

# Eurobank Research

# Οικονομία και Αγορές

6 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2006

- Απόψεις για την ελληνική και διεθνή αγορά ακινήτων.
- Αποτελέσματα πανελλαδικής δειγματοληπτικής έρευνας.
- Προοπτικές και εξελίξεις στην Ελλάδα.
- REITs: Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας.

[www.eurobank.gr/research](http://www.eurobank.gr/research)

## Είναι υπερτιμημένη η αγορά ακινήτων; Διεθνείς τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες.

**Μανώλης Δαβραδάκης &  
Γίκιας Χαρδούβελης**

Χρήσιμες απόψεις για την ελληνική και τη διεθνή αγορά ακινήτων, αλλά και για τα εργαλεία επένδυσης σε ακίνητα, παρουσιάστηκαν από δέκα ειδικούς προερχόμενους από κεντρικές τράπεζες, επενδυτικούς οίκους, πανεπιστήμια και εταιρείες ακινήτων στην Ελλάδα και το εξωτερικό, σε συνέδριο που οργάνωσε η Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank EFG στις 20 Ιανουαρίου 2006 στην Αθήνα.

- Στην Ελλάδα, από το 2002, η σχέση τιμών-ενοικίων έχει σταθεροποιηθεί.
- Δειγματοληπτική πανελλαδική έρευνα της Eurobank EFG σε 1400 νοικοκυριά αστικών κέντρων δείχνει ότι οι Έλληνες σκοπεύουν να επιταχύνουν τις αγορές κατοικίας στο μέλλον, προβλέπουν περαιτέρω άνοδο των τιμών, θεωρούν την κατοικία ασφαλή μακροπρόθεσμη επένδυση και, οι περισσότεροι, δεν σκοπεύουν να πουλήσουν για να ρευστοποιήσουν τα κέρδη τους.
- Σε περίπτωση καθοδικής αγοράς, η μικρή ελαστικότητα της προσφοράς κατοικίας ως προς τις τιμές λειτουργεί σταθεροποιητικά στην Ελλάδα.
- Ευνοϊκές είναι οι προοπτικές και για την επαγγελματική στέγη στην Ελλάδα.
- Παρά την εδραιωμένη πεποίθηση πολλών ότι η αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ είναι υπερτιμημένη, όταν οι τιμές των κατοικιών προσαρμόζονται για τη διαχρονική βελτίωση της ποιότητας, τότε κινούνται παράλληλα με τα ενοίκια, γεγονός που δεν υποδηλώνει υπερτιμολόγηση.
- Όμως, μια πιθανή καθοδική διόρθωση των τιμών κατοικίας στις Η.Π.Α. κατά 20% την επόμενη διετία αναμένεται να οδηγήσει σε σωρευτική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας κατά περίπου 3%.
- Στην Ισπανία, υπάρχει ελαφρά υπερτίμηση, η οποία όμως δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως «φούσκα».
- Οι αποταμιευτές μπορούν να επενδύουν στην αγορά ακινήτων μέσω νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως οι Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας, τα λεγόμενα Real Estate Investment Trusts (REITs), ή οι ιδιωτικές τοποθετήσεις στα λεγόμενα Private Equity Real Estate Funds.



**Eurobank EFG**

## Ι. Οι τιμές ακινήτων στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος

Η πορεία των τιμών των ακινήτων είναι ένα θέμα που απασχολεί άμεσα τη συντριπτική πλειονοψηφία 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.<sup>1</sup> 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.

Στο παρόν δοκίμιο παρουσιάζεται ο προβληματισμός και οι προβλέψεις μας για τη σημερινή παγκόσμια και ελληνική αγορά ακινήτων. Συγχρόνως, συνοψίζονται και τα κύρια συμπεράσματα από ένα διεθνές συνέδριο, που οργάνωσε η Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank EFG στις 20 Ιανουαρίου 2006 στην

Αθήνα. Στο συνέδριο μίλησαν ειδικοί από την Ελλάδα και χώρες του εξωτερικού, που προέρχονται από επενδυτικές εταιρείες, εταιρείες αξιοποίησης ακινήτων, κεντρικές τράπεζες και πανεπιστήμια. Συγχρόνως, παρουσιάστηκαν και τα αποτελέσματα για την αναμενόμενη πορεία των ακινήτων στη χώρα μας από πανελλαδική επισκόπηση 1.400 νοικοκυριών, που διενεργήθηκε μετά την 1<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2005 με την υποστήριξη και καθοδήγηση της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank.

Στην πρώτη θεματική ενότητα του συνεδρίου οι ομιλητές μας επικεντρώθηκαν στις διεθνείς τάσεις που παρατηρούνται στις αγορές ακινήτων. Μεταξύ των προσκεκλημένων ομιλητών ο κ. Jonathan McCarthy, Senior Economist στο Macroeconomic and Monetary Studies Function της Federal Reserve Bank της Νέας Υόρκης μίλησε με θέμα *"The existence of a housing bubble in the US"*. Στη συνέχεια, η παρουσίαση του κ. Fernando Restoy, Διευθυντή του τμήματος Νομισματικών και Χρηματοοικονομικών Ερευνών της Τράπεζας της Ισπανίας, είχε τίτλο *"Housing prices and rents in Spain"*. Τέλος, ο κ. Matteo Iacoviello, Επίκουρος Καθηγητής στο Οικονομικό Τμήμα του Πανεπιστημίου Boston College στις Η.Π.Α., μίλησε με θέμα *"Monetary policy and the real estate market"*.

Στη δεύτερη θεματική ενότητα οι ομιλητές μας παρουσίασαν εναλλακτικές μορφές επένδυσης στην αγορά ακίνητης περιουσίας. Ο κ. Ian Marcus, Γενικός Διευθυντής του Ομίλου European Real Estate Investment Banking της Credit Suisse, μίλησε για τα Real Estate Investment Trusts (REITs) στην ομιλία του με τίτλο *"REITs - The investment vehicle of choice"*. Στη συνέχεια, ο κ. Michael Walton, Ιδρυτής και Διευθύνων Σύμβουλος της Rynda Property Investors, εταιρίας συμμετοχών και αξιοποίησης ακινήτων στο Λονδίνο, μίλησε για εναλλακτικές μορφές επένδυσης, πέραν των REITs, στην παρουσίαση του *"Is there a role for private real estate funds post REITs?"* Κατόπιν, ο κ. Κώστας Τσατσαρώνης, Διευθυντής του Τμήματος Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων και Υποδομών της Bank for International Settlements (BIS), μίλησε για τις ερμηνευτικές μεταβλητές της ζήτησης κατοικίας στην ομιλία του με θέμα *"Mortgage financing and housing prices across the globe"*.

Στην τελευταία θεματική ενότητα, παρουσιάστηκαν τα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς ακινήτων. Για την αγορά κατοικίας, μίλησαν οι κκ. Στράτος Φαναράς, Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρίας κοινωνικής, πολιτικής έρευνας και

<sup>1</sup> Έφτανε το 2001 το 574% του διαθέσιμου εισοδήματός τους, ενώ η αξία των μετοχών που κατείχαν τα νοικοκυριά έφτανε μόλις το 41%. Βλέπε, Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική Ενδιάμεση Έκθεση 2002, Παράρτημα Κεφ. IV, σελ. 78 - 84.

έρευνας αγοράς METRONANALYSIS, και Δημήτριος Μαλλιάρopoulos, Σύμβουλος της Eurobank EFG και Αναπληρωτής Καθηγητής στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς. Στην παρουσίασή τους με θέμα "The opinion of Greek households on the Greek housing market: Results of a survey", οι κκ. Φαναράς και Μαλλιάρopoulos ανέλυσαν τα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας δειγματοληψίας με θέμα την αγορά κατοικίας, που έγινε με πρωτοβουλία και υποστήριξη της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της

Eurobank EFG. Στη συνέχεια, ο κ. Αριστοτέλης Καρυτινός, Διευθυντής της Eurobank Υπηρεσίες Ακινήτων ΑΕ, στην παρουσίαση του με θέμα "REITs in Greece", ανέλυσε τα θετικά στοιχεία και τις αδυναμίες των Ελληνικών REITs. Τέλος, η κα. Δίκα Αγαπητίδου, Γενική Διευθύντρια της Αθηναϊκής Οικονομικής και εκπρόσωπος στην Ελλάδα της Jones Lang LaSalle, μίλησε με θέμα "Greek real estate investment in a European context" και παρουσίασε την προοπτική της ελληνικής αγοράς επαγγελματικής στέγης.

## 2. Τιμές ακινήτων και οικονομική δραστηριότητα

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 mortgage equity withdrawal). 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 διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών το 1991 στο 7% το 2004.<sup>2</sup> Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι τόσο στην

Ελλάδα όσο και διεθνώς, περισσότερα νοικοκυριά κατέχουν σπίτι απ' ό,τι 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' ό,τι 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.<sup>3</sup>

Σύμφωνα με τον κ. Matteo Iacoviello, Επίκουρο Καθηγητή στο Πανεπιστήμιο Boston College στις Η.Π.Α. και ομιλητή στο συνέδριο της Eurobank EFG, μια πτώση κατά 20% της τιμής των κατοικιών στις Η.Π.Α. στα επόμενα δύο χρόνια θα προκαλέσει μείωση της οικονομικής δραστηριότητας, σωρευτικά κατά 3%. Αυτή δεν είναι μια αμελητέα επίδραση.

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.

<sup>2</sup> Greenspan, A and Kennedy, J, (2005), "Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four Family

Residences, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2005-41.

<sup>3</sup> IMF, World Economic Outlook, April 2003, Chapter II, "When bubbles burst" pp. 61 – 94.

### 3. Άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τις διεθνείς τιμές ακινήτων

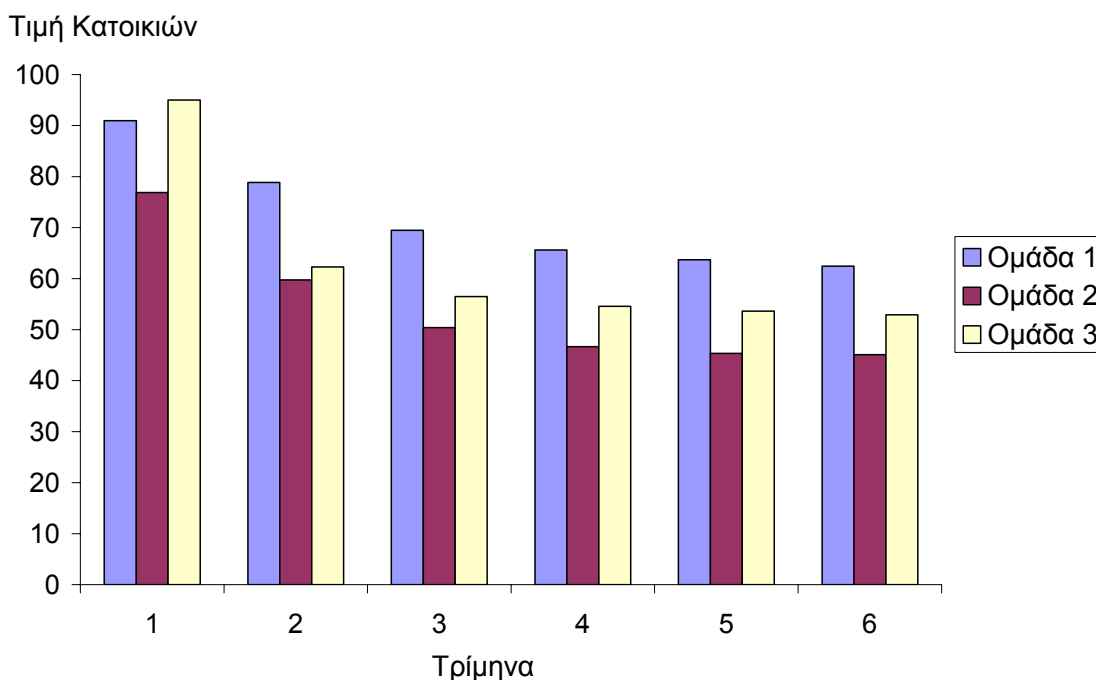
Η οικονομική δραστηριότητα δεν είναι ο μόνος προσδιοριστικός παράγοντας της ζήτησης κατοικιών. Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει και ο πληθωρισμός. Σύμφωνα με τον κ. Τσατσαρώνη, Διευθυντή του τμήματος International Institutions της Bank for International Settlements (BIS) το 53% της διακύμανσης των τιμών 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.

**Διάγραμμα 1.**  
**Επίδραση άνοδου πληθωρισμού στις τιμές κατοικιών ανά ομάδα χωρών**

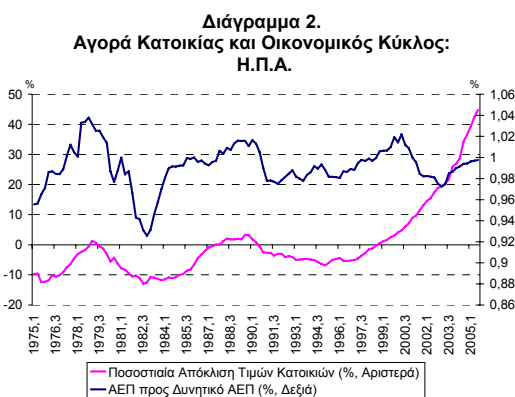


- Ομάδα 1:** Χώρες με στεγαστικά δάνεια σταθερού επιτοκίου, χωρίς τραπεζικά προϊόντα ρευστοποίησης υπεραξίας της κατοικίας και χαμηλό δείκτη ανώτατου ύψους δανείου προς εμπορική αξία ακινήτου
- Ομάδα 2:** Χώρες με στεγαστικά δάνεια σταθερού επιτοκίου, με τραπεζικά προϊόντα ρευστοποίησης υπεραξίας της κατοικίας και μέτριο δείκτη ανώτατου ύψους δανείου προς εμπορική αξία ακινήτου
- Ομάδα 3:** Χώρες με στεγαστικά δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου, με τραπεζικά προϊόντα ρευστοποίησης υπεραξίας της κατοικίας και υψηλό δείκτη ανώτατου ύψους δανείου προς εμπορική αξία ακινήτου

Πηγή: Παρουσίαση Κώστα Τσατσαρώνη, Συνέδριο Real Estate – Eurobank EFG

## 4. Είναι η αύξηση των διεθνών τιμών των ακινήτων φυσιολογική τα τελευταία χρόνια;

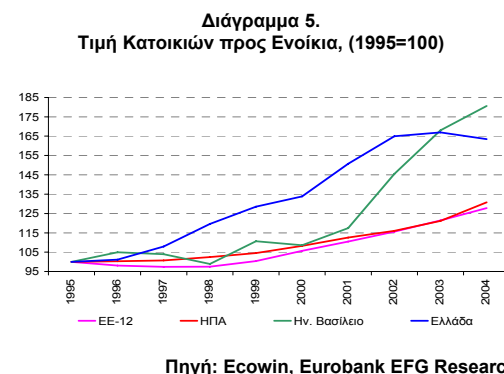
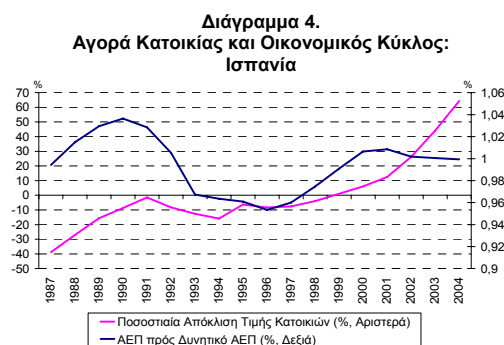
Την τελευταία δεκαετία, η σωρευτική αύξηση των τιμών των κατοικιών σε ορισμένες χώρες ήταν μεγάλη. Στις Η.Π.Α. ήταν 65%, ενώ στην Ισπανία ήταν 105,6%. Η άνοδος αυτή έχει προκαλέσει ανησυχίες, επειδή φαίνεται να μην δικαιολογείται ικανοποιητικά από τον οικονομικό κύκλο που διανύουν οι αντίστοιχες οικονομίες. 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.

Στο Διάγραμμα 5 παρουσιάζεται ένας δείκτης της διαχρονικής εξέλιξης του λόγου τιμών προς ενοίκια.<sup>4</sup> Στη χώρα μας η αύξηση των τιμών ως προς τα ενοίκια κατά την διάρκεια των τελευταίων 10 ετών μπορεί να

<sup>4</sup> Ο λόγος αυτός είναι ένα μέγεθος αντίστοιχο του λόγου τιμών προς κέρδη, που χρησιμοποιείται από αναλυτές μετοχών του χρηματιστηρίου.

δικαιολογηθεί από την πτώση των επιτοκίων, ενώ μετά το 2002 παρατηρείται μια ισχυρή σταθεροποίησή τους. Αντίθετα, σε άλλες χώρες (Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρωζώνη) η ανοδική τάση συνεχίζεται, χωρίς τα επιτόκια να συνεχίζουν την πτωτική τους πορεία.

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.

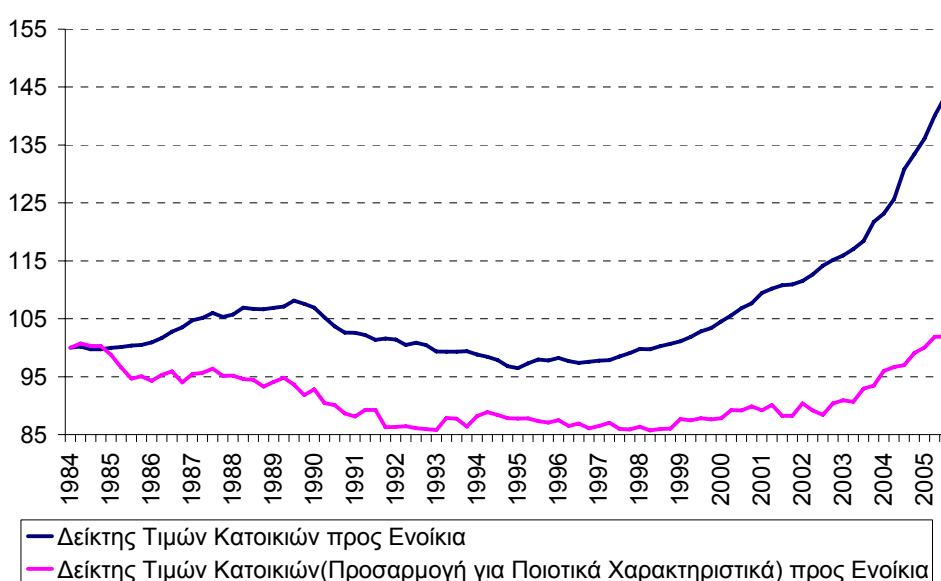
Σύμφωνα με τον κ. Restoy, Διευθυντή του Τμήματος Νομισματικών και Χρηματοοικονομικών Ερευνών της Τράπεζας της Ισπανίας, ο δείκτης τιμής κατοικιών προς ενοίκια στην Ισπανία βρίσκεται σήμερα 24-32% πάνω από την τιμή ισορροπίας του. Ένα μεγάλο μέρος της αύξησης του δείκτη τιμών κατοικιών οφείλεται σε ανοδική 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 κ. 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. Αυτά τόνισαν οι ομιλητές μας, κκ. Iacoviello, Restoy και McCarthy, οι οποίοι απέφυγαν να χρησιμοποιήσουν τη λέξη «φούσκα» στα ακίνητα.

Σύμφωνα με τον κ. Jonathan McCarthy, Senior Economist στο Macroeconomic and Monetary Studies Function της Federal Reserve Bank της Ν. Υόρκης, 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 (Διάγραμμα 6). Επιπλέον, ο κ. McCarthy 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.

**Διάγραμμα 6.**  
**Τιμή Κατοικιών προς Ενοίκια: Η.Π.Α.**



Πηγή: Παρουσίαση Jonathan McCarthy, Συνέδριο Real Estate-Eurobank EFG

## 5. Η ελληνική αγορά κατοικίας

Την περίοδο 1/12/2005 – 9/1/2006 πραγματοποιήθηκε πανελλαδική δειγματοληπτική έρευνα για τα βασικά χαρακτηριστικά της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα, υπό την αιγίδα της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank EFG σε συνεργασία με την Metroanalysis. Το δείγμα αποτελείται από 1.373 νοικοκυριά στην Αττική και σε 6 μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας (Θεσσαλονίκη, Πάτρα, Λάρισα, Ηράκλειο, Ιωάννινα και Καβάλα).

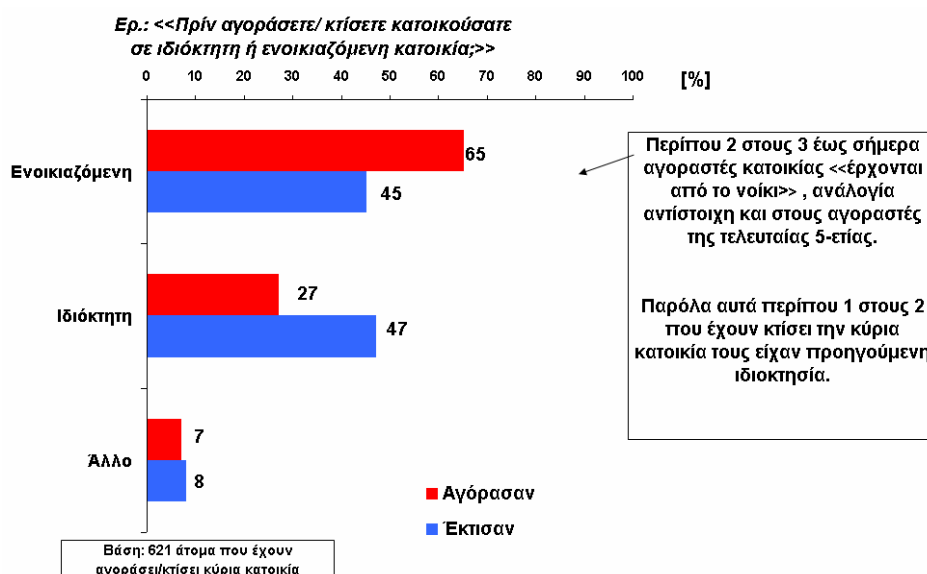
Στο δείγμα, δύο στις τρεις κατοικίες είναι

ενοίκια στην Ελλάδα τα τελευταία δύο χρόνια αυξάνεται (Διάγραμμα 8).

Επίσης, τα τελευταία δύο χρόνια η ενοίκιαση στέγης γίνεται πιο ακριβή σε σχέση με την κατασκευή, αλλά και την αγορά κατοικίας, γεγονός που ενισχύει την τάση αγοράς ή κτισίματος έναντι ενοικίασης (Διάγραμμα 9).

Τα ελληνικά νοικοκυριά είναι αισιόδοξα για την πορεία της αγοράς κατοικίας. Αυτό φαίνεται από τις απαντήσεις τους σε συγκεκριμένα ερωτήματα. Πρώτον, το ποσοστό των

**Διάγραμμα 7.**  
**Ιδιοκτησιακό Καθεστώς**



Πηγή: Έρευνα Δειγματοληψίας Eurobank EFG

ιδιόκτητες στα αστικά κέντρα, ένα ποσοστό συνεπές με το συνολικό ποσοστό ιδιοκατοίκησης στην Ελλάδα, που σύμφωνα με τα απογραφικά στοιχεία της ΕΣΥΕ του 2001 είναι 74% επειδή περιλαμβάνει και τον πληθυσμό στα χωριά και τις υπόλοιπες μικρές πόλεις.

Δύο στους τρεις που αγόρασαν σπίτι έμειναν πριν την αγορά σε ενοικιαζόμενη κατοικία, ενώ οι μισοί από αυτούς που έκτισαν έρχονται από προηγούμενη ιδιόκτητη κατοικία (Διάγραμμα 7).

Τα τελευταία δύο χρόνια, η τάση αυτή των νοικοκυριών που έρχονται από ενοίκιο να αγοράζουν νέες κατοικίες ενισχύεται από τη συμπεριφορά των ενοικίων σε σχέση με τον τόκο των στεγαστικών δανείων. Ενώ οι τόκοι των στεγαστικών δανείων μειώνονται, ο ρυθμός αύξησης του ποσού που ξοδεύεται για

νοικοκυριών που σκοπεύουν να αγοράσουν ή να κτίσουν κατοικία στο διάστημα 2006-2010 ανεβαίνει στο 3,5% ετησίως από 2,6% το 2004-05 και 2,0% το 2000-03.

Δεύτερον, τα νοικοκυριά προσδοκούν αυξήσεις των τιμών των κατοικιών. Περίπου οκτώ στους δέκα περιμένουν σημαντική άνοδο των τιμών τον επόμενο χρόνο, η οποία θα συνεχιστεί στην επόμενη 4-ετία (Διάγραμμα 10, Πάνελ Α και Β).

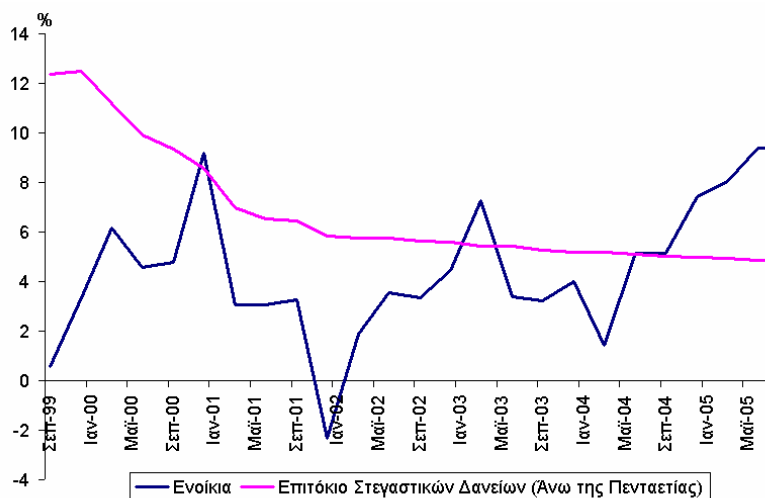
Τρίτο δείγμα αισιόδοξιας των ελληνικών νοικοκυριών είναι η απάντησή τους για τον επενδυτικό χαρακτήρα της αγοράς κατοικίας.

Σύμφωνα με την ίδια έρευνα της Eurobank, το 78% των ερωτώμενων θεωρεί ότι η αγορά κατοικίας είναι μια ασφαλής επένδυση (Διάγραμμα 11). Αυτό επιπλέον υποδηλώνει ότι ο κερδοσκοπικός παράγοντας στην αγορά

κατοικίας είναι μικρός σε σχέση με άλλες αγορές.

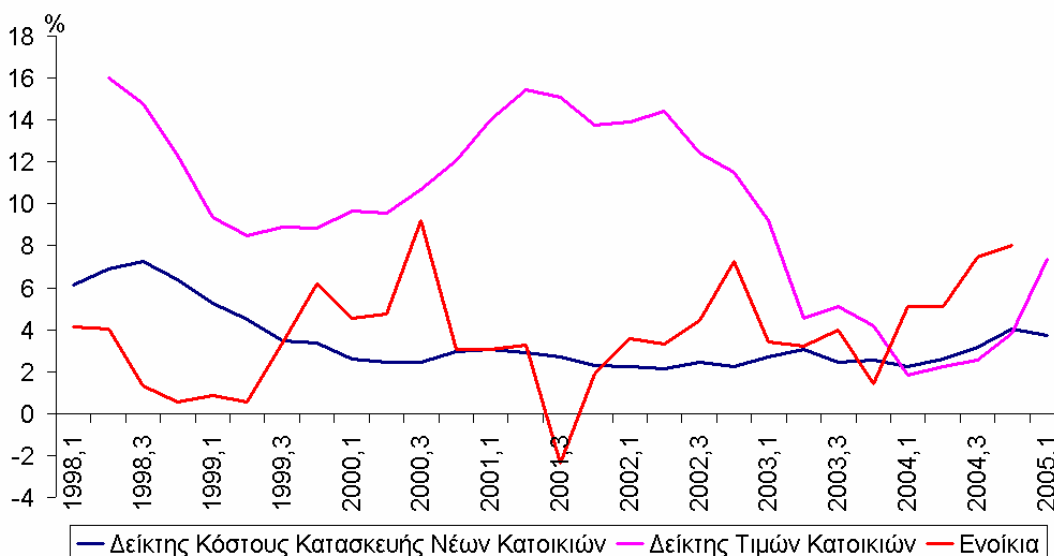
Τα ελληνικά νοικοκυριά είναι αισιόδοξα για την πορεία της αγοράς κατοικίας. Έχουν επίσης και μικρή επιθυμία να βγουν από την αγορά αυτή. Περίπου εννέα στα δέκα νοικοκυριά που πιστεύουν ότι οι τιμές των κατοικιών θα αυξηθούν, δεν επιθυμούν να πουλήσουν την κατοικία τους (Διάγραμμα 12). Με άλλα λόγια, η προσφορά κατοικιών είναι ανελαστική ως προς τις τιμές. Αυτή η χαμηλή ευαισθησία της προσφοράς κατοικιών στη διακύμανση των προσδοκώμενων τιμών εξηγεί, πρώτον, τη σημαντική άνοδο των τιμών σε περιόδους έντονης ζήτησης και, δεύτερον, την έλλειψη απότομων αρνητικών διορθώσεων σε περιόδους πτωτικής αγοράς.

**Διάγραμμα 8.**  
**Αύξηση Δαπάνης Ενοικίων και Επιτόκιο Στεγαστικών Δανείων**



Πηγή: Ecwin, Eurobank EFG Research

**Διάγραμμα 9.**  
**Αύξηση Δαπάνης Ενοικίων, Τιμών Κατοικιών και Κόστους Κατασκευής Νέων Κατοικιών**



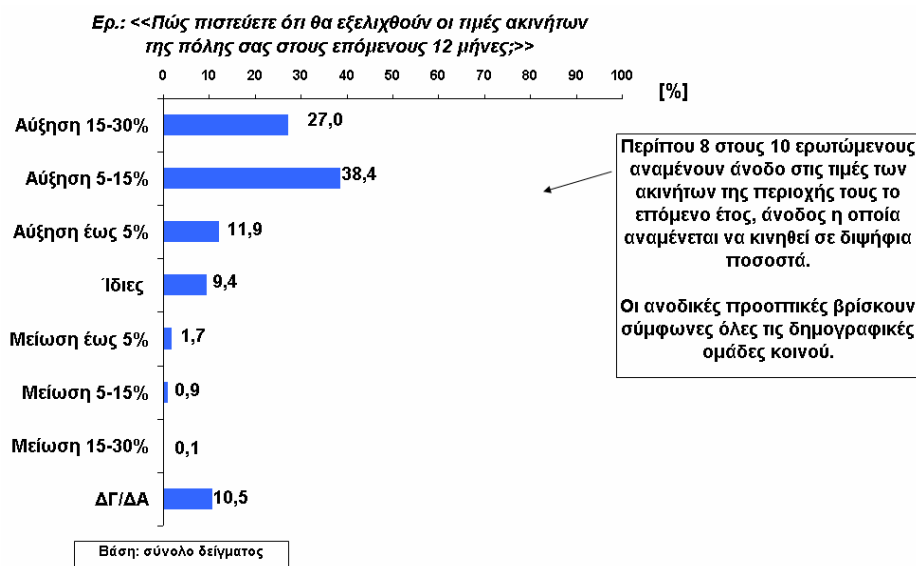
Πηγή: Ecwin, Eurobank EFG Research



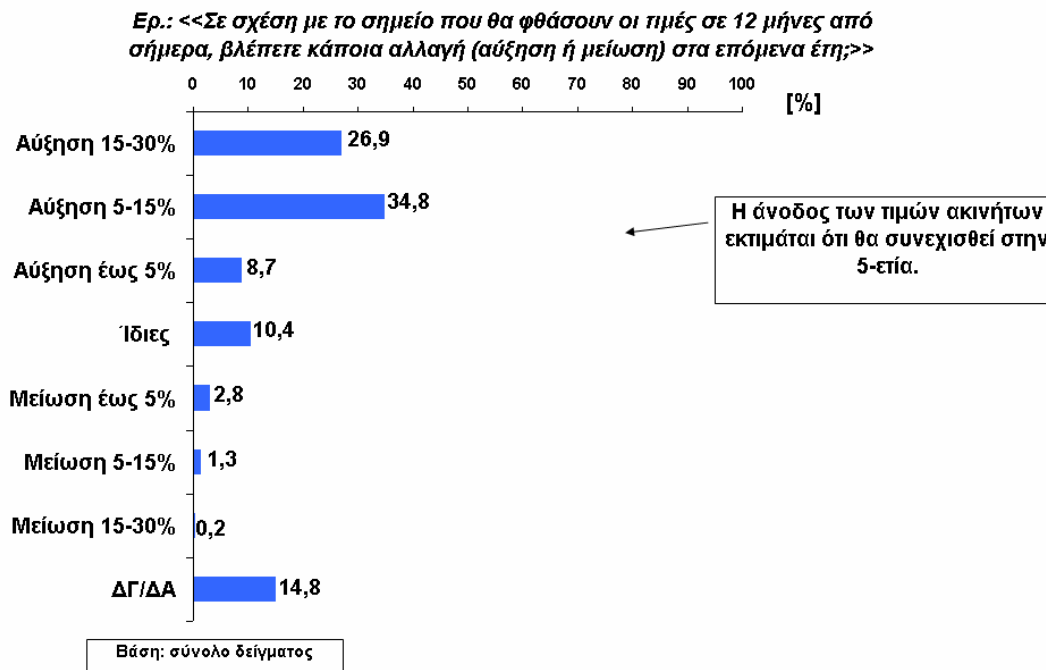
## Διάγραμμα 10.

### Πάνελ Α

#### Προσδοκίες Νοικοκυριών Αναφορικά με την Αγορά Κατοικίας

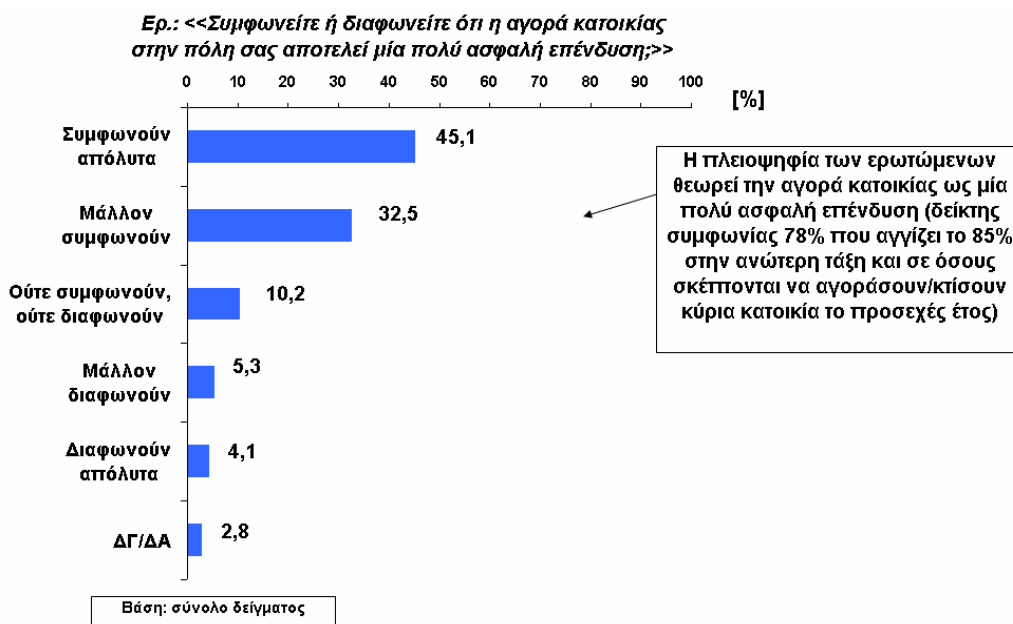


### Πάνελ Β



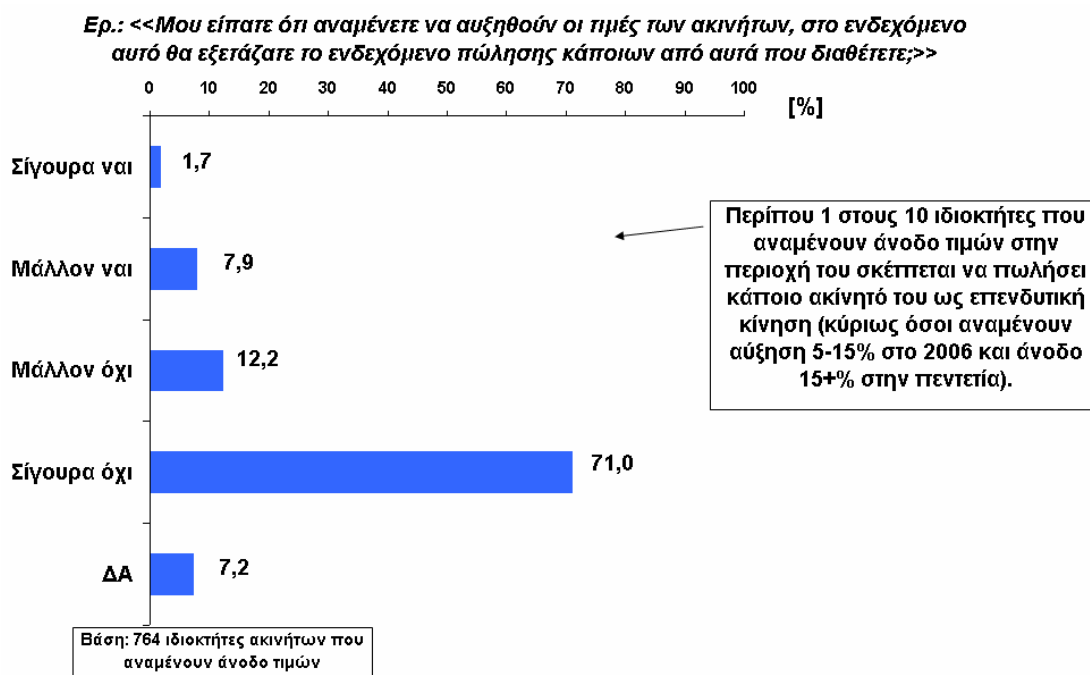
Πηγή: Έρευνα Δειγματοληψίας Eurobank EFG

### Διάγραμμα 11. Αγορά Κατοικίας ως Επένδυση



Πηγή: Έρευνα Δειγματοληψίας Eurobank EFG

### Διάγραμμα 12. Πρόθεση Πώλησης Κατοικίας από Νοικοκυριά που Αναμένουν Αύξηση της Τιμής



Πηγή: Έρευνα Δειγματοληψίας Eurobank EFG

## 6. Η ελληνική αγορά επαγγελματικής στέγης

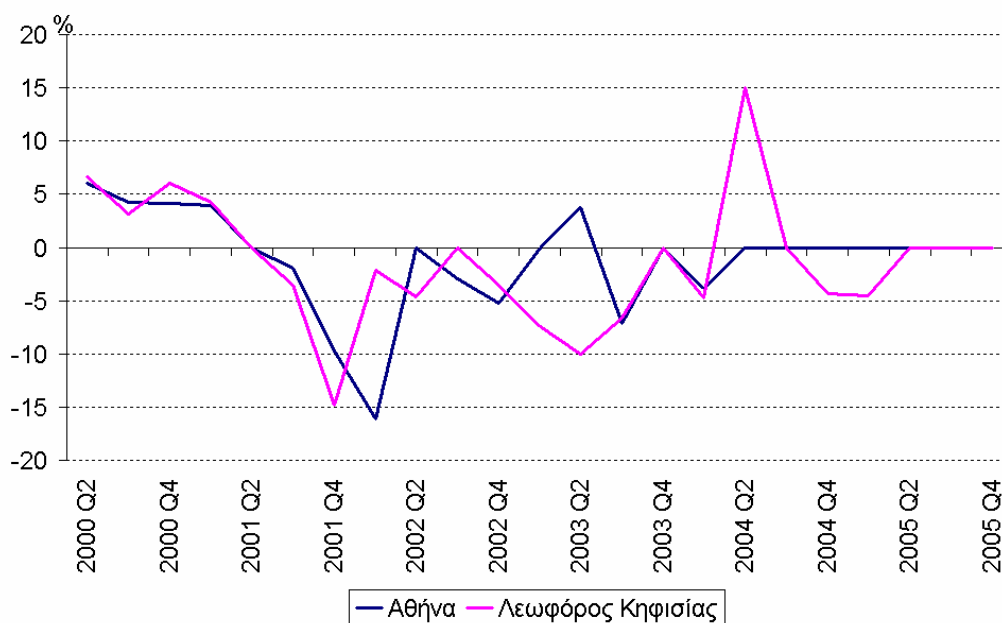
Σύμφωνα με τα στοιχεία που παρουσίασε η κα. Αγαπητίδου, Διευθύντρια της Αθηναϊκής Οικονομικής και αντιπρόσωπος στην Ελλάδα της Jones Lang LaSalle, το 2005 συντελέστηκε μια «κοσμογονία» στον χώρο του retail στην Ελλάδα με τη δημιουργία μεγάλων εμπορικών και ψυχαγωγικών κέντρων και τη δυναμική δραστηριοποίηση διεθνών παικτών στο ελληνικό λιανικό εμπόριο. Ο επενδυτικός προσανατολισμός ενισχύθηκε με αγορές εμπορικών ακινήτων από ξένα αμοιβαία και από ελληνικά επενδυτικά σχήματα, ενώ είχαμε την εισαγωγή στο ΧΑ της πρώτης στην Ελλάδα εταιρίας τύπου REIT.

Τα ενοίκια αποτελούν βαρόμετρο στην αγορά επαγγελματικής στέγης, αφού είναι ευαίσθητα σε οικονομικές διακυμάνσεις ενώ δύο στα τρία επαγγελματικά ακίνητα ενοικιάζονται. Η πορεία των ενοικίων επαγγελματικής στέγης συνδέεται με την γενικότερη οικονομική δραστηριότητα και με το επιχειρηματικό κλίμα στους τομείς των υπηρεσιών και του λιανικού εμπορίου. Αυτό αποδίδεται στο γεγονός ότι η ζήτηση για επαγγελματική στέγη διαμορφώνεται κατά κύριο λόγο από την ικανοποίηση των στεγαστικών αναγκών εταιριών που δραστηριοποιούνται στην παροχή υπηρεσιών και λιανικού εμπορίου. Σύμφωνα με στοιχεία του επιχειρηματικού κλίματος στους τομείς αυτούς την τριετία 2001-2004 παρατηρήθηκε πτώση του δείκτη εμπιστοσύνης με αποτέλεσμα να μειωθεί η

ζήτηση επαγγελματικής στέγης. Συνέπεια της μειωμένης ζήτησης ήταν η πτώση του ρυθμού μεταβολής των ενοικίων ανά τετραγωνικό μέτρο στην περιοχή του κέντρου της Αθήνας που περιλαμβάνει κυρίως καταναλωτικές δραστηριότητες και την Λεωφόρο Κηφισίας που περιλαμβάνει κυρίως συγκροτήματα γραφείων και υπηρεσίες (Διάγραμμα 13). Τα τελευταία τρία τρίμηνα τα ενοίκια επαγγελματικής στέγης είναι σταθερά στην Λεωφόρο Κηφισίας, ενώ στην Αθήνα παραμένουν σταθερά από το 2004 (Διάγραμμα 13). Αμοιβαία κεφάλαια του εξωτερικού με μεγάλη ρευστότητα αναζητούν διαρκώς νέες επενδυτικές ευκαιρίες σε ακίνητη περιουσία, προκαλώντας ανοδικές πιέσεις στην ζήτηση επαγγελματικής στέγης και τα αντίστοιχα ενοίκια στη χώρα μας.

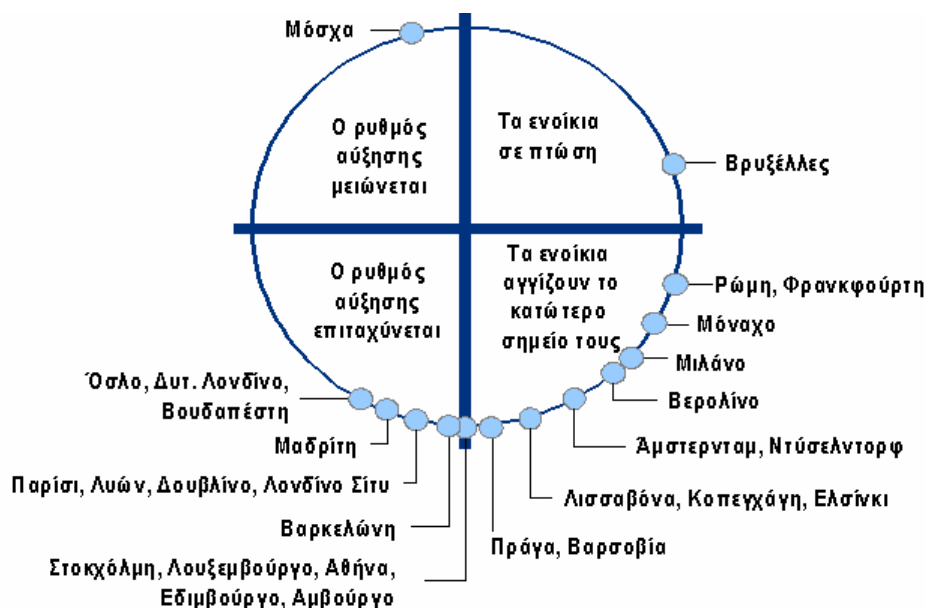
Σύμφωνα με την κα. Αγαπητίδου, αναμένεται αύξηση των ενοικίων στο μέλλον ακριβώς λόγω της μεγάλης ζήτησης για επαγγελματική στέγη, αλλά και επειδή τα ενοίκια επαγγελματικών ακινήτων στην Αθήνα βρίσκονται στο χαμηλότερο σημείο του κύκλου των ενοικίων συγκριτικά με άλλες ευρωπαϊκές πρωτεύουσες (Διάγραμμα 14).

**Διάγραμμα 13.**  
**Ρυθμός Αύξησης Ενοικίων Επαγγελματικής Στέγης στο Κέντρο της Αθήνας & στη Λ. Κηφισίας**



Πηγή: Παρουσίαση Δίκα Αγαπητίδου, Συνέδριο Real Estate – Eurobank EFG

## Διάγραμμα 14. Επίπεδο Ενοικίων Επαγγελματικής Στέγης των Κυριότερων Ευρωπαϊκών Πρωτευουσών



Πηγή: Παρουσίαση Δίκα Αγαπητίδου, Συνέδριο Real Estate – Eurobank EFG

### 7. Χρηματοοικονομικές επενδύσεις στην αγορά ακινήτων

Η αγορά ακινήτων είναι μια επενδυτική επιλογή, η οποία έχει αποκτήσει χρηματοοικονομικό χαρακτήρα μέσω εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητα, τα λεγόμενα Real Estate Investment Trusts (REITs) ή Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ). Τα REITs ή ΑΕΕΑΠ, είναι αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου (closed end funds), συνήθως εισηγμένα στο χρηματιστήριο, τα οποία επενδύουν σε ακίνητα που παράγουν εισόδημα. Τα REITs εξασφαλίζουν μεγαλύτερη διαφάνεια στην αγορά ακινήτων, καθώς σε κάθε χρονική στιγμή η τιμή της μετοχής τους είναι γνωστή χωρίς να υπεισέρχεται η αβεβαιότητα των εκτιμήσεων των ακινήτων. Παράλληλα, το κόστος συναλλαγών είναι χαμηλό ενώ η διαχείριση γίνεται από επαγγελματίες managers με μεγάλη εμπειρία.

Τα REITs διανέμουν το μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών τους. Είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς επενδυτικές επιλογές μεταξύ των θεσμικών επενδυτών, αλλά προσελκύουν και το ενδιαφέρον μικροεπενδυτών, που επιζητούν να επενδύσουν σε εμπορική στέγη. Χωρίς τα REITs, οι μικροεπενδυτές αυτοί δεν θα μπορούσαν να επενδύσουν στην αγορά εμπορικής στέγης λόγω του μικρού μεγέθους των αποταμιεύσεών τους.

Η παρουσία των REITs είναι περισσότερο αισθητή στις Η.Π.Α. και την Αυστραλία, με αποδόσεις που ξεπερνούν εκείνες των 10-ετών κρατικών ομολόγων, όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 15, που παρουσίασε ο κ. Ian Marcus, διευθυντής του European Real Estate

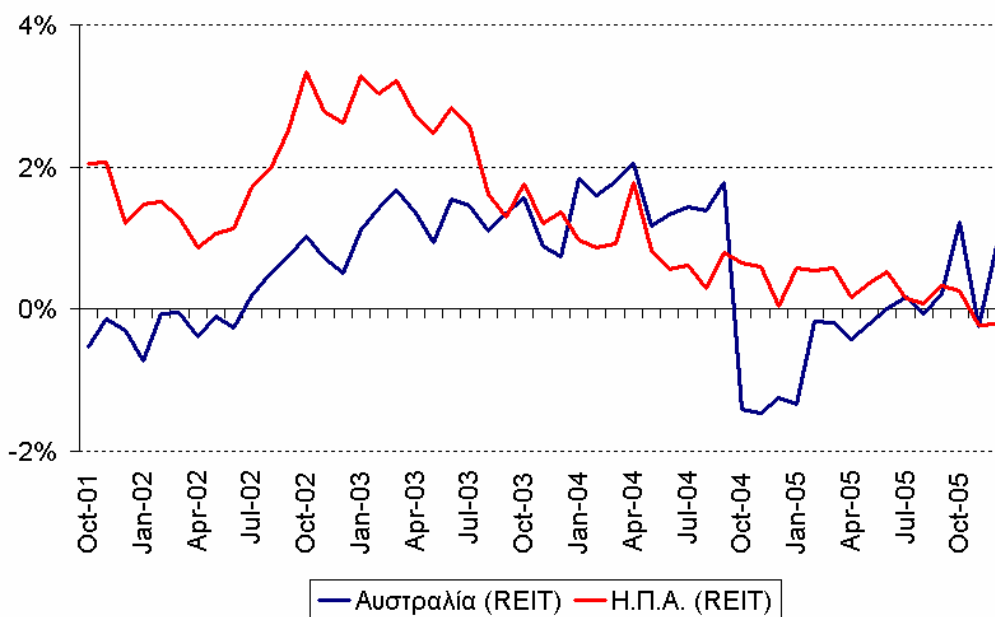
Investment Banking της Credit Suisse. Βεβαίως, οι υψηλότερες αποδόσεις πρέπει να συγκριθούν και με τον υψηλότερο κίνδυνο, που φυσιολογικά διατρέχουν οι επενδυτές.

Σύμφωνα με τον κ. Marcus, η ανάπτυξη των REITs περιόρισε και τη διακύμανση στην καθ' εαυτού αγορά ακινήτων, ενώ βοήθησε τον κατασκευαστικό κλάδο, δημιουργώντας νέες επενδυτικές ευκαιρίες για επιχειρήσεις και ασφαλιστικούς φορείς και αυξάνοντας τα φορολογικά έσοδα των δημοσιονομικών αρχών.

Στα θετικά χαρακτηριστικά των REITs συγκαταλέγεται και η δυνατότητα διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των επενδυτών, όπως τόνισε στην παρουσίαση του ο κ. Michael Walton, Διευθύνων Σύμβουλος της Rynda Property Investors LLP. Ο κ. Walton έδειξε με τον Πίνακα 1 (σελ. 13) ότι τα REITs προσφέρουν τη δυνατότητα διαφοροποίησης σε σχέση με άλλα επενδυτικά προϊόντα, όπως τα ομόλογα και οι μετοχές. Διαφοροποιούν τον κίνδυνο επειδή έχουν χαμηλή συσχέτιση με αυτές τις επενδυτικές επιλογές και, έτσι, μπορούν να προσφέρουν αξία στο συνολικό επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Ο κ. Walton εξειδίκευσε την παρουσίασή του σε ένα θεσμό υποκατάστατο των REITs, που είναι τα private equity real estate funds. Οι εταιρίες ιδιωτικών κεφαλαίων σε ακίνητα ή private equity real estate funds, είναι εταιρίες δημιουργούνται από διαχειριστές κεφαλαίου, οι οποίοι ακολουθούν μια προσχεδιασμένη επενδυτική στρατηγική. Μαζί

**Διάγραμμα 15.**  
**Διαφορά Αποδόσεων REITs – 10ετών Ομολόγων Δημοσίου**



Πηγή: Παρουσίαση Ian Marcus, Συνέδριο Real Estate-Eurobank EFG

με τους υπόλοιπους επενδυτές, οι διαχειριστές αυτοί επενδύουν στη εταιρία δικά τους κεφάλαια. Οι εταιρίες αυτές δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, με αποτέλεσμα να μην υπάρχει μια αγορά στην οποία η τιμή της αντίστοιχης μετοχής να προσδιορίζεται σε καθημερινή βάση.

Ειδοποιός διαφορά με τα REITs αποτελεί και η προκαθορισμένη διάρκεια ζωής των private equity real estate funds, που με την παρέλευσή της, τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία πωλούνται και τα έσοδα διανέμονται στους ιδιοκτήτες. Παράλληλα, τα private equity real estate funds μπορούν και να δανειστούν. Το ποσοστό κάλυψης του χρέους από το ενεργητικό χρησιμοποιείται ως κριτήριο για την μεταξύ τους κατάταξη. Επίσης, χαρακτηρίζονται από αυστηρή οργανωτική δομή προκειμένου να επιτύχουν ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση.

Ο κ. Walton υποστήριξε ότι τα private equity real estate funds ενισχύουν τη δυνατότητα επιλογής από μια μεγάλη ποικιλία επενδυτικών στρατηγικών. Στον Πίνακα 1 (σελ. 13) φαίνεται ότι τα private equity real estate funds προσφέρουν επιπλέον διαφοροποίηση του κινδύνου σε σύγκριση με τα REITs.

Ο κ. Walton θεωρεί ότι τα ενοίκια επαγγελματικής στέγης στη Γαλλία και την Αγγλία θα έχουν θετική πορεία, ενώ επενδυτικό ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι χώρες της Κεντρικής Ευρώπης, όπου ο πληθυσμός εξελίσσεται από αγροτικό σε αστικό, και επομένως η ζήτηση για

επαγγελματική στέγη αυξάνεται από μεγάλες αλυσίδες καταστημάτων λιανικού εμπορίου του εξωτερικού που επιθυμούν να ικανοποιήσουν τις διαρκώς αυξανόμενες καταναλωτικές ανάγκες του πληθυσμού. Το αποτέλεσμα είναι να αυξάνονται τα ενοίκια επαγγελματικής στέγης με γοργούς ρυθμούς.

Τα REITs προσφέρουν ένα είδος επένδυσης που ταιριάζει στο επενδυτικό προφίλ του Έλληνα δεδομένης της ιδιαίτερης σχέσης που έχει με την ακίνητη περιουσία, σύμφωνα με τον κ. Αριστοτέλη Καρυτινό, Διευθυντή της Eurobank Υπηρεσίες Ακινήτων ΑΕ. Στα θετικά σημεία του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου κατατάσσονται οι αλλαγές στο φορολογικό καθεστώς και η ευελιξία του τρόπου διαχείρισης και επένδυσης.

Στις αδυναμίες του θεσμικού πλαισίου συμπεριλαμβάνονται, σύμφωνα με τον κ. Καρυτινό, οι περιορισμοί στον δανεισμό που αντιμετωπίζουν τα ελληνικά REITs, η υποχρέωση διακράτησης πολύ μεγάλου ποσοστού μετρητών και άλλες ανελαστικές διαδικασίες επενδύσεων. Οι αδυναμίες-ασάφειες αυτές αντιμετωπίζονται από την πολιτεία με διάθεση βελτίωσης, ενισχύοντας την προοπτική ανάπτυξης των REITs στην Ελλάδα.

**Πίνακας 1:  
Συσχέτιση Μεταξύ Ομολόγων, Μετοχών και Real Estate: 1978-2003**

	Πληθωρισμός	Ομόλογα	Διεθνείς Μετοχές	Μετοχές Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης	Μετοχές Μικρής Κεφαλαιοποίησης	REITs	Private Equity Real Estate Funds
Πληθωρισμός	1.00						
Ομόλογα	-0.33	1.00					
Διεθνείς Μετοχές	-0.08	0.15	1.00				
Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης Μετοχές	-0.05	0.27	0.62	1.00			
Μικρής Κεφαλαιοποίησης Μετοχές	0.10	0.12	0.42	0.67	1.00		
REITs	0.08	0.33	0.29	0.43	0.64	1.00	
Private Equity Real Estate Funds	0.51	-0.20	0.09	0.08	0.02	0.00	1.00

Πηγή: Παρουσίαση Michael Walton, Συνέδριο Real Estate – Eurobank EFG

## 8. Συμπεράσματα

Η αγορά ακινήτων βρίσκεται στην καρδιά της οικονομίας και η πορεία των τιμών των ακινήτων επηρεάζει την πλειονοψηφία των νοικοκυριών. Η αγορά αυτή έχει σταθεροποιηθεί στην Ελλάδα τα τελευταία τρία χρόνια, χωρίς να αναμένεται κάποια διόρθωση στο μέλλον. Αντίθετα, η δειγματοληπτική έρευνα της Eurobank EFG δείχνει ότι τα ελληνικά νοικοκυριά είναι αισιόδοξα για την πορεία της αγοράς και τις τιμές. Αναμένεται άνοδος των τιμών τον επόμενο χρόνο και τα επόμενα 5 χρόνια, ενώ υπάρχει έντονη επιθυμία αγοράς νέας κατοικίας στο προσεχές διάστημα. Η ζήτηση νέας κατοικίας προέρχεται κυρίως από νοικοκυριά που ζουν σε κατοικίες παλαιάς κατασκευής, καθώς έξι στους δέκα Έλληνες έχουν αγοράσει το σπίτι τους πριν το 1980. Η ζήτηση κατοικίας στην Ελλάδα ενισχύεται, επίσης, και από το γεγονός ότι πολλά νοικοκυριά ζουν σε μικρά σπίτια και επιθυμούν στο μέλλον να μετακομίσουν σε μεγαλύτερο σπίτι.

Η ανοδική πορεία στην Ελληνική αγορά κατοικίας δεν ενέχει τον κίνδυνο απότομης καθοδικής προσαρμογής των τιμών, αφού ο κερδοσκοπικός χαρακτήρας της αγοράς ακινήτων είναι μικρός. Τα ελληνικά νοικοκυριά θεωρούν την αγορά κατοικίας ως μια ασφαλή μακροπρόθεσμη επένδυση, ενώ οι ιδιοκτήτες

κατοικίας δεν επιθυμούν να πουλήσουν την κατοικία τους με σκοπό τη ρευστοποίηση των κερδών τους.

Σε αντίθεση με την Ελλάδα, υπάρχουν πολλές χώρες του εξωτερικού όπου οι τιμές ακινήτων αυξάνονται με γρηγορότερους ρυθμούς από αυτούς που δικαιολογούν η ευρωστία της οικονομίας τους, το εισόδημα των νοικοκυριών ή η πορεία των επιτοκίων και των ενοικίων. Στο εξωτερικό λοιπόν βρίσκονται κυρίως τα μεγάλα ερωτηματικά για την πορεία της αγοράς και για τις επιδράσεις μιας πιθανής διόρθωσης των τιμών των ακινήτων στην οικονομία.

Από τους προσκεκλημένους ομιλητές στο συνέδριο, ο κ. Restoy αναφέρθηκε σε φαινόμενα υπερτίμησης στην ισπανική αγορά κατοικίας της τάξης του 24-32%. Η υπερτίμηση αυτή σύμφωνα με τον κ. Restoy, θα πρέπει να αποδοθεί στην διαρθρωτική εξέλιξη της οικονομίας και στους υψηλούς δείκτες ιδιοκατοίκησης. Υπογράμμισε δε ότι η υπερτίμηση αυτή δεν εγκυμονεί κινδύνους για την οικονομική δραστηριότητα στην Ισπανία αφού αποτελεί ανοδική διόρθωση των τιμών από προηγούμενα χαμηλά επίπεδα τιμών που παρατηρήθηκαν την δεκαετία του 1980.

Για τις Η.Π.Α., ο κ. McCarthy εμφανίστηκε καθυστερημένος, αφού ανέφερε ότι αν γίνει προσαρμογή των τιμών των κατοικιών για αλλαγές στα ποιοτικά χαρακτηριστικά τους, τότε οι προσαρμοσμένες τιμές δεν είναι υπερβολικές σε σχέση με τα ενοίκια. Ανέφερε, επίσης, ότι τα χαμηλά επιτόκια δικαιολογούν την παρατηρούμενη αύξηση των τιμών.

Σύμφωνα με τον κ. Iacoviello, μια αναστροφή την επόμενη διετία της ανοδικής πορείας των τιμών των κατοικιών στις Η.Π.Α. κατά 20% θα προκαλέσει μεγάλη σωρευτική μείωση του ΑΕΠ κατά περίπου 3% λόγω της συν-ακόλουθης επιβράδυνσης της οικοδομικής δραστηριότητας. Σε αυτή την διαδικασία προσαρμογής δεν θα πρέπει να παραβλέπουμε και τον ρόλο άλλων βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών, όπως ο πληθωρισμός που εξηγεί πάνω από το 50% της διακύμανσης της τιμής των κατοικιών σε χώρες με ώριμες αγορές στεγαστικών δανείων, σύμφωνα με τον κ. Τσατσαρώνη.

Η ανοδική πορεία της αγοράς ακινήτων έχει προκαλέσει την προσοχή ιδιωτών, ταμείων, ασφαλιστικών φορέων και επιχειρήσεων που θέλουν να τοποθετήσουν τις αποταμιεύσεις τους σε επενδύσεις με υψηλές αποδόσεις και χαμηλό οικονομικό κίνδυνο. Σύμφωνα με τους ομιλητές μας, τα κριτήρια αυτά τα ικανοποιούν οι επενδύσεις σε REITs και σε private equity real estate funds. Ο κ. Marcus αναφέρθηκε στις υψηλές αποδόσεις που μπορούν να επιτύχουν οι επενδυτές σε REITs έναντι κρατικών ομολόγων και στη χαμηλή διακύμανση στην καθ' εαυτού αγορά ακινήτων. Ο κ. Walton συμπλήρωσε ότι υποκατάστατα, των REITs είναι τα private equity real estate funds, όπου οι επενδυτές μπορούν να επιτύχουν καλύτερη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους σε σχέση με τα REITs.

Στην Ελλάδα ο θεσμός των REITs είναι καινούργιος με θετικά στοιχεία και αδυναμίες, όπως ανέλυσε ο κ. Καρυτινός. Στα θετικά στοιχεία κατατάσσονται οι φορολογικές

ρυθμίσεις και η ευελιξία της διαχείρισης και επένδυσης, ενώ στα αρνητικά οι περιορισμοί στη ρευστότητα και τον δανεισμό.

Ο θεσμός των REITs, η δημιουργία μεγάλων εμπορικών και ψυχαγωγικών κέντρων, αλλά και η δραστηριοποίηση μεγάλων διεθνών παικτών του λιανικού εμπορίου στην Ελλάδα έδωσαν ώθηση στον χώρο της επαγγελματικής στέγης το 2005, σύμφωνα με την κα. Αγαπητίδου, η οποία έκλεισε το συνέδριο με ένα θετικό τόνο και για την αγορά επαγγελματικής στέγης στην Ελλάδα. Ανέφερε ότι η δραστηριότητα στην αγορά επαγγελματικής στέγης αναμένεται να συνεχιστεί λόγω και του χαμηλού επιπέδου των αντίστοιχων ενοικίων.

Συνοψίζοντας, οι ομιλητές μας έδωσαν ένα θετικό τόνο για την μελλοντική πορεία της αγοράς ακινήτων, ενώ συγχρόνως επισήμαναν την ανάγκη μείωσης του κινδύνου μέσω διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των αποταμιευτών.

Η **Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων** της **Eurobank EFG** ερευνά και αναλύει θέματα μακροοικονομικού και μικροοικονομικού περιεχομένου, τάσεων και εξελίξεων στις διεθνείς και εγχώριες αγορές χρήματος και κεφαλαίου, διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, αναπτυξιακής πολιτικής κ.ά. Το έργο της καθώς και αυτό της **Διεύθυνσης Τρέχουσας Οικονομικής Ανάλυσης** μπορούν οι ενδιαφερόμενοι να διαβάσουν στο διαδίκτυο:

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

Εάν θέλετε να συμπεριληφθείτε στην λίστα ηλεκτρονικής αλληλογραφίας για να λαμβάνετε τακτικά τις έρευνες μέσω διαδικτύου, στείλτε email στην παρακάτω διεύθυνση με τα πλήρη στοιχεία σας:

[PKalovyrna@eurobank.gr](mailto:PKalovyrna@eurobank.gr)

**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 Μαλλιάρopoulos: 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>

Πήτρα 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.