

Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα αντανakλούν τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς

Δημήτρης Μαλλιάρopoulos

- Εφαρμόζουμε ένα υπόδειγμα παρούσας αξίας για να εκτιμήσουμε ένα επίπεδο δίκαιης αποτίμησης της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα.
- Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, οι αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων κατά την τελευταία 10-ετία κρίνονται απόλυτα φυσιολογικές για μια αγορά στην οποία τα μακροχρόνια αποπληθωρισμένα επιτόκια έχουν μειωθεί κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες.
- Παρότι τα ενοίκια έμειναν σταθερά σε πραγματικούς όρους κατά την τελευταία 10-ετία, η μείωση των επιτοκίων οδήγησε σε μια σημαντική αύξηση της παρούσας αξίας των ενοικίων και, ως αποτέλεσμα, των τιμών των ακινήτων.
- Κατά συνέπεια, η αγορά κινήθηκε από θεμελιώδη μεγέθη και όχι από μια κερδοσκοπική φούσκα.
- Η μελλοντική πορεία των τιμών των ακινήτων θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από την πορεία των επιτοκίων αλλά και των ενοικίων.
- Οι επιπτώσεις μιας αύξησης των μακροχρόνιων επιτοκίων στις τιμές των ακινήτων θα είναι μάλλον περιορισμένες στο βαθμό που τα ενοίκια θα συνεχίσουν να αυξάνουν με ρυθμούς υψηλότερους του πληθωρισμού.

Προηγούμενα τεύχη...

15 Ιουνίου 2006: Οι επιπτώσεις της πρόσφατης διόρθωσης του χρηματιστηρίου στην οικονομική δραστηριότητα	Μανώλης Δαβραδάκης
28 Απριλίου 2006: Η αβεβαιότητα για το πετρέλαιο, πλήγμα στις προσδοκίες για την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό	Κώστας Βορλόου
8 Μαρτίου 2006: Νέες Εισαγωγές Επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών	Έλενα Σιμιντζή
21 Φεβρουαρίου 2006: Το περιθώριο επιτοκίων χορηγήσεων-καταθέσεων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη	Ηλίας Λεκκός Δημήτρης Μαλιαρόπουλος
6 Φεβρουαρίου 2006: Είναι υπερτιμημένη η αγορά ακινήτων; Διεθνείς τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες.	Μανώλης Δαβραδάκης Γκίκας Χαρδούβελης

Διαθέσιμα ηλεκτρονικά από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:

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

Επίσης:

Κυκλοφορεί από **Εκδόσεις Κέρκυρα**:

Γκίκας Χαρδούβελης, «Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006), με τα πρακτικά του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).

Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές
ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων

Ερευνητική Ομάδα:

Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,
Chief Economist & Director of Research

Δημήτρης Μαλιαρόπουλος: Research Advisor
Ηλίας Λεκκός: Senior Economist
Μανώλης Δαβραδάκης: Research Economist

Κώστας Βορλόου: Research Economist
Θεοδόσης Σαμπανιώτης: Senior Economic Analyst
Έλενα Σιμιντζή: Economic Analyst
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst

Eurobank EFG, Όθωνος 6, 10557 Αθήνα, τηλ (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687, <http://www.eurobank.gr/research>

Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

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

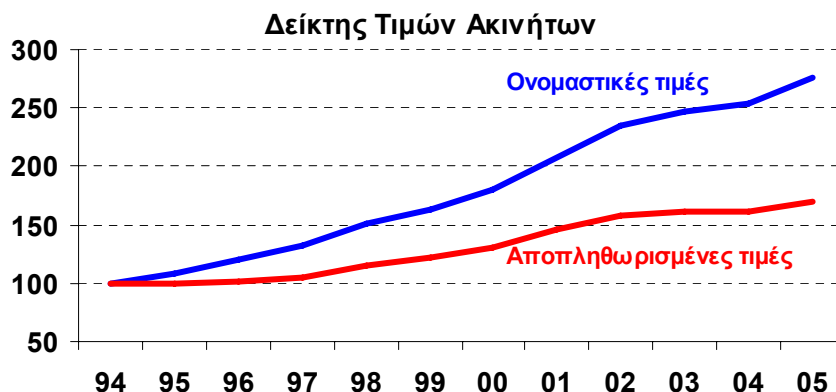
Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα αντανακλούν τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς

Δημήτρης Μαλλιάρopoulos

1. Εισαγωγή

Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα, όπως και σε πολλές άλλες χώρες του ΟΟΣΑ, σημείωσαν μια εντυπωσιακή άνοδο κατά την τελευταία 10-ετία. Σύμφωνα με τον Δείκτη Τιμών Ακινήτων της Τράπεζας της Ελλάδος, κατά το διάστημα 1994-2005, οι τιμές των αστικών ακινήτων στην Ελλάδα αυξήθηκαν κατά 175% (Διάγραμμα 1). Η κεφαλαιακή απόδοση των ακινήτων στο διάστημα αυτό ήταν σημαντικά υψηλότερη του πληθωρισμού. Ως αποτέλεσμα, ο αποπληθωρισμένος δείκτης τιμών των ακινήτων σημείωσε στο ίδιο διάστημα άνοδο 69%, η οποία αντιστοιχεί σε μια ετήσια πραγματική απόδοση της αγοράς ακινήτων της τάξης του 6,3%.

Διάγραμμα 1



Οι αποδόσεις αυτές, παρότι φαινομενικά υψηλές, είναι χαμηλότερες σε σύγκριση με τις αποδόσεις άλλων περιουσιακών στοιχείων με παρόμοιο ή και χαμηλότερο βαθμό έκθεσης σε κίνδυνο, όπως τα μακροπρόθεσμα ομόλογα του Δημοσίου. Συγκεκριμένα, η απόδοση στην λήξη του 10-ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου το 1994 ήταν 20,7%. Με μέσο πληθωρισμό 4,6% στο διάστημα 1994-2004, η πραγματική απόδοση των ομολόγων για

έναν συντηρητικό επενδυτή με ορίζοντα 10-ετίας ο οποίος αγόρασε ομόλογα το 1994 ήταν κατά μέσο όρο 16,1% ετησίως, δηλαδή 10 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από την απόδοση ενός ακινήτου. Οι αποδόσεις των μετοχών, παρά την σημαντική διόρθωση του χρηματιστηρίου το 1999, ήταν ακόμη υψηλότερες.¹ Οι σχετικές αποδόσεις των ακινήτων σε σύγκριση με τις αποδόσεις των ομολόγων ήταν ακόμη χαμηλότερες αν πάρουμε υπόψη μας το κόστος συντήρησης ενός ακινήτου καθώς και το κόστος συναλλαγής στην αγορά ακινήτων. Τα κόστη αυτά είναι σημαντικά και διαφοροποιούν την αγορά ακινήτων από τις χρηματοοικονομικές αγορές.

Οι παραπάνω συγκρίσεις δείχνουν ότι οι αποδόσεις των ακινήτων στην Ελλάδα κατά την τελευταία 10-ετία ήταν σημαντικά χαμηλότερες από τις αποδόσεις -- συγκρίσιμων σε όρους κινδύνου -- περιουσιακών στοιχείων όπως τα ομόλογα του Δημοσίου. Βέβαια, οι υψηλές αποδόσεις στην αγορά ομολόγων πιθανόν να ήταν τυχαίες καθώς το 1994 κανείς δεν μπορούσε να προβλέψει ότι η Ελλάδα θα συμμετείχε στην ΟΝΕ και ο πληθωρισμός θα έπεφτε από το 11% το 1994 στο 3% το 2004. Όμως, όπως θα δείξουμε στη συνέχεια, οι ίδιοι παράγοντες που οδήγησαν τις αποδόσεις των ομολόγων σε ιστορικά υψηλά, οδήγησαν και τις τιμές των ακινήτων στα σημερινά υψηλά επίπεδα.

Πίσω από την δυναμική πορεία των τιμών των ακινήτων κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 90 κρύβεται η εντυπωσιακή μείωση των επιτοκίων και του πληθωρισμού στην διαδικασία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας προς την ΟΝΕ. Το αποτέλεσμα αυτής της σύγκλισης των πραγματικών επιτοκίων στην Ελλάδα προς τα σημαντικά χαμηλότερα ευρωπαϊκά επίπεδα ήταν μια έκρηξη στις τιμές όλων των περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων και των ακινήτων, καθώς η μείωση των επιτοκίων εκτόξευσε την παρούσα αξία των μελλοντικών πληρωμών τους.

Στην ανάλυση που ακολουθεί θα εξετάσουμε την πορεία των τιμών των ακινήτων στην Ελλάδα σε σχέση με τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς με την βοήθεια ενός υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Το υπόδειγμα αυτό είναι μια εφαρμογή του υποδείγματος παρούσας αξίας το οποίο χρησιμοποιείται ευρέως στην αγορά για την αποτίμηση μετοχών και ομολόγων. Το υπόδειγμα μας επιτρέπει να εκτιμήσουμε ένα επίπεδο δίκαιης αποτίμησης της αγοράς ακινήτων και, κατά συνέπεια, να απαντήσουμε στο ερώτημα αν η αύξηση των τιμών των ακινήτων την τελευταία 10-ετία αντανάκλα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς ή είναι αποτέλεσμα μιας κερδοσκοπικής φούσκας. Τέλος, με την βοήθεια του υποδείγματος θα προσπαθήσουμε να απαντήσουμε στο ερώτημα που

¹ Στο ίδιο διάστημα, 1994-2004, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών ανέβηκε κατά 290%, δίνοντας στους επενδυτές μετοχών μια μέση ετήσια απόδοση 25,6% και, σε πραγματικούς όρους, μια μέση ετήσια απόδοση 21%, 15 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από την πραγματική απόδοση ενός ακινήτου.

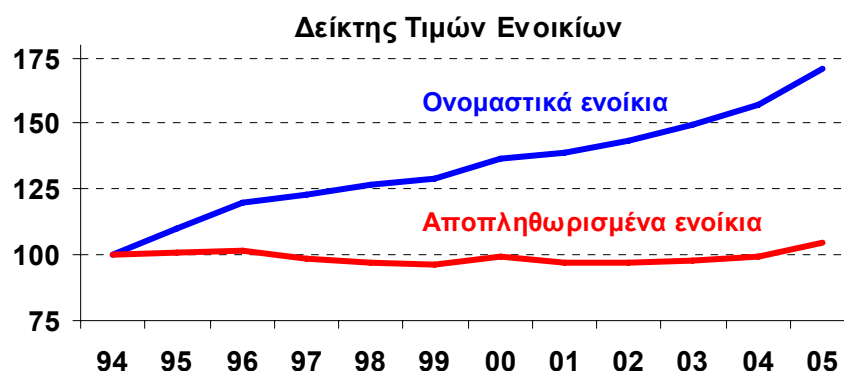
απασχολεί έντονα τα νοικοκυριά και τους αναλυτές σχετικά με το ποια θα είναι η πιθανή επίδραση μιας αύξησης των επιτοκίων στις τιμές των ακινήτων.

2. Τιμές ακινήτων, ενοίκια και επιτόκια

Η κεντρική ιδέα του υποδείγματος αποτίμησης που παρουσιάζουμε παρακάτω είναι ότι ένα ακίνητο είναι σαν ένα ομόλογο το οποίο υπόσχεται ένα εισόδημα στο μέλλον. Το εισόδημα το οποίο υπόσχεται ένα ακίνητο είναι τα ενοίκια. Στην περίπτωση που ο ιδιοκτήτης χρησιμοποιεί το ακίνητο προς ιδιοκατοίκηση, το ενοίκιο αντιπροσωπεύει το ευκαιριακό κόστος της ιδιοκατοίκησης. Όπως λοιπόν η τιμή ενός ομολόγου αντανακλά την προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών πληρωμών του, έτσι και η τιμή ενός ακινήτου πρέπει να αντανακλά την προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών ενοικίων. Καθώς τα μελλοντικά επιτόκια χρησιμεύουν ως συντελεστές προεξόφλησης των μελλοντικών πληρωμών, τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς ακινήτων είναι δυο: τα ενοίκια και τα επιτόκια. Οι τιμές των ακινήτων αυξάνονται όταν η αγορά προεξοφλεί μια αύξηση των ενοικίων ή μια μείωση των επιτοκίων (ή και τα δυο).

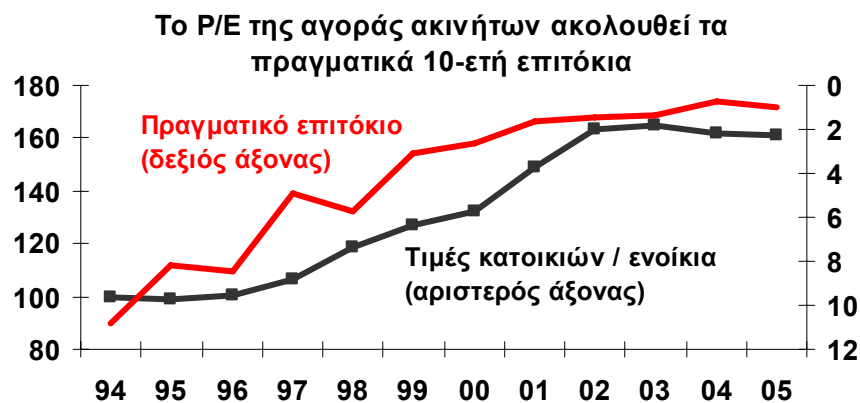
Η πορεία των ενοικίων δεν δικαιολογεί την αύξηση των τιμών των ακινήτων την τελευταία 10-ετία. Σύμφωνα με τον Δείκτη τιμών ενοικίων της ΕΣΥΕ (ο οποίος είναι ένα κομμάτι του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή), τα ενοίκια αυξήθηκαν κατά την περίοδο 1994-2005 κατά 75%. Η αύξηση αυτή ήταν αντίστοιχη της αύξησης των τιμών αγαθών και υπηρεσιών σύμφωνα με τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή. Σε πραγματικούς όρους λοιπόν, τα ενοίκια έμειναν σταθερά τα τελευταία 10 χρόνια (Διάγραμμα 2). Ως αποτέλεσμα, ο λόγος τιμής προς ενοίκια (το λεγόμενο P/E της αγοράς) αυξήθηκε έως το 2002 κατά 61% και παρέμεινε σταθερός στη συνέχεια.

Διάγραμμα 2



Η αύξηση του P/E της αγοράς αντανακλά την πτωτική πορεία των πραγματικών επιτοκίων στην διαδικασία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας προς την ΟΝΕ. Το Διάγραμμα 3 απεικονίζει την διαχρονική πορεία του P/E της αγοράς ακινήτων και του πραγματικού μακροπρόθεσμου επιτοκίου.² Το πραγματικό επιτόκιο είναι το ονομαστικό επιτόκιο των 10-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου μείον τον πληθωρισμό και απεικονίζεται στον δεξιό (ανεστραμμένο) άξονα του διαγράμματος.

Διάγραμμα 3



Τα πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια μειώθηκαν από 11% το 1994 στο 1% το 2005. Το P/E της αγοράς ακινήτων ακολούθησε την πορεία των πραγματικών επιτοκίων. Συγκεκριμένα, για κάθε ποσοστιαία μονάδα μείωσης του πραγματικού επιτοκίου, το P/E αυξήθηκε κατά 6%. Η συνολική μείωση του πραγματικού επιτοκίου κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες φαίνεται να δικαιολογεί πλήρως την συνολική αύξηση του P/E της αγοράς ακινήτων κατά 61%.

3. «Δίκαιη» αποτίμηση της αγοράς ακινήτων

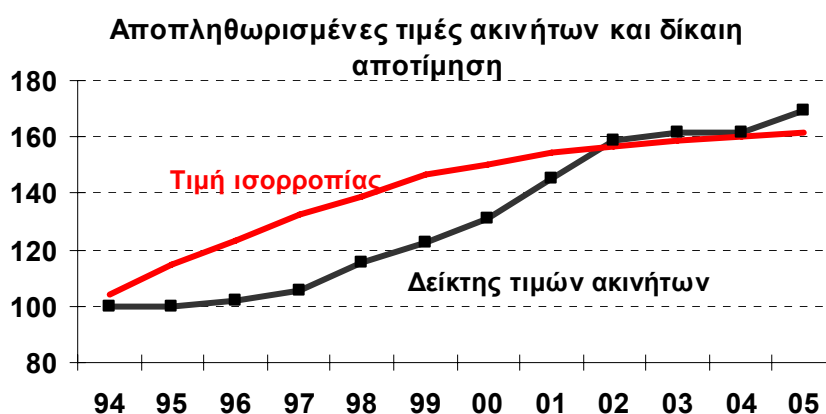
Σύμφωνα με την ανάλυσή μας, η πορεία των τιμών των ακινήτων στην Ελλάδα κατά την τελευταία 10-ετία ήταν μια πορεία σύγκλισης προς υψηλότερα επίπεδα δίκαιης αποτίμησης της αγοράς καθώς η μείωση των επιτοκίων οδήγησε σε μια σημαντική αύξηση της παρούσας αξίας των μελλοντικών ενοικίων. Η αύξηση των τιμών αντανακλά το γεγονός ότι η αγορά ήταν υποτιμημένη για μεγάλο διάστημα και δεν είναι αποτέλεσμα

² Πρέπει να τονίσουμε ότι το P/E της αγοράς ακινήτων προκύπτει ως λόγος δυο δεικτών με βάση το 100 (Στο Διάγραμμα 3 θέτουμε το P/E = 100 το 1994). Κατά συνέπεια, το επίπεδο του P/E δεν μπορεί να ερμηνευθεί ως ένας δείκτης αξιολόγησης, όπως για παράδειγμα στις μετοχές. Όμως, μπορούμε να συγκρίνουμε την ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη P/E στο χρόνο με την αλλαγή των επιτοκίων, όπως κάνουμε στο Διάγραμμα 3.

μιας κερδοσκοπικής φούσκας. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει από την εκτίμηση μιας τιμής ισορροπίας (ή «δίκαιης» τιμής) σύμφωνα με το υπόδειγμα παρούσας αξίας με κυμαινόμενους συντελεστές προεξόφλησης. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η τιμή ισορροπίας στην αγορά ακινήτων σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό προκύπτει ως η προεξοφλημένη αξία όλων των μελλοντικών ενοικίων. Με σταθερό διαχρονικά ασφάλιστρο κινδύνου, οι συντελεστές προεξόφλησης αντανακλούν την διαχρονική πορεία των μακροπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων.

Το Διάγραμμα 4 απεικονίζει την διαχρονική πορεία του αποπληθωρισμένου Δείκτη Τιμών των ακινήτων και της τιμής ισορροπίας σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης της αγοράς.³ Οι τιμές των ακινήτων φαίνεται ότι είναι πολύ κοντά στα επίπεδα ισορροπίας μετά το 2002. Η υπερτίμηση στα ακίνητα το 2005 δεν ξεπερνά το 5% και φαίνεται να οφείλεται στην αυξημένη ζήτηση για ακίνητα λόγω της επιβολής ΦΠΑ σε νέες οικοδομές και της προσαρμογής των αντικειμενικών αξιών από την 1.1.2006.

Διάγραμμα 4



4. Προοπτικές και κίνδυνοι

Ποιες θα είναι οι πιθανές συνέπειες μιας αύξησης των επιτοκίων στην αγορά ακινήτων; Το ερώτημα αυτό απασχολεί πολλούς αναλυτές καθώς η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) άρχισε να ανεβάζει τα επιτόκια από τον Δεκέμβριο του 2005 και, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της αγοράς και τις δηλώσεις αξιωματούχων της ΕΚΤ, τα επιτόκια θα συνεχίσουν να ανεβαίνουν στο προσεχές διάστημα ως αποτέλεσμα των πληθωριστικών

³ Η τιμή ισορροπίας $P(t)$ εκτιμάται για κάθε χρονική περίοδο t από την διαφορική εξίσωση $P(t) = E(t) + (1/(1+r(t)))P(t+1)$, όπου $E(t)$ είναι το αποπληθωρισμένο ενοίκιο και $r(t)$ το μακροπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο. Η τελική συνθήκη (για $t \geq 2005$) είναι $(1+g)/(r-g)$, όπου g είναι ο αναμενόμενος ρυθμός μεταβολής των αποπληθωρισμένων ενοικίων και r το αναμενόμενο πραγματικό επιτόκιο. Η τιμή ισορροπίας εκτιμήθηκε με $g=0,0032$ (μέσος συνολικής περιόδου 1994-2005: 0,32%) και $r=0,0124$ (μέσος περίοδου 2001-2005: 1,24%).

πιέσεων. Καθώς, σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση, οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν κυρίως λόγω της μείωσης των πραγματικών επιτοκίων, η λογική απάντηση είναι ότι προφανώς οι τιμές θα πέσουν αν τα επιτόκια αυξηθούν.

Όμως, σύμφωνα με την άποψή μας, ο κίνδυνος μιας απότομης και σημαντικής διόρθωσης της αγοράς ακινήτων είναι περιορισμένος για μια σειρά από λόγους. Πρώτον, διότι, όπως δείξαμε παραπάνω, οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα δεν αντανακλούν μια κερδοσκοπική φούσκα.

Δεύτερον, όσον αφορά τον επιτοκιακό κίνδυνο, θα πρέπει να τονιστεί ότι το οικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο καθορίζονται τα επιτόκια στην Ελλάδα είναι σήμερα τελείως διαφορετικό σε σύγκριση με την 10-ετία του 90. Η συμμετοχή της Ελλάδας στην ΟΝΕ εγγυάται χαμηλά πραγματικά επιτόκια και κατά συνέπεια ο κίνδυνος μιας απότομης διόρθωσης στην αγορά ακινήτων είναι περιορισμένος.

Τρίτον, οι τιμές των ακινήτων επηρεάζονται από τα πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια και όχι από τα ονομαστικά βραχυχρόνια επιτόκια. Ιστορικά, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια δεν αντιδρούν σημαντικά σε μια άνοδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων με αποτέλεσμα η περιοριστική νομισματική πολιτική να οδηγεί σε μια μείωση της κλίσης της καμπύλης των επιτοκίων (το φαινόμενο αυτό παρατηρείται έντονα στις ΗΠΑ κατά την τελευταία 2-ετία). Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στην Ελλάδα καθορίζονται από τρεις παράγοντες: τον μακροπρόθεσμο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας της ευρωζώνης (ο οποίος εκτιμάται στο 2,25%), τον μακροπρόθεσμο πληθωρισμό στην ευρωζώνη (2%) και το ασφάλιστρο κινδύνου των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου (το οποίο εκτιμάται στο 1,05%).⁴ Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια βρίσκονται σήμερα περίπου 100 μονάδες βάσης κάτω από την μακροχρόνια τιμή ισορροπίας τους. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του υποδείγματος μας, μια αύξηση των μακροχρόνιων επιτοκίων κατά 100 μονάδες βάσης με σταθερό πληθωρισμό θα οδηγήσει σε μια πτώση των τιμών των ακινήτων κατά 10%.⁵

Τέταρτον, η πρόθεση πώλησης ακινήτων εκ μέρους των νοικοκυριών ως επενδυτική κίνηση είναι ιδιαίτερα χαμηλή, καθώς η κατοικία είναι για τα περισσότερα νοικοκυριά το

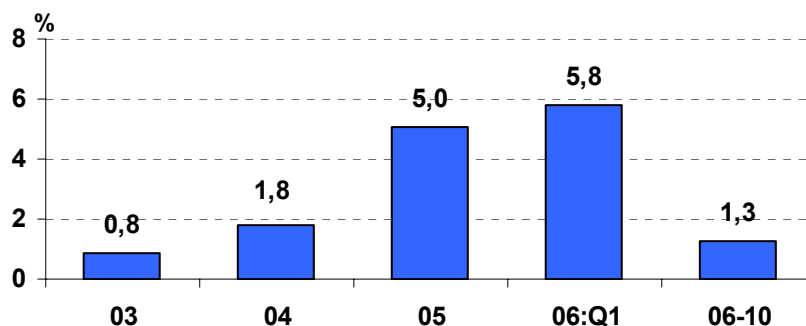
⁴ Το τελευταίο περιλαμβάνει ένα ασφάλιστρο κινδύνου για την αβεβαιότητα όσον αφορά στην μελλοντική πορεία της νομισματικής πολιτικής (0,7%) και ένα ασφάλιστρο κινδύνου των ελληνικών ομολόγων έναντι των bunds (0,35%).

⁵ Καθώς η σχέση μεταξύ τιμών και επιτοκίων είναι μη γραμμική, μεγαλύτερες αυξήσεις επιτοκίων οδηγούν σε μικρότερη πτώση των τιμών. Για παράδειγμα, μια αύξηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων κατά 200 (300) μονάδες βάσης οδηγεί σε μια πτώση των τιμών κατά 18% (25%).

κύριο περιουσιακό τους στοιχείο.⁶ Κατά συνέπεια, σε περίπτωση μιας υποχώρησης των τιμών των ακινήτων, τα νοικοκυριά δεν θα σπεύσουν να πουλήσουν κατοικίες, με αποτέλεσμα η χαμηλή ελαστικότητα της προσφοράς παλαιών κατοικιών να λειτουργήσει σταθεροποιητικά στις τιμές των ακινήτων. Η χαμηλή ελαστικότητα της προσφοράς ως προς την τιμή διαφοροποιεί σημαντικά την αγορά ακινήτων από κερδοσκοπικές αγορές όπως τα χρηματιστήρια, όπου μια πτώση στις τιμές οδηγεί σε αυξημένη προσφορά μετοχών καθώς οι επενδυτές κλείνουν τις θέσεις τους, με αποτέλεσμα οι τιμές να υποχωρούν ακόμη περισσότερο.

Διάγραμμα 5

Ετήσια % μεταβολή ενοικίων - πληθωρισμός



Τέλος, η πορεία των τιμών των ακινήτων θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό και από την πορεία των ενοικίων. Η δυναμική των ενοικίων φαίνεται ότι έχει αλλάξει σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Ενώ τα ενοίκια για μεγάλο χρονικό διάστημα ακολουθούσαν τον πληθωρισμό, η μεγάλη άνοδος των τιμών των ακινήτων σε σχέση με τα ενοίκια οδήγησε πολλά νοικοκυριά στην αγορά ενοικιαζόμενης κατοικίας, με αποτέλεσμα, μετά το 2002, τα ενοίκια να αυξάνουν με ρυθμούς σημαντικά υψηλότερους του πληθωρισμού. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΣΥΕ, τα ενοίκια αυξήθηκαν κατά 5 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τον πληθωρισμό το 2005 και κατά 5,8 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τον πληθωρισμό το πρώτο τρίμηνο του 2006 (Διάγραμμα 5). Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης που εκτιμήσαμε, μια αύξηση του ρυθμού μεταβολής των ενοικίων κατά μια ποσοστιαία μονάδα εξουδετερώνει ακριβώς την αρνητική επίδραση μιας αντίστοιχης αύξησης των επιτοκίων στις τιμές των ακινήτων. Κατά συνέπεια, με τα ενοίκια σε ανοδική τροχιά, οι επιπτώσεις μιας αύξησης των επιτοκίων στις τιμές των ακινήτων θα είναι περιορισμένες.

⁶ Βλέπε, αποτελέσματα επισκόπησης νοικοκυριών, Eurobank Research Οικονομία και Αγορές, 6 Φεβρουαρίου 2006.

6. Συμπεράσματα

Σύμφωνα με τις βασικές αρχές της θεωρίας αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, δύο είναι τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς ακινήτων: τα ενοίκια και τα επιτόκια. Στην μελέτη αυτή παρουσιάσαμε τα αποτελέσματα ενός πρωτότυπου υποδείγματος αποτίμησης της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα, στο οποίο οι τιμές των ακινήτων εκτιμώνται ως η προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών ενοικίων. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, οι αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων κατά την τελευταία 10-ετία κρίνονται απόλυτα φυσιολογικές για μια αγορά στην οποία τα αποπληθωρισμένα μακροχρόνια επιτόκια έχουν μειωθεί κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες στην διαδικασία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας προς την ΟΝΕ. Κατά συνέπεια, η αγορά κινήθηκε από θεμελιώδη μεγέθη και όχι από μια κερδοσκοπική φούσκα. Τέλος, οι επιπτώσεις μιας αύξησης των μακροχρόνιων επιτοκίων στις τιμές των ακινήτων θα είναι μάλλον περιορισμένες στο βαθμό που τα ενοίκια θα συνεχίσουν να αυξάνουν με ρυθμούς υψηλότερους του πληθωρισμού.