχτεί ο ιδιοκτήτης του. Η διαδικασία της συναλλαγής παίζει σημαντικό ρόλο στην ολοκλήρωση συναλλαγών ακινήτων λόγω της αξίας και της πολυπλοκότητας

της φύσης του ακινήτου. Για το λόγο αυτό, η ανάλυση των ατομικών συναλλαγών αποτελεί τη βάση για την κατανόηση των διεθνών επενδύσεων στον τομέα των ακινήτων.

Η παραδοσιακή μικροοικονομική ανάλυση εστιάζει στην πράξη της συναλλαγής παρά στις διαδικασίες που αυτή περιλαμβάνει. Επομένως, δεν εστιάζει σε όλες τις συναλλαγές αλλά μόνο σε αυτές που αντιπροσωπεύουν τη συμπεριφορά της αγοράς. Θεωρεί μικρής σημασίας τις «επικουρικές» συναλλαγές, οι οποίες, συνήθως, σημειώνονται εντός μιας επιχείρησης, ενός οργανισμού ή ενός νοικοκυριού. Επειδή οι συναλλαγές που περιλαμβάνουν δικαιώματα ιδιοκτησίας, τα οποία συνεπάγονται ροή εσόδων, είναι περίπλοκες, η ολοκλήρωσή τους δεν εξαλείφει τον κίνδυνο το αναμενόμενο μακροχρόνιο αποτέλεσμα να μην επιτευχθεί. Η συναλλακτική διαδικασία θα πρέπει να ενσωματώνει μια κατάλληλη αξιολόγηση των μελλοντικών αυτών αβεβαιοτήτων. Αν και η ολοκλήρωση μιας συναλλαγής πώλησης ή αγοράς ενός ακινήτων είναι σημαντική, δεν είναι το ίδιο ουσιαστική για την κατανόηση της συναλλακτικής συμπεριφοράς του αγοραστή όσο η συναλλακτική διαδικασία. Το άθροισμα δεδομένων που αφορούν συναλλαγές ακινήτων μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένη εντύπωση σχετικά με την «ομοιομορφία της σκέψης» και δραστηριότητας των συμμετεχόντων στην αγορά. Η αξία του υπό εξέταση ακινήτου, το οποίο αποτελεί αντικείμενο της συναλλαγής, είναι μια από τις πρωταρχικές ρήτρες ενός συμβολαίου αγοραπωλησίας. Στην περίπτωση αστικής γης και κτιρίων, η αξία αυτή αντανακλά την κερδοφορία από την αναμενόμενη χρήση του και την ισχύ και τη διάρκεια του δικαιώματος της αποκλειστικής απόλαυσης που συνεπάγεται η χρήση αυτή. Ένας ιδιοκτήτης κατέχει δικαιώματα που περιλαμβάνουν:

- υλική κατοχή της γης,
- δικαίωμα απόκτησης εισοδήματος από τη χρήσης της, και
- δικαίωμα πώλησης ή μεταβίβασης όλων ή τμήματος των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και διατήρησης της αξίας της μεταβίβασης αυτής.

Τα δικαιώματα αυτά αντιπροσωπεύουν τα οφέλη που σχετίζονται με τη γη και τα κτίρια μιας συγκεκριμένης χωρικής τοποθεσίας, καθώς και τα ενσωματωμένα βάρη αυτών.

4.2. Αξία ακινήτων

Η εκτίμηση της εμπορικής αξίας ενός ακινήτου προς πώληση ή αγορά βασίζεται, κυρίως στην ανάλυση προηγουμένων συγκρίσιμων συναλλαγών, αν και ο υπολογισμός της γενικής κατάστασης των αγορών ακινήτων βασίζεται σε αθροιστικά δεδομένα συναλλαγών. Κατά την αξιολόγηση γης ή κτιρίων, οι εκτιμητές στηρίζονται σε μεθόδους μαθηματικά «μη αυστηρές», οι οποίες, όμως, είναι ευρέως αποδεκτές από τους επαγγελματίες συναδέλφους τους, ενσωματώνοντας στις εκτιμήσεις τους ποιοτικούς παράγοντες που σχετίζονται με φυσικά χαρακτηριστικά, όπως η ελκυστικότητα του ακινήτου ή η δημοτικότητα της τοποθεσίας. Ενσωματώνουν, επίσης, τους όρους των δικαιωμάτων της ιδιοκτησίας που αξιολογούν και, όταν κρίνεται σκόπιμο, την εκτίμηση της πραγματοποίησης πιθανής αλλαγής στη χρήση με στόχο το μέγιστο όφελος. Αυτά τα μη φυσικά χαρακτηριστικά μπορούν να παρομοιασθούν με «κανόνες παιχνιδιού», οι οποίοι περιλαμβάνουν, εκτός από τους επίσημους κανόνες, και ανεπίσημες πρακτικές, μόδες και εμπειρικούς κανόνες.

Οι μέθοδοι εκτίμησης στηρίζονται σε συμβάσεις επαγγελματιών που περιλαμβάνουν εμπειρικούς κανόνες, τροποποιημένους ως αντίδραση στις μεταβολές της αγοράς. Οι εμπειρικοί κανόνες είναι σκόπιμοι αλλά επιλεκτικοί, παρέχοντας διευκολύνσεις σε βάρος της αντικειμενικής αυστηρότητας και ανοιχτοί σε πολλά από τα κοινά λάθη υποκειμενικών συμπερασμάτων. Οι εκτιμητές τείνουν να εστιάζουν την προσοχή τους σε παράγοντες που θεωρούν ότι είναι σημαντικά εκτός των συνηθισμένων για το είδος, την τάξη και την τοποθεσία του υπό εκτίμηση ακινήτου. Σε οικείες αγορές λαμβάνουν ως δεδομένο κανόνες, οι οποίοι επηρεάζουν ομοίως όλες τις συναλλαγές παρόμοιων τύπων ακινήτων της ίδιας αγοράς. Οι ατομικές συναλλαγές επιδέχονται περιεκτική αντικειμενική ανάλυση,

περιλαμβάνοντας τους εμπειρικούς κανόνες που χρησιμοποιούνται στην εκτίμηση, μόνο εάν αναπτύσσονται βάσει μιας γνωστής αιτίας (causecélèbre).

Παρά τις διαφορές μεταξύ των συγκεντρωτικών προσεγγίσεων των κλασικών οικονομικών και των συγκριτικών προσεγγίσεων των εκτιμητών, μοιράζονται την υπόθεση ότι το πλαίσιο των κανόνων, των συμβάσεων, των πρακτικών και των τάσεων που απαρτίζουν παρόμοιες συναλλαγές είναι σχεδόν σταθερό. Αυτή η υπόθεση είναι ευρέως έγκυρη, εάν η συναλλαγή λαμβάνεται υπόψη περισσότερο ως γεγονός παρά ως διαδικασία. Οι κανόνες που σχετίζονται με τις συναλλαγές ακινήτων είναι πολύ πιο περίπλοκοι από άλλες κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών, ώστε η πραγματοποίηση πλήρους ανάλυσης κάθε συναλλαγής θα ήταν ανέφικτη. Στις αγορές όπου οι κανόνες χαρακτηρίζονται από διαφάνεια, ευρωστία, σταθερότητα και οικειότητα, η επιρροή όλων των μεταβλητών των κανόνων είναι σχετικά προβλέψιμη και ικανή να αντανακλασθεί στους όρους της συναλλαγής.

Τα βασικότερα είδη των αξιών ακινήτων παρουσιάζονται παρακάτω:

Αγοραία αξία (marketvalue) – Εύλογη αξία (fairvalue): Είναι το εκτιμώμενο ποσό για το οποίο μια ιδιοκτησία θα μπορούσε να ανταλλαγεί, κατά την ημερομηνία της εκτίμησης, μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή, σε μια συναλλαγή εντός των πλαισίων της αγοράς, μετά από κατάλληλη προώθηση, όπου τα συμβαλλόμενα μέρη έχουν το καθένα ενεργήσει με επίγνωση, σωφροσύνη και χωρίς εξαναγκασμό. Η εύλογη αξία είναι λογιστική έννοια που εμπεριέχεται στα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα) συνώνυμη της αγοραίας αξίας. Εφαρμόζεται, συνήθως, στα επενδυτικά ακίνητα.

Αξία με βάση την υψηλότερη και καλύτερη χρήση (highestandbestusevalue): Είναι συνώνυμη με την αγοραία αξία. Η υψηλότερη και καλύτερη χρήση καθορίζεται ως η πιθανότερη χρήση μιας ιδιοκτησίας που είναι φυσικά δυνατή, κατάλληλα δικαιολογημένη, νομικά επιτρεπτή, οικονομικά εφικτή και που οδηγεί στην υψηλότερη αξία της ιδιοκτησίας που εκτιμάται.

Αξία εν χρήσει (valueinuse): Η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που αναμένεται να προκύψουν από τη συνεχόμενη χρήση ενός παγίου στοιχείου και από τη διάθεσή του στο τέλος της ωφέλιμης ζωής του.

Αξία υπάρχουσας χρήσης (existingusevalue): Το εκτιμώμενο ποσό για το οποίο μια ιδιοκτησία θα πρέπει να ανταλλάσσεται κατά την ημερομηνία της εκτίμησης, βασισμένη στη συνέχιση της υπάρχουσας χρήσης και υποθέτοντας ότι η ιδιοκτησία είναι κενή, μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή, σε μια συναλλαγή εντός των πλαισίων της αγοράς, μετά από κατάλληλη προώθηση, όπου τα συμβαλλόμενα μέρη έχουν το καθένα ενεργήσει με επίγνωση, σωφροσύνη και χωρίς εξαναγκασμό.

Η εκτίμηση της αξίας των ακινήτων γίνεται με τις παρακάτω μεθόδους:

Συγκριτική μέθοδος

Μέθοδος κόστους αντικατάστασης

Μέθοδος της κεφαλαιοποίησης ή προσόδου ή εισοδήματος

Υπολειμματική μέθοδος

Μέθοδος των κερδών

Συγκριτική μέθοδος ή μέθοδος συγκριτικών στοιχείων

Η μέθοδος αυτή αποτελεί την κατ’ εξοχήν προτιμητέα μέθοδο για την αποτίμηση της αγοραίας αξίας των ακινήτων. Πραγματοποιείται με βάση την εμπορική αξία ακινήτων παρόμοιων με το εκτιμώμενο. Στοιχεία της σύγκρισης αποτελούν τα χαρακτηριστικά του εκτιμώμενου ακίνητου, σε σχέση με εκείνα των συγκριτικών στοιχείων. Οι διαφορές ανάμεσα σε αυτά τα χαρακτηριστικά λαμβάνονται υπόψη για την αναγωγή της αξίας. Οι παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την αξιολόγηση των συγκριτικών στοιχείων είναι η θέση, η νομική ή συμβατική κατάσταση, ο κρίσιμος χρόνος, ο βαθμός φυσικής, τεχνικής και οικονομικής απαξίωσης, ο αριθμός των συγκριτικών στοιχείων, οι διαφορές μεταξύ συγκριτικών στοιχείων και στοιχείων εκτιμώμενου ακινήτου. Όλες οι αναγωγές καθορίζονται και εφαρμόζονται με τον ίδιο τρόπο για όλα τα ακίνητα μιας συγκεκριμένης κατηγορίας. Όσο περισσότερο ανόμοια είναι τα συγκριτικά στοιχεία σε σχέση με το εκτιμώμενο ακίνητο, τόσο μειώνεται η αξιοπιστία της συγκριτικής μεθόδου. Σε αυτή την περίπτωση κρίνεται απαραίτητη η χρήση και άλλων μεθόδων εκτίμησης. Ο

συσχετισμός της αξίας του ακινήτου γίνεται με φυσικές παραμέτρους, όπως η θέση, το εμβαδόν, η παλαιότητα, η ποιότητα κατασκευής, και με οικονομικές παραμέτρους, όπως η πρόσοδος και η απόδοση. Αρχικά πραγματοποιείται υπολογισμός της τιμής μονάδας και κατόπιν αποτιμάται ολόκληρο το ακίνητο. Βασική προϋπόθεση αποτελεί η μονάδα σύγκρισης να είναι ίδια για το εκτιμώμενο ακίνητο και τα συγκριτικά στοιχεία. Στην Ελλάδα, ωε συγκριτικά στοιχεία λαμβάνονται συνήθως οι ζητούμενες τιμές.

Μέθοδος κόστους αντικατάστασης:

Η προσέγγιση κόστους βασίζεται στις αρχές της υποκατάστασης και της μακροχρόνιας ισορροπίας. Για την εκτίμηση της αξίας ενός ακινήτου με τη μέθοδο του κόστους αντικατάστασης, θεωρούμε ένα σενάριο κατασκευής ενός νέου κτιρίου που θα έχει την ίδια χρήση και θα είναι παρόμοιο με το προς εκτίμηση υπάρχον κτίριο σε ένα οικόπεδο. Σύμφωνα με την παραπάνω μέθοδο, η ζητούμενη αξία ενός ακινήτου προκύπτει αν στο υποθετικό συνολικό κόστος κατασκευής ενός νέου κτιρίου με τρέχουσες τιμές, στο οποίο συμπεριλαμβάνεται και το εργολαβικό και επιχειρηματικό όφελος, προσθέσουμε την αξία γης. Στη συνέχεια αφαιρούμε την κατάλληλη συνολική απαξίωση (υποτίμηση) που υπέστη το προς εκτίμηση ακίνητο λόγω λειτουργικής παλαιότητας, ζημιών και άλλων ελλείψεων σε σχέση με το νέο θεωρητικό κτίριο. Με βάση τα όσα έχουμε αναφέρει, η αξία του προς εκτίμηση ακινήτου δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

Αξία Ακινήτου = Αξία γης + Αξία νέου κτιρίου – Απαξίωση

Δηλαδή, η αξία του προς εκτίμηση ακινήτου βρίσκεται εάν από το συνολικό κόστος κατασκευής του νέου κτιρίου, σε τρέχουσες τιμές, στο οποίο συμπεριλαμβάνεται το επιχειρησιακό και το εργολαβικό όφελος (κέρδος), αφαιρέσουμε τη συνολική αξία υποτίμησης (απαξίωσής) του και προσθέσουμε την αξία γης αυξημένη κατά την υπεραξία λόγω ύπαρξης του κτίσματος. Τα κτίρια και ο εξοπλισμός τους με την πάροδο του χρόνου χάνουν μέρος της αξίας τους. Αυτό πραγματοποιείται σταδιακά. Η περίπτωση αυτή χαρακτηρίζεται ως υποτίμηση της αξίας του κτιρίου. Η μείωση της αξίας είναι αποτέλεσμα, όχι μόνο της φθοράς του κτιρίου που οφείλεται στο

χρόνο και της λειτουργικής παλαίωσης, αλλά και της μειονεκτικής αρχιτεκτονικής μορφής λόγω των εκσυγχρονισμένων νέων κτιρίων της ίδιας χρήσης, καθώς επίσης και των οικονομικών μεταβολών. Στην περίπτωση αυτή χρησιμοποιείται ο όρος απαξίωση για να περιγράψει αυτή τη διαδικασία.

Μέθοδος κεφαλαιοποίησης ή εισοδήματος ή προσόδου

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται είτε για να εκτιμηθεί η αγοραία αξία των ακινήτων (ειδικά για ορισμένες κατηγορίες ακινήτων, όπως ξενοδοχεία, γραφεία, εμπορικά κέντρα, θέατρα κ.λπ.), είτε για να δώσει τη μεγαλύτερη απόδοση. Ουσιαστικά, βασίζεται στη μετατροπή ενός καθαρού εισοδήματος, που προέρχεται από τη χρήση κυριότητας ενός ακινήτου για ορισμένο χρονικό διάστημα, στην παρούσα αξία του ακινήτου. Η αποτίμηση της παρούσας αξίας εξαρτάται από το μελλοντικό καθαρό εισόδημα που αποδίδει το ακίνητο και από το συντελεστή κεφαλαιοποίησης ή προσόδου, που χρησιμοποιείται για τη μετατροπή του καθαρού εισοδήματος σε κεφαλαιοποιημένη αξία. Τα βασικά στοιχεία που απαιτούνται για τη εφαρμογή της μεθόδου είναι τα εξής:

τα προβλεπόμενα έσοδα από τη χρήση ενός ακινήτου με βάση συγκρίσιμα έσοδα από παρόμοια περιουσιακά στοιχεία του τρέχοντος έτους και του παρελθόντος και μελέτη της τάσης του πληθωρισμού και της τοπικής αγοράς

ένας χρονικός ορίζοντας n ετών

τα έξοδα του κτιρίου

η κατάλληλη μέθοδος κεφαλαιοποίησης

το ποσοστό απομείωσης του ακινήτου

η υπολειμματική αξία του ακινήτου μετά παρέλευση n ετών

ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης του καθαρού εισοδήματος

ένα μοντέλο υπολογισμού της παρούσας αξίας ενός ποσού που θα επενδυθεί σήμερα με επιτόκιο i ώστε να δώσει ένα συγκεκριμένο εισόδημα μετά από n χρονικές περιόδους.

Υπολειμματική μέθοδος

Η μέθοδος της υπολειμματικής χρησιμοποιείται, κυρίως, για την εκτίμηση της αδόμητης γης. Εφαρμόζεται, όμως, και στην περίπτωση ερειπωμένου κτίσματος που απαιτεί μεγάλη ανακαίνιση ή αν η χρήση του δεν είναι βέλτιστη ή αν πρόκειται για εκτίμηση διατηρητέων κτιρίων που δεν βρίσκονται σε καλή κατάσταση ή στην περίπτωση ημιτελών κτιρίων. Γενικά για την εφαρμογή της μεθόδου τα στάδια που πρέπει να εφαρμόσει ο εκτιμητής είναι:

Μελέτη όλων των στοιχείων που αφορούν το προς εκτίμηση ακίνητο και πραγματοποίηση αυτοψίας.

Προσδιορισμός της βέλτιστης αξιοποίησης της γης που πραγματοποιείται με την κατασκευή του θεωρητικού κτιρίου που έχει τις προδιαγραφές και τη χρήση των ακινήτων που υπάρχουν στην περιοχή.

Προσδιορίζεται το κόστος κατασκευής του νέου κτιρίου.

Προσδιορίζεται το εργολαβικό και επιχειρηματικό όφελος.

Γίνεται εκτίμηση του κόστους χρηματοδότησης του έργου.

Προσδιορίζεται το κόστος κατασκευής.

Με βάση τα στοιχεία της αγοράς ακινήτων εκτιμάται η τιμή πώλησης του ακινήτου και προσδιορίζονται έτσι τα έσοδα από την πώληση του. Συγκεκριμένα, στα διατηρητέα κτίρια παρουσιάζεται το πρόβλημα έλλειψης στοιχείων αντίστοιχων αγοροπωλησιών εφόσον υπάρχει σχετική ανομοιογένεια μεταξύ τους. Επομένως, ένα διατηρητέο ή ιστορικό κτίριο έχει μια αξία, η οποία συνήθως προσδιορίζεται αν διαθέτει ένα ορισμένο κεφάλαιο για ανακατασκευή του και αναπαλαίωση.

Η αγοραία αξία αυτών των ακινήτων προκύπτει αν μετά την ανακαίνιση του κτιρίου αφαιρεθούν από την τρέχουσα αξία του ακινήτου, όλα τα σχετικά με την αναπαλαίωση και ανακατασκευή έξοδα, το χρηματοοικονομικό κόστος, το εργολαβικό και επιχειρηματικό όφελος. Δηλαδή, η αξία του ακινήτου στην κατάσταση που βρίσκεται, δίνεται από τη σχέση:

Αγοραία αξία = Αξία των συνολικών εξόδων από την πώληση – Συνολικά έξοδα αξιοποίησης – Χρηματοοικονομικό κόστος

Μέθοδος των κερδών

Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται σε ειδικές κατηγορίες ακινήτων όπως ξενοδοχεία, εστιατόρια, κινηματογράφους, θέατρα, πρατήρια υγρών καυσίμων κ.λπ. Στις παραπάνω περιπτώσεις, το μίσθωμα που καταβάλλει ο εκμισθωτής μπορεί να αποτελείται από ένα σταθερό μηνιαίο ενοίκιο, το οποίο είναι ένα ποσοστό του κανονικού ενοικίου και ένα μεταβλητό ποσό, που είναι ποσοστό του τζίρου ενός επαγγελματικού χώρου. Το ποσοστό αυτό της συμμετοχής ποικίλει ανά ακίνητο.

4.3. Χρηματοδότηση ακινήτων

Η χρηματοδότηση αποτελεί πολύ σημαντικό στοιχείο στις επενδύσεις ακινήτων. Δάνεια κτηματικής πίστης καλούνται οι χρηματικές πιστώσεις που δίνονται για την απόκτηση εμπραγμάτων δικαιωμάτων επί ακινήτων εν γένει. Τα δάνεια κτηματικής πίστης διακρίνονται σε στεγαστικά δάνεια κατοικίας, δάνεια επαγγελματικής στέγης και λοιπά κτηματικά δάνεια π.χ. αγροτικά, βιομηχανικά κ.λπ. Τα στεγαστικά δάνεια αποτελούν τη συνηθέστερη περίπτωση δανείων κτηματικής πίστης και χορηγούνται για την κάλυψη στεγαστικών αναγκών του δανειολήπτη εν γένει. Ειδικότερα, σύμφωνα με τον ορισμό του στεγαστικού δανείου στην Ευρωπαϊκή συμφωνία Εθελοντικού Κώδικα Συμπεριφοράς κατά την προσυμβατική Ευθύνη για στεγαστικά δάνεια, ως στεγαστικό δάνειο νοείται η πίστωση που χορηγείται σε καταναλωτή για την απόκτηση ή τη διαμόρφωση ιδιωτικού ακινήτου, του οποίου είναι ιδιοκτήτης ή το οποίο σκοπεύει να αγοράσει και εξασφαλίζεται, είτε με υποθήκη σε ακίνητο είτε με ασφάλεια που χρησιμοποιείται συνήθως για το σκοπό αυτό σε κράτος-μέλος.

Ανάλογα με το είδος της ασφάλισης του πιστωτικού κινδύνου του δανείου η συνομολόγηση αναφέρεται σε:

- Δάνεια που ασφαλίζονται με προσημείωση. Συνάπτεται ιδιωτική δανειακή σύμβαση (δηλαδή ιδιωτικό έγγραφο) και η εξασφάλιση του δανείου γίνεται με την έκδοση δικαστικής απόφασης (διαδικασία ασφαλιστικών μέτρων) με τη οποία παρέχεται η άδεια εγγραφής προσημείωσης στο υποθηκοφυλακείο ή κτηματολογικό γραφείο. Η προσημείωση έχει ποσό εγγραφόμενης αξίας μεγαλύτερο του ποσού του δανείου κατά 20% έως 50% ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη.
- Δάνεια που ασφαλίζονται με υποθήκη. Συνάπτεται συμβολαιογραφική δανειακή σύμβαση (δηλαδή συμβολαιογραφικό έγγραφο) και με την σύμβαση αυτή εγγράφεται υποθήκη στο υποθηκοφυλακείο ή κτηματολογικό γραφείο. Η υποθήκη έχει ποσό εγγραφόμενης αξίας μεγαλύτερο του ποσού του δανείου κατά 10% έως 30%, ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη.
- Δάνεια που ασφαλίζονται με ενέχυρο επί κινητών αξιών (cashcollateral). Συνάπτεται ιδιωτική δανειακή σύμβαση και η σύσταση του ενέχυρου γίνεται με πρόσθετη ειδική σύμβαση «Συστάσεως Ενέχυρου».
- Δάνεια που ασφαλίζονται με εγγυητική επιστολή Τράπεζας. Συνάπτεται ιδιωτική δανειακή σύμβαση και προσκομίζεται εγγυητική επιστολή Τραπέζης
- Δάνεια που ασφαλίζονται με ατομική εγγύηση. Στη δανειακή σύμβαση συμβάλλεται και ο εγγυητής, ο οποίος εγγυάται ως πρωτοφειλέτης την ομαλή αποπληρωμή του δανείου παραιτούμενος της ενστάσεως της διζήσεως, της ενστάσεως της διαιρέσεως και επίσης των ενστάσεων εκ των άρθρων 850, 851, 852, 853, 856, 861 ,862, 863, 864, 866, 867 και 868 του Αστικού Κώδικα.

Γενικά, όταν οι επενδυτές επιθυμούν να εξασφαλίσουν χρηματοδότηση, συνήθως ενεχυριάζουν ή υποθηκεύουν την ιδιοκτησία του ακινήτου ως όρο για τη χορήγηση του δανείου και, σε πολλές περιπτώσεις δε, ακόμα και ίδια περιουσιακά στοιχεία. Κατά τη χρηματοδότηση της αγοράς ενός ακινήτου με δάνειο εμπράγματων εξασφαλίσεων, ο αγοραστής δανείζεται, συνήθως, κεφάλαια από ένα θεσμικό

δανειστή, όπως π.χ. ένας οργανισμός αποταμίευσης και δανεισμού, μία τράπεζα αποταμιεύσεων, μία εμπορική τράπεζα ή μία ασφαλιστική εταιρεία, για την αγορά του ακινήτου. Όταν τα χορηγούμενα κεφάλαια προορίζονται επισήμως για την απόκτηση ακινήτου, το ακίνητο αυτό χρησιμοποιείται ως εμπράγματη εξασφάλιση για το δάνειο και, συνεπώς, ένα τέτοιου είδους δάνειο θεωρείται από τους δανειστές ασφαλές.

Κατά γενική έννοια, μία υποθήκη δημιουργείται κατά τη διάρκεια μιας συναλλαγής, όπου η μία πλευρά ενεχυριάζει ένα ακίνητο στην άλλη πλευρά ως εμπράγματη εξασφάλιση της υποχρέωσης. Ένα χρεωστικό γραμμάτιο εκτελείται κανονικά ταυτόχρονα με την υποθήκη. Το γραμμάτιο δημιουργεί την υποχρέωση αποπληρωμής του δανείου σύμφωνα με συγκεκριμένους όρους και εξασφαλίζεται με την υποθήκη, δηλώνοντας το χρέος και καθιστώντας το δανειολήπτη ικανό για την υποχρέωση. Η υποθήκη είναι ένα ξεχωριστό έγγραφο, το οποίο ενεχυριάζει το συγκεκριμένο ακίνητο ως εμπράγματη εξασφάλιση του δανείου. Εάν ο δανειστής είναι απόλυτα βέβαιος ότι ο δανειζόμενος διαθέτει τα κατάλληλα περιουσιακά στοιχεία και θα τα διατηρήσει στο μέλλον, ώστε να ανταποκριθεί στην υποχρέωση αποπληρωμής του δανείου, η υποθήκη δεν θα ήταν απαραίτητη.

Τα περισσότερα δάνεια εμπράγματων εξασφαλίσεων, σήμερα, αφορούν δανεισμό από οργανισμούς και παγιοποιούνται με επίσημα έγγραφα. Παρόλα αυτά, δεν απαιτείται κάποια συγκεκριμένη τυπική φόρμα υποθήκης. Τα απαραίτητα έγγραφα για μια έγκυρη υποθήκη αποτελούν μια δήλωση που εκφράζει καταλλήλως την πρόθεση των δύο πλευρών για τη δημιουργία της εμπράγματης εξασφάλισης του ακινήτου προς όφελος της υποθήκης και άλλα συνοδευτικά έγγραφα ανάλογα με το θεσμικό πλαίσιο της κάθε χώρας. Γενικά, τα απαραίτητα έγγραφα τείνουν να είναι:

- Κατάλληλη ταυτοποίηση του υποθηκευτή και του ενυπόθηκου δανειστή.
- Κατάλληλη περιγραφή του περιουσιακού στοιχείου που χρησιμοποιείται ως εμπράγματη εξασφάλιση.
- Συμβόλαια κατοχής και εγγύησης.
- Πρόβλεψη για την απελευθέρωση των δικαιωμάτων προικός.
- Οποιαδήποτε άλλη συμφωνία και συμβολαιογραφική πράξη.

Οι πιο σημαντικές ρήτρες που περιλαμβάνονται σε μία υποθήκη είναι οι εξής:

- Κονδύλια για φόρους και ασφάλιση. Ο υποθηκευτής καταβάλλει ένα ποσό για το φόρο ακίνητης περιουσίας, την ασφάλιση πυρός, την ασφάλιση από ατυχήματα και τα ασφάλιστρα της υποθήκης, εάν τα απαιτήσει ο δανειστής, σε μηνιαίες δόσεις πριν την ημερομηνία καταβολής τους, εκτός εάν τέτοιου είδους πληρωμές απαγορεύονται από το νόμο. Ο σκοπός τη ρήτρας αυτής είναι να καταβάλει ο ενυπόθηκος δανειστής τα ποσά με χρήματα που του παρέχει ο υποθηκευτής όταν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες παρά να βασίζεται σε εκείνον για τις έγκαιρες πληρωμές.
- Επιβαρύνσεις και εμπράγματες εξασφαλίσεις. Ο υποθηκευτής καταβάλλει όλους τους φόρους, τις αξιολογήσεις, χρεώσεις και αξιώσεις που αφορούν το ακίνητο και έχουν προτεραιότητα στο πλαίσιο της υποθήκης. Ο σκοπός της ρήτρας αυτής είναι να διαγραφεί η εμπράγματη εξασφάλιση, εάν οι αξιώσεις δεν πληρωθούν, αφού έχουν προτεραιότητα στην εξασφάλιση της υποθήκης.
- Ασφάλιση κινδύνου. Ο υποθηκευτής εξασφαλίζει και διατηρεί ασφάλιση ζημίας επί του ακινήτου από πυρκαγιά και άλλους κινδύνους, όπως ανεμοθύελλες, χαλάζι, έκρηξη και καπνό. • Διαφύλαξη και διατήρηση του ακινήτου. Η ρήτρα αυτή υποχρεώνει τον υποθηκευτή να διατηρεί το ακίνητο σε καλή κατάσταση και να μη δρα με τρόπους που το φθείρουν, ώστε να μη βλάπτεται η αξία της παρακαταθήκης.
- Μεταβίβαση της ιδιοκτησίας ή του έννομου συμφέροντος του δανειολήπτη. Δίνει το δικαίωμα στον ενυπόθηκο δανειστή να αυξήσει το χρέος ή το επιτόκιο δανεισμού όταν το περιουσιακό στοιχείο ή τμήμα του μεταβιβασθεί χωρίς τη γραπτή συναίνεσή του.
- Δικαίωμα του δανειολήπτη για αποκατάσταση. Ο υποθηκευτής έχει το δικαίωμα αποκατάστασης των αρχικών όρων πληρωμής του γραμματίου αφού ο ενυπόθηκος δανειστής αυξήσει το χρέος.
- Μελλοντικές εξελίξεις. Ενώ η υποθήκη αναμένεται να περιλαμβάνει πάντα το συνολικό ποσό του χρέους που πρόκειται να εξασφαλίσει, αυτό το ποσό μπορεί να έχει χαρακτήρα πρόβλεψης του συνολικού χρέους που

πραγματοποιείται σε δόσεις (όπως στην περίπτωση της υπό ανέγερση οικοδομής).

- Ρήτρα εξάρτησης. Ο πρώτος κάτοχος υποθήκης συμφωνεί να μετατραπεί η υποθήκη σε δευτερεύουσα σε σχέση με την υποθήκη ενός άλλου δανειστή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΧΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΔΙΕΘΝΩΣ

5.1. Παγκόσμια πραγματικότητα πριν την κρίση

Η πορεία των τιμών των ακινήτων είναι ένα θέμα που απασχολεί άμεσα τη συντριπτικήπλειονοψηφία των νοικοκυριών στην Ελλάδα και σε όλο τον αναπτυγμένο κόσμο. Η κατοικία χρησιμοποιείται τόσο για την ικανοποίηση των στεγαστικών αναγκών όσο και ως κύρια επενδυτική επιλογή. Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, η αξία των ακινήτων των νοικοκυριών το 2001 ήταν 14 φορές μεγαλύτερη από την αξία των μετοχών που κατείχαν. 1 Στη χώρα μας, για πολλές δεκαετίες μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, η αγορά ακινήτων αποτελούσε για τα περισσότερα νοικοκυριά το μοναδικό μέσο μακροπρόθεσμης αποταμίευσης, που να μπορούσε να τα προστατέψει από τον πληθωρισμό. Τους τελευταίους μήνες έχει ενταθεί η συζήτηση για την αγορά ακινήτων. Στις

περισσότερες χώρες η συζήτηση επικεντρώνεται στο ερώτημα αν οι τιμές των ακινήτων έχουν φτάσει σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα, αν δηλαδή αναμένεται ή όχι σύντομα μια μεγάλη διόρθωση. Μια επικείμενη διόρθωση στις διεθνείς τιμές των ακινήτων πιθανόν να έχει άμεσες επιπτώσεις στη διεθνή οικονομική ανάπτυξη και κατ' επέκταση στον ελληνικό τουρισμό και τις εξαγωγές.

Στη χώρα μας οι τιμές των ακινήτων έχουν σταθεροποιηθεί ως προς τα ενοίκια τα τελευταία τρία χρόνια. Όμως, η πορεία της αγοράς ακινήτων είναι αντικείμενο που ενδιαφέρει όλους τους Έλληνες, δεδομένης της υψηλής ιδιοκατοίκησης (74%) και του πλούτου που ενσωματώνεται στα ακίνητα, καθώς και των φορολογικών αλλαγών του 2006 με επίκεντρο την κατοικία. Επίσης, μια διόρθωση στις ελληνικές τιμές ακινήτων θα έχει άμεσα αποτελέσματα στην οικονομία, αφού μόνον οι επενδύσεις σε κατοικίες αποτελούν το 5% της ετήσιας οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα, με πολλαπλασιαστική επιρροή και σε άλλους κλάδους.

Η σχέση μεταξύ τιμών κατοικιών και οικονομικής δραστηριότητας είναι θετική και αμφίδρομη. Οι τιμές των ακινήτων επιδρούν άμεσα και θετικά στην οικονομική δραστηριότητα μιας χώρας, αλλά και αντιστρόφως, η οικονομική δραστηριότητα επηρεάζει θετικά τις τιμές ακινήτων. Οι τιμές των ακινήτων επιδρούν στην οικονομική δραστηριότητα κυρίως μέσω της επίδρασής τους στον πλούτο των νοικοκυριών και την κατανάλωσή τους, αλλά και μέσω της επενδυτικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων, καθώς οι τελευταίες χρησιμοποιούν τα ακίνητα ως ενέχυρο για τραπεζικό δανεισμό, που χρηματοδοτεί τα επενδυτικά τους σχέδια.

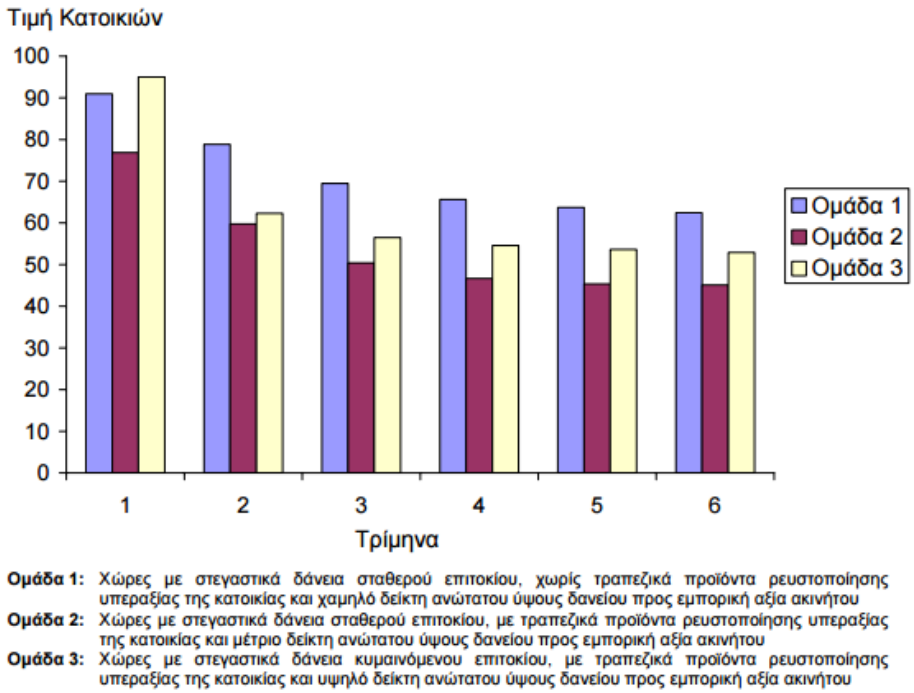
Τα τελευταία χρόνια στο εξωτερικό, οι τράπεζες δανείζουν τα νοικοκυριά με βάση την υπεραξία της κατοικίας τους (το λεγόμενο mortgageequitywithdrawal). Ο δανεισμός αυτός επιτείνει τη θετική σχέση μεταξύ τιμής κατοικίας και οικονομικής δραστηριότητας, αφού επιτρέπει στα νοικοκυριά επιπλέον κατανάλωση όταν οι τιμές των σπιτιών τους ανεβαίνουν. Η νέα αυτή μορφή δανεισμού έχει αυξήσει θεαματικά την ιδιωτική κατανάλωση στις Η.Π.Α., σε σημείο που τα νοικοκυριά να καταναλίσκουν σχεδόν ολόκληρο το καθαρό μηνιαίο εισόδημά τους και να μην αποταμιεύουν, δημιουργώντας μεγάλα ερωτηματικά για το τι μπορεί να συμβεί στην αμερικανική οικονομία αν σταθεροποιηθούν οι τιμές των ακινήτων ή και πέσουν. Αυτά τα ερωτηματικά εύλογα απασχολούν και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα

των Η.Π.Α. Σχετική μελέτη της, υπογραμμίζει ότι η υπεραξία της κατοικίας που ρευστοποιείται στις Η.Π.Α. με τη χρήση τέτοιων τραπεζικών προϊόντων αυξήθηκε από 1,5% του διαθεσίμου εισοδήματος των νοικοκυριών το 1991 στο 7% το 2004. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς, περισσότερα νοικοκυριά κατέχουν σπίτι απ' ότι μετοχές, με αποτέλεσμα οι συνέπειες στον πλούτο του νοικοκυριού και άρα στην κατανάλωση από μια πτώση στις τιμές κατοικιών να είναι πολύ μεγαλύτερες από μια αντίστοιχη πτώση των τιμών των μετοχών. Επίσης, τα νοικοκυριά είναι πολύ πιο πιθανόν να έχουν δανειστεί προκειμένου να αγοράσουν σπίτι απ' ότι για να αγοράσουν μετοχές με αποτέλεσμα μια πτώση στις τιμές των ακινήτων να οδηγεί σε φαινόμενα χρεοκοπίας νοικοκυριών με υψηλό δανεισμό σε σχέση με την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων. Μελέτες του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου υπογραμμίζουν ότι μια μείωση της αξίας των ακινήτων κατά €100 προκαλεί μείωση της οικονομικής δραστηριότητας κατά €8, ενώ αντίστοιχη μείωση της αξίας των μετοχών μειώνει την οικονομική δραστηριότητα μόνο κατά €4.

Συγχρόνως, η οικονομική δραστηριότητα επηρεάζει και αυτή τις τιμές ακινήτων, αφού η καλή πορεία της οικονομίας συνεπάγεται υψηλότερο διαθέσιμο εισόδημα στα νοικοκυριά και μεγαλύτερη δυνατότητα αγοράς κατοικίας. Η καλή πορεία της οικονομίας δίνει επίσης τη δυνατότητα επέκτασης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων, οι οποίες στην προσπάθειά τους για επέκταση ανεβάζουν τις τιμές στα επαγγελματικά ακίνητα.

οικονομική δραστηριότητα δεν είναι ο μόνος προσδιοριστικός παράγοντας της ζήτησης κατοικιών. Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει και ο πληθωρισμός. Σύμφωνα με τον Τσατσαρώνη, το 53% της διακύμανσης των τιμών των κατοικιών σε ένα σύνολο 17 χωρών, οφείλεται μακροπρόθεσμα στον πληθωρισμό. Ο πληθωρισμός μπορεί να επιδράσει αρνητικά ή θετικά τις τιμές των ακινήτων. Ο υψηλός πληθωρισμός αυξάνει τα επιτόκια και επιδρά αποτρεπτικά στο δανεισμό για αγορά κατοικίας. Συγχρόνως, όμως, είναι πιθανόν πολλά νοικοκυριά να αγοράζουν σπίτι προκειμένου να προστατεύσουν την αξία των αποταμιεύσεων τους από ενδεχόμενη περαιτέρω άνοδο του πληθωρισμού. Σύμφωνα με το Διάγραμμα 1, οι τιμές των ακινήτων συμβαδίζουν με τον πληθωρισμό σε όλες τις χώρες ανεξάρτητα από τα

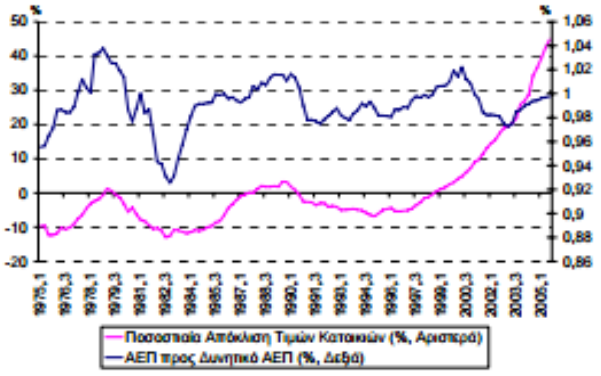
χαρακτηριστικά του τραπεζικού τους συστήματος. Επιπλέον προσδιοριστικός παράγοντας της ζήτησης κατοικιών είναι η στεγαστική πίστη. Όταν αυξάνεται η στεγαστική πίστη, αυξάνεται η ζήτηση κατοικίας με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι τιμές. Στη συνέχεια, οι υψηλότερες τιμές αυξάνουν την αξία του ενέχυρου, γεγονός που επιτρέπει μεγαλύτερα ποσά δανεισμού.



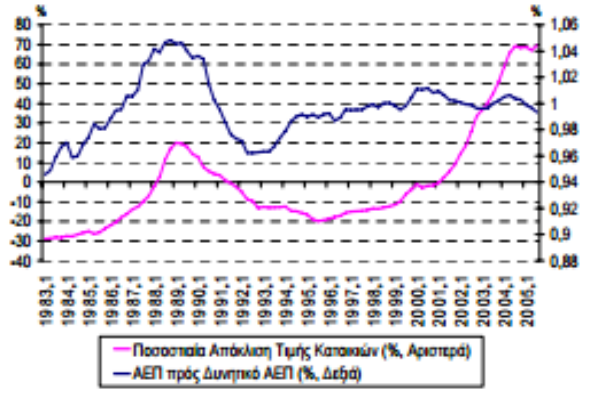
Γράφημα 1.Επίδραση ανόδου πληθωρισμού στις τιμές κατοικιών ανά ομάδα χωρών

Την τελευταία δεκαετία, η σωρευτική αύξηση των τιμών των κατοικιών σε ορισμένες χώρες ήταν μεγάλη. Στις Η.Π.Α. ήταν 65%, ενώ στην Ισπανία ήταν 105,6%. Η άνοδος αυτή έχει προκαλέσει ανησυχίες, επειδή φαίνεται να μην δικαιολογείται ικανοποιητικά από τον οικονομικό κύκλο που διανύουν οι αντίστοιχες οικονομίες. Το χαρακτηριστικό αυτό αποτυπώνεται στα Διαγράμματα 2-4, όπου παρουσιάζεται ανά τρίμηνο η ποσοστιαία απόκλιση της οικονομικής δραστηριότητας από το μέγιστο δυνατό της σημείο, καθώς και η ποσοστιαία απόκλιση των τιμών των κατοικιών από το μέσο όρο της περιόδου. Παρατηρείται μια θετική ιστορική συσχέτιση του οικονομικού κύκλου και της πορείας των τιμών των κατοικιών, η οποία όμως έχει διαταραχθεί τελευταία σε χώρες, όπως οι Η.Π.Α., το Ην. Βασίλειο και η Ισπανία.

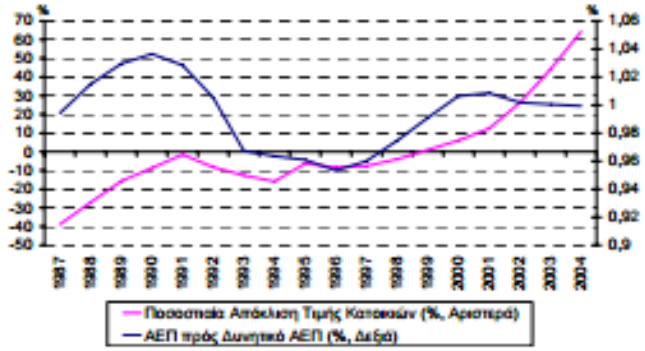
Οι τιμές κατοικίας δεν διορθώθηκαν την περίοδο 2000-2002, παρά την οικονομική ύφεση στις οικονομίες των Η.Π.Α., Ηνωμένου Βασιλείου και Ισπανίας. Στη συνέχεια, η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας στις χώρες αυτές επέτεινε την άνοδο στις τιμές των ακινήτων. Το τελικό αποτέλεσμα είναι μια συνεχής και παρατεταμένη άνοδος των τιμών των ακινήτων για πολλά έτη, η οποία γεννά ερωτηματικά για τη βιωσιμότητα της ανόδου και την πιθανή επίπτωση στην οικονομία από μια διόρθωση των τιμών. Για να απαντηθεί το ερώτημα αν οι αυξήσεις των τιμών των ακινήτων είναι φυσιολογικές ή όχι, είναι σημαντικό να γίνει μια σύγκριση των τιμών των ακινήτων με την αξία των υπηρεσιών που προσφέρουν. Οι τιμές των ακινήτων μπορεί να αυξάνονται, χωρίς παράλληλη άνθηση της οικονομίας, αν οι υπηρεσίες που προσφέρουν βελτιώνονται με υψηλούς ρυθμούς, ενάντια στη γενικότερη τάση της οικονομίας. Ο συνήθης τρόπος μέτρησης της αξίας των υπηρεσιών αυτών είναι το ύψος του ενοικίου.



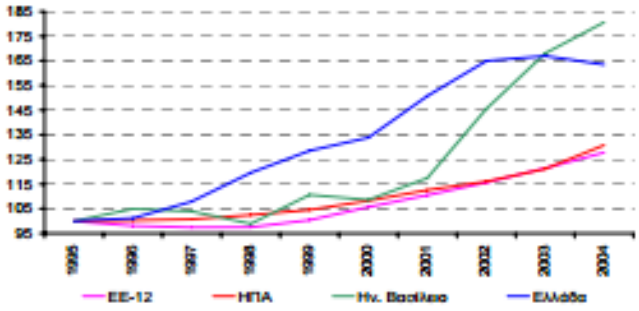
Γράφημα 2.Αγορά Κατοικίας και Οικονομικός Κύκλος: Η.Π.Α



Γράφημα 3.Αγορά Κατοικίας και Οικονομικός Κύκλος: Ηνωμένο Βασίλειο



Γράφημα 4.Αγορά Κατοικίας και Οικονομικός Κύκλος: Ισπανία



Γράφημα 5. Τιμή Κατοικιών προς Ενοίκια, (1995=100)

Όταν ο δείκτης τιμών προς ενοίκια ανεβαίνει χωρίς μεταβολές σε μεταβλητές της αγοράς, όπως τα επιτόκια, αυτό συνήθως σημαίνει ότι η αγορά κατοικίας γίνεται περισσότερο δαπανηρή από την ενοικίαση, με αποτέλεσμα τα νοικοκυριά σταδιακά να στρέφονται προς την ενοικίαση, γεγονός που προκαλεί στη συνέχεια αύξηση των ενοικίων και σταθεροποίηση του δείκτη τιμών προς ενοίκια χωρίς απαραίτητη πτώση στις τιμές των κατοικιών. Σύμφωνα με τον Restoy, , ο δείκτης τιμής κατοικιών προς ενοίκια στην Ισπανία βρίσκεται σήμερα 2432% πάνω από την τιμή ισορροπίας του. Ένα μεγάλο μέρος της αύξησης του δείκτη τιμών κατοικιών οφείλεται σε ανοδική διόρθωση από τις πολύ χαμηλές τιμές της δεκαετίας του 1980 στην Ισπανία. Ένα άλλο μέρος οφείλεται στην πτώση των επιτοκίων κατά την δεκαετία του 1990. Αλλά και μεγάλο μέρος, αποτελεί υπερτίμηση. Σύμφωνα με τον Restoy, όμως, η υπερτίμηση αυτή δεν αποτελεί «φούσκα» και αναμένεται να διορθωθεί

βαθμιαία χωρίς απότομη πτώση των τιμών στα επόμενα χρόνια, καθώς η προσφορά νέων κατοικιών θα αυξηθεί σταδιακά.

Η ανάλυση τιμών προς ενοίκια δίνει μια αίσθηση των τάσεων της αγοράς, αλλά δεν μπορεί να τεκμηριώσει την ύπαρξη ή όχι υπερτιμολόγησης, αφού δεν λαμβάνει υπόψη της παράγοντες όπως το ύψος των επιτοκίων, τα ασφάλιστρα κινδύνου των επενδυτών, τις συνθήκες προσφοράς στην αγορά ακινήτων (τιμές υλικών, προσφορά εργατικού δυναμικού, περιοχή, κενά κτήρια, κλπ.), τις συνθήκες ρευστότητας της αγοράς, αλλά και ποιοτικά χαρακτηριστικά της κατοικίας, όπως το περιβάλλον, η πρόσβαση σε μέσα συγκοινωνίας, εμπορικά κέντρα, σχολεία κλπ. Σύμφωνα με τον McCarthy, αν οι τιμές διορθωθούν για τη μεταβολή στα ποιοτικά χαρακτηριστικά της κατοικίας στις Η.Π.Α., η απόκλιση μεταξύ της διορθωμένης τιμής κατοικίας και ενοικίων δεν είναι σημαντική και η διαχρονική εξέλιξη των τιμών συμβαδίζει με εκείνη των ενοικίων. Επιπλέον, υποστηρίζει ότι ακόμα και αν οι τιμές των κατοικιών στις Η.Π.Α. δεν προσαρμοσθούν για τις αλλαγές στα ποιοτικά χαρακτηριστικά της κατοικίας, αλλά ληφθεί υπόψη απλώς η μείωση των επιτοκίων, το συμπέρασμα της μη υπερτίμησης στις Η.Π.Α. παραμένει.

5.2. Ο ρόλος των REITs

Τα REITs είχαν δημιουργηθεί αρχικά από το κογκρέσο της Αμερικής το 1960 για να μπορούν να γίνουν επενδύσεις μεγάλης κλίμακας σε εισοδηματικά ακίνητα. Δηλαδή, να μπορέσουν όλοι οι επενδυτές να επενδύσουν σε ακίνητα που παράγουν έσοδα μέσο αγορών και πωλήσεων ρευστοποιήσιμων τίτλων. Πριν την δημιουργία των REITs, μπορούσαν να έχουν επαφή μόνο οι ευκατάστατοι πολίτες και τα μεγάλα ιδρύματα, ενώ μετά οποιοσδήποτε θέλει μπορεί να επενδύσει σε REITs.

Είναι δηλαδή εταιρίες δημόσιες ή ιδιωτικές με κύρια ασχολία την αγορά, κατοχή και εκμετάλλευση ακινήτων που παράγουν εισοδήματα. Για παράδειγμα το ενδιαφέρον αγοράς να είναι σε εμπορικά ακίνητα, γραφεία καταστήματα και κτήρια που έχουν την δυνατότητα να παράγουν εισοδήματα. Μεγάλα και μικρά ακίνητα

αγοράζονται από αυτά τα επενδυτικά ταμεία σε ακίνητα, όπου μετά μπορεί όποιος θέλει να αγοράσει μετοχές αφού είναι εισηγμένες στα διεθνή χρηματιστήρια. Στην Αμερική κατέχουν μεγάλο μέρος της αγοράς, όπου σε 10 χρόνια έχει διπλασιαστεί η κεφαλαιουχική τους δύναμη από 90δις σε 200δις. Επίσης, το Αμερικανικό Κογκρέσο έχει δημιουργήσει τα REITs για να δώσουν την ευκαιρία στους επενδυτές να επενδύουν σε εμπορικά ακίνητα.

Οι απαιτήσεις των REITs συνοψίζονται στα ακόλουθα:

- Οι κάτοχοι μετοχών REITs δεν μπορεί να είναι λιγότεροι από 5
- Δεν επιτρέπεται να κατέχουν από 50% ή περισσότερο σε μετοχές
- Πρέπει να διοικείτε από διευθυντές
- Πρέπει να έχει τουλάχιστο 100 διαφορετικούς μετόχους
- Οι μέτοχοι δεν δικαιούται να κατέχουν περισσότερο από 9.9% έκαστος
- Τα ταμεία συντάξεως εξαιρούνται
- Οι μετοχές θα πρέπει να είναι μεταβιβάσιμες

Οι διευθυντές, οι διαχειριστές και οι υπάλληλοι πρέπει να είναι παθητικοί στην διαχείριση ή λειτουργία, αλλά μπορούν να καθορίσουν την πολιτική τους όρους μίσθωσης και τον έλεγχο των ενοικιαστών.Τα REIT επιτρέπεται να κατέχουν 100% μιας θυγατρικής εταιρίας TRS, και τα χρέη και οι πληρωμές ενοικίων από την θυγατρική εταιρία TRS προς την REIT θα είναι περιορισμένη για να διασφαλιστεί ότι η θυγατρική εταιρία TRS θα πληρώνει φόρους εισοδήματος.

Οι απαιτήσεις περιουσιακών στοιχείων συνοψίζονται ως ακολούθως:

- Τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να είναι σε ακίνητη περιουσία η σε μετρητά και κρατικά ομόλογα
- Αν τα περιουσιακά στοιχεία μιας REIT είναι από δάνεια, τα δάνεια πρέπει να είναι από ακίνητη περιουσία.
- Ένα REIT μπορεί να κατέχει 100 % μια Θυγατρική Εταιρία TRS, αλλά μια REIT δεν μπορεί να κατέχει άμεσα ή έμμεσα περισσότερο από 10% μετοχές από όποια άλλη εταιρία εκτός από μια REIT.

- Η αξία των μετοχών των Θυγατρική Εταιρία TRS δεν μπορεί να υπερβαίνουν το 25% της αξίας του κεφαλαίου των REIT.

Όσον αφορά στις απαιτήσεις συμμόρφωσης ισχύουν τα ακόλουθα:

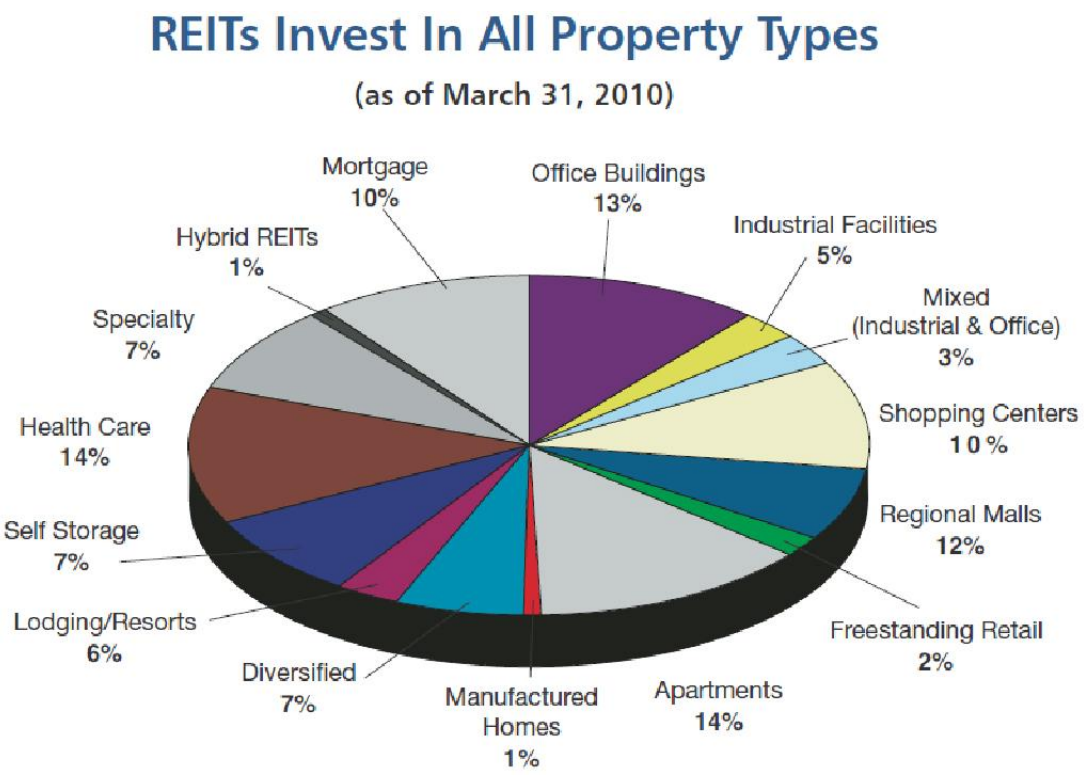
- Οι απαιτήσεις συμμόρφωσης σε τοπικό και διεθνές επίπεδο θα πρέπει να συνάδουν με το νομικό πλαίσιο.
- Για να χαρακτηρίζεται REIT, πρέπει το 95 % του ακαθάριστου εισοδήματος να προέρχεται από ενοίκια μερίσματα από τόκους ή από κέρδη που μπορεί να προέκυψαν από πώληση ακινήτου, ή ομολόγων και μετρητά
- Εισοδήματα που μπορεί να προέκυψαν από παροχές υπηρεσιών δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 5% και ο λόγος είναι για να δημιουργηθούν και άλλα REITs.
- Τα εισοδήματα που μπορεί να προέκυψαν από πώληση τίτλων που κατέχει κάτω από 6 μήνες δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 30%.
- Τα εισοδήματα που μπορεί να προέκυψα από πώληση ακίνητης ιδιοκτησίας που μια REIT κατέχει λιγότερο από 4 χρόνια, εκτός από τις κατασχέσεις δεν πρέπει επίσης να υπερβαίνουν το 30%.

Σχετικά με τις απαιτήσεις εσόδων θα πρέπει να κρατά ενήμερου τους μετόχους στέλνοντας τους επιστολές σχετικά με τις διαδικασίες και τα οφέλη κάποιου REIT. Σε αντίθετη περίπτωση θα μπαίνει κάποιο πρόστιμο αν υπάρχει καθυστέρηση. Για να είναι νόμιμη μια εταιρία θα πρέπει να κάνει εκλογές ανάδειξης διοίκησης.Το 90% του φορολογητέου εισοδήματος πρέπει να διανέμεται κάθε χρόνο στους επενδυτές σε μορφή μερίσματος και ο λόγος είναι για να μην πληρώνει εταιρικό.

Ποιο κάτω είναι μερικοί από τους τομείς αγοράς που τα REITs ενδιαφέρονται για επενδύσεις:

- Μετοχικού κεφαλαίου (Equity)
- Χρέους(Dept)
- Υβριδικά (hybrid)
- Συγκεκριμένοι τομείς αγοράς(Γραφεία, οικιστικά, ξενοδοχεία, λιανικά, ειδικευμένα κ.α.)

- UPREIT andDown REIT
- Εμπορικά πάρκα και αποθηκευτικοί χώροι
- Εγκαταστάσεις υγείας



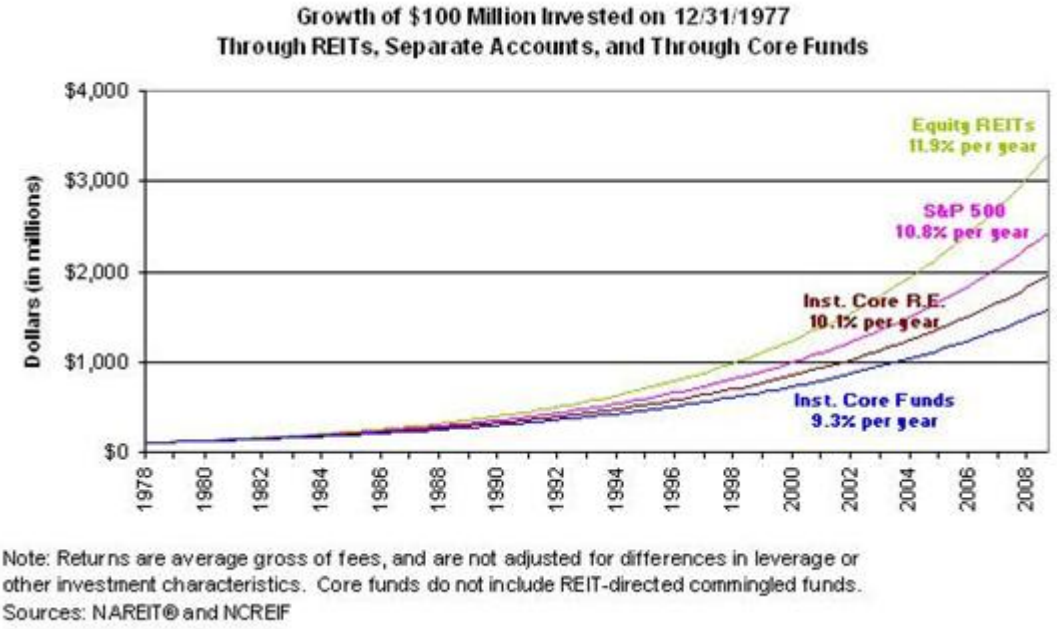
Γράφημα 6. Επενδύσεις REIT σε όλους τους τύπους ακινήτων

Πιο πάνω απεικονίζονται επενδύσεις σε διάφορους τομείς ακινήτων, με μεγαλύτερη βαρύτητα στο τομέα της υγείας και διαμερισμάτων προς 14%, στον τομέα των ακινήτων για γραφεία 13%, στον τομέα των εμπορικών καταστημάτων 12%, και μετά να ακολουθούν τα δάνεια και τα μεγάλα πολυκαταστήματα με 10%.

Υπάρχουν μεγάλα πλεονεκτήματα και λόγοι που θεωρείται πολύ καλή επένδυση τα REITs.Ένα καλό χαρτοφυλάκιο πρέπει να είναι διεσπαρμένο σε διάφορους τομείς της οικονομίας για να μειώνεται το συνολικό ρίσκο των επενδύσεων. Αν μια επένδυση δεν αποδώσει όσο θα έπρεπε να αποδώσει ,κάποια άλλη σε άλλο τμήμα της οικονομίας θα μπορούσε να αποδώσει περισσότερο. Δηλαδή οι επενδυτές θα πρέπει να διαρρυθμίσουν τα κεφάλαια τους με τρόπο που να συμπεριφέρονται και να αποδίδουν διαφορετικά στις ανάλογες συμπεριφορές της αγοράς.

Σύμφωνα με τον νόμο τα REITs πρέπει να πληρώνουν στους μετόχους τουλάχιστο 90% σε μορφή μερίσματος από το φορολογητέο εισόδημα. Γενικά θεωρούνται ότι παράγουν σταθερά εισοδήματα.

Τα REITs γενικά προσφέρουν δυνατές μακροχρόνιες χρηματικές επιδόσεις και οι επενδυτές μπορούν να αγοράσουν μετοχές REITs όπως μπορούν να αγοράσουν μετοχές στα χρηματιστήρια. Οι μετοχές των REITs εμπορεύονται σε όλα τα μεγάλα χρηματιστήρια.



Γράφημα 7. Ανάπτυξη 100 εκατομμυρίων που επενδύθηκαν μέσω των REITs. Στους τέσσερις τομείς της αγοράς φαίνονται τα REITs να έχουν την μεγαλύτερη ανάπτυξη με 11.9% το χρόνο.

Ένα παράδειγμα που θα μπορούσαμε να αναφέρουμε είναι ενός REIT trust με ένα ακίνητο 5εκ./ μ². Το κόστος είναι €300εκ, με κόστος απόσβεσης €170εκ. Το χρέος είναι €80εκ. και το επιτόκιο 8% για 10 χρόνια. Ο αριθμός μετοχών είναι 5εκ.

Τα μεγάλα πλεονεκτήματα των REITs είναι τα ακόλουθα:

1. Τα REITs επενδύουν τουλάχιστον το 75% του συνολικού ενεργητικού τους σε ακίνητα

2. Αντλούν τουλάχιστον το 75% του ακαθάριστου εισοδήματος από τα ενοίκια σε ακίνητα, και τόκους από υποθήκες, χρηματοδοτήσεις ακινήτων ή από την πώληση ακινήτων

3. Επιστρέφουν τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματος σε μορφή μερίσματος στους μετόχους κάθε χρόνο

4. Θεωρείται ως μια οντότητα που υπόκειται σε φόρο, ή ως μία κανονική εταιρία

5. Διοικείται από διοικητικό συμβούλιο ή διαχειριστές.

6. Πρέπει να έχει τουλάχιστον 100 μετόχους, άρα δεν υπάρχουν μονοπώλια

7. Δεν πρέπει πάνω από το 50% των μετοχών της να κατέχονται από πέντε ή λιγότερα άτομα

8. Διασπορά κεφαλαίου: Τα REITs προσφέρουν στους επενδυτές μια σειρά από οφέλη, όπως, διαφοροποίηση και μακροπρόθεσμη επένδυση.

9. Μερίσματα: Τα μερίσματα των REITs που είναι σε διεθνή Χρηματιστήρια παρέχουν σταθερή ροή εισοδήματος για τους επενδυτές.

10. Ρευστότητα: Παρέχουν πολύ εύκολη ρευστότητα, αφού οι μετοχές μπορούν να αγοραστούν εύκολα και να πουληθούν ανά πάσα στιγμή

11. Διαφάνεια: Παρέχουν πλήρη διαφάνεια, αφού απαγορεύονται τα μονοπώλια: Η ανταλλαγή εισηγμένων μετοχών σε χρηματιστήρια λειτουργούν με τους ίδιους κανόνες όπως άλλες δημόσιες επιχειρήσεις.

12. Επιδώσεις: Οι επιδώσεις των REITs στα μεγαλύτερα χρηματιστήρια του κόσμου, όπως the S&P 500, DowJonesIndustrialsand NASDAQ, έδειξαν ότι σε βάθος χρόνου έχουν τις μεγαλύτερες αντοχές και αποδόσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΠΩΣ Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΘΟΡΙΖΕΙ ΤΗΝ ΣΧΕΣΗ

6.1. Γενικός ορισμός

Συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι ένας κλάδος των χρηματοοικονομικών (finance) που προσπαθεί να εξηγήσει φαινόμενα ανθρώπινων συμπεριφορών που παρατηρούνται στις αγορές, τα οποία δεν μπορούν να εξηγηθούν με βάση την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, δηλαδή με βάση την υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή και τα κλασσικά μοντέλα περί μεγιστοποίησης χρησιμότητας(Malkiel, etal, 2005).

Τα φαινόμενα αυτά ορίζονται ως ανωμαλίες της αγοράς και η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προτείνει εναλλακτικές εξηγήσεις και θεωρίες ώστε να γίνει πιο κατανοητή η επενδυτική ψυχολογία και πως αυτή επηρεάζει τη λήψη αποφάσεων.

Αυτές οι ανωμαλίες που δημιουργούνται από την υποαντίδραση / υπεραντιδράση των επενδυτών σε νέα πληροφορία, θεωρούνται ως η αιτία πίσω από τις απότομες κινήσεις της αγοράς, οι οποίες σε ορισμένες περιπτώσεις μπορούν να οδηγήσουν σε χρηματιστηριακές φούσκες ή κραχ. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει αναπτύξει συγκεκριμένες θεωρίες οι οποίες προσπαθούν να εξηγήσουν μεροληπτικές συμπεριφορές των επενδυτών(Bruce, 2010).

Οι πιο σημαντικές από αυτές είναι:

- Αγνόηση των νόμων των πιθανοτήτων (πχ κανόνας του Bayes)
- Άρνηση παραδοχής και αντίδρασης σε εξαιρετικά δυσάρεστες ειδήσεις

- Αγελαία συμπεριφορά, όπου οι επενδυτές υιοθετούν άκριτα τις πράξεις της πλειοψηφίας
- Ευριστικοί κανόνες (heuristics) που χρησιμοποιούνται στη λήψη αποφάσεων και οι οποίοι επηρεάζονται από συντηρητισμό και μεροληψία (bias)
- Αδυναμία να δηλώσουν ξεκάθαρη προτίμηση μεταξύ δύο επενδυτικών επιλογών
- Ψευδαίσθηση ότι η αγορά αυτοδιορθώνεται
- Δυσαναλογία στην εκτίμηση κέρδους και ζημίας
- Απλοποίηση και υπεραπλούστευση των εναλλακτικών επιλογών
- Η παρουσίαση και η διατύπωση ενός προβλήματος μπορεί να επηρεάσει την απόφαση ενός επενδυτή
- Αναμονή για υψηλότερες αποδόσεις των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης
- Ψευδαίσθηση του ελέγχου, δηλαδή λανθασμένη πίστη ότι ελέγχουν καταστάσεις τις οποίες στην πραγματικότητα δεν ελέγχου
- Προτίμηση σε επενδύσεις, η απόδοση των οποίων δεν θα έπρεπε να τους προσελκύει με βάση ορθολογικά μοντέλα αποτίμησης
- Αποφυγή επενδύσεων όταν υπάρχει ασύμμετρη ή ελλιπής πληροφόρηση
- Φαινόμενο της βεβαιότητας
- Φαινόμενο του P/E
- Φόβος μετάνοιας σε περίπτωση λάθος επενδυτικής επιλογής
- Προτίμηση σε εταιρείες που μοιράζουν μέρισμα, αντί επανεπένδυσης των κερδών τους
- Μεροληψία υπέρ της αξίας και της εγκυρότητας της πληροφορίας που μπορούν να ανακαλέσουν γρηγορότερα

- Λήψεις αποφάσεων που επηρεάζονται από το μήνα, τη μέρα ή ακόμα και τα καιρικά φαινόμενα
- Επηρεασμός της αντικειμενικής κρίσης από τα συναισθήματα του επενδυτή
- Αξιολόγηση της πληροφορίας με τρόπο που να επιβεβαιώνει προγενέστερες προσδοκίες τους
- Υψηλότερες απαιτήσεις για να δώσουν κάτι από όσα θα πλήρωναν για να το αγοράσουν (endowmenteffect)

Οι παραπάνω προκαταλήψεις μπορούν να οδηγήσουν σε αναποτελεσματικές αγορές, στις οποίες δραστηριοποιούνται μη ορθολογικοί επενδυτές και παρουσιάζονται φαινόμενα όπως η εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage)(Pompian, 2006).

6.2. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)

Αντιπροσωπευτικότητα είναι ένας ευριστικός κανόνας τον οποίο χρησιμοποιούν οι άνθρωποι όταν πρόκειται να πάρουν μια απόφαση.

Προσπαθούν να βρουν κοινά σημεία μεταξύ των προοπτικών που τους παρουσιάζονται και αυτών που έχουν στην μνήμη τους ή θεωρούν ότι τυχαία ενδεχόμενα είναι αντιπροσωπευτικά συγκεκριμένων καταστάσεων.

Μετά θεωρούν ότι οι πιθανότητες που ισχύουν για τις γνωστές καταστάσεις θα ισχύουν και για τις υπόλοιπες (άγνωστες ή νέες) αγνοώντας τους νόμους των πιθανοτήτων και τον κανόνα του Bayes.

Παρόλο που αυτό είναι χρήσιμο στην καθημερινή ζωή, συχνά οδηγεί τους ανθρώπους σε στερεότυπα και γνωστικές προκαταλήψεις. Χρησιμοποιώντας την αντιπροσωπευτικότητα συχνά αγνοείται η σχετική συχνότητα με την οποία ένα γεγονός συμβαίνει (baserateneglect)(Sadi, etal, 2011).

Με άλλα λόγια υπολογίζεται η υπό συνθήκη πιθανότητα (conditionalprobability) ενός γεγονότος Α με βάση ένα γεγονός Β χωρίς να λαμβάνεται υπόψη την βασική/προγενέστερη πιθανότητα (baserate ή priorprobability) του γεγονότος Β.

Αυτοί οι σημαντικοί παράγοντες υποβαθμίζονται (υποσταθμίζονται) από τους αναλυτές και τους ανθρώπους των μέσων μαζικής επικοινωνίας οι οποίοι δίνουν πολύ μεγαλύτερη βαρύτητα (υπερσταθμίζουν) στα κοινά σημεία των χρηματοοικονομικών κρίσεων, προκειμένου να καταλήξουν σε συμπεράσματα και γενικεύσεις.

Δύο άλλα προβλήματα που δημιουργούνται όταν τα άτομα βασίζονται στον κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας έχουν να κάνουν με το ότι

(Malkiel, etal, 2005):

(α) συχνά αγνοούν το μέγεθος του δείγματος (samplesizeneglect) όταν υποθέτουν ότι ένα μικρό δείγμα είναι αντιπροσωπευτικό του πληθυσμού και

(β) συχνά πιστεύουν ότι τάσεις καλών ή κακών γεγονότων δεν είναι τυχαίες αλλά συστηματικές.

(γ) δεν αντιλαμβάνονται σωστά τους νόμους της θεωρίας των μεγάλων τιμών και λανθασμένα πιστεύουν ότι ο νόμος ισχύει και για ένα δείγμα λίγων παρατηρήσεων.

6.3. Άρνηση (Denial)

Άρνηση είναι μια αντίδραση, αντίθετη της μεροληψίας διαθεσιμότητας, κατά την οποία το ενδεχόμενο που αντιμετωπίζει ένας άνθρωπος/επενδυτής είναι τόσο αποκρουστικό που το απορρίπτει απευθείας, επιμένοντας ότι δεν μπορεί να ισχύει, παρόλο που μπορεί να υπάρχουν αδιάσειστες αποδείξεις.

Παράδειγμα:

Μετά από μια τεράστια πτώση στο χρηματιστήριο, είναι πιθανό μερικοί επενδυτές αρνούμενοι να παραδεχθούν την ζημιά που έπαθαν να καθυστερήσουν να

ανταποκριθούν στα νέα δεδομένα. Δεν θα πρέπει να συγχέεται η άρνηση με το DispositionEffect(Pompian, 2011).

6.4. Αγελαία Συμπεριφορά / Ψυχολογία της Αγέλης (Herdbehavior)

Αγελαία συμπεριφορά ή ψυχολογία της αγέλης είναι ο τρόπος που δραστηριοποιείται και συμπεριφέρεται μια ομάδα επενδυτών, χωρίς προγραμματισμένη κατεύθυνση, σαν αγέλη, μιμούμενοι συμπεριφορές άλλων επενδυτών στις αγορές.

Η οικονομική επιστήμη και η σύγχρονη ψυχολογία χρησιμοποιούν τη θεωρία της αγελαίας συμπεριφοράς για να εξηγήσουν φαινόμενα όπου ένα μεγάλο πλήθος ανθρώπων δρουν με τον ίδιο τρόπο την ίδια χρονική στιγμή και συχνά παρουσιάζουν παρόμοιες συμπεριφορές κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων(Statman, 2008).

Στα χρηματοοικονομικά, η ψυχολογία της αγέλης αφορά περιπτώσεις στις οποίες πολλοί επενδυτές στρέφονται αναίτια προς συγκεκριμένες επενδύσεις κατά την ίδια χρονική περίοδο, απλά και μόνο ωθούμενοι από το γεγονός ότι ένας μεγάλος αριθμός traders έδειξε ενδιαφέρον γι’ αυτές.

Ο φόβος της μετάνοιας (fearofregret) για μια επενδυτική ευκαιρία, αποτελεί συχνά το κίνητρο πίσω από την αγελαία συμπεριφορά, ενώ χαρακτηριστικό παράδειγμα της επίδρασης της ψυχολογίας της αγέλης αποτελούν οι noisetraders. Η αγελαία συμπεριφορά συναντάται και στις χρηματαγορές όπου μεμονωμένοι επενδυτές, επηρεαζόμενοι από βιαστικές και μη-ορθολογικές κινήσεις του πλήθους, προβαίνουν σε ανεξήγητες πράξεις που δεν μπορούν να εξηγηθούν με την τεχνική ανάλυση(Bruce, 2010).

Στην προσπάθεια τους να μιμηθούν ο ένας τον άλλο, αυτές οι μαζικές τάσεις καταλήγουν είτε σε φούσκες (μαζικές αγορές ομοειδών μετοχών) είτε σε κραχ (ξαφνικές πωλήσεις χρεογράφων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων).

6.5. Ευριστικοί Κανόνες (Heuristic rules / Heuristics)

Ευριστικοί κανόνες είναι εμπειρικοί τρόποι με τους οποίους οι άνθρωποι προσπαθούν να δώσουν μία γρήγορη λύση σε περίπλοκα προβλήματα με ελλιπή πληροφόρηση. Επηρεάζουν δε σε μεγάλο βαθμό τις προβλέψεις των ανθρώπων και την αντίληψη για τον κίνδυνο μίας απόφασης.

Με άλλα λόγια, προκειμένου να λύσουν ένα πρόβλημα (ποιο είναι το καλύτερο προϊόν), οι καταναλωτές χρησιμοποίησαν ένα ευριστικό κανόνα μεροληπτώντας καταφανώς υπερ της του ακριβού προϊόντος (υποθέτοντας ότι τιμή = ποιότητα)(Pompian&Longo, 2005).

6.6. Ψευδαίσθηση τουΕλέγχου (Illusion of control)

Ψευδαίσθηση του ελέγχου ονομάζεται η τάση που έχουν οι άνθρωποι να πιστεύουν ότι έχουν τον έλεγχο ή ότι μπορούν να επηρεάσουν γεγονότα πάνω στα οποία δεν έχουν καμία πραγματική επιρροή.

Επίσης έχει βρεθεί ότι τα άτομα είναι πιο πιθανό να συμπεριφέρονται σαν να έχουν τον έλεγχο όταν σε τυχαίες καταστάσεις έχουν την εντύπωση ότι η ικανότητα μπορεί να αλλάξει το αποτέλεσμα. Η ψευδαίσθηση του ελέγχου μπορεί να δημιουργήσει αναισθησία στην υποδοχή νέας πληροφόρησης, να εμποδίσει την γνώση και να προδιαθέσει μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνου, αφού ο υποκειμενικός κίνδυνος φαίνεται χαμηλότερος λόγω της λανθασμένης εντύπωσης του ελέγχου(DeGrauwe&Grimaldi, 2006).

Τέλος έχει βρεθεί ότι άτομα που δεν έχουν αυτή την συμπεριφορά είναι συνήθως άτομα με μη αμυντικές προσωπικότητες που προσανατολίζονται στην ανάπτυξη και τη γνώση, ενώ οι “ειδικοί” επί κάποιου θέματος επιδεικνύουν αντιθέτως υπερβολική εμπιστοσύνη σε υψηλότερο επίπεδο από ότι οι απλοί άνθρωποι.

6.7. Μεροληψία Δράσης (Actionbias)

Μεροληψία δράσης είναι μια συμπεριφορική θεωρία, συμβατή με τη θεωρία κανονικότητας, που ορίζει ότι οι άνθρωποι τείνουν να κρίνουν τις πράξεις που οδήγησαν σε αρνητικά αποτελέσματα σαν χειρότερες από απραξίες ή αδράνειες που οδήγησαν σε εξίσου αρνητικά αποτελέσματα.

Η μεροληψία δράσης μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις των επενδυτών όταν αποφασίζουν να αναδιαρθρώσουν τα χαρτοφυλάκια τους (δράση) ή να τα αφήσουν όπως είναι (αδράνεια/απραξία). Επίσης μπορεί να επηρεάσει τις επιλογές των μάνατζερ όσον αφορά την αλλαγή της στρατηγικής ή των επενδύσεων της επιχείρησης τους (δράση) ή να αφήσουν την στρατηγική ίδια (αδράνεια)(Malkiel, etal, 2005).

Σε μακροοικονομικό επίπεδο, μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις μίας κυβέρνησης και των κεντρικών τραπεζών όσον αφορά στην αλλαγή διαφόρων παραγόντων οικονομικής πολιτικής όπως επιτόκια, φορολογικούς συντελεστές, δημόσιες επενδύσεις, κλπ, (δράση) ή να τα αφήσουν ως έχουν (αδράνεια). Δηλαδή αν η οικονομία δεν πάει καλά και είναι σε ύφεση, η κυβέρνηση νιώθει ότι πρέπει να αναλάβει δράση και να αλλάξει στρατηγική ακόμα κι αν οι κίνδυνοι της αλλαγής στρατηγικής υπερβαίνουν τα αναμενόμενα κέρδη.

Αυτό γιατί ακόμα κι αν τα πράγματα πάνε άσχημα τουλάχιστον η δικαιολογία θα είναι ότι έγιναν προσπάθειες για αλλαγές. Αντίθετα εάν επιλέξουν να μην κάνουν κάτι και η κατάσταση συνεχίσει να πηγαίνει άσχημα μπορεί να δεχθούν κριτική ότι «δεν έκαναν τίποτα». Από την άλλη πλευρά εάν η οικονομία πηγαίνει καλά, η κυβέρνηση μπορεί να μπει στον πειρασμό να μην κάνει τίποτε ακόμα και εάν πιστεύει ότι χρειάζονται αλλαγές για να βελτιωθεί η κατάσταση περισσότερο(Shiller, 2006).

Ο λόγος είναι ότι εάν συμβεί κάτι άσχημο μπορεί να φανεί σαν αποτέλεσμα των ενεργειών (δράση) αλλά εάν δεν κάνουν τίποτε (αδράνεια) είναι λιγότερο πιθανό να κατηγορηθεί για την αλλαγή στην οικονομική κατάσταση.

6.8. Αρχή της Συγκρισιμότητας (Comparabilityprinciple)

Η αρχή της συγκρισιμότητας ορίζει ότι ένας επενδυτής μπορεί να καθορίσει επακριβώς τις προτιμήσεις του μεταξύ όλων των εναλλακτικών ενδεχομένων(Garcia, 2013).

6.9. Μυωπική Αποστροφή Ζημίας (Myopiclossaversion)

Αποστροφή της ζημιάς για έναν επενδυτή είναι η συμπεριφορά κατά την οποία η λύπη που θα προκύψει από την ζημία ενός ποσού Χ, είναι μεγαλύτερη από την χαρά που θα προκύψει από το κέρδος ενός αντίστοιχου ποσού Χ. Αυτό εξηγείται από την θεωρία προοπτικής.

Η επιστημονική έρευνα έχει καταλήξει στο συμπέρασμα ότι ο συντελεστής αποστροφής της ζημίας (lossaversioncoefficient) είναι περίπου 2, δηλαδή η ζημία ενός ποσού Χ είναι περίπου δύο φορές πιο οδυνηρή από την ευχαρίστηση του να κερδίσει κάποιος ένα ποσό Χ(Pompian, 2006).

Εάν συνδυαστεί η αποστροφή της ζημίας με την τάση που έχουν τα άτομα να αποτιμούν τις επενδυτικές τους στρατηγικές σποραδικά και να αγνοούν γεγονότα που μπορεί να συμβούν μετά την λήξη του επενδυτικού ορίζοντα του επενδυτή, παρουσιάζεται το φαινόμενο που αποκαλείται μυωπική αποστροφή της ζημίας.

Δηλαδή το άτομο εξετάζει μία σειρά από προοπτικές μία μία μέσα σε μία συγκεκριμένη περίοδο και όχι συνολικά και αθροιστικά.

Το αποτέλεσμα είναι ότι εάν οι επενδυτές παρουσιάζουν αυτήν την συμπεριφορά τότε θα εξετάζουν κάθε επένδυση μυωπικά και μοναδικά αντί σαν ταυτόχρονες επενδυτικές στρατηγικές, δηλαδή θα παραγνωρίζουν τα οφέλη της διαφοροποίησης

χαρτοφυλακίου, και θα απαιτούν μεγαλύτερες αποδόσεις για κάθε μοναδική επένδυση (αφού θα την θεωρούν και πιο επικίνδυνη)(Thaler, 2005).

6.10. Λάθοςτου παίκτη (Gambler's fallacy / Monte Carlo fallacy)

Λάθος του παίκτη, το οποίο έχει άμεση σχέση με την αντιπροσωπευτικότητα, είναι η πεποίθηση ενός ατόμου ότι αν παρατηρηθούν συνεχόμενες παρεκκλίσεις από μια αναμενόμενη συμπεριφορά, αυτές θα διορθωθούν σύντομα στο μέλλον. Στις αγορές αυτό το σκεπτικό μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να πιστεύουν και να περιμένουν ότι μια ακολουθία από καλές (ή κακές) αποδόσεις στην αγορά θα τερματιστεί και ότι θα παλινδρομήσει στους μέσους όρους(Malkiel, etal, 2005).

Το αντίστροφο στο λάθος του παίκτη είναι η πεποίθηση ότι εφόσον ήρθε κορώνα 8 φορές, υπάρχει μια τάση το ζάρι να είναι ευνοημένο υπέρ της κορώνας. Και στις δύο περιπτώσεις ο παίκτης κάνει το λάθος να νομίζει ότι το ζάρι “θυμάται” τι έχει έρθει στο παρελθόν.

Ένα άλλο λάθος που μπορεί να κάνει ένας παίκτης είναι να πιστεύει ότι αν προκύψει ένα απίθανο αποτέλεσμα μέσω μιας τυχαίας διαδικασίας, αυτό συνεπάγεται ότι η διαδικασία “πρέπει” να έχει επαναληφθεί πολλές φορές στο παρελθόν πριν φτάσει σε αυτό το αποτέλεσμα(Bodie, 2013).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΚΑΙ ΜΕΤΡΗΣΕΙΣ

7.1. Γενικός σχολιασμός

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχει εξετασθεί εκτενώς η επίδραση τόσο των επιτοκίων όσο και των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις μετοχές των τραπεζικών ιδρυμάτων (Flanneryetal. 1997· ElyasianiandMansur, 2003· Elyasianietal., 2007). Αυτό όμως που δεν έχει εξετασθεί είναι η επίδραση του τομέα των ακινήτων στις εν λόγω αποδόσεις, δεδομένου ότι οι εξελίξεις στον τομέα αυτό έχουν σημαντική επίδραση τόσο στην κερδοφορία όσο και στον κίνδυνο λειτουργίας των τραπεζικών ιδρυμάτων. Οι Heetal. (1997) δείχνουν ότι οι τραπεζικές αποδόσεις είναι εξαιρετικά ευαίσθητες στις μεταβολές των αποδόσεων τόσο των στεγαστικών δανείων όσο και των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Ειδικότερα, οι τραπεζικές μετοχές δείχνουν θετική και μεγαλύτερη ευαισθησία στις επενδυτικές αποδόσεις στην αγορά κατοικίας. Η σχέση αυτή όμως φαίνεται να μην ισχύει για περιόδους όπου άλλες διαταραχές φαίνονται να παίζουν τον ρόλο τους, όπως διαταραχές στην αγορά πρώτων υλών και πολιτικών αναταραχών. Επιπλέον, οι DavisandZhu (2005) παρείχαν εμπειρική υποστήριξη στο ότι οι τιμές των ακινήτων έχουν σημαντική επίδραση σε πολλές μεταβλητές που περιγράφουν τη συμπεριφορά των τραπεζικών ιδρυμάτων, για παράδειγμα, δείκτες ανάληψης κινδύνου, δείκτες κερδοφορίας, δείκτες αποτελεσματικότητας και δείκτες δανειακής δραστηριότητας.

Η σκοπιμότητα εξέτασης της ανωτέρω σχέσης κρίνεται ουσιώδης από τη στιγμή που τα τελευταία έτη οι τράπεζες διεθνώς έχουν συμπεριλάβει στο ενεργητικό τους ένα σημαντικό κομμάτι των συνολικών δανείων τους ως στεγαστικά δάνεια, γεγονός

που οφείλεται τόσο στην αντίδραση στις απαιτήσεις των ελεγκτικών αρχών για πιο ασφαλή κεφαλαιακή επάρκεια όσο και στο ότι τα ακίνητα διαφόρων μορφών, για παράδειγμα εμπορικά ακίνητα, χρησιμεύουν και σαν εγγυητικό περιουσιακών στοιχείων σε πολλές άλλες μορφές δανειοδοτήσεων (Davis, 1993). Σαν αποτέλεσμα, παρατηρήθηκε μείωση του πιστωτικού κινδύνου (με δεδομένο τον θεσμό των εγγυήσεων που συνοδεύει τα στεγαστικά δάνεια). Το αρνητικό μέρος αυτής της αντικατάστασης, όμως, είναι η προοπτική μείωσης των κερδών και αύξησης του κινδύνου λειτουργίας, στην περίπτωση μιας μη αναμενόμενης αύξησης των επιτοκίων ή μιας μη αναμενόμενης πτώσης των αξιών των ακινήτων (BlaskoandSinkey, 2006).

Τα τελευταία έτη και κυρίως στην αγορά των ΗΠΑ, παρατηρήθηκε μια σημαντική αύξηση της ρευστότητας στην αγορά δανειακών κεφαλαίων, με αποτέλεσμα τα κριτήρια ελέγχου δυνητικής δανειακής ρευστότητας από την πλευρά των δανειστών (τραπεζικά ιδρύματα) να έχουν χαμηλώσει υπερβολικά, ενώ ταυτόχρονα τα ίδια τα τραπεζικά ιδρύματα να έχουν προχωρήσει στη δημιουργία καινοτόμων δανειακών προϊόντων και διαδικασιών (μηδενικές προκαταβολές και κυμαινόμενα επιτόκια). Όμως η αδυναμία μεγάλων ομάδων δανειοληπτών να αποπληρώσουν τα δάνειά τους, με την ταυτόχρονη πτώση των τιμών των ακινήτων για τα οποία είχε χρησιμοποιηθεί δανεισμός, οδήγησαν τόσο τον χρηματοπιστωτικό τομέα όσο και την πραγματική οικονομία στη μεγαλύτερη κρίση τους μετά τη δεκαετία του 1930. Τα αποτελέσματα ήταν καταστροφικά, αφού μετά τον χρηματοπιστωτικό τομέα (με χρεοκοπία πολλών τραπεζικών ιδρυμάτων και κατάρρευση των τιμών των μετοχών) η κρίση πέρασε και στην πραγματική οικονομία και οδήγησε στη χρεοκοπία πολλές επιχειρήσεις, στη μείωση του πλούτου των οικονομικών ατόμων και κυρίως των καταναλωτών, στη δραματική χειροτέρευση των δημοσιονομικών μεγεθών στην προσπάθεια των κυβερνήσεων να στηρίξουν τον χρηματοπιστωτικό τομέα και στη γενικότερη μείωση των δεικτών της οικονομικής δραστηριότητας.

Μία από τις κυριότερες αιτίες της κρίσης αυτής ήταν η υπερβολική πιστωτική επέκταση και μόχλευση, όπου υψηλή μόχλευση μεταφράζεται ως χαμηλά ίδια κεφάλαια και υπέρμετρος δανεισμός ως προς το ενεργητικό των τραπεζικών ιδρυμάτων (Κολλίντζας και Ψαλιδόπουλος, 2009· Χαρδούβελης, 2009α). Στην

προσπάθεια δε των τραπεζικών ιδρυμάτων να μειώσουν τα επίπεδα της μόχλευσής τους, οδηγούνται σε μετατροπή των δανείων τους σε χρεόγραφα. Έτσι, μειώνεται το ενεργητικό των τραπεζών και ταυτόχρονα η δανειακή επέκταση προς την πραγματική οικονομία. Σαν αποτέλεσμα, επεκτείνεται δραστικά η κρίση και η ύφεση στην οικονομία (Χαρδούβελης, 2009α), όπως αυτή εκφράζεται μέσω επιταχυνόμενης πτώσης των τιμών των ακινήτων, μείωσης των καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών (μέσω του αποτελέσματος πλούτου) και τέλος, μείωσης της συνολικής ζήτησης, της απασχόλησης και του εθνικού εισοδήματος. Επιπλέον, όσον αφορά δε τα τραπεζικά ιδρύματα, η πρακτική των κυμαινόμενων επιτοκίων, μια πρακτική δανειοδότησης που έχει υιοθετηθεί από την πλειοψηφία των ιδρυμάτων αυτών, θα υποδαυλίσει ακόμα περαιτέρω την ικανότητα των νοικοκυριών να εξυπηρετούν τα δάνειά τους και θα οδηγήσει σε περαιτέρω χειροτέρευση των χρηματοοικονομικών ροών στα ιδρύματα αυτά, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να υιοθετήσουν μειώσεις των επιτοκιακών περιθωρίων, γεγονός που θα μειώσει την κερδοφορία τους, άρα και τη χρηματιστηριακή τους αξία.

Τα ανωτέρω καταδεικνύουν τη σπουδαιότητα των «κύκλων των ακινήτων» για τη δανειακή ικανότητα των τραπεζών αλλά και για την κερδοφορία τους. Έτσι, όταν οι αξίες (τιμές) των ακινήτων αυξάνονται, τότε τα τραπεζικά ιδρύματα θεωρούν ότι μειώνεται σημαντικά η πιθανότητα να μην αποπληρωθούν τα στεγαστικά δάνεια, με αποτέλεσμα οι επισφάλειες των δανείων αυτών να μειώνονται με τη σειρά τους και η ποιότητα των στεγαστικών δανείων να αυξάνεται. Ταυτόχρονα, τα τραπεζικά ιδρύματα αποφασίζουν να επεκτείνουν τη δανειοδότηση στους δανειολήπτες τους (ή και σε νέους δανειολήπτες) και ειδικότερα στον τομέα των εμπορικών ακινήτων, με τα ασφάλιστρα κινδύνου να ακολουθούν πτωτική πορεία. Το ευνοϊκό αυτό περιβάλλον δανειοδότησης οδηγεί τις τιμές των ακινήτων ακόμα υψηλότερα, καθώς η ζήτηση αυξάνεται με φρενήρη ρυθμό, ενώ η προσφορά ανταποκρίνεται σε πολύ χαμηλότερους ρυθμούς, λόγω και του χρόνου που απαιτείται μέχρι να ολοκληρωθούν τα στεγαστικά επενδυτικά σχέδια (DavisandZhu, 2004).

Επιπλέον, υπάρχουν και άλλοι δυνητικοί μηχανισμοί μέσω των οποίων οι ανωτέρω περιγραφέντες κύκλοι των ακινήτων είναι σε θέση να επηρεάσουν την αποδοτικότητα και την κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Ειδικότερα, οι

αυξανόμενες τιμές των ακινήτων τείνουν να αυξάνουν τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία και, με τη σειρά τους, την κεφαλαιοποίηση των ιδρυμάτων αυτών. Επιπλέον, οι αυξήσεις αυτές σηματοδοτούν μια θετική ανταπόκριση από την πλευρά των κατασκευαστών, με αποτέλεσμα να αυξάνει η ζήτηση σε όλους τους τομείς της οικονομίας, γεγονός που αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση της πιστωτικής δανειοδότησης.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφέρουμε ότι εκφράζονται σημαντικές αμφιβολίες σχετικά με το αν η ανωτέρω περιγραφείσα διαδικασία που ακολουθεί μετά από μια αύξηση των τιμών των ακινήτων θα μπορεί να επηρεάσει θετικά την κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Ειδικότερα, στη βραχυχρόνια περίοδο, μια αύξηση των τιμών των ακινήτων θα οδηγήσει σε μείωση τόσο της αδυναμίας των δανειοληπτών να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους όσο και στις αναμενόμενες ζημιές όλων των ενυπόθηκων δανείων, γεγονός που θα οδηγήσει σε αύξηση της κερδοφορίας των ιδρυμάτων αυτών. Όμως στη μακροχρόνια περίοδο, δεν μπορούμε να ισχυρισθούμε ότι η τάση αυτή θα συνεχισθεί, αφού σε μια αποτελεσματική αγορά τα επιτόκια αντανακλούν τον πραγματικό κίνδυνο αδυναμίας πληρωμών, ενώ η κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων εξαρτάται αποκλειστικά από τη «διάθεση» των ιδρυμάτων αυτών για ανάληψη περισσότερου κινδύνου. Έτσι, όσο περισσότερο κίνδυνο αναλαμβάνουν τα τραπεζικά ιδρύματα, τόσο υψηλότερες αναμένονται να είναι και οι αποδόσεις τους. Με άλλα λόγια, μια αύξηση των τιμών των ακινήτων, ενώ βελτιώνει την απόδοση των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, δεν είναι απαραίτητο να αυξήσει και την κερδοφορία τους, αφού το ασφάλιστρο κινδύνου στις εν λόγω επενδύσεις θα έχει μειωθεί (HerringandWachter, 1999· 2002).

Επιπλέον, τα τραπεζικά ιδρύματα μπορεί να μην πάρουν υπόψη τους τον κίνδυνο της ενάντιας επιλογής (adverseselection), καθώς επιζητούν να επεκτείνουν με γρήγορους ρυθμούς τη δανειοδότηση σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Η τάση τους αυτή τα οδηγεί προς την κατάσταση της «καταστροφικής μυωπίας» λόγω της αλλαγής της ανοχής τους ως προς τα επίπεδα κινδύνου που επιθυμούν να αναλάβουν. Ανεξάρτητα των αιτιών που οδηγούν τα τραπεζικά ιδρύματα σε μια τέτοια κατάσταση καταστροφής, για παράδειγμα, η κακή διαχείριση του κινδύνου, η έλλειψη επαρκών στατιστικών στοιχείων, η μεροληπτική καταμέτρηση των υπό

εξέταση μεταβλητών (Borioetal., 2001) και η ένταση του ανταγωνισμού που ακολουθεί την απελευθέρωση των κανόνων του τραπεζικού συστήματος (BergerandUdell, 2003), τα τραπεζικά ιδρύματα έχουν το κίνητρο να αναλάβουν περισσότερο κίνδυνο και έτσι τα ασφάλιστρα κινδύνων τους να αποτυγχάνουν να αποζημιώσουν για τυχόν δυνητικές απώλειες ή ζημιές. Τα ανωτέρω θεωρητικά συμπεράσματα έχουν λάβει και εμπειρική υποστήριξη. Ειδικότερα, οι CavalloandMajnoni (2001), οι Arpaetal. (2001) και οι LaevenandMajnoni (2003) υποστηρίζουν ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση ανάμεσα στον ρυθμό αύξησης των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και στην κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Αντίθετα, οι BikkerandMetzemakers (2004) παρατηρούν μια θετική σχέση ανάμεσα στις δύο αυτές μεταβλητές, γεγονός που παρέχει εμπειρική υποστήριξη στην άποψη ότι ο πιστωτικός κίνδυνος αυξάνει κατά τη διάρκεια ανόδου της οικονομίας.

7.2. Έρευνες

Σύμφωνα με τους Quan&Titman (1996), η κίνηση προς την "παγκοσμιοποίηση" των θεσμικών επενδύσεων απαιτεί την κατανόηση της ιστορικής σχέσης μεταξύ των διεθνών εμπορικών τιμών των ακινήτων και των αποδόσεων των μετοχών. Οι υπάρχουσες μελέτες έχουν επικεντρωθεί στη χρονολογική σειρά των αποδόσεων των αποθεμάτων και των ακινήτων χρησιμοποιώντας δεδομένα από μια μόνο χώρα, όπως τις ΗΠΑ. Από αναγκαιότητα, αυτές οι μελέτες εξετάζουν τις αποδόσεις και τις μεταβολές των τιμών σε σύντομα χρονικά διαστήματα δημιουργώντας μια προκατάληψη όταν οι τιμές των ακινήτων εξομαλύνονται από έτος σε έτος. Το παρόν έγγραφο εξετάζει τη σχέση μεταξύ αποδόσεων αποθεμάτων και μεταβολών στις αξίες των ακινήτων και των ενοικίων σε δεδομένα από 17 διαφορετικές χώρες. Παρόλο που δεν διαπιστώθηκε καμία σχέση μεταξύ των αξιών των ακινήτων και των ενοικίων και των αποδόσεων αποθεμάτων στις Η.Π.Α., διαπιστώνουμε σημαντικές σχέσεις σε διάφορες χώρες. Με την συγκέντρωση των δεδομένων

διαπιστώθηκε μια πολύ ισχυρή σχέση μεταξύ των αποδόσεων των αποθεμάτων και τόσο των μεταβολών της αξίας όσο και των μεταβολών στις τιμές ενοικίασης.

Η έρευνα των Okunev, etal, (2000) εξετάζει τη δυναμική σχέση που υπάρχει μεταξύ των αμερικανικών ακινήτων και των χρηματιστηριακών αγορών S & P 500 μετοχών μεταξύ των ετών 1972 έως 1998. Αυτό επιτυγχάνεται με τη διεξαγωγή τόσο γραμμικών όσο και μη γραμμικών δοκιμών αιτιότητας. Τα αποτελέσματα από αυτές τις δοκιμές παρέχουν μια σειρά από ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις που δείχνουν κυρίως γραμμικές σχέσεις που επηρεάζονται ψευδώς από δομικές μετατοπίσεις που είναι εγγενείς στα δεδομένα. Τα αποτελέσματα των γραμμικών δοκιμών δείχνουν γενικά ότι υπάρχει μια μονοκατευθυντική σχέση από την αγορά ακινήτων στο χρηματιστήριο. Ωστόσο, τα αποτελέσματα αυτά δεν συνάδουν με την οικονομική θεωρία και για τα υποδείγματα των δεδομένων. Αντίθετα, η δοκιμή μη γραμμικής αιτιότητας δείχνει μια ισχυρή μονοκατευθυντική σχέση από τη χρηματιστηριακή αγορά στην αγορά ακινήτων και είναι συνεπής στην παρουσία οποιωνδήποτε διαρθρωτικών διακοπών.

Μια άλλη έρευνα των Okunev, etal, (2002), εξετάζει τη σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων στην Αυστραλία και της αγοράς μετοχών μεταξύ 1980 και 1999. Τα αποτελέσματα από αυτή την μελέτη δείχνουν τρία συγκεκριμένα αποτελέσματα που επεκτείνουν την τρέχουσα βιβλιογραφία σχετικά με τα χρηματοοικονομικά ακινήτων. Πρώτον, αποδεικνύεται ότι οι διαρθρωτικές αλλαγές στις αγορές μετοχών και ακινήτων μπορούν να οδηγήσουν στην εμφάνιση μιας ασταθούς γραμμικής σχέσης μεταξύ αυτών των αγορών. Δηλαδή, τα πλήρη δείγματα υποστηρίζουν την αμφίδρομη αιτιότητα Granger μεταξύ μετοχών και αποδόσεων ακινήτων, ενώ όταν επιλέγονται επιμέρους δείγματα που λαμβάνουν υπόψη διαρθρωτικές αλλαγές, τα αποτελέσματα δείχνουν γενικά ότι οι μεταβολές στις τιμές των χρηματιστηριακών αγορών επηρεάζουν τις αποδόσεις της αγοράς ακινήτων, αλλά όχι αντιστρόφως. Δεύτερον, τα αποτελέσματα δείχνουν επίσης ότι οι δοκιμές μη γραμμικής αιτιότητας δείχνουν μια ισχυρή μονοκατευθυντική σχέση που ξεκινά από τη χρηματιστηριακή αγορά προς την αγορά ακινήτων. Τέλος, από αυτές τις εμπειρικές ενδείξεις αναπτύσσεται μια στρατηγική διαπραγμάτευσης η οποία προσφέρει ανώτερη απόδοση σε σύγκριση με την υιοθέτηση μιας παθητικής στρατηγικής για

επένδυση στην αυστραλιανή τιτλοποιημένη περιουσία. Τα αποτελέσματα αυτά φαίνεται να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων στη βιομηχανία διαχείρισης κεφαλαίων και επίσης στην αποτελεσματικότητα των τιμών στην αυστραλιανή αγορά ακινήτων.

Η έρευνα των Apergis&Lambrinidis (2007), διερευνά τη σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής αγοράς και της αγοράς ακινήτων. Χρησιμοποιήθηκαν οι μέθοδοι συγχρηματοδότησης και η μοντελοποίηση της διόρθωσης σφαλμάτων μαζί με δεδομένα από τις αμερικανικές και τις βρετανικές μετοχές και τις αγορές ακινήτων κατά την περίοδο 1985-2006. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι δύο αγορές θεωρούνται ιδιαίτερα ενοποιημένες. Τα εμπειρικά ευρήματα έχουν επιπτώσεις στη διαχείριση των διαχειριστών των περιουσιακών στοιχείων των περιουσιακών στοιχείων, στην αποτελεσματικότητα των τιμών στην αγορά ακινήτων και στους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής σχετικά με την οικονομική ασφάλεια.

Οι Gurdgievetal (2010), υποστηρίζουν ότι η βιβλιογραφία που σχετίζεται με την χρηματοοικονομική ακινήτων παρέχει ποικίλα και αντιφατικά ευρήματα σχετικά με τη σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς. Παρά τη σπουδαιότητα της σχέσης αυτής με την οικονομία εν γένει, σχετικά λίγα είναι γνωστά για το τι προκαλεί αυτές τις διαφορές. Στην συγκεκριμένη μελέτη, εφαρμόζοντας την τεχνική της μετα-παλινδρόμησης στις εμπειρικές μελέτες ανά περιοχή, γίνεται ένα σημαντικό βήμα για την αντικειμενική ενσωμάτωση και σύνθεση των αποτελεσμάτων και τον εντοπισμό συστηματικών διακυμάνσεων στα αποτελέσματα των μελετών.

Στην μελέτη των Yang&Ye (2010), υποστηρίζεται ότι η οικονομία της Κίνας γνώρισε θεαματική ανάπτυξη και πέτυχε αξιοσημείωτη επιτυχία τις τελευταίες τρεις δεκαετίες. Οι ευκαιρίες που δημιουργούνται από την εντυπωσιακή οικονομική ανάπτυξη οδήγησαν τις σημαντικότερες επενδυτικές αγορές της Κίνας, τις αγορές ακινήτων και τις χρηματιστηριακές αγορές να πραγματοποιήσουν τεράστια μεταμόρφωση και ανάπτυξη. Η έρευνα επικεντρώνεται στην εξέταση της σχέσης μεταξύ των αποδόσεων των κινεζικών ακινήτων και των χρηματιστηριακών αγορών. Συγκεκριμένα, το έγγραφο επιχειρεί να διερευνήσει κατά πόσο οι αποδόσεις συσχετίζονται μεταξύ τους και να διερευνήσει τις πιθανές επιδράσεις

διαφοροποίησης στη δημιουργία ενός ισορροπημένου χαρτοφυλακίου που περιλαμβάνει τόσο ακίνητα όσο και ακίνητα περιουσιακά στοιχεία. Η εμπειρική μελέτη διεξήχθη με βάση τα μηνιαία στοιχεία που συλλέχθηκαν από το έτος 2005 έως το 2010. Εφαρμόστηκαν στατιστικές δοκιμές για τη μέτρηση του μεγέθους των συσχετισμών απόδοσης μεταξύ κινεζικών ακινήτων και χρηματιστηριακών αγορών. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης δείχνουν ότι οι μηνιαίες αποδόσεις των κινεζικών ακινήτων και των χρηματιστηριακών αγορών δεν συσχετίζονται, και κατά την επένδυση στις κεφαλαιαγορές στις κεφαλαιαγορές της Κίνας, τα οφέλη διαφοροποίησης θα μπορούσαν να επιτευχθούν με τη δημιουργία ενός ισορροπημένου χαρτοφυλακίου που θα περιλαμβάνει τόσο ακίνητα όσο και ακίνητα περιουσιακά στοιχεία.

Η πρωταρχική συμβολή της μελέτης των Liow&Schindler (2011), είναι να εκτιμηθεί εάν οι δημόσιες αγορές ακινήτων και οι χρηματιστηριακές αγορές συνδέονται σε τοπικό, περιφερειακό και παγκόσμιο επίπεδο και να αξιολογηθεί η εξέλιξη της δυναμικής τους σχέσης και της σταδιακής ενσωμάτωσής τους τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Για ατομικά ζεύγη ακινήτων και χρηματιστηριακών αγορών, η ανάλυσή δείχνει ότι τα τρέχοντα επίπεδα τοπικής, περιφερειακής και παγκόσμιας συσχέτισης μεταξύ ακινήτων και χρηματιστηριακών αγορών είναι χρονικά μεταβαλλόμενα και είναι, κατά το πλείστον, προσαρμοσμένα στα αντίστοιχα επίπεδα ολοκλήρωσης. Οι αγορές ακινήτων και χρηματιστηριακών αγορών συνδέονται συγχρόνως και αιτιωδώς με τις αποδόσεις και τις μεταβλητές τους. Ωστόσο η σχέση αιτιότητας φαίνεται ασθενέστερη. Μακροπρόθεσμα, οι αγορές ακινήτων έχουν γίνει σιγά σιγά πιο ολοκληρωμένες με τις παγκόσμιες και περιφερειακές χρηματιστηριακές αγορές, ενώ είναι λιγότερο ενοποιημένες με τις τοπικές χρηματιστηριακές αγορές. Επιπλέον, οι συνήθεις παράγοντες που εξάγονται επιτρέπουν την άμεση αξιολόγηση των δυναμικών σχέσεων μεταξύ των αγορών ακινήτων και των χρηματιστηριακών αγορών ως ομαδοποίηση, συμπληρώνοντας έτσι τα μεμονωμένα αποτελέσματα. Τέλος, φαίνεται να υπάρχει πτώση της διασποράς των ακινήτων και της απόδοσης των αποθεμάτων και διαφοροποίηση σε τοπικό, περιφερειακό και παγκόσμιο επίπεδο για τις εννέα οικονομίες, γεγονός που υποδηλώνει την τάση σύγκλισης των

αποδόσεων μεταξύ ακινήτων και χρηματιστηριακών αγορών σε διεθνές περιβάλλον.

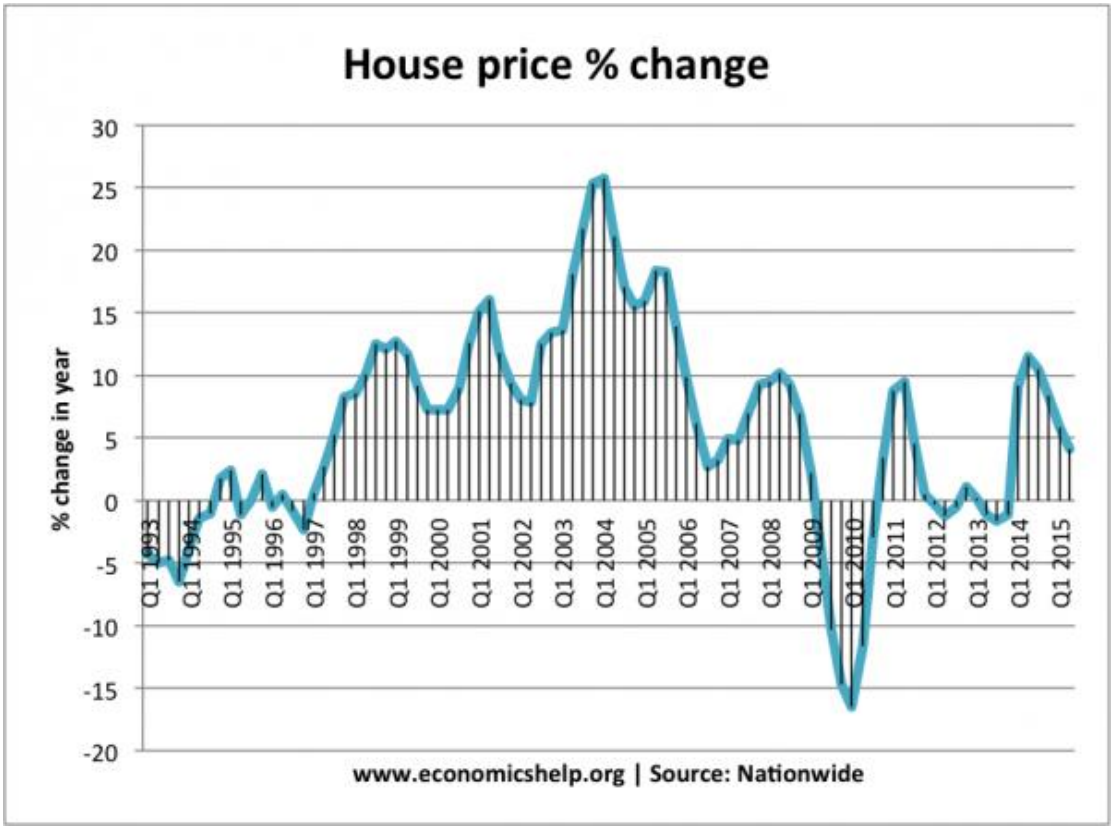
Η έρευνα του Marvin (2012), εξετάζει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της αγοράς μετοχών στην Κένυα μεταξύ των ετών 2005 έως 2010. Αυτό επιτυγχάνεται με τη διεξαγωγή στατιστικών δοκιμών, όπως μια απλή γραμμική παλινδρόμηση στα τριμηνιαία δεδομένα απόδοσης που συλλέχθηκαν. Ειδικότερα, το έγγραφο επιχειρεί να διερευνήσει αν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των δύο αγορών και της κατεύθυνσής τους και επίσης να διερευνηθούν τα πιθανά αποτελέσματα διαφοροποίησης στη δημιουργία ενός ισορροπημένου χαρτοφυλακίου που θα περιλαμβάνει τόσο ακίνητα όσο και μετοχές ως περιουσιακά στοιχεία. Το αποτέλεσμα της δοκιμής έδειξε ότι υπάρχει μια θετική γραμμική σχέση μεταξύ των δύο αγορών. Και κατά την επένδυση στις κεφαλαιαγορές της Κένυας, τα οφέλη από τη διαφοροποίηση δεν θα μπορούσαν να επιτευχθούν με τη δημιουργία ενός ισορροπημένου χαρτοφυλακίου περιλαμβανομένων τόσο των ακινήτων όσο και των περιουσιακών στοιχείων των μετοχών.

Στην έρευνα των Zheng&Cheng (2015), υποστηρίζεται ότι η αγορά ακινήτων και η χρηματιστηριακή αγορά, δεδομένου ότι είναι δύο μεγάλα επενδυτικά κανάλια στην Κίνα, γνώρισαν εντυπωσιακά αυξανόμενες εκροές και διακυμάνσεις. Ειδικότερα, μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, ο δείκτης τιμών αυτών των δύο αγορών περιουσιακών στοιχείων τείνει να αυξάνεται και να μειώνεται εναλλάξ. Φαίνεται ότι υπάρχει μια νέα αρχή ή μια νέα σχέση που δημιουργείται μεταξύ των ακινήτων και των χρηματιστηριακών αγορών. Η μελέτη αυτή χρησιμοποιεί το μοντέλο VAR και δεδομένα από τον Ιανουάριο του 2003 έως τον Δεκέμβριο του 2013 για να διερευνήσει και να συζητήσει εάν οι σχέσεις μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς άλλαξαν μετά την οικονομική κρίση που προέκυψε το 2008 στην Κίνα. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς κατά την περίοδο 2003-2008., ενώ υπάρχει μια πολύ αρνητική μακροπρόθεσμη σχέση μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση το 2008.

7.3. Τιμές ακινήτων στην Αγγλία

Με βάση τους πίνακες που παρουσιάζονται στο παράρτημα θα αναλύσουμε 4 βασικά στοιχεία:

1. Τιμές κατοικιών
2. Προσιτότητα της στέγασης
3. Επιτόκια
4. Παροχή κατοικίας



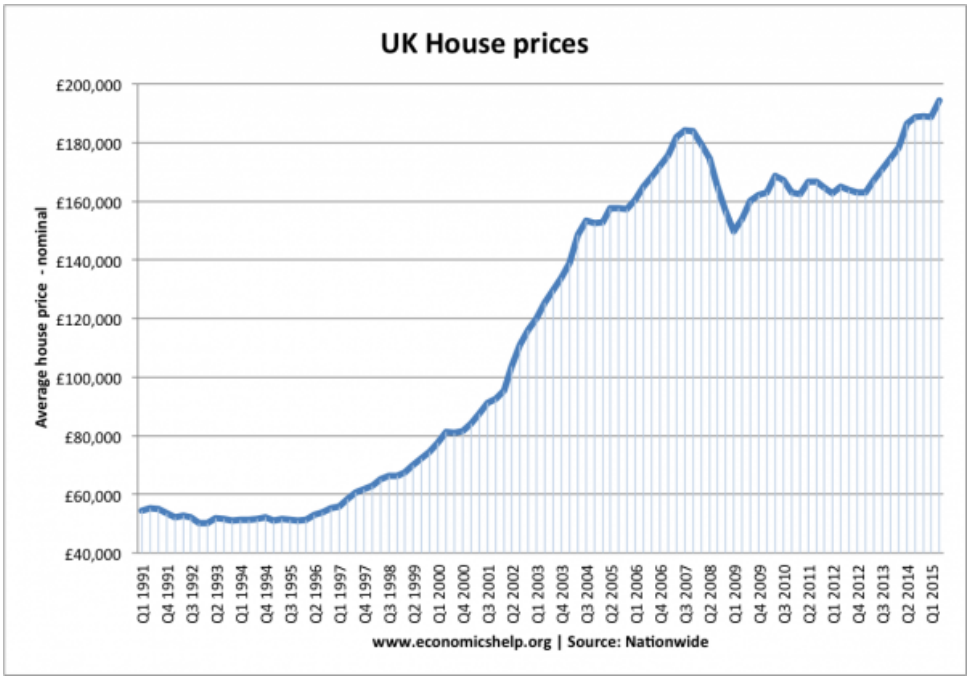
Σε σύγκριση με το ποσοστό μεταβολής της τιμής των ακινήτων σε όλο τον κόσμο παρατηρείται ότι:

- Ο ετήσιος πληθωρισμός των τιμών των κατοικιών διαμορφώθηκε στο 5,3% το α’ τρίμηνο του 2016
- Το Λονδίνο έδειξε ισχυρότερη αγορά ακινήτων με τις τιμές να αυξάνονται περισσότερο από άλλες περιοχές.

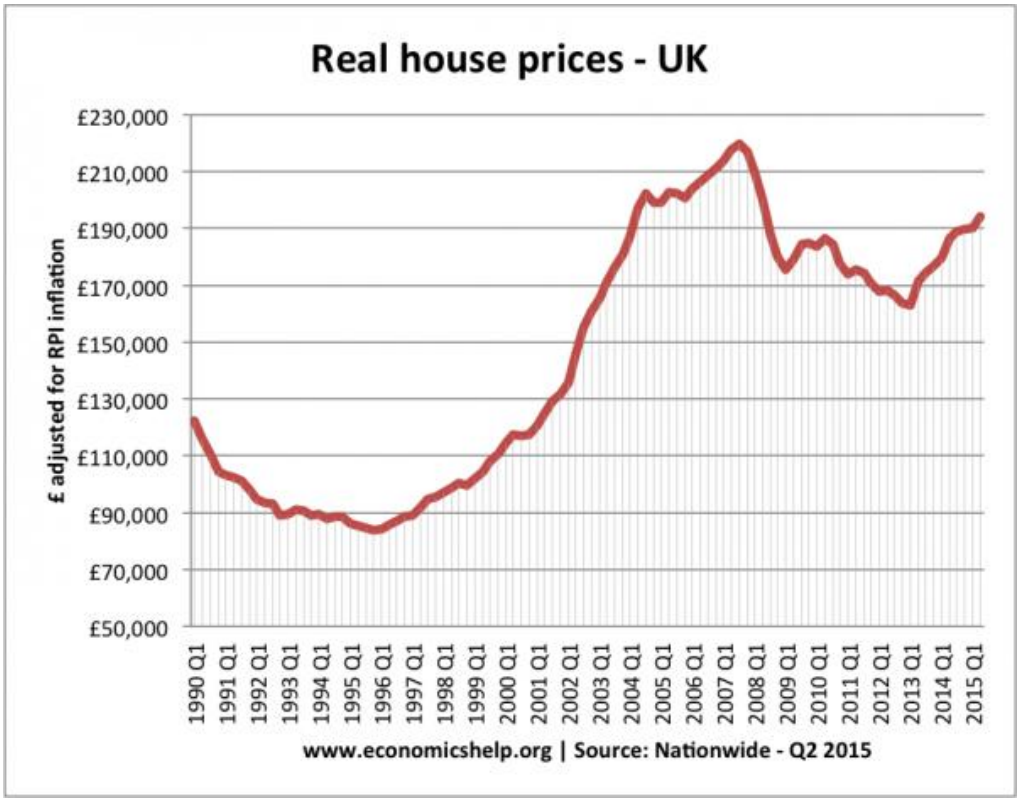
- Η τιμή ενός τυπικού σπιτιού είναι £ 198.564 (α' τρίμηνο του 2016)

Στο Ηνωμένο Βασίλειο και όπως παρατηρείται και στο παρακάτω γράφημα:

- Το 1969, οι μέσες τιμές των κατοικιών ήταν: £ 4.312
- Το 1975, οι μέσες τιμές των κατοικιών ήταν: £ 10.388.
- Το 1980, οι μέσες τιμές των κατοικιών ήταν: £ 22,676
- Το 2016, οι μέσες τιμές των κατοικιών είναι: £ 198.564.



Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών προσαρμόζονται για τις επιδράσεις του πληθωρισμού. Αυτό δίνει έναν πιο ουσιαστικό οδηγό για τον τρόπο αύξησης των τιμών των κατοικιών σε σύγκριση με τις συνήθεις τιμές στην οικονομία και δείχνει την πραγματική αύξηση των τιμών των κατοικιών - αυξάνεται ταχύτερα από τον πληθωρισμό.



Πηγαίνοντας τώρα λίγο πίσω και βλέποντας το πώς διαμορφώθηκαν οι πραγματικές τιμές ακινήτων από το 1975 παρατηρείται ότι:

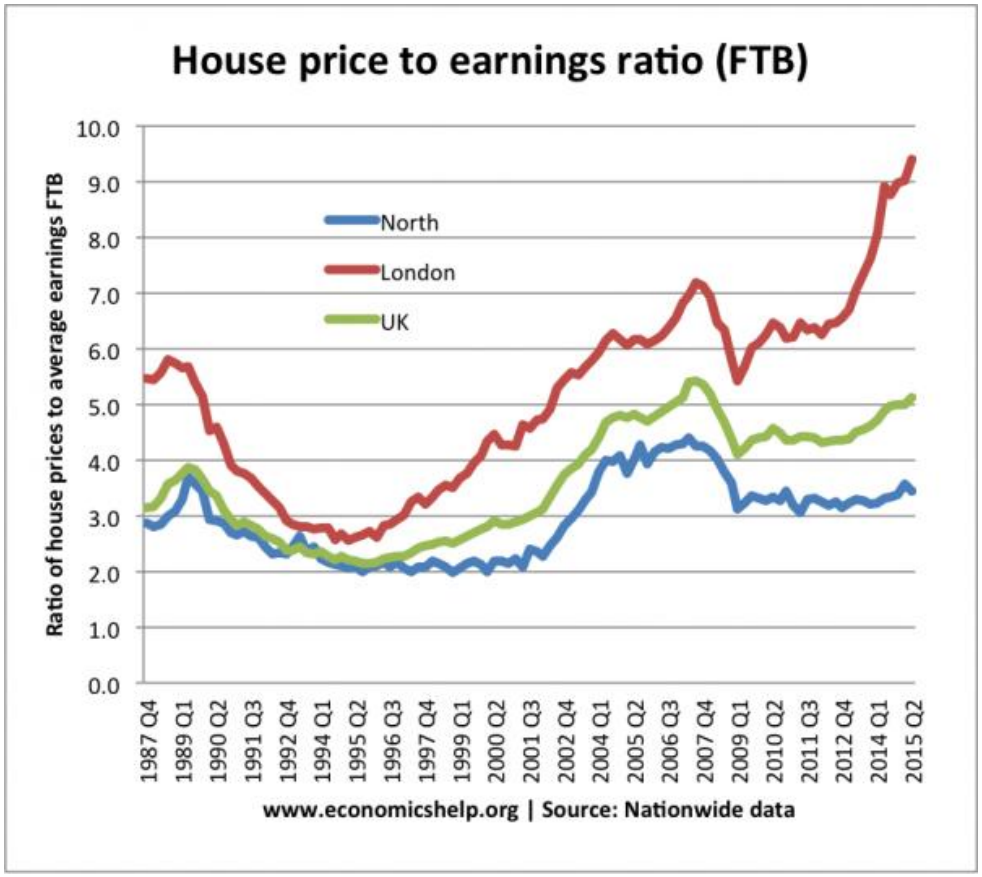
- Το 1975, - οι μέσες τιμές των κατοικιών (σε τιμές 2014) ήταν £ 83.126.
- Το 2014 - οι μέσες τιμές των κατοικιών - 188.810 λιρών

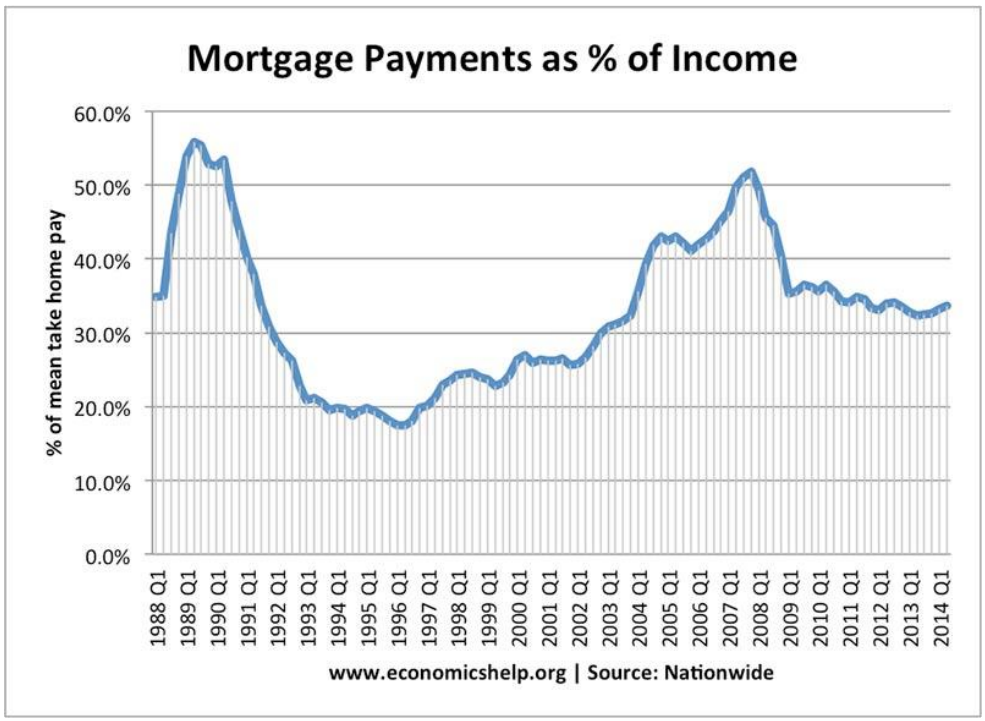
Πραγματοποιήθηκε δηλαδή 126% αύξηση στις πραγματικές τιμές κατοικιών.



Όσον αφορά στην προσιτότητα της στέγασης και στους αγοραστές της πρώτης φοράς, κρίνοντας με βάση τον δείκτη τιμών κατοικίας προς κέρδος παρατηρούνται τα ακόλουθα:

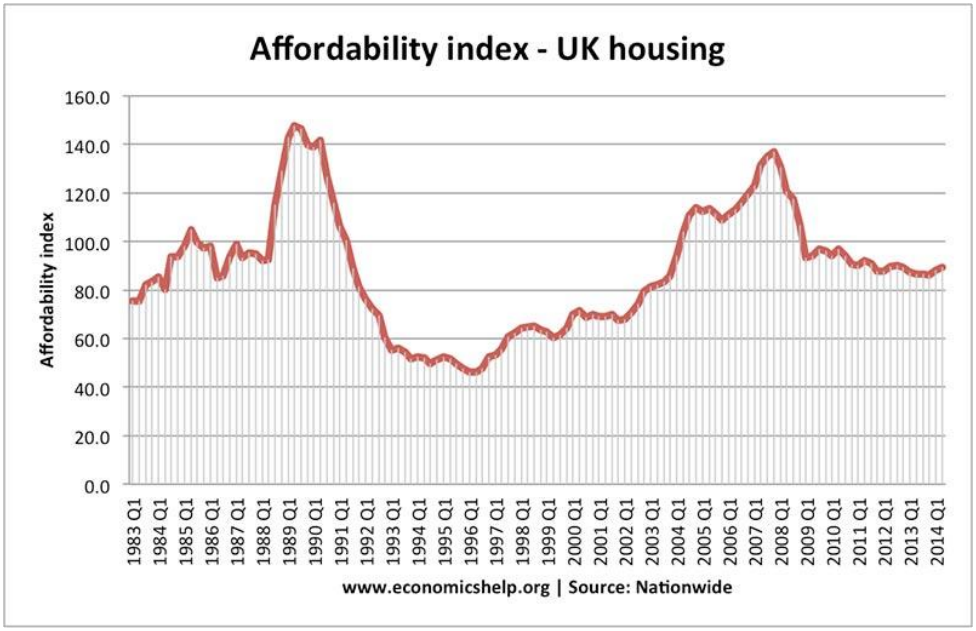
Για τους πρώτους αγοραστές του Ηνωμένου Βασιλείου, η μέση τιμή κατοικίας είναι 5,1 φορές το μέσο όρο των κερδών. Στο Λονδίνο, οι τιμές των κατοικιών είναι 9,2 φορές οι μέσες αποδοχές, ενώ στο βορρά οι τιμές των κατοικιών είναι μόνο 3,4 φορές το μέσο όρο των κερδών.

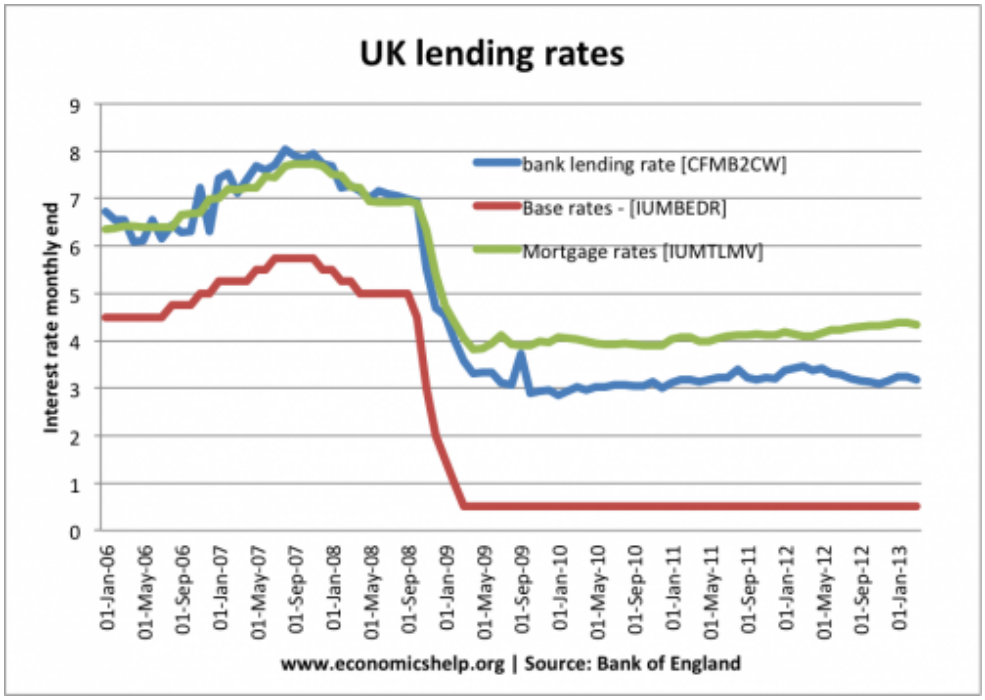

House price to earnings ratio (FTB)
Ratio of house prices to average earnings FTB
10.0
9.0
8.0
7.0
6.0
5.0
4.0
3.0
2.0
1.0
0.0
North
London
UK
1987 Q4
1989 Q1
1990 Q2
1991 Q3
1992 Q4
1994 Q1
1995 Q2
1996 Q3
1997 Q4
1999 Q1
2000 Q2
2001 Q3
2002 Q4
2004 Q1
2005 Q2
2006 Q3
2007 Q4
2009 Q1
2010 Q2
2011 Q3
2012 Q4
2014 Q1
2015 Q2
www.economicshelp.org | Source: Nationwide data


Mortgage Payments as % of Income
% of mean take home pay
60.0%
50.0%
40.0%
30.0%
20.0%
10.0%
0.0%
1988 Q1
1989 Q1
1990 Q1
1991 Q1
1992 Q1
1993 Q1
1994 Q1
1995 Q1
1996 Q1
1997 Q1
1998 Q1
1999 Q1
2000 Q1
2001 Q1
2002 Q1
2003 Q1
2004 Q1
2005 Q1
2006 Q1
2007 Q1
2008 Q1
2009 Q1
2010 Q1
2011 Q1
2012 Q1
2013 Q1
2014 Q1
www.economicshelp.org | Source: Nationwide

Οι πληρωμές υποθηκών ως % του εισοδήματος έφθασαν στην κορυφή στα τέλη του 1989/90 λόγω των ρεκόρ υψηλών επιτοκίων. Οι αυξανόμενες τιμές των κατοικιών σήμαιναν ότι το ποσοστό των πληρωμών ενυπόθηκων δανείων αυξήθηκε στη δεκαετία του 2000. Ωστόσο, το 2009, τα επιτόκια μειώθηκαν στο 0,5% οδηγώντας σε χαμηλότερες πληρωμές υποθηκών για τους ιδιοκτήτες ακινήτων.

Σε εθνικό επίπεδο παράγεται επίσης ένας δείκτης οικονομικής προσιτότητας. Το παρακάτω γράφημα έχει ως έτος βάσης του δείκτη το 1985.

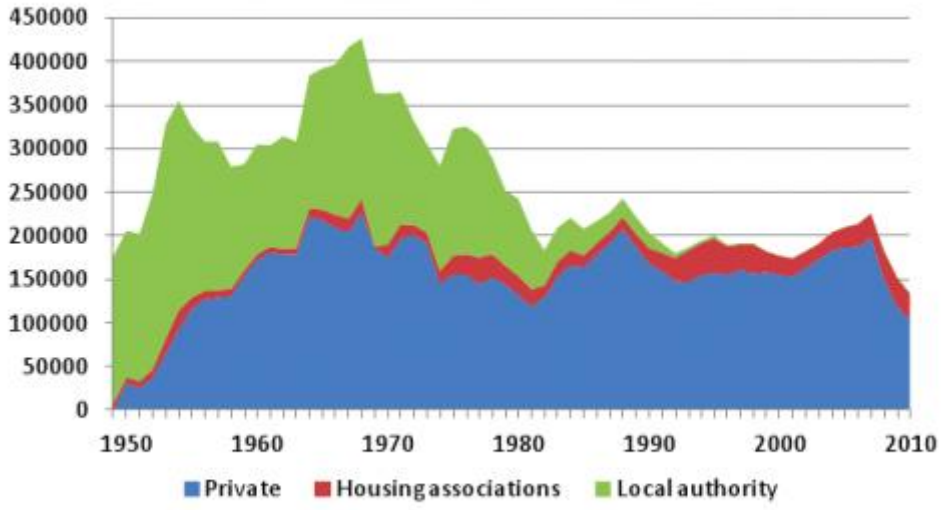




Όσον αφορά στα επιτόκια στο Ηνωμένο Βασίλειο, για τον δανεισμό περί ακινήτων, υπήρξε μια δραματική πτώση στα βασικά επιτόκια της Τράπεζας της Αγγλίας (τα οποία συνέχισαν να παραμένουν στο 0,5%), αλλά οι σταθερές μεταβλητές ισοτιμίες της τράπεζας έχουν μειωθεί πολύ περισσότερο.

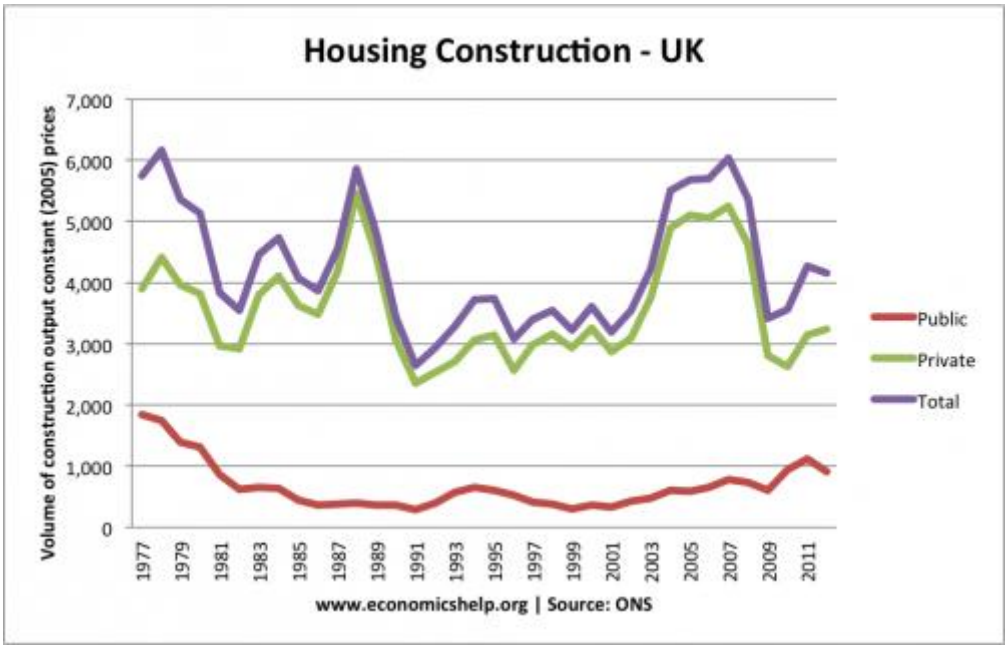
Κατά τη μεταπολεμική περίοδο, η κατασκευή κατοικιών σε επίπεδο τοπικής αυτοδιοίκησης αύξησε την προσφορά. Οι ανοικοδομήσεις κατοικιών έφτασαν πάνω από 400.000 ετησίως στα τέλη της δεκαετίας του 1960. Ωστόσο, από τη δεκαετία του 1980, η κυβέρνηση υποχώρησε από την οικοδόμηση σπιτιών, αφήνοντάς την στον ιδιωτικό τομέα και με μια μικρή συμβολή από τις ενώσεις κατοικιών. Λόγω της αυστηρής νομοθεσίας σχεδιασμού, η προσφορά κατοικιών απέτυχε στο να επιτύχει κυβερνητικούς στόχους.

Figure 4.2 Housing Completions, UK, 1950-2010

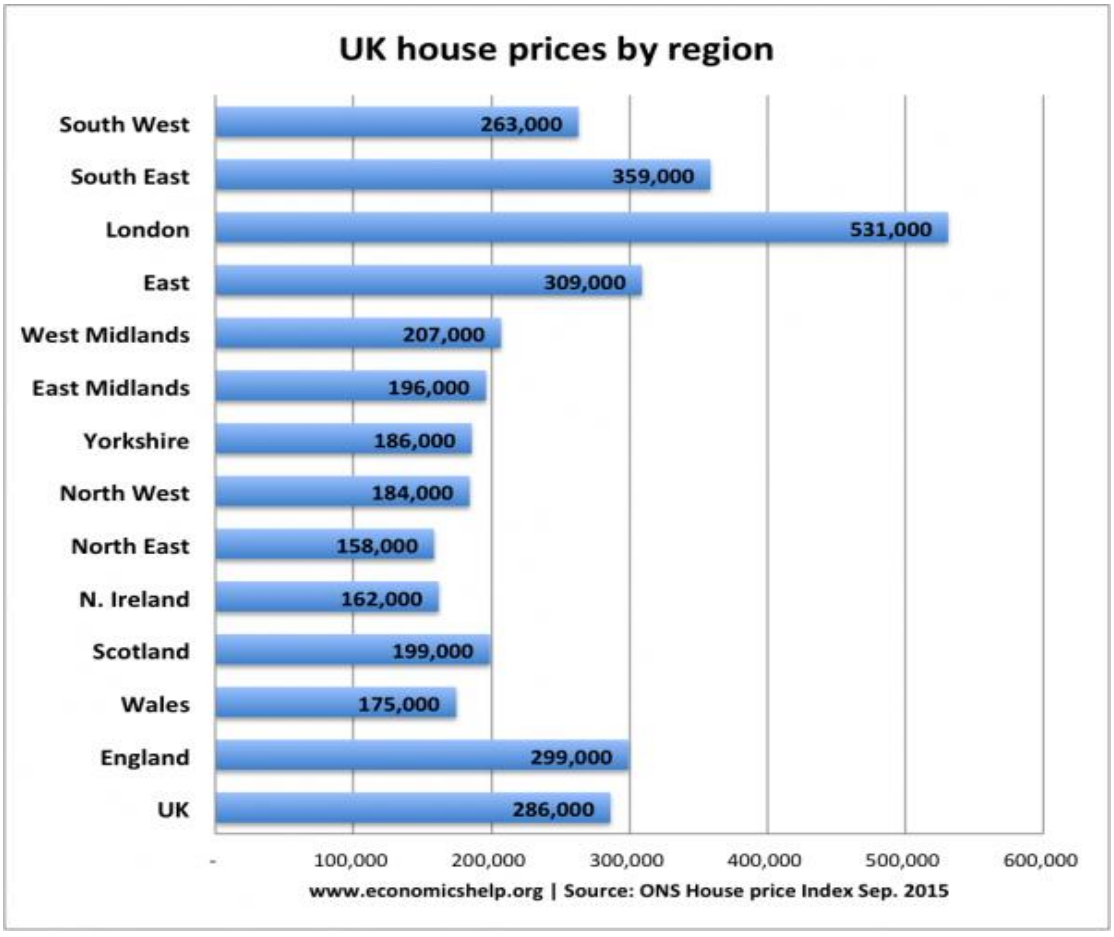


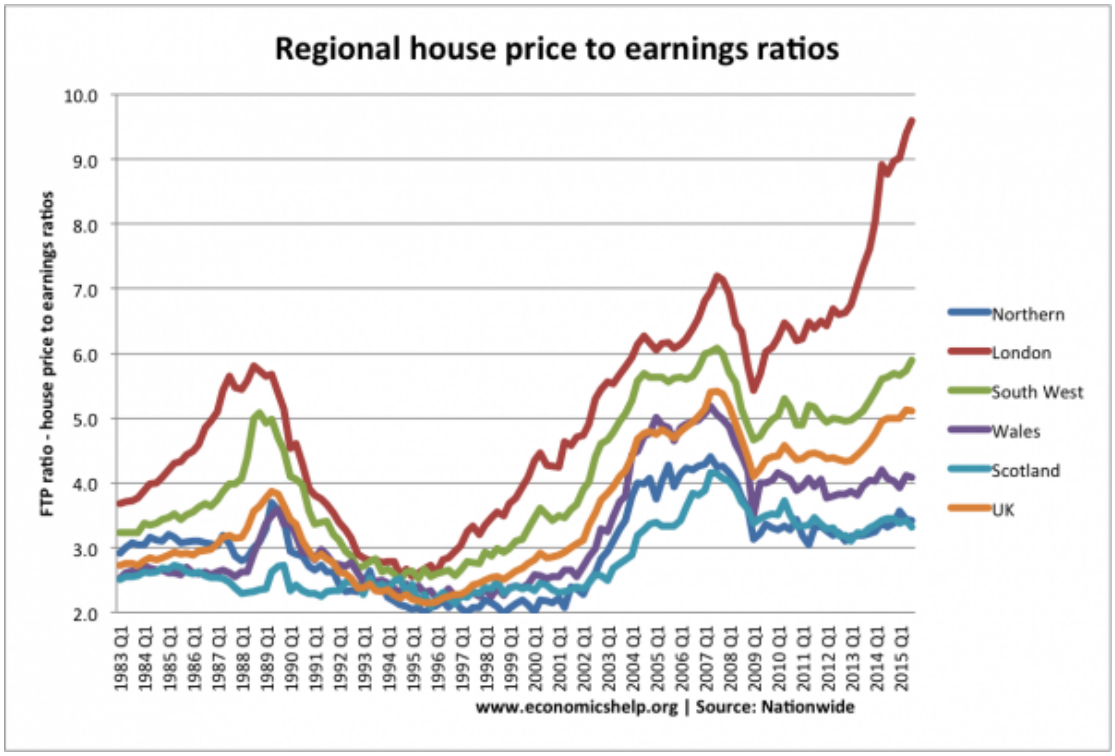
Source: Housing Completions, 1950-2010, CLG.

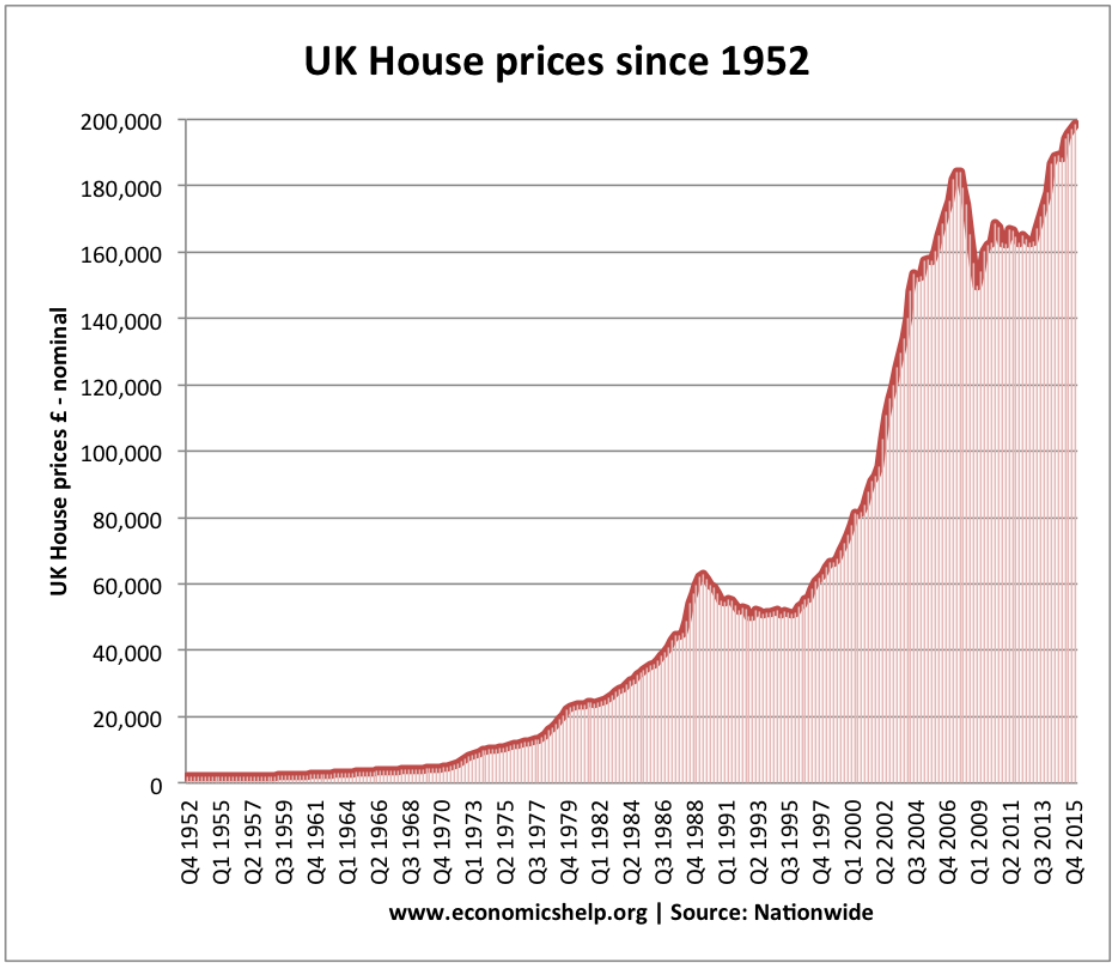
Για παράδειγμα, το 2007, η κυβέρνηση εκτίμησε ότι θα χρειαζόταν να χτίσει 240.000 σπίτια ετησίως μέχρι το 2016, για να συμβαδίσει με την αυξανόμενη ζήτηση. Ωστόσο, μετά την πιστωτική κρίση, η ολοκλήρωση των κατοικιών έπεσε στα 100.000 ετησίως.



Για το σκοπό αυτό θα υποθέσουμε ότι τα έσοδα από μερίσματα μετοχών και έσοδα από μίσθωση φορολογούνται με τον ίδιο ρυθμό.




Regional house price to earnings ratios
FTP ratio - house price to earnings ratios
10.0
9.0
8.0
7.0
6.0
5.0
4.0
3.0
2.0
1983 Q1
1984 Q1
1985 Q1
1986 Q1
1987 Q1
1988 Q1
1989 Q1
1990 Q1
1991 Q1
1992 Q1
1993 Q1
1994 Q1
1995 Q1
1996 Q1
1997 Q1
1998 Q1
1999 Q1
2000 Q1
2001 Q1
2002 Q1
2003 Q1
2004 Q1
2005 Q1
2006 Q1
2007 Q1
2008 Q1
2009 Q1
2010 Q1
2011 Q1
2012 Q1
2013 Q1
2014 Q1
2015 Q1
Northern
London
South West
Wales
Scotland
UK
www.economicshelp.org | Source: Nationwide


UK House prices since 1952
UK House prices £ - nominal
200,000
180,000
160,000
140,000
120,000
100,000
80,000
60,000
40,000
20,000
0
Q4 1952
Q1 1955
Q2 1957
Q3 1959
Q4 1961
Q1 1964
Q2 1966
Q3 1968
Q4 1970
Q1 1973
Q2 1975
Q3 1977
Q4 1979
Q1 1982
Q2 1984
Q3 1986
Q4 1988
Q1 1991
Q2 1993
Q3 1995
Q4 1997
Q1 2000
Q2 2002
Q3 2004
Q4 2006
Q1 2009
Q2 2011
Q3 2013
Q4 2015
www.economicshelp.org | Source: Nationwide

Για να λάβουμε τα συνολικά στοιχεία επιστροφής, πρέπει να προσθέσουμε την αύξηση των τιμών του περιουσιακού στοιχείου σε οποιοδήποτε εισόδημα κάνει. Από το 1952, οι τιμές των ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο έχουν εκτιμηθεί κατά 7,74% ετησίως. Η απόδοση της περιουσίας είναι ίση με την ανατίμηση των τιμών συν το καθαρό εισόδημα. Το καθαρό εισόδημα είναι ίσο με το ενοίκιο, λαμβάνοντας υπόψη τις άκυρες περιόδους, μείον όλες τις δαπάνες, συμπεριλαμβανομένης της συντήρησης, των τελών κλπ. Θα υποθέσω ότι αυτό είναι 3% ετησίως για να επιτρέψει έναν καλό προϋπολογισμό για συντήρηση (που συχνά παραβλέπεται και υποτιμάται) .

Ακίνητα (Δείκτης Ακινήτων Η.Β.)	**Χρηματιστήριο (S & P500)**
10.74%	9.84%

Η απόδοση του ακινήτου είναι από 1952-2015 και ο S & P500 είναι ο συνολικός μέσος όρος απόδοσης από 1965-2014. Στην σύγκριση των μετοχών με τις τιμές ακινήτων ισχύουν:

Εδώ πρέπει να συγκρίνουμε τα καθαρά έσοδα από ακίνητα με τα κέρδη που κάνει το S & P500. Μερικά από τα έσοδα του S & P500 διατηρούνται και δεν καταβάλλονται ως μερίσματα, αλλά εξακολουθούν να υπολογίζονται ως τα κέρδη του περιουσιακού στοιχείου.

Καθαρή απόδοση Ακίνητης περιουσίας του Ηνωμένου Βασιλείου 2015	**Αποδόσεις κερδών S & P 2015**
3.05% (5.02% εκτός φόρων	6.20%

κ.λπ.)	

Τα στοιχεία των περιουσιακών στοιχείων αποτελούν πάλι ένα μη πλήρες σύνολο δεδομένων μέσω μιας αναφοράς της HSBC. Και πάλι, για ακίνητα πρέπει να εκτιμήσουμε ποια θα είναι η καθαρή απόδοση και αυτή τη φορά εκτιμώ ότι το 2% της αξίας της ιδιοκτησίας είναι τέλη συντήρησης κ.λπ. για να δώσει την πραγματική απόδοση.

Από την τρέχουσα θεώρηση των κερδών, η αγορά έχει προς το παρόν καλύτερη αξία, ακόμα και αν υπολογίσουμε μηδενικά τέλη.

7.4. Δείκτης τιμών χρηματιστηρίου Ηνωμένου Βασιλείου

Ο Δείκτης FTSE 100 είναι ένας σημαντικός δείκτης χρηματιστηριακής αγοράς ο οποίος παρακολουθεί την απόδοση των 100 πιο κεφαλαιοποιημένων εταιρειών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου. Οι εταιρείες του FTSE 100 αντιπροσωπεύουν περίπου το 80% της συνολικής χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Είναι ένας δείκτης ελεύθερου επιτοκίου. Ο δείκτης FTSE 100 έχει τιμή βάσης 1000 από τις 3 Ιανουαρίου 1984.



Ο δείκτης FTSE 100 σημείωσε άνοδο 88 μονάδων, ήτοι 1,2%, σε 7,538, περίπου στις 8:30 π.μ. ώρα Λονδίνου την Παρασκευή, μετά την πτώση της λίρας σε χαμηλό 2 μηνών έναντι του δολαρίου και σε χαμηλά επίπεδα επτά μηνών έναντι του ευρώ, Από τις γενικές εκλογές του Ηνωμένου Βασιλείου. Εν τω μεταξύ, ο δείκτης FTSE 250, ο οποίος περιλαμβάνει περισσότερες εταιρείες με επίκεντρο το Ηνωμένο Βασίλειο, μειώθηκε κατά 0,5% σε 19.645. Ιστορικά, ο Δείκτης Χρηματιστηριακών Αξιών του FTSE 100 στο Ηνωμένο Βασίλειο έφθασε σε υψηλό όλων των εποχών το 7547,63 το Μάιο του 2017 και ρεκόρ χαμηλό των 427,50 το Φεβρουάριο του 1978.

Ο δείκτης FTSE 100 στο Ηνωμένο Βασίλειο αναμένεται να διαπραγματευτεί 7250,00 μονάδες στο τέλος αυτού του τριμήνου, σύμφωνα με τα παγκόσμια μακροοικονομικά μοντέλα της TradingEconomics και τις προσδοκίες των αναλυτών. Αν κοιτάξουμε προς τα εμπρός, εκτιμούμε ότι θα διαπραγματευτεί στις 7030.00 σε 12 μήνες.

7.5. Συσχέτιση τιμών ακινήτων με τιμές χρηματιστηριακού δείκτη

Εδώ υπάρχει μια συσχέτιση μεταξύ του πληθωρισμού και των τιμών των κατοικιών - στην πραγματικότητα υπάρχουν συσχετισμοί μεταξύ πληθωρισμού και οποιουδήποτε αγαθού με περιορισμένη προσφορά. Για να το δείξουμε, έστω μια προσφορά χρήματος μόνο 10 λιρών Αγγλίας και πέντε ταυτόσημες κατοικίες σε ολόκληρη την οικονομία. Κάθε σπίτι θα χρεωνόταν σε 2 λίρες Αγγλίας (υποθέτοντας ότι δεν υπήρχαν άλλα αγαθά στην οικονομία). Τώρα, ας υποθέσουμε ότι η κεντρική τράπεζα αποφασίζει να εκτυπώσει περισσότερα χρήματα και η προσφορά χρήματος αυξάνεται στις 20 λίρες Αγγλίας. Τώρα κάθε σπίτι θα χρεώνεται στις 4 λίρες Αγγλίας. Σε αυτό το απλοϊκό παράδειγμα, η αύξηση της προσφοράς χρήματος προκαλεί την αύξηση του πληθωρισμού και των τιμών των κατοικιών.

Στην πραγματική οικονομία, υπάρχουν περισσότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των κατοικιών και ο συσχετισμός δεν είναι τόσο σημαντικός όσο στο παράδειγμα μας. Ένας από τους άλλους σημαντικούς παράγοντες που προκαλούν

αύξηση των τιμών των κατοικιών είναι τα επιτόκια. Όταν τα επιτόκια είναι χαμηλά, η αγορά σπιτιών μπορεί να είναι πιο προσιτή για τους αγοραστές κατοικιών και να αυξήσει τη ζήτηση για σπίτια. Εάν η προσφορά κατοικιών παραμένει σταθερή και η ζήτηση αυξάνεται, τότε οι τιμές των κατοικιών θα αυξηθούν. Στις μεγάλες πόλεις όπου η διαθεσιμότητα της γης είναι συχνά περιορισμένη, μπορείτε να δείτε μια πιο έντονη επίδραση του πληθωρισμού.

Τα τριμηνιαία στοιχεία για τις τιμές των μετοχών (P) με βάση το δείκτη DowJones (DJ), τον δείκτη S & P 500 (SP500), τον δείκτη NYSE (NYSE) και τον δείκτη FTSE 100 (FTSE)) Και των τιμών Equity REIT (RE) που μετρήθηκαν από το δείκτη εποπτείας των επιχειρήσεων ομοσπονδιακής στέγασης (REUS) και από τον δείκτη MorusStanleyEquity REIT (REUSREIT) για τις Η.Π.Α. και τον δείκτη Halifax (REUK) του Ηνωμένου Βασιλείου προέρχονται από τη βάση δεδομένων Bloomberg Που καλύπτει την περίοδο 1985: το 1ο έως το 2006: το δεύτερο τρίμηνο. Ο δείκτης MorganStanley υπολογίστηκε για πρώτη φορά και διατηρήθηκε από τις 20 Ιουνίου 2005. Πριν από αυτή την ημερομηνία ο δείκτης υπολογίστηκε και διατηρήθηκε από την AMEX. Δεν χρησιμοποιήθηκε το αντίστοιχο Equity REIT για το Ηνωμένο Βασίλειο, επειδή οι εταιρείες REIT εισήχθησαν στο Ηνωμένο Βασίλειο τον Ιανουάριο του 2007. Σε όλα τα έγγραφα, τα μικρά γράμματα αντιπροσωπεύουν μεταβλητές που εκφράζονται σε φυσικούς λογαρίθμους. Ο λόγος για τη χρήση των λογαρίθμων των τιμών αντί των επιπέδων τιμών είναι ότι η μελέτη πρέπει να λαμβάνει υπόψη το χαρακτηριστικό της σειράς περιουσιακών στοιχείων όπου η διασπορά τιμών τείνει να αυξάνεται με το απόλυτο επίπεδο. Τέλος, το λογισμικό RATS 6.35 βοηθάει στην εμπειρική ανάλυση.

Για εμπειρικές δοκιμές, πρέπει να γνωρίζουμε αν οι μεταβλητές της χρονοσειράς μας είναι σταθερές ή μη στάσιμες. Μία στατική μεταβλητή χαρακτηρίζεται από έναν χρονικά αμετάβλητο μέσο και μια χρονικά αμετάβλητη διακύμανση. Έτσι, προτού καθορίσουμε οποιεσδήποτε δοκιμές συνέντευξης ή αιτιότητας, δοκιμάζουμε για τη μονάδα βάσης στα επίπεδα των τιμών των μετοχών και των τιμών των ακινήτων, καθώς και στις πρώτες διαφορές. Η μονάδα μη λανθάνουσας ρίζας μονάδας εξετάζεται με τη δοκιμασία AugmentedDickey-Fuller (ADF), που προτάθηκε από

τους DickeyandFuller (1981). Η δοκιμή ADF περιλαμβάνει την εκτίμηση της ακόλουθης παλινδρόμησης:

$$\Delta X_t = \alpha + \beta t + \gamma X_{t-1} + \sum_{i=1}^{v} \delta_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t$$

Όπου Χ είναι η υπό εξέταση μεταβλητή. Τα αποτελέσματα, που αναφέρονται στον Πίνακα 1, δείχνουν ότι όλες οι μεταβλητές που μελετήθηκαν είναι μη στάσιμες στα επίπεδα τους. Όταν όμως χρησιμοποιούνται οι πρώτες διαφορές, η ρίζα της μονάδας απορρίπτεται. Τα αποτελέσματα της μονάδας ρίζας συνιστούν την παρουσία μιας σχέσης συνένωσης μεταξύ των δύο υπό μελέτη μεταβλητών.

Η μεθοδολογία της συνοχής, μια οικονομετρική προσέγγιση που υποδηλώνει τις συν-κινήσεις μεταξύ των μεταβαλλόμενων τάσεων που θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν για να συναχθούν συμπεράσματα για την παρουσία σχέσεων ισορροπίας μέσα σε ένα πλήρως δυναμικό πλαίσιο, έγκειται στο γεγονός ότι ένα σημαντικό μέρος της οικονομικής θεωρίας ασχολείται με μακροπρόθεσμα Σχέσεις ισορροπίας που δημιουργούνται από τις δυνάμεις της αγοράς και τους κανόνες συμπεριφοράς. Έτσι, ο στόχος πίσω από την συνένωση είναι ο εντοπισμός και η ανάλυση μακροχρόνιων σχέσεων μεταξύ οικονομικών χρονοσειρών και απαιτούνται κατάλληλες οικονομετρικές μεθοδολογίες για την αξιολόγηση τέτοιων μακροχρόνιων σχέσεων μέσα σε ένα δυναμικό πλαίσιο. Η υψηλή αξία της συνέντησης βασίζεται επίσης στην απαίτηση ότι οι συνεπαγόμενες μεταβλητές πρέπει να είναι σταθερές, μια ιδιότητα που χαρακτηρίζεται από σταθερά άνευ όρων μέσα και διακυμάνσεις με την πάροδο του χρόνου και αξιολογείται ιδιαίτερα στην οικονομία, όπου πολλές σειρές εμφανίζουν ισχυρές ντετερμινιστικές τάσεις. Με άλλα λόγια, όταν έχουμε δύο μεταβλητές που μοιράζονται μια κοινή τάση, τότε θα μπορούσε να υπάρχει ένας γραμμικός (ή μερικές φορές μη γραμμικός) συνδυασμός των δύο, ο οποίος δεν συμπεριλαμβάνει τις τάσεις. Σε μια τέτοια περίπτωση ο τύπος παλινδρόμησης της συσχέτισης μεταξύ αυτών των δύο μεταβλητών υποδεικνύει ότι αυτή η παλινδρόμηση είναι σημαντική, όχι ψευδής.

Παρόλο που η στάσιμη κατάσταση φαίνεται σωστή από στατιστικής απόψεως, ένα πρόβλημα που συνδέεται με αυτό είναι ότι αφαιρεί σχετικές πληροφορίες μακράς διαρκείας. Έτσι, η συνένωση παρέχει έναν τρόπο διατήρησης τόσο των βραχυπρόθεσμων όσο και των μακροπρόθεσμων πληροφοριών. Επιπλέον, η συνένωση συνδέεται στενά με την απαραίτητη προσαρμογή πίσω στην ισορροπία μόλις αυτή παραμορφωθεί προσωρινά. Αν αγνοήσουμε τις πιθανές αποκλίσεις από αυτή τη διαδρομή μακροχρόνιας ισορροπίας που συνεπάγεται η παρουσία διανυσμάτων συνένωσης, θα επηρεάσει τη μελλοντική πορεία των μεταβλητών που εμπλέκονται και αυτό θα συνεπάγεται ένα σοβαρό σφάλμα δυσμενούς προσδιορισμού. Επομένως, επιβάλλονται οι απαραίτητες προϋποθέσεις που θα διασφαλίσουν ότι η ισορροπία θα αποκατασταθεί τελικά.

Για να δοκιμάσουμε την συνένωση ακολουθούμε τη μεθοδολογία που συνιστά ο Johansen και ο Juselius (1990). Αυτή η διαδικασία βασίζεται στην εκτίμηση μέγιστης πιθανότητας σε ένα μοντέλο VectorAutoregressive (VAR) και υπολογίζει δύο στατιστικά στοιχεία - την στατιστική ίχνους και τη μέγιστη Eigenvalue. Αυτές οι δύο δοκιμές διερευνά την παρουσία ενός αριθμού διανυσμάτων συσσωμάτωσης ενάντια στην υπόθεση περισσότερων διανυσμάτων συσσωμάτωσης. Το πλεονέκτημα αυτής της προσέγγισης δεν είναι μόνο η πολύ υψηλή ισχύς της έναντι των εναλλακτικών δοκιμών, αλλά επίσης ότι θεωρεί ότι όλες οι μεταβλητές που περιλαμβάνονται στη δοκιμή συνέντευξης είναι ενδογενείς και επομένως αποφεύγει το ζήτημα της επιβολής ενός μοναδικού διανύσματος συνένωσης. Έχοντας εντοπίσει δύο από κοινού εξαρτώμενες στοχαστικές μεταβλητές που είναι ενσωματωμένες στην ίδια σειρά [δηλ. I (1)], καθορίζεται ένα μοντέλο VAR για να αποκτήσετε μια μακροχρόνια σχέση. Τα αποτελέσματα συνολοκλήρωσης αναφέρονται στον Πίνακα 2. Τόσο τα στατιστικά στοιχεία ιδιοτυπίας όσο και τα στατιστικά στοιχεία των ιχνών δείχνουν ότι σε όλες τις περιπτώσεις υπάρχει μια ενιαία μακροχρόνια σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών και των τιμών των ακινήτων. Τα ευρήματα της συνέντευξης δείχνουν ότι δεν υπάρχουν κέρδη που να επιτυγχάνονται μέσω χαρτοφυλακίου χαρτοφυλακίου που περιλαμβάνει τόσο ακίνητα όσο και περιουσιακά στοιχεία. Με άλλα λόγια, οι δύο εξεταζόμενες αγορές φαίνεται να είναι ολοκληρωμένες.

Στη συνέχεια, χρησιμοποιείται η μέθοδος των δυναμικών ελαχίστων τετραγώνων (DOLS), που προτείνεται από τον Stock και τον Watson (1993), για την παροχή εκτιμήσεων για τις εξισώσεις συνοχής. Η μεθοδολογία υπολογίζει τις μακροπρόθεσμες παραμέτρους χρησιμοποιώντας ένα γραμμικό μοντέλο με αγωγούς και καθυστερήσεις. Σύμφωνα με τους Maddala και Kim (1998), αυτός είναι ο καλύτερος τρόπος για να εκτιμηθεί μια μακροχρόνια υποχώρηση, δεδομένου ότι ο εκτιμητής Johansen έχει μεγάλες διακυμάνσεις. Περιλαμβάνονται τρία καλώδια και καθυστερήσεις, ενώ τα αποτελέσματα (διαθέσιμα κατόπιν αιτήματος) δεν είναι ευαίσθητα σε εναλλακτικούς οδηγούς και καθυστερήσεις. Τα αποτελέσματα αναφέρονται στον Πίνακα 3. Οι στατιστικές t καταλήγουν σε συμπεράσματα σχετικά με τη σημασία των επεξηγηματικών μεταβλητών στις σχετικές εξισώσεις και βασίζονται στη συνεκτική λύση ετεροσκεδαστικότητας και autocorrelationNewey-West, που προτείνεται από τον Newey και West (1987) και η οποία λαμβάνει Λαμβάνοντας υπόψη τόσο την ετεροσκεδαστική όσο και την αυτοσυσχέτιση άγνωστων μορφών. Συγκεκριμένα, αυτή η προσέγγιση υποθέτει ότι η συσχέτιση μεταξύ υπολειμμάτων προσεγγίζει το μηδέν καθώς η απόσταση μεταξύ των παρατηρήσεων μεταφέρεται στο άπειρο.

Οι αναφερόμενες τιμές ρ δείχνουν ότι η μηδενική υπόθεση μακροχρόνιου μηδενικού περιορισμού απορρίπτεται σε επίπεδο σημασίας 1%. Όλες οι εκτιμήσεις περιέχουν μια ανόμοια μεταβλητή (DUM87) η οποία θεωρεί το εφέ συντριβής του Οκτωβρίου του 1987 «Μαύρη Δευτέρα». Ο αντίκτυπός του στις τιμές των μετοχών είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός σε όλες τις περιπτώσεις. Οι φορείς ενοποίησης εμφανίζουν ότι οι τιμές των ακινήτων (τόσο σε μη τιτλοποιημένη όσο και σε τιτλοποιημένη βάση) εμφανίζουν σαφή και στατιστικά σημαντική επίδραση στις τιμές των μετοχών. Συγκεκριμένα, η ελαστικότητα των τιμών των μετοχών σε σχέση με τις τιμές των ακινήτων κυμαίνεται από 0,28 έως 0,30 για την περίπτωση χωρίς τιτλοποίηση και από 0,35 σε 0,38 στις ΗΠΑ, ενώ στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι 0,29. Παρόλα αυτά, ενώ υπάρχει μακροχρόνια σχέση μεταξύ των υπό μελέτη μεταβλητών, η σχέση απέχει πολύ από το να είναι τέλεια όταν οι εκτιμώμενοι μακροπρόθεσμοι συντελεστές υπολείπονται της θεωρητικής αξίας της ενότητας. Αυτό το αποτέλεσμα θα μπορούσε να οφείλεται στην πιθανή επίδραση άλλων

μεταβλητών, τέτοιων εσόδων, επιτοκίων ή άλλων θεμελιωδών στοιχείων ή ακόμη και θεσμικών μεταβολών και μεταρρυθμίσεων, που επηρέασαν τις τιμές ισορροπίας που δεν είχαν ληφθεί σε αυτό το έγγραφο, αλλά τείνουν να αναλαμβάνονται σε μια μελλοντική έκθεση.

Εάν δύο μεταβλητές βρεθούν να συγχωνευθούν, τότε πρέπει να υπάρξει αιτιώδης συνάφεια μεταξύ τους, είτε μονομερώς είτε αμφίδρομα. Επομένως, δεδομένου ότι οι μεταβλητές είναι συνενωμένες, προχωρούμε στην εκτίμηση της σύνδεσης της ΕΚ για την ανίχνευση βραχυχρόνιας δυναμικής μεταξύ των υπό εξέταση μεταβλητών. Σε μια τέτοια περίπτωση, η αιτιότητα μπορεί να αναγνωριστεί συμπεριλαμβάνοντας στην εξίσωση που αναφέρεται στις συνολοκληρωμένες μεταβλητές έναν όρο ΕC, που αντιπροσωπεύει τα υπολείμματα από την παλινδρόμηση συνένωση. Η γενική μορφή της χρησιμοποιούμενης εξίσωσης είναι:

$$\Delta Y_t = a_1 + \sum_{i=1}^{q} \beta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{q} \gamma_i \Delta X_{t-i} + \lambda\, EC_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta X_t = a_2 + \sum_{i=1}^{q} \delta_i\, \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{q} \kappa_i\, \Delta X_{t-i} + \mu\, EC_{t-1} + \eta_t$$

Όπου yt και xt είναι δύο συγχωνευμένες μεταβλητές, ενώ η ΕC είναι τα υπολείμματα από την συνένωση συνένωση. Αυτός ο όρος ΕΚ υποδεικνύει την προσαρμογή της εξαρτημένης μεταβλητής στις καθυστερημένες αποκλίσεις από τη διαδρομή μακροχρόνιας ισορροπίας καθώς και την κατεύθυνση της διαδικασίας προσαρμογής. Συγκεκριμένα, εάν οι συντελεστές λ και μ είναι αμφότεροι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί, σημαίνει ότι η εξαρτημένη μεταβλητή προσαρμόζεται προς το μακροπρόθεσμο επίπεδο. Η στατιστική σημασία του λ δείχνει ότι το Χ έχει την κατάλληλη πληροφορία που ορίζει την αιτιότητα από το Χ στο Υ και η στατιστική σημασία του μ έχει την κατάλληλη πληροφορία που ορίζει την αιτιότητα από το Υ ως το Χ. Έτσι, ένα μοντέλο διμερούς διόρθωσης σφάλματος (ΕC) Η οποία

χρησιμοποιείται για να εξαλείψει τον προσδιορισμό των επιπτώσεων αιτιότητας μεταξύ των δύο υπό εξέταση μεταβλητών. Κατά την εκτίμηση του μοντέλου, διαπιστώθηκε ότι μία καθυστέρηση για όλες τις μεταβλητές που περιλαμβάνονται στις εξισώσεις αρκεί για να καταστούν τα υπολείμματα λευκόχρωμοι.

ΔlogREUS→ΔlogDJ EC coefficient = -1.70 [0.08]

LM [0.87] RESET [0.70] HE [0.53]

ΔlogDJ→ΔlogREUS EC coefficient = -5.38 [0.00]

LM [0.22] RESET [0.13] HE [0.36]

ΔlogREUSREIT→ΔlogDJ EC coefficient = -3.64 [0.03]

LM [0.68] RESET [0.62] HE [0.49]

ΔlogDJ→ΔlogREUSREIT EC coefficient = -6.44 [0.00]

LM [0.28] RESET [0.17] HE [0.41]

ΔlogREUS→ΔlogSP500 EC coefficient = -3.41 [0.00]

LM [0.67] RESET [0.28] HE [0.82]

ΔlogSP500→ΔlogREUS EC coefficient = -5.45 [0.00]

LM [0.29] RESET [0.15] HE [0.35]

ΔlogREUSREIT→ΔlogSP500 EC coefficient = -4.57 [0.00]

LM [0.72] RESET [0.33] HE [0.78]

ΔlogSP500→ΔlogREUSREIT EC coefficient = -6.19 [0.00]

LM [0.34] RESET [0.20] HE [0.39]

ΔlogREUS→ΔlogNYSE EC coefficient = -2.47 [0.00]

LM [0.90] RESET [0.76] HE [0.68]

ΔlogNYSE→ΔlogREUS EC coefficient = -2.25 [0.00]

LM [0.88] RESET [0.61] HE [0.28]

ΔlogREUSREIT→ΔlogNYSE EC coefficient = -2.79 [0.00]

LM [0.85] RESET [0.74] HE [0.64]

ΔlogNYSE→ΔlogREUSREIT EC coefficient = -2.83 [0.00]

LM [0.84] RESET [0.67] HE [0.35]

ΔlogREUK→ΔlogFTSE EC coefficient = -2.68 [0.00]

LM [0.19] RESET [0.32] HE [0.81]

ΔlogFTSE→ΔlogREUK EC coefficient = -4.06 [0.00]

LM [0.55] RESET [0.78] HE [0.65]

Όπου Δ αντιπροσωπεύει τις πρώτες διαφορές και οι αριθμοί σε παρένθεση υποδηλώνουν τιμές p.

Οι όροι διόρθωσης σφάλματος (ΕΚ) είναι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί σε όλες τις περιπτώσεις, γεγονός που υποδηλώνει ότι τόσο οι τιμές αποθεμάτων όσο

και οι τιμές των ακινήτων δείχνουν την προβλεψιμότητα σε μακροχρόνιους ορίζοντες. Με άλλα λόγια, υπάρχουν αποτελέσματα ανάδρασης μεταξύ των δύο αγορών. Συγκεκριμένα, οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται για να διορθώνουν την ανισορροπία και υπό την έννοια αυτή επηρεάζουν τις τιμές των ακινήτων και αντιστρόφως. Η προβλεψιμότητα δείχνει μεγαλύτερη ισχύ στις ΗΠΑ και για την τιτλοποιημένη περίπτωση, υποδεικνύοντας ότι οι τιμές των μετοχών θεωρούνται πιο υποκατάστατα περιουσιακά στοιχεία με τιμές ακίνητης περιουσίας από ό, τι με τις άμεσες τιμές των ακινήτων. Επιπλέον, το γεγονός ότι οι όροι της ΕΚ είναι πάνω από ένα υποδηλώνει ότι αυτό θα μπορούσε να αποτελεί ένδειξη υπερβολικής αντίδρασης είτε της αγοράς σε κρίσεις στην άλλη αγορά, η οποία υπερβαίνει τη διόρθωση είτε της αγοράς είτε της μακροπρόθεσμης ισορροπίας με την άλλη αγορά. Η ταχύτητα των προσαρμογών φαίνεται να είναι λογική, δεδομένων των χαρακτηριστικών που αντιμετωπίζουν οι δύο αγορές (υψηλής απόδοσης, αναπτυγμένα και εξειδικευμένα ιδρύματα).

Η αιτιότητα που παρατηρείται από τη χρηματιστηριακή αγορά στην αγορά ακινήτων δείχνει ότι η έμμεση επίδραση του πλούτου από τα κέρδη από την κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς οδηγεί σε περισσότερες επενδύσεις στην αγορά ακινήτων. Η ύπαρξη τέτοιων αποτελεσμάτων αιτιότητας ενισχύει το επιχείρημα ότι οι δύο αυτές αγορές συνδέονται στενά. Συγκεκριμένα, το πρότυπο αιτιότητας, που υποδηλώνει ότι οι μεταβολές των ακινήτων φέρουν ενημερωτικό περιεχόμενο για τη χρηματιστηριακή αγορά, βασίζεται στο επιχείρημα ότι οι αλλαγές ιδιοκτησίας επηρεάζουν τον ρόλο που παίζει η εξασφάλιση μιας επιχείρησης στον προσδιορισμό των εταιρικών επενδύσεων (μέσω της χαλάρωσης των χρηματοδοτικών περιορισμών Και η αύξηση της μόχλευσης) και, συνεπώς, οι μεταβολές στην αξία των ιδίων κεφαλαίων. Τέλος, με βάση τα μηδενικά στατιστικά στοιχεία της τιμής p, τα διαγνωστικά εμφανίζουν την απουσία σειριακής συσχέτισης στα υπολείμματα (δοκιμή LM), υποδεικνύοντας την απουσία επιμονής, την αποδοχή της λειτουργικής μορφής του μοντέλου (δοκιμή RESET), δηλώνοντας την απουσία μη- γραμμικότητας και την παρουσία της ομοσεκλαστικότητας (δοκιμή HE), υποδεικνύοντας την απουσία των αποτελεσμάτων ομαδοποίησης που συμβάλλουν

στο μεγάλο θόρυβο στο πληροφοριακό περιεχόμενο που παρέχεται από το μοντέλο σε όλες τις εξισώσεις.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι δύο αγορές είναι μάλλον ολοκληρωμένες, με τη σχέση να αυξάνεται όταν εξετάζονται οι τιτλοποιημένες αγορές ακινήτων. Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι ενδέχεται να υπάρχουν ορισμένες εμπορικές στρατηγικές που εκμεταλλεύονται όλες τις διαθέσιμες γνώσεις σχετικά με την πρόβλεψη ισχύος από οποιαδήποτε αγορά που θα χρησιμοποιηθεί για την εκμετάλλευση μη φυσιολογικών κερδών. Επιπλέον, τα αποτελέσματα καταδεικνύουν την απουσία εξωγενών παραγόντων, όπως η χωρική ποικιλομορφία (Ong, 1995), που σχετίζονται αποκλειστικά με την αγορά ακινήτων. Οι ακριβείς αιτίες αυτών των νέων αποτελεσμάτων, ωστόσο, δεν είναι ξεκάθαρα σαφείς. Σύμφωνα με ορισμένες παρατηρήσεις που διατυπώθηκαν από έναν διαιτητή του έργου αυτού, η συσχέτιση στην αξία της αγοράς ακινήτων μπορεί να αποδοθεί στην επίδραση του πλούτου, αλλά αυτό δεν ισχύει για τα εμπορικά ακίνητα, ειδικά στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου οι επενδυτές βλέπουν τη στέγαση και Μετοχές ως αδύναμα υποκατάστατα. Τα αποτελέσματά μας, ωστόσο, δείχνουν μια ισχυρή συσχέτιση των δύο τύπων ακινήτων με το χρηματιστήριο. Ως εκ τούτου, η περαιτέρω έρευνα που συνδέει τις αγορές ακινήτων και τους διάφορους δείκτες του χρηματιστηριακού τομέα είναι κάτι περισσότερο από αναγκαιότητα.

Ωστόσο, τα εμπειρικά ευρήματα θα μπορούσαν να έχουν ουσιαστικές συνέπειες όχι μόνο για τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων και για την αποτελεσματικότητα των τιμών στην αγορά ακινήτων, αλλά και για τους φορείς χάραξης πολιτικής όσον αφορά την οικονομική ασφάλεια. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα μπορούν να παρέχουν στους επενδυτές πολύτιμες πληροφορίες σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο τα δύο περιουσιακά στοιχεία είναι υποκατάστατα περιουσιακά στοιχεία και οι υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής σχετικά με τους μηχανισμούς που οι δύο αυτές αγορές επηρεάζουν ο ένας τον άλλον ή τη σχέση τους με τα μακροοικονομικά χαρακτηριστικά της οικονομίας Η συσχέτιση δείχνει ότι και οι δύο μπορούν να εκτεθούν στις ίδιες οικονομικές κρίσεις. Τα ευρήματα αυτά δείχνουν επίσης την ελαχιστοποίηση του ρόλου της ρευστότητας, ανεξάρτητα από το γεγονός ότι οι αγορές ακινήτων χαρακτηρίζονται από χαμηλά επίπεδα ρευστότητας, γεγονός που

συνεπάγεται διαφορετική στάση απέναντι σε επενδύσεις από διαχειριστή χαρτοφυλακίου με υψηλά επίπεδα κεφαλαίων.

Τα αποτελέσματά μας δείχνουν επίσης πιθανές ερευνητικές ευκαιρίες που θα δώσουν μια σαφέστερη κατανόηση των μηχανισμών ιδιοκτησίας ακίνητης περιουσίας και του ρόλου της στην εξήγηση των ανταμοιβών κινδύνου-απόδοσης καθώς και των επιδόσεων της χρηματιστηριακής αγοράς. Μια τέτοια οδός είναι να παράσχει περισσότερη έρευνα όχι μόνο για τις κύριες αγορές κεφαλαίων και ακινήτων, αλλά και για διάφορες οικονομίες που έχουν διάφορα θεσμικά χαρακτηριστικά και δομές αγοράς. Τέλος, το παρόν έγγραφο γράφτηκε πριν από την κρίση της αγοράς κατοικιών και αποκλείει τυχόν εκτιμήσεις που σχετίζονται με την τρέχουσα περίοδο. Ως εκ τούτου, θα ήταν ενδιαφέρον να καταβληθούν κάποιες ερευνητικές προσπάθειες για την ενσωμάτωση των χαρακτηριστικών της τρέχουσας κρίσης στη διερευνηθείσα ανάλυση και για να διαπιστωθεί εάν τα αποτελέσματα μεταβάλλονται.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σήμερα είναι πια γνωστό ότι οι τιμές των μετοχών στις περισσότερες χρηματιστηριακές αγορές του κόσμου σημείωσαν τις κορυφές τους πριν από 2 περίπου χρόνια. Έχουν περάσει αρκετοί μήνες από τότε και πολλοί επενδυτές αρχίζουν να συνειδητοποιούν ότι οι αγορές μετοχών έχουν ήδη διαμορφώσει μία κορυφή (Top) πιο μακροχρόνιου χαρακτήρα. Μετά από την "αιματηρή" πτώση των τιμών ιδιαίτερα στην αγορά της NASDAQ (και λιγότερο σε εκείνη του NewYorkStock Exchange όπου διαπραγματεύονται οι περισσότερες μετοχές του δείκτη DowJones και οι σημαντικότερες του S&P 500), οι επενδυτές φαίνεται να ψάχνουν για εναλλακτικές επενδύσεις στην αγορά των ακινήτων. Πολλοί θα σημείωναν το γεγονός ότι οι μεγάλες διακυμάνσεις και η νευρικότητα στις αγορές μετοχών λείπουν από την "ανιαρή" και ήρεμη αγορά των ακινήτων. Οι παρατηρήσεις όμως και η εν λόγω αρθρογραφία στα μέσα ενημέρωσης στερείται ιστορικής μνήμης ή αγνοεί παντελώς την ιστορία. Βέβαια η άγνοια των ανθρώπων σχεδόν πάντα μας εγγυάται ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται και μάλιστα με τον ίδιο και απαράμιλλο τρόπο.

Η ιστορία είναι επίσης με το μέρος της άποψής μας. Στις Η.Π.Α. η παρούσα κατάσταση στην αγορά των ακινήτων έχει όλες τις ομοιότητες με τις μεγάλες κορυφές που ακολούθησαν τις αντίστοιχες κορυφές και τα επακόλουθα κραχ στην αγορά των μετοχών το 1836 και το 1929. Και οι δύο κορυφές των αγορών μετοχών οδήγησαν στα χειρότερα Depressions της αγοράς των ακινήτων στην ιστορία των Η.Π.Α.. Ένα απλό παράδειγμα για τα συμβάντα του 1836 δίνει καλύτερα το μέγεθος της πτώσης. Η αγορά ενός Acre στο Σικάγο (4 acres ισοδυναμούν με περίπου ένα εκτάριο Hectar) κόστιζε 11.000 δολάρια Η.Π.Α.. Τέσσερα χρόνια αργότερα η ίδια έκταση αγοραζόταν για μόλις 100 δολάρια.

Η κορυφή στην αγορά των μετοχών δημιουργήθηκε ακριβώς τη στιγμή που η ευφορία των επενδυτών μεταβλήθηκε σε άκρατη / μανιώδη κερδοσκοπία και "αγωνία" να πλουτίσουν αυτοστιγμής. Η μετατόπιση της κερδοσκοπικής ψυχολογίας από την αγορά των μετοχών στην αγορά των ακινήτων είναι πολύ

πιθανό να έχει τα ίδια αποτελέσματα. Όπως και στα τέλη της δεκαετίας του 1920, έτσι και σήμερα, η κορυφή στην αγορά των ακινήτων σχηματίζεται σταδιακά εδώ και 5 χρόνια. Για παράδειγμα, τα REITs (RealEstateInvestmentTrusts) "έπιασαν" κορυφή το 1997, ενώ οι τιμές σπιτιών σε αρκετές πόλεις των Η.Π.Α. συνέχισαν να ανεβαίνουν. Οι τιμές των ακινήτων επαγγελματικής στέγης σε πόλεις όπως η Νέα Υόρκη, το Σαν Φρανσίσκο και το Σικάγο έχουν ήδη καταγράψει σημαντικές κορυφές και η πτώση φαίνεται να έχει ήδη ξεκινήσει.

Δεν θα πρέπει όμως να διαφεύγει το γεγονός ότι οι αγορές των ακινήτων είναι στην πράξη, αλλά και στην ουσία “αργές” αγορές. Αργές στην περίπτωση αυτή σημαίνει ότι η ενσωμάτωση των νέων δεδομένων και πληροφοριών στις τιμές γίνεται με σημαντικά αργότερο ρυθμό από τον αντίστοιχο των τιμών των μετοχών. Οι αγορές μετοχών είναι ένα συνεχές “ανοικτό λαϊκό δικαστήριο” που “κρίνει” της αποφάσεις των εταιριών συνεχώς και με εκπληκτική αμεσότητα. Αντίθετα, στην αγορά ακινήτων οι αγοραστές και πωλητές έρχονται “δυσκολότερα” σε επαφή μεταξύ τους ή κατόπιν συνεννόησης με ενδιάμεσο μεσίτη (Broker). Οι αποφάσεις τους δε και η διαπραγμάτευση της τελική τιμής μπορεί να διαρκέσουν ώρες, ημέρες ή και εβδομάδες. Τέλος, η διαδικασία αγοράς πώλησης ολοκληρώνεται εφόσον ρυθμιστούν όλα τα ατομικά και οικονομικά θέματα που αφορούν την εν λόγω μεταβίβαση. Το γεγονός αυτό έχει άμεση επίδραση στη ρευστότητα της αγοράς ακινήτων αλλά και στην ταχύτητα αντίδρασης στην προσαρμογή των τιμών. Συνεπώς, είναι φυσιολογικό να παρατηρούμε βραδύτερους ρυθμούς στο σχηματισμό κορυφών στις τιμές ακινήτων εκτεινόμενες χρόνια ολόκληρα.

Η αξία ενός ακινήτου για τον κάτοχό του δεν παίρνει τη μορφή της καθημερινής αποτίμησης των μετοχών. Από την άλλη πλευρά, τεχνολογικές υποδομές προσφέρουν τη δυνατότητα σε εκατομμύρια επενδυτές να παρακολουθούν τις αγορές μετοχών ανά λεπτό, να αγοράζουν / πωλούν μέσω Internet από το ίδιο τους το σπίτι και να βλέπουν το αποτέλεσμα άμεσα ή στο τέλος της ημέρας. Η αμεσότητα της αποτίμησης αυτής είναι απούσα από την αγορά ακινήτων, καθώς πολλοί άλλοι παράγοντες τελικά θα προσδιορίσουν την τιμή. Εξάλλου μία μετοχή αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε μία μοναδική αγορά, ενώ οι τιμές των ακινήτων

είναι διαφορετικές από γειτονιά σε γειτονιά, από πόλη σε πόλη και από πολιτεία (επαρχία) σε πολιτεία (επαρχία), ή τέλος από χώρα σε χώρα.

Όπως στις αγορές μετοχών στα τέλη της δεκαετίας του 1990, έτσι και σήμερα στις αγορές ακινήτων παρατηρούμε μία υπερτίμηση διαστάσεων φούσκας. Τα σημάδια είναι παρόμοια και το αποτέλεσμα (σπάσιμο της φούσκας) θα είναι κατά πάσα πιθανότητα παρόμοιο. Ανεξαρτήτως χώρας το παρελθόν έχει δείξει ότι η μακροχρόνια πτώση στις αγορές μετοχών έχει σοβαρότατες συνέπειες στις αγορές ακινήτων σε μεταγενέστερεςίσως φάσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ασπρίδης, Γ., Χατζηζαφειρίου, Θ., (2011), «Πρώτα ο άνθρωπος, μετά η απληστία». Πως η παγκόσμια οικονομική κρίση διαμορφώνει το κράτος πρόνοιας Η περίπτωση της Ελλάδας

- Βαρουφάκης, Γ., etal, (2013), Ελληνική κρίση και ευρωπαϊκή νεωτερικότητα, Εκδόσεις: Κριτική

- Βαρουφάκης, Γ., Galbraith, J., Holland, S., (2014), Μια μετριοπαθής πρόταση για την επίλυση της κρίσης του ευρώ, Εκδόσεις: Ποταμός

- Γολέμης, Χ., 2010, Transform! Υπόμνημα Των Ευρωπαίων Οικονομολογων 2009/2010, Εκδόσεις Νήσος

- Δήμα, Ε., (2011), Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση – Κρίση Ανακύκλωσης Πλεονασμάτων

- Καμπόλης, Χ., Τραυλός, Ν., (2008), Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης

- Καραμεσίνη, Μ., (2006), Σημειώσεις Για Το Μάθημα «Οικονομικές Θεωρίες Της Κοινωνικής Πολιτικής»

- Καρούλια, Σ., Γάκη, Ε., Λαγός, Δ., (2013), Η επίδραση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης στον τουρισμό: μια συγκριτική μελέτη

- Κότιος, Α., Παυλίδης, Γ., (2012), Διεθνείς οικονομικές κρίσεις Κρίσεις του συστήματος ή της πολιτικής, Εκδόσεις: Rosili

- Λαπαβίτσας, Κ., 2011, “Debrocracy”, Εκδόσεις Λιβάνη

- Λαπαβίτσας, Κ., 2012, «Ρήξη; Διέξοδος από την κρίση της Ευρωζώνης», Εκδόσεις Λιβάνη

- Λαπαβίτσας, Κ., Καλτενμπρούνερ, Α., Λαμπρινίδης, Γ., Λίντο, Ντ., Μεντγουέι, Τζ., Μίτσελ, Τζ., Παϊνσέιρα, Χ., Πάουελ, Τζ., Πίρες, Ε., Στένφορς, Α., Τέλες, Ν., 2010, Η ευρωζώνη ανάμεσα στη λιτότητα και την αθέτηση πληρωμών, Εκδόσεις Λιβάνη

- Μηλιός, Γ., Λαπατσιώρας, Σ., Οικονομάκης, Γ., (2003), Εισαγωγή Στην Οικονομική Ανάλυση

- Μήλιου, Γ., Σωτηρόπουλος, 2010, "Καλωσορίσατε στην έρημο του «ευρωπαϊκού» καπιταλισμού", Θέσεις, 2010.

- Μητράκος, Θ., (2012), Οι επιπτώσεις της τρέχουσας κρίσης στους κοινωνικούς δείκτες

- Πάπα, Ι., (2009), Ο Έμπορος, ο Τραπεζίτης και ο 'Γύρος της Ντόχα', Δημοσιεύτηκε στην Ναυτεμπορική, 11/7/2009

- Παπαϊωάννου, Σ., (2005), Κρίση, κριτική και συγκεκριμένη ουτοπία: Το παράδειγμα της εκπαίδευσης

- Περιοδικό Ουτοπία, 2011, Αφιέρωμα Ευρώπη – Ευρώπη, Τεύχος 96, Σεπτέμβριος – Οκτώβριος 2011

- Στεφανάδης, Χ., (2011), Πολιτική οικονομία εν μέσω κρίσης

- Ταμουραντζής, Α., (2012), Οι Διεθνείς Οικονομικές κρίσεις από το 1973 έως σήμερα

- Τήνιος, Π., (2010), Ρίσκο, Αβεβαιότητα και η Οικονομική κρίση

- Χαρδούβελης, Γ., (2012), Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, επιπτώσεις, αντιδράσεις, προοπτική

- Askenazy, P., Coutrot, T., Orléan, A., Sterdyniak, H., 2011, Μανιφέστο των ανήσυχων οικονομολόγων, Εκδόσεις Πόλις
- VanOvertveldt, J., 2012, Το τέλος του ευρώ: Το αβέβαιο μέλλον της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Μεταίχμιο

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Apergis, N., &Lambrinidis, L. (2007). More evidence on the relationship between the stock and the real estate market.
- Cheng, Z., &Zheng, S. (2015). The Change of Relationship between Real Estate and Stock Markets in China.
- Gurdgiev, C., Lucey, B. M., & Reilly, D. (2010). Real Estate and the Stock Market: A Meta-Regression Analysis.
- Liow, K. H., & Schindler, F. (2011). An assessment of the relationship between public real estate markets and stock markets at the local, regional, and global levels.
- Marvin, A. O. (2012). The Relationship Between The Real Estate Returns And Equity Market Returns In Kenya.
- Okunev, J., Wilson, P., &Zurbruegg, R. (2000). The causal relationship between real estate and stock markets. TheJournalofRealEstateFinanceandEconomics, 21(3), 251-261.
- Okunev, J., Wilson, P., &Zurbruegg, R. (2002). Relationships between Australian real estate and stock market prices—a case of market inefficiency. Journalofforecasting, 21(3), 181-192.
- Quan, D. C., & Titman, S. (1997). Commercial real estate prices and stock market returns: an international analysis. FinancialAnalystsJournal, 21-34.

- Yang, Y., & Ye, E. (2010). Return Correlation of China's Real Estate and Stock Markets.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Παρακάτω παρουσιάζεται λίστα με τις τιμές ακινήτων στην Αγγλία ανά περιοχή και ανά τρίμηνο για την τελευταία δεκαετία:

Q1 1993	**NORTH**		**YORKS & HSIDE**		**NORTH WEST**		**EAST MIDS**	
=100								
	£	INDEX	£	INDEX	£	INDEX	£	INDEX
Q1 2006	123483	270,3	142424	290,1	147805	286,0	143840	317,2
Q2 2006	126609	277,1	146209	297,8	149896	290,1	146521	323,2
Q3 2006	125495	274,7	148585	302,6	151198	292,6	149783	330,3
Q4 2006	128510	281,3	150785	307,1	153741	297,5	150921	332,9
Q1 2007	129378	283,2	151530	308,6	154417	298,8	152560	336,5
Q2 2007	134523	294,4	155159	316,0	158614	307,0	156512	345,2
Q3 2007	134534	294,5	156429	318,6	159052	307,8	156924	346,1
Q4 2007	133202	291,6	154695	315,1	159062	307,8	155141	342,2
Q1 2008	132349	289,7	151764	309,1	154124	298,3	153066	337,6
Q2 2008	129700	283,9	146074	297,5	150162	290,6	147413	325,1
Q3 2008	123019	269,3	140634	286,5	144513	279,7	141572	312,2
Q4 2008	118525	259,4	133632	272,2	136090	263,4	133102	293,6
Q1 2009	112986	247,3	127412	259,5	130572	252,7	126673	279,4
Q2 2009	112348	245,9	131675	268,2	131704	254,9	130579	288,0
Q3 2009	116051	254,0	134584	274,1	137890	266,9	133973	295,5
Q4 2009	116154	254,2	137275	279,6	139811	270,6	136492	301,0
Q1 2010	115545	252,9	136208	277,4	136984	265,1	138974	306,5
Q2 2010	119057	260,6	141093	287,4	141716	274,3	142093	313,4
Q3 2010	117234	256,6	136906	278,9	140217	271,4	141804	312,7
Q4	116836	255,7	132302	269,5	137133	265,4	138769	306,1

2010								
Q1 2011	113863	249,2	134967	274,9	137618	266,3	138611	305,7
Q2 2011	117691	257,6	138228	281,5	140682	272,3	140537	310,0
Q3 2011	116610	255,2	137340	279,7	136824	264,8	140761	310,4
Q4 2011	115716	253,3	134467	273,9	135427	262,1	139669	308,0
Q1 2012	114828	251,3	132128	269,1	134550	260,4	139113	306,8
Q2 2012	114882	251,5	134362	273,7	134905	261,1	140278	309,4
Q3 2012	116624	255,3	134633	274,2	134076	259,5	138977	306,5
Q4 2012	114264	250,1	131046	266,9	133253	257,9	138486	305,4
Q1 2013	112989	247,3	131470	267,8	132159	255,8	139718	308,1
Q2 2013	115763	253,4	133283	271,5	135262	261,8	142349	314,0
Q3 2013	116909	255,9	137634	280,3	138375	267,8	145930	321,8
Q4 2013	116417	254,8	140684	286,6	139916	270,8	146964	324,1
Q1 2014	119702	262,0	139775	284,7	141276	273,4	149714	330,2
Q2 2014	125106	273,8	142661	290,6	144851	280,3	154145	340,0
Q3 2014	121990	267,0	145265	295,9	146760	284,0	157293	346,9
Q4 2014	121486	265,9	142816	290,9	145212	281,0	155747	343,5
Q1 2015	125299	274,3	141647	288,5	144145	279,0	158575	349,7
Q2 2015	125189	274,0	147387	300,2	146908	284,3	160482	353,9
Q3 2015	124345	272,2	145673	296,7	145816	282,2	160525	354,0
Q4 2015	124167	271,8	143390	292,1	146086	282,7	161398	356,0
Q1 2016	123864	271,1	144361	294,0	144914	280,4	162082	357,5
Q2 2016	123914	271,2	148587	302,7	149572	289,5	166956	368,2
Q3 2016	124074	271,6	150823	307,2	151985	294,1	169137	373,0
Q4 2016	124284	272,0	149124	303,7	151463	293,1	169341	373,5

Q1 1993	WEST MIDS		EAST ANGLIA		OUTER S EAST		OUTER MET	
=100								
	£	INDEX	£	INDEX	£	INDEX	£	INDEX
Q1 2006	153063	293,6	162386	320,9	187716	344,7	222549	321,2
Q2 2006	155467	298,2	168398	332,7	192808	354,1	228938	330,4
Q3 2006	157896	302,8	172002	339,9	195555	359,1	232894	336,1
Q4 2006	157836	302,7	173635	343,1	200236	367,7	238759	344,5
Q1 2007	160386	307,6	176753	349,3	204371	375,3	245010	353,6
Q2 2007	164679	315,8	181409	358,5	212811	390,8	253323	365,6
Q3 2007	165094	316,6	183815	363,2	215375	395,5	258620	373,2
Q4 2007	164855	316,2	183598	362,8	214634	394,1	259160	374,0
Q1 2008	160715	308,2	179868	355,4	211119	387,7	253880	366,4
Q2 2008	156219	299,6	172164	340,2	204292	375,2	248263	358,3
Q3 2008	150046	287,8	162872	321,8	191898	352,4	231998	334,8
Q4 2008	141783	271,9	153080	302,5	181477	333,3	218150	314,8
Q1 2009	136166	261,1	143987	284,5	172356	316,5	209667	302,6
Q2 2009	138254	265,2	153345	303,0	181552	333,4	217145	313,4
Q3 2009	142969	274,2	159223	314,6	188701	346,5	227208	327,9
Q4 2009	144748	277,6	159989	316,1	191397	351,5	232198	335,1
Q1 2010	145181	278,4	162041	320,2	194621	357,4	235277	339,5
Q2 2010	150266	288,2	166944	329,9	201847	370,7	245140	353,8
Q3 2010	149778	287,3	165706	327,4	201999	370,9	246538	355,8
Q4 2010	145652	279,3	165465	327,0	195236	358,5	238532	344,2
Q1 2011	144265	276,7	162277	320,7	192571	353,6	241573	348,6
Q2 2011	146146	280,3	164435	324,9	198991	365,4	244599	353,0
Q3 2011	147566	283,0	167014	330,0	198854	365,2	249630	360,2

Q4 2011	146109	280,2	167900	331,8	198363	364,3	247058	356,5
Q1 2012	144130	276,4	164285	324,6	196097	360,1	243969	352,1
Q2 2012	147089	282,1	166527	329,0	198112	363,8	249067	359,4
Q3 2012	146346	280,7	164528	325,1	200276	367,8	247386	357,0
Q4 2012	144972	278,0	164701	325,4	198009	363,6	246453	355,6
Q1 2013	144860	277,8	164191	324,4	197564	362,8	247830	357,6
Q2 2013	148220	284,3	172567	341,0	202132	371,2	253913	366,4
Q3 2013	151035	289,7	175323	346,4	207129	380,4	261090	376,8
Q4 2013	153965	295,3	176939	349,6	213007	391,2	267682	386,3
Q1 2014	154690	296,7	179718	355,1	217534	399,5	273998	395,4
Q2 2014	160383	307,6	188960	373,4	230409	423,1	295543	426,5
Q3 2014	164067	314,7	194680	384,7	234370	430,4	298558	430,8
Q4 2014	164406	315,3	194212	383,8	235538	432,5	301612	435,2
Q1 2015	161989	310,7	193772	382,9	235747	432,9	306931	442,9
Q2 2015	165873	318,1	198826	392,9	244119	448,3	315620	455,5
Q3 2015	167185	320,6	199334	393,9	247286	454,1	326785	471,6
Q4 2015	166988	320,3	198512	392,3	251296	461,5	334532	482,7
Q1 2016	168585	323,3	204948	405,0	255325	468,9	344371	496,9
Q2 2016	174389	334,5	209791	414,5	265638	487,8	354787	512,0
Q3 2016	174934	335,5	213831	422,5	267151	490,6	358153	516,8
Q4 2016	173777	333,3	218544	431,8	268656	493,4	357331	515,6

Q1 1993	LONDON		SOUTH WEST		WALES		SCOTLAND	
=100								
	£	INDEX	£	INDEX	£	INDEX	£	INDEX
Q1 2006	245755	367,1	180974	335,4	141401	292,0	122363	233,2
Q2 2006	252724	377,5	183904	340,9	144323	298,1	129513	246,8
Q3 2006	259646	387,8	186824	346,3	145672	300,8	135846	258,9
Q4 2006	269327	402,3	190776	353,6	148632	307,0	137317	261,7
Q1 2007	280995	419,7	196103	363,5	150017	309,8	140929	268,6
Q2 2007	292409	436,8	200940	372,4	154969	320,0	148593	283,2
Q3 2007	302486	451,8	204447	378,9	153655	317,3	152479	290,6
Q4 2007	303739	453,7	203049	376,3	154947	320,0	151178	288,1
Q1 2008	296772	443,3	196711	364,6	151499	312,9	149834	285,6
Q2 2008	285568	426,6	194714	360,9	143147	295,6	149541	285,0
Q3 2008	274124	409,5	181074	335,6	139583	288,3	141657	270,0
Q4 2008	257963	385,3	172789	320,3	136174	281,2	138941	264,8
Q1 2009	242678	362,5	167470	310,4	123990	256,1	130975	249,6
Q2 2009	256496	383,1	169077	313,4	134291	277,3	134391	256,1
Q3 2009	268847	401,6	178208	330,3	134690	278,2	140175	267,2
Q4 2009	276088	412,4	179425	332,5	135776	280,4	140352	267,5
Q1 2010	280791	419,4	182343	338,0	137148	283,2	138352	263,7
Q2 2010	290249	433,5	190219	352,6	140564	290,3	144101	274,6
Q3 2010	293582	438,5	189603	351,4	138603	286,2	139313	265,5
Q4 2010	282948	422,6	183151	339,5	133252	275,2	137393	261,9
Q1 2011	286658	428,2	181540	336,5	133569	275,8	135522	258,3
Q2 2011	298729	446,2	186210	345,1	139254	287,6	139447	265,8
Q3 2011	295024	440,7	188063	348,6	138849	286,7	137846	262,7

Q4 2011	298216	445,4	184316	341,6	135308	279,4	136347	259,9
Q1 2012	293375	438,2	182272	337,8	129682	267,8	135242	257,8
Q2 2012	302399	451,7	186172	345,1	131840	272,3	136182	259,5
Q3 2012	301168	449,9	186366	345,4	132385	273,4	132273	252,1
Q4 2012	300361	448,7	184625	342,2	131630	271,8	131795	251,2
Q1 2013	306919	458,4	184591	342,1	132971	274,6	128594	245,1
Q2 2013	318214	475,3	188923	350,2	133432	275,6	134611	256,6
Q3 2013	331338	494,9	191422	354,8	137169	283,3	135192	257,7
Q4 2013	345186	515,6	195196	361,8	139722	288,6	136729	260,6
Q1 2014	362699	541,8	198325	367,6	139911	288,9	138386	263,7
Q2 2014	400404	598,1	207420	384,4	145812	301,1	141872	270,4
Q3 2014	401072	599,1	209121	387,6	144096	297,6	142288	271,2
Q4 2014	406730	607,5	210847	390,8	141631	292,5	142527	271,6
Q1 2015	408780	610,6	209585	388,4	139171	287,4	140180	267,2
Q2 2015	429711	641,9	215363	399,2	144701	298,8	140512	267,8
Q3 2015	443399	662,3	219781	407,3	146854	303,3	140402	267,6
Q4 2015	456229	681,5	218905	405,7	142622	294,5	139801	266,4
Q1 2016	455984	681,1	221703	410,9	141525	292,3	139911	266,7
Q2 2016	472384	705,6	227447	421,6	145973	301,5	141245	269,2
Q3 2016	474736	709,1	229907	426,1	146172	301,9	143275	273,1
Q4 2016	473073	706,6	228611	423,7	146049	301,6	142895	272,3

Q1 1993	**N IRELAND**		**UK**	
=100				
	£	INDEX	£	INDEX
Q1 2006	129321	374,0	160319	319,8
Q2 2006	146367	423,3	165035	329,2
Q3 2006	159859	462,4	168460	336,1
Q4 2006	181031	523,6	172065	343,2
Q1 2007	203815	589,5	175554	350,2
Q2 2007	225447	652,1	181810	362,7
Q3 2007	227970	659,4	184131	367,3
Q4 2007	224816	650,2	183959	367,0
Q1 2008	196892	569,5	179363	357,8
Q2 2008	183476	530,7	174514	348,1
Q3 2008	159970	462,7	165188	329,5
Q4 2008	147833	427,6	156828	312,9
Q1 2009	138537	400,7	149709	298,7
Q2 2009	135862	393,0	154066	307,3
Q3 2009	147204	425,8	160159	319,5
Q4 2009	137949	399,0	162116	323,4
Q1 2010	134435	388,8	162887	324,9
Q2 2010	128846	372,7	168719	336,6
Q3 2010	130877	378,5	167354	333,9
Q4 2010	124780	360,9	162971	325,1
Q1 2011	119913	346,8	162379	323,9
Q2 2011	123547	357,3	166764	332,7
Q3 2011	118723	343,4	166597	332,3

Q4 2011	113614	328,6	164785	328,7
Q1 2012	109562	316,9	162722	324,6
Q2 2012	110422	319,4	164955	329,1
Q3 2012	107719	311,6	163910	327,0
Q4 2012	104282	301,6	162924	325,0
Q1 2013	108610	314,1	163056	325,3
Q2 2013	108116	312,7	167294	333,7
Q3 2013	108671	314,3	170918	341,0
Q4 2013	111612	322,8	174444	348,0
Q1 2014	114495	331,2	178124	355,3
Q2 2014	117150	338,8	186544	372,1
Q3 2014	119782	346,5	188810	376,7
Q4 2014	120685	349,1	189002	377,0
Q1 2015	121052	350,1	188566	376,2
Q2 2015	126525	366,0	194258	387,5
Q3 2015	127562	369,0	195733	390,5
Q4 2015	128481	371,6	197044	393,1
Q1 2016	123225	356,4	198564	396,1
Q2 2016	128562	371,8	204238	407,4
Q3 2016	130581	377,7	206346	411,6
Q4 2016	129385	374,2	205937	410,8

Annual Returns on Investments in			CompoundedValueof $ 100		
Year	*S&P 500*	*3-month T.Bill*	*10-year T. Bond*	Stocks	T.Bills
1928	43.81%	3.08%	0.84%	$143.81	$103.08
1929	-8.30%	3.16%	4.20%	$131.88	$106.34
1930	-25.12%	4.55%	4.54%	$98.75	$111.18
1931	-43.84%	2.31%	-2.56%	$55.46	$113.74
1932	-8.64%	1.07%	8.79%	$50.66	$114.96
1933	49.98%	0.96%	1.86%	$75.99	$116.06
1934	-1.19%	0.32%	7.96%	$75.09	$116.44
1935	46.74%	0.18%	4.47%	$110.18	$116.64
1936	31.94%	0.17%	5.02%	$145.38	$116.84
1937	-35.34%	0.30%	1.38%	$94.00	$117.19
1938	29.28%	0.08%	4.21%	$121.53	$117.29
1939	-1.10%	0.04%	4.41%	$120.20	$117.33
1940	-10.67%	0.03%	5.40%	$107.37	$117.36
1941	-12.77%	0.08%	-2.02%	$93.66	$117.46
1942	19.17%	0.34%	2.29%	$111.61	$117.85
1943	25.06%	0.38%	2.49%	$139.59	$118.30
1944	19.03%	0.38%	2.58%	$166.15	$118.75
1945	35.82%	0.38%	3.80%	$225.67	$119.20
1946	-8.43%	0.38%	3.13%	$206.65	$119.65
1947	5.20%	0.57%	0.92%	$217.39	$120.33
1948	5.70%	1.02%	1.95%	$229.79	$121.56
1949	18.30%	1.10%	4.66%	$271.85	$122.90
1950	30.81%	1.17%	0.43%	$355.60	$124.34
1951	23.68%	1.48%	-0.30%	$439.80	$126.18
1952	18.15%	1.67%	2.27%	$519.62	$128.29
1953	-1.21%	1.89%	4.14%	$513.35	$130.72
1954	52.56%	0.96%	3.29%	$783.18	$131.98
1955	32.60%	1.66%	-1.34%	$1,038.47	$134.17
1956	7.44%	2.56%	-2.26%	$1,115.73	$137.60
1957	-10.46%	3.23%	6.80%	$999.05	$142.04
1958	43.72%	1.78%	-2.10%	$1,435.84	$144.57
1959	12.06%	3.26%	-2.65%	$1,608.95	$149.27
1960	0.34%	3.05%	11.64%	$1,614.37	$153.82
1961	26.64%	2.27%	2.06%	$2,044.40	$157.30
1962	-8.81%	2.78%	5.69%	$1,864.26	$161.67
1963	22.61%	3.11%	1.68%	$2,285.80	$166.70
1964	16.42%	3.51%	3.73%	$2,661.02	$172.54

1965	12.40%	3.90%	0.72%	$2,990.97	$179.28
1966	-9.97%	4.84%	2.91%	$2,692.74	$187.95
1967	23.80%	4.33%	-1.58%	$3,333.69	$196.10
1968	10.81%	5.26%	3.27%	$3,694.23	$206.41
1969	-8.24%	6.56%	-5.01%	$3,389.77	$219.96
1970	3.56%	6.69%	16.75%	$3,510.49	$234.66
1971	14.22%	4.54%	9.79%	$4,009.72	$245.32
1972	18.76%	3.95%	2.82%	$4,761.76	$255.01
1973	-14.31%	6.73%	3.66%	$4,080.44	$272.16
1974	-25.90%	7.78%	1.99%	$3,023.54	$293.33
1975	37.00%	5.99%	3.61%	$4,142.10	$310.90
1976	23.83%	4.97%	15.98%	$5,129.20	$326.35
1977	-6.98%	5.13%	1.29%	$4,771.20	$343.09
1978	6.51%	6.93%	-0.78%	$5,081.77	$366.87
1979	18.52%	9.94%	0.67%	$6,022.89	$403.33
1980	31.74%	11.22%	-2.99%	$7,934.26	$448.58
1981	-4.70%	14.30%	8.20%	$7,561.16	$512.73
1982	20.42%	11.01%	32.81%	$9,105.08	$569.18
1983	22.34%	8.45%	3.20%	$11,138.90	$617.26
1984	6.15%	9.61%	13.73%	$11,823.51	$676.60
1985	31.24%	7.49%	25.71%	$15,516.60	$727.26
1986	18.49%	6.04%	24.28%	$18,386.33	$771.15
1987	5.81%	5.72%	-4.96%	$19,455.08	$815.27
1988	16.54%	6.45%	8.22%	$22,672.40	$867.86
1989	31.48%	8.11%	17.69%	$29,808.58	$938.24
1990	-3.06%	7.55%	6.24%	$28,895.11	$1,009.08
1991	30.23%	5.61%	15.00%	$37,631.51	$1,065.69
1992	7.49%	3.41%	9.36%	$40,451.51	$1,101.98
1993	9.97%	2.98%	14.21%	$44,483.33	$1,134.84
1994	1.33%	3.99%	-8.04%	$45,073.14	$1,180.07
1995	37.20%	5.52%	23.48%	$61,838.19	$1,245.15
1996	22.68%	5.02%	1.43%	$75,863.69	$1,307.68
1997	33.10%	5.05%	9.94%	$100,977.34	$1,373.76
1998	28.34%	4.73%	14.92%	$129,592.25	$1,438.70
1999	20.89%	4.51%	-8.25%	$156,658.05	$1,503.58
2000	-9.03%	5.76%	16.66%	$142,508.98	$1,590.23
2001	-11.85%	3.67%	5.57%	$125,622.01	$1,648.63
2002	-21.97%	1.66%	15.12%	$98,027.82	$1,675.96
2003	28.36%	1.03%	0.38%	$125,824.39	$1,693.22
2004	10.74%	1.23%	4.49%	$139,341.42	$1,714.00

2005	4.83%	3.01%	2.87%	$146,077.85	$1,765.59
2006	15.61%	4.68%	1.96%	$168,884.34	$1,848.18
2007	5.48%	4.64%	10.21%	$178,147.20	$1,933.98
2008	-36.55%	1.59%	20.10%	$113,030.22	$1,964.64
2009	25.94%	0.14%	-11.12%	$142,344.87	$1,967.29
2010	14.82%	0.13%	8.46%	$163,441.94	$1,969.84
2011	2.10%	0.03%	16.04%	$166,871.56	$1,970.44
2012	15.89%	0.05%	2.97%	$193,388.43	$1,971.42
2013	32.15%	0.07%	-9.10%	$255,553.31	$1,972.72
2014	13.52%	0.05%	10.75%	$290,115.42	$1,973.77
2015	1.38%	0.21%	1.28%	$294,115.79	$1,977.91
2016	11.74%	0.51%	0.69%	$328,645.87	$1,988.00

ArithmeticAverage

1928-2016	11.42%	3.46%	5.18%
1967-2016	11.45%	4.88%	7.08%
2007-2016	8.65%	0.74%	5.03%

GeometricAverage

1928-2016	9.53%	3.42%	4.91%
1967-2016	10.09%	4.83%	6.66%
2007-2016	6.88%	0.73%	4.58%