ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΟΙΚΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

UNIVERSITY of NICOSIA

Κοινωνικών Επιστημών

Τραπεζική, Λογιστική και Χρηματοοικονομική

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών

Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία

Τιμές Ακινήτων και Χρηματιστήριο στην Ελλάδα

Ποιμενίδου Όλγα

Επιβλέπων Καθηγητής: Δημητράς Αυγουστινός

Πάτρα

Σεπτέμβριος 2026

Η παρούσα εργασία αποτελεί πνευματική ιδιοκτησία του/της φοιτητή/φοιτήτριας («συγγραφέας/δημιουργός») που την εκπόνησε. Στο πλαίσιο της πολιτικής ανοικτής πρόσβασης ο/η συγγραφέας/δημιουργός εκχωρεί στο ΕΑΠ, μη αποκλειστική άδεια χρήσης του δικαιώματος αναπαραγωγής, προσαρμογής, δημόσιου δανεισμού, παρουσίασης στο κοινό και ψηφιακής διάχυσής τους διεθνώς, σε ηλεκτρονική μορφή και σε οποιοδήποτε μέσο, για διδακτικούς και ερευνητικούς σκοπούς, άνευ ανταλλάγματος και για όλο το χρόνο διάρκειας των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας. Η ανοικτή πρόσβαση στο πλήρες κείμενο για μελέτη και ανάγνωση δεν σημαίνει καθ' οιονδήποτε τρόπο παραχώρηση δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας του/της συγγραφέα/δημιουργού ούτε επιτρέπει την αναπαραγωγή, αναδημοσίευση, αντιγραφή, αποθήκευση, πώληση, εμπορική χρήση, μετάδοση, διανομή, έκδοση, εκτέλεση, «μεταφόρτωση» (downloading), «ανάρτηση» (uploading), μετάφραση, τροποποίηση με οποιονδήποτε τρόπο, τμηματικά ή περιληπτικά της εργασίας, χωρίς τη ρητή προηγούμενη έγγραφη συναίνεση του/της συγγραφέα/δημιουργού. Ο/Η συγγραφέας/δημιουργός διατηρεί το σύνολο των ηθικών και περιουσιακών του δικαιωμάτων.

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΟΙΚΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

UNIVERSITY of NICOSIA

Τιμές Ακινήτων και Χρηματιστήριο στην Ελλάδα

Ποιμενίδου Όλγα

Επιτροπή Κρίσης

Επιβλέπων Καθηγητής:	Συν-Επιβλέπων Καθηγητής:
Δημητράς Αυγουστινός	Σόγιακας Βασίλειος
Καθηγητής Τραπεζικής, Χρηματοοικονομικής και Λογιστικής	Καθηγητής Τραπεζικής, Χρηματοοικονομικής και Λογιστικής

Πάτρα

Σεπτέμβριος 2026

Real Estate Prices and Stock Market in Greece

Poimenidou Olga

Committee

Supervising Professor:	Co-Supervising Professor:
Dimitras Avgoustinos	Sogiakas Vasilios
Professor of Banking, Finance, and Accounting	Professor of Banking, Finance, and Accounting

Patra

September 2026

«Στους γονείς, στον άντρα μου και στον ΙΩΑΝΝΗ»

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει τη σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς στην Ελλάδα, εστιάζοντας στον τρόπο με τον οποίο οι δύο αγορές αλληλεπιδρούν και μεταβάλλονται υπό διαφορετικές οικονομικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Η μελέτη βασίζεται κυρίως σε βιβλιογραφική ανασκόπηση της σχετικής ελληνικής και διεθνούς βιβλιογραφίας, με στόχο την παρουσίαση των βασικών θεωρητικών προσεγγίσεων και των παραγόντων που διαμορφώνουν την πορεία των τιμών των ακινήτων και των χρηματιστηριακών αξιών. Παράλληλα, αξιοποιούνται πραγματικά δευτερογενή δεδομένα για την Ελλάδα κατά την περίοδο 2005–2025, τα οποία χρησιμοποιούνται συμπληρωματικά και σε περιγραφικό επίπεδο, χωρίς τη διενέργεια οικονομετρικής ή επαγωγικής στατιστικής ανάλυσης.

Ειδικότερα, εξετάζεται η εξέλιξη του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και του δείκτη τιμών των ακινήτων, σε συνδυασμό με βασικές μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές μεταβλητές, όπως το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, ο πληθωρισμός, η ανεργία, τα επιτόκια, η πιστωτική επέκταση, η απόδοση του δεκαετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου και οι ξένες άμεσες επενδύσεις στον τομέα των ακινήτων. Η χρονική περίοδος της μελέτης περιλαμβάνει διαφορετικές φάσεις της ελληνικής οικονομίας, όπως την περίοδο οικονομικής ανάπτυξης πριν από την κρίση, την ελληνική οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση, την περίοδο σταθεροποίησης και ανάκαμψης, την πανδημία COVID-19 και τη μεταπανδημική περίοδο.

Η θεωρητική και περιγραφική εξέταση δείχνει ότι η αγορά ακινήτων και η χρηματιστηριακή αγορά παρουσιάζουν διαχρονικά σημεία σύγκλισης, χωρίς ωστόσο η μεταξύ τους σχέση να παραμένει σταθερή ως προς την ένταση, τη χρονική απόκριση ή τη μορφή της. Κατά την περίοδο πριν από την οικονομική κρίση παρατηρείται ανοδική πορεία και στις δύο αγορές, ενώ κατά την κρίση καταγράφεται σημαντική υποχώρηση, με τη χρηματιστηριακή αγορά να παρουσιάζει εντονότερες και ταχύτερες μεταβολές και την αγορά ακινήτων να προσαρμόζεται περισσότερο σταδιακά. Από την περίοδο ανάκαμψης και μετά, οι δύο αγορές ακολουθούν γενικά ανοδική πορεία, αν και με διαφορετικό ρυθμό και ένταση. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η μεταπανδημική περίοδος, κατά την οποία η άνοδος των τιμών των ακινήτων συνεχίζεται παρά την αύξηση του πληθωρισμού και των επιτοκίων.

Συνολικά, η εργασία αναδεικνύει ότι η σχέση μεταξύ των δύο αγορών δεν μπορεί να ερμηνευθεί από έναν μεμονωμένο παράγοντα, αλλά συνδέεται με ένα ευρύτερο πλέγμα οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Το ΑΕΠ, η ανεργία, τα επιτόκια, η πιστωτική επέκταση, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων και οι ξένες επενδύσεις μπορούν να επηρεάζουν διαφορετικά την κάθε αγορά, ενώ η ένταση και η χρονική στιγμή της επίδρασής τους μεταβάλλονται ανάλογα με την οικονομική συγκυρία. Η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αγορά ακινήτων και το Χρηματιστήριο Αθηνών αποτελούν διακριτές αλλά αλληλένδετες αγορές, των οποίων η σχέση είναι δυναμική και εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον.

Λέξεις-κλειδιά: Αγορά ακινήτων, Χρηματιστηριακή αγορά, Χρηματιστήριο Αθηνών, Μακροοικονομικοί παράγοντες, Οικονομική κρίση, Πιστωτική επέκταση, Επιτόκια.

Abstract

This thesis examines the relationship between the real estate market and the stock market in Greece, focusing on the way in which the two markets interact and evolve under different economic and financial conditions. The study is primarily based on a literature review of relevant Greek and international research, with the aim of presenting the main theoretical approaches and identifying the factors that shape real estate prices and stock market developments. In addition, actual secondary data for Greece covering the period 2005–2025 are used as supplementary descriptive evidence. The study does not conduct econometric or inferential statistical analysis and therefore does not attempt to establish causal relationships between the variables.

More specifically, the analysis considers the evolution of the General Index of the Athens Stock Exchange and the real estate price index, together with a set of important macroeconomic and financial variables, including Gross Domestic Product, inflation, unemployment, interest rates, credit expansion, the yield on the ten-year Greek government bond and foreign direct investment in real estate. The period under examination covers different phases of the Greek economy, including the period of economic growth before the financial crisis, the Greek economic and financial crisis, the subsequent stabilization and recovery period, the COVID-19 pandemic and the post-pandemic period.

The theoretical review and the descriptive examination of the available data indicate that the real estate and stock markets display periods of common movement, although their relationship does not remain constant in terms of intensity, timing or adjustment dynamics. During the pre-crisis period, both markets followed an upward trajectory. During the economic crisis, both experienced substantial declines, with the stock market showing sharper and faster adjustments, while the real estate market declined more gradually and reached its lowest levels at a later stage. Following 2017, both markets entered a recovery phase, although their rates and patterns of adjustment differed. The post-pandemic period is of particular interest, as real estate prices continued to increase despite the substantial rise in inflation and interest rates.

Overall, the findings of the study suggest that the relationship between the two markets cannot be attributed to a single determinant. Instead, it is associated with a broader combination of macroeconomic and financial conditions. GDP, unemployment, interest rates, credit expansion, government bond yields and foreign direct investment may affect the two markets through different mechanisms, while the intensity and timing of their effects may vary across economic periods. The study therefore highlights the dynamic and multifaceted character of the relationship between the Greek real estate market and the Athens Stock Exchange. The two markets should be regarded as distinct but interconnected components of the broader economic and financial system, whose interaction changes according to prevailing economic conditions.

Keywords: Real estate market, Stock market, Athens Stock Exchange, Macroeconomic factors, Economic crisis, Credit expansion, Interest rates.

Περιεχόμενα

Περίληψη.....vii
Abstract.....viiii
Περιεχόμενα.....x
Κατάλογος Εικόνων / Σχημάτων.....xivii
Κατάλογος Πινάκων.....xv
Συντομογραφίες & Ακρωνύμια.....xvii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή.....1
1.1 Αντικείμενο και σκοπός της εργασίας.....1
1.2 Σημασία της μελέτης των τιμών ακινήτων και του χρηματιστηρίου.....2
1.3 Ερευνητικά Ερωτήματα.....3
1.4 Δομή της εργασίας.....4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η Αγορά Ακινήτων. Κατηγορίες και Παράγοντες Προσφοράς και Ζήτησης.....5
2.1 Η Αγορά Ακινήτων.....5
2.2 Ορισμός της Αγοράς Ακινήτων.....7
2.3 Θεωρητικές Προσεγγίσεις της Αγοράς Ακινήτων.....8
2.3.1 Η Νεοκλασική Θεωρία της Αγοράς Ακινήτων.....9
2.3.2 Η Θεωρία της Αστικής Οικονομικής (Urban Economics).....9
2.3.3 Η Θεωρία της Ηδονικής Αποτίμησης (Hedonic Pricing Theory).....10
2.3.4 Το Μοντέλο των Τεσσάρων Τεταρτημορίων (Four Quadrant Model).....11
2.3.5 Η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis).....12
2.3.6 Συμπεριφορική Θεωρία της Αγοράς Ακινήτων (Behavioural Real Estate).....13
2.4 Χαρακτηριστικά της Αγοράς Ακινήτων.....14
2.5 Κατηγορίες Ακινήτων.....17
2.6 Παράγοντες Προσφοράς της Αγοράς Ακινήτων.....21
2.7 Παράγοντες Ζήτησης της Αγοράς Ακινήτων.....27
2.8 Η Ελληνική Αγορά Ακινήτων: Ιστορική Εξέλιξη, Σύγχρονες Τάσεις και Μελλοντικές Προοπτικές.....32
2.8.1 Η Περίοδος Οικονομικής Ανάπτυξης (2000–2008).....33
2.8.2 Η Ελληνική Οικονομική Κρίση (2009–2017).....33
2.8.3 Περίοδος Ανάκαμψης (2018–2019).....34
2.8.4 Η Αγορά Ακινήτων Μετά την Πανδημία COVID-19.....35
2.9 Σύγχρονες Τάσεις στην Ελληνική Αγορά Ακινήτων.....35

2.10Προκλήσεις της Ελληνικής Αγοράς Ακινήτων....36
2.11Μελλοντικές Προοπτικές της Ελληνικής Αγοράς Ακινήτων....37
2.12Συμπεράσματα....39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Το Χρηματιστήριο και η Σχέση του με την Αγορά Ακινήτων....42
3.1 Εισαγωγή....42
3.2 Ορισμός του Χρηματιστηρίου....44
3.2.1 Έννοια και Ορισμός του Χρηματιστηρίου....44
3.2.2 Βασικές Λειτουργίες του Χρηματιστηρίου....45
3.3 Δομή του Χρηματιστηρίου....48
3.3.1 Η Πρωτογενής Αγορά (Primary Market)....49
3.3.2 Η Δευτερογενής Αγορά (Secondary Market)....50
3.3.3 Οι Συμμετέχοντες στη Χρηματιστηριακή Αγορά....51
3.3.4 Market Makers (Ειδικοί Διαπραγματευτές)....51
3.3.5 Εποπτικές Αρχές....52
3.4 Χρηματοοικονομικά Μέσα του Χρηματιστηρίου....52
3.4.1 Μετοχές....53
3.4.2 Ομόλογα....54
3.4.3 Αμοιβαία Κεφάλαια....55
3.4.4 Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ETFs)....56
3.4.5 Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα....56
3.4.6 Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ – REITs)..57
3.5 Το Χρηματιστήριο Αθηνών....59
3.5.1 Ιστορική Εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών....59
3.5.2 Η Σύγχρονη Δομή και Λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών....62
3.5.3..... Η Πορεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την Οικονομική Κρίση και η Σύγχρονη Εξέλιξή του....62
3.6 Σχέση και Αλληλεξάρτηση Μεταξύ Τιμών Ακινήτων και Χρηματιστηρίου....65
3.6.1 Θεωρητικές Προσεγγίσεις της Σχέσης Αγοράς Ακινήτων και Χρηματιστηρίου66
3.6.2 Εμπειρικές Μελέτες για τη Σχέση Τιμών Ακινήτων και Χρηματιστηρίου....68
3.6.3..... Η Ελληνική Αγορά Ακινήτων και το Χρηματιστήριο Αθηνών: Εμπειρικά Ευρήματα....71
3.6.3 Μηχανισμοί Μετάδοσης μεταξύ της Αγοράς Ακινήτων και του Χρηματιστηρίου 73
3.7 Συμπεράσματα....75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Μεθοδολογία και Δεδομένα....77

4.1 Εισαγωγή....77
4.2 Σκοπός και Στόχοι της Βιβλιογραφικής Ανασκόπησης....77
4.3 Στρατηγική Αναζήτησης της Βιβλιογραφίας....78
4.4 Κριτήρια Επιλογής των Πηγών....79
4.5 Θεματική Οργάνωση της Βιβλιογραφίας....79
4.6 Θεωρητικές πηγές και Θεμελιώδεις Προσεγγίσεις....80
4.7 Ανασκόπηση των Εμπειρικών Μελετών....81
4.8 Ο Ρόλος των Μακροοικονομικών Μεταβλητών....81
4.9 Χρονική και Γεωγραφική Οριοθέτηση της Βιβλιογραφίας....82
4.10 Διαδικασία Σύνθεσης και Αξιολόγησης της Βιβλιογραφίας....82
4.11 Αξιοπιστία και Περιορισμοί της Βιβλιογραφικής Προσέγγισης....83
4.12 Περιγραφική Αξιοποίηση Πραγματικών Δεδομένων....84
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Αποτελέσματα και Συζήτηση....85
5.1 Εισαγωγή....85
5.2 Η Αγορά Ακινήτων ως Βασικό στοιχείο της Οικονομικής Δραστηριότητας....85
5.3 Οι Βασικοί Παράγοντες Διαμόρφωσης των Τιμών των Ακινήτων....86
5.4 Η Χρηματιστηριακή Αγορά και ο Ρόλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών....87
5.5 Η Θεωρητική Σχέση Μεταξύ Αγοράς Ακινήτων και Χρηματιστηρίου....87
5.6 Η Πραγματική Σχέση Μεταξύ Αγοράς Ακινήτων και Χρηματιστηρίου....88
5.7 Η Κατεύθυνση της Σχέσης Μεταξύ των Δύο Αγορών....90
5.8 Η Επίδραση των Μακροοικονομικών Παραγόντων στη Σχέση των Δύο Αγορών....91
5.9 Η Πραγματική Επίδραση των Μακροοικονομικών Παραγόντων στη Σχέση των Δύο Αγορών....91
5.10 Η Ελληνική Οικονομική Κρίση και οι Δύο Αγορές....103
5.11 Η Περίοδος Σταθεροποίησης και Ανάκαμψης....104
5.12 Η Πανδημία COVID-19 και η Μεταπανδημική Περίοδος....104
5.13 Αξιολόγηση της Αγοράς Ακινήτων και της Χρηματιστηριακής Αγοράς....104
5.14 Σύνθεση των Βιβλιογραφικών Ευρημάτων....105
5.15 Σύνδεση των Ευρημάτων με τα Ερευνητικά Ερωτήματα....106
5.16 Συζήτηση....107
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Συμπεράσματα, Περιορισμοί και Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα....108
6.1 Εισαγωγή....108
6.2 Συνολική Αποτίμηση της Μελέτης....108
6.3 Βασικά Συμπεράσματα Σχέσης Αγοράς Ακινήτων – Χρηματιστηρίου....109

6.4 Ο Ρόλος των Μακροοικονομικών Μεταβλητών....110
6.5 Η Ελληνική Περίπτωση....110
6.6 Συμπεράσματα από την Εξέταση των Πραγματικών Δεδομένων....111
6.7 Συμβολή της Εργασίας....114
6.8 Περιορισμοί της Μελέτης....114
6.9 Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα....115
6.10 Τελικό Συμπέρασμα....116
6.11 Συνοπτική Απάντηση στα Ερευνητικά Ερωτήματα....118
Παράρτημα....119
Βιβλιογραφία....123

Κατάλογος Εικόνων / Σχημάτων

Εικόνα 2.1 Λειτουργία της αγοράς ακινήτων.....8
Εικόνα 2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά των ακινήτων.....22
Εικόνα 2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση των ακινήτων.....27
Εικόνα 2.4 Ο κύκλος της αγοράς ακινήτων.....32
Εικόνα 2.5 Αλληλεπίδραση μεταξύ οικονομικής ανάπτυξης και αγοράς ακινήτων.....39
Εικόνα 3.1 Δομή και βασικοί συμμετέχοντες του χρηματιστηρίου.....49
Εικόνα 3.2 Κατηγορίες χρηματοοικονομικών μέσων του χρηματιστηρίου.....53
Εικόνα 3.3 Οι ΑΕΕΑΠ (REITs) ως συνδετικός κρίκος μεταξύ χρηματιστηρίου και αγοράς ακινήτων.....59
Εικόνα 3.4 Θεωρητικοί μηχανισμοί σύνδεσης μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου.....65
Εικόνα 3.5 Σύνοψη των κυριότερων εμπειρικών μελετών για τη σχέση αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου.....68

Σχήμα 3.1 Οι βασικές συνήθεις σχέσεις, με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, μεταξύ της κατά κεφαλήν κατανάλωσης, του εισοδήματος και των δύο μέτρων πλούτου. Η εκτιμώμενη επίδραση του πλούτου της αγοράς κατοικίας στην κατανάλωση είναι σημαντική και μεγάλη.....69

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 2.1 Κατηγορίες ακινήτων και βασικά χαρακτηριστικά 18
Πίνακας 5.1 Διαφορές μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηριακής αγοράς, όπως αυτές προκύπτουν από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση 105

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 5.1 Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και των τιμών των ακινήτων ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....89
Διάγραμμα 5.2 Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και του ΑΕΠ ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....92
Διάγραμμα 5.3 Σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και του ΑΕΠ ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....93
Διάγραμμα 5.4 Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και του πληθωρισμού ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....94
Διάγραμμα 5.5 Σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και του πληθωρισμού ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....94
Διάγραμμα 5.6 Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και ανεργίας ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....95
Διάγραμμα 5.7 Σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και ανεργίας ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....96
Διάγραμμα 5.8 Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και επιτοκίων ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....97
Διάγραμμα 5.9 Σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και επιτοκίων ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....97
Διάγραμμα 5.10 Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και πιστωτικής επέκτασης ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....98
Διάγραμμα 5.11 Σχέση μεταξύ των τιμώ των ακινήτων και πιστωτικής επέκτασης ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....99
Διάγραμμα 5.12 Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και 10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....100
Διάγραμμα 5.13 Σχέση μεταξύ των τιμών ακινήτων και 10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....100
Διάγραμμα 5.14 Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και ξένων άμεσων επενδύσεων (FDI) σε ακίνητα ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025 101
Διάγραμμα 5.15 Σχέση μεταξύ των τιμών ακινήτων και ξένων άμεσων επενδύσεων (FDI) σε ακίνητα ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.....102

Συντομογραφίες & Ακρωνύμια

ΑΕΕΑΠ	Αποδόσεις των Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία
ΑΕΠ	Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος
BIM	Building Information Modeling
EMH	Efficient Market Hypothesis
ESG	Environmental, Social and Governance
EPBD	Energy Performance of Buildings Directive
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETFs	Exchange Traded Funds
IPO	Initial Public Offering
IoT	Internet of Things
NZEB	Nearly Zero Energy Buildings
OTC	Over-the-Counter
REITs	Real Estate Investment Trusts
UNEP	United Nations Environment Programme

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. Εισαγωγή

1.1 Αντικείμενο και σκοπός της εργασίας.

Η αγορά ακινήτων και η χρηματιστηριακή αγορά αποτελούν δύο από τους σημαντικότερους πυλώνες του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη, στη διαμόρφωση του επενδυτικού κλίματος και στη διαχείριση του ιδιωτικού και θεσμικού πλούτου (Mishkin, 2022). Οι δύο αυτές αγορές δεν λειτουργούν ανεξάρτητα, αλλά αλληλεπιδρούν μέσω ενός σύνθετου πλέγματος μακροοικονομικών, χρηματοοικονομικών και συμπεριφορικών παραγόντων, όπως τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η πιστωτική επέκταση, η οικονομική ανάπτυξη και οι προσδοκίες των επενδυτών (Case et al., 2005, Goodhart and Hofmann, 2008).

Η διαχρονική εξέλιξη των τιμών των ακινήτων και των χρηματιστηριακών δεικτών επηρεάζει σημαντικά τη συμπεριφορά των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και των επενδυτών. Η αύξηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων ενισχύει την καταναλωτική και επενδυτική δραστηριότητα μέσω του φαινομένου του πλούτου (wealth effect), ενώ οι έντονες διακυμάνσεις των αγορών μπορούν να προκαλέσουν σοβαρές επιπτώσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και στην πραγματική οικονομία (Brunnermeier, 2009).

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2007–2009 ανέδειξε με τον πλέον χαρακτηριστικό τρόπο τη στενή διασύνδεση μεταξύ της αγοράς ακινήτων, του τραπεζικού συστήματος και των χρηματιστηριακών αγορών. Η κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων στις Ηνωμένες Πολιτείες μεταδόθηκε γρήγορα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, επηρεάζοντας τις τιμές των ακινήτων, τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και τη γενικότερη οικονομική δραστηριότητα (Mian and Sufi, 2014). Αντίστοιχα, η ελληνική οικονομία βίωσε μια παρατεταμένη περίοδο ύφεσης, κατά την οποία τόσο η αγορά ακινήτων όσο και το Χρηματιστήριο Αθηνών παρουσίασαν σημαντικές απώλειες, αναδεικνύοντας την αλληλεξάρτηση των δύο αγορών (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της αγοράς ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών, με έμφαση στους παράγοντες που επηρεάζουν τη διαμόρφωση των τιμών και στις αλληλεπιδράσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των δύο αγορών. Η εργασία επιδιώκει να αναδείξει τόσο το θεωρητικό υπόβαθρο όσο και τα εμπειρικά δεδομένα που εξηγούν τη δυναμική της συγκεκριμένης σχέσης.

Ειδικότερα, σκοπός της εργασίας είναι:

- Η παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών της αγοράς ακινήτων και του χρηματιστηρίου.
- Η ανάλυση των παραγόντων προσφοράς και ζήτησης που επηρεάζουν τις τιμές των ακινήτων.
- Η διερεύνηση της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της εξέλιξής του.
- Η παρουσίαση των θεωρητικών προσεγγίσεων που εξηγούν τη σχέση μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου.
- Η ανάλυση των σημαντικότερων εμπειρικών μελετών της διεθνούς και ελληνικής βιβλιογραφίας.
- Η εμπειρική διερεύνηση των αντιλήψεων των επενδυτών σχετικά με τη σχέση των δύο αγορών μέσω πρωτογενούς έρευνας.

Η επίτευξη των παραπάνω στόχων αναμένεται να συμβάλει στην καλύτερη κατανόηση των μηχανισμών που συνδέουν την αγορά ακινήτων με τη χρηματιστηριακή αγορά και να προσφέρει χρήσιμα συμπεράσματα για επενδυτές, ερευνητές και φορείς οικονομικής πολιτικής.

1.2 Σημασία της Μελέτης των Τιμών Ακινήτων και του Χρηματιστηρίου.

Η εξέλιξη των τιμών των ακινήτων και των χρηματιστηριακών αξιών αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Οι δύο αγορές συγκεντρώνουν μεγάλο μέρος του ιδιωτικού και θεσμικού πλούτου και επηρεάζουν άμεσα τις επενδυτικές αποφάσεις, την κατανάλωση, την αποταμίευση και την πρόσβαση στη χρηματοδότηση (Mishkin, 2022).

Η αγορά ακινήτων κατέχει ιδιαίτερη θέση στις περισσότερες οικονομίες, καθώς συνδέεται τόσο με την κάλυψη βασικών στεγαστικών αναγκών όσο και με την επενδυτική αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας. Οι μεταβολές στις τιμές των ακινήτων επηρεάζουν την αξία των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών, την πιστοληπτική τους ικανότητα και τη δυνατότητα άντλησης τραπεζικής χρηματοδότησης (Goodhart and Hofmann, 2008). Παράλληλα, ο κατασκευαστικός κλάδος και οι συναφείς δραστηριότητες αποτελούν σημαντικό τμήμα του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Α.Ε.Π.) και της απασχόλησης, γεγονός που καθιστά την αγορά ακινήτων βασικό μοχλό οικονομικής ανάπτυξης.

Από την άλλη πλευρά, το χρηματιστήριο αποτελεί βασικό μηχανισμό άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις και κατανομής των διαθέσιμων πόρων στην οικονομία. Μέσω της λειτουργίας του, διευκολύνεται η χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων, η ενίσχυση της επιχειρηματικότητας και η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Επιπλέον, οι χρηματιστηριακοί δείκτες χρησιμοποιούνται διεθνώς ως πρόδρομοι δείκτες της οικονομικής συγκυρίας και των προσδοκιών των επενδυτών (Fabozzi, 2021).

Η μελέτη της σχέσης μεταξύ των δύο αγορών αποκτά ιδιαίτερη σημασία, καθώς πλήθος ερευνών έχει δείξει ότι οι μεταβολές στις τιμές των ακινήτων και στις χρηματιστηριακές αποτιμήσεις επηρεάζονται από κοινούς παράγοντες, όπως τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η οικονομική ανάπτυξη και η πιστωτική επέκταση (Quan and Titman, 1999, Case et al., 2005). Παράλληλα, η διεθνής εμπειρία καταδεικνύει ότι οι περίοδοι έντονης ανόδου ή πτώσης στις δύο αγορές μπορούν να δημιουργήσουν συστημικούς κινδύνους και να επηρεάσουν τη συνολική σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Brunnermeier, 2009).

Στην ελληνική οικονομία, η σημασία της συγκεκριμένης θεματικής είναι ακόμη μεγαλύτερη λόγω της παρατεταμένης οικονομικής κρίσης, της ανάκαμψης της αγοράς ακινήτων μετά το 2018, της αναβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και της αυξανόμενης συμμετοχής ξένων επενδυτών τόσο στην αγορά ακινήτων όσο και στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024). Η κατανόηση της αλληλεπίδρασης των δύο αγορών μπορεί να συμβάλει στη λήψη ορθότερων επενδυτικών αποφάσεων και στη διαμόρφωση αποτελεσματικότερων πολιτικών οικονομικής σταθερότητας.

1.3 Ερευνητικά Ερωτήματα.

Η παρούσα διπλωματική εργασία επιδιώκει να διερευνήσει τη δυναμική σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αξιοποιώντας πραγματικά μακροοικονομικά και χρηματοοικονομικά δεδομένα. Ειδικότερα, εξετάζεται κατά πόσο οι μεταβολές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετίζονται με τις μεταβολές των τιμών των ακινήτων, καθώς και ο ρόλος βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών στη διαμόρφωση αυτής της σχέσης. Με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία και τους στόχους της έρευνας, τα ερευνητικά ερωτήματα που προκύπτουν διατυπώνονται παρακάτω.

1. Ποια είναι η σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και της πορείας του Χρηματιστηρίου Αθηνών;

2. Ποιοι μακροοικονομικοί παράγοντες επηρεάζουν τη σχέση μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου;
3. Πώς επηρεάστηκαν η αγορά ακινήτων και το Χρηματιστήριο Αθηνών από τις σημαντικές οικονομικές μεταβολές στην Ελλάδα;
4. Μεταβάλλεται η σχέση μεταξύ των δύο αγορών ανάλογα με την οικονομική περίοδο;

1.4 Δομή της Εργασίας.

Η παρούσα διπλωματική εργασία οργανώνεται σε έξι κεφάλαια, τα οποία αναπτύσσονται με τρόπο ώστε να παρουσιάζεται σταδιακά το θεωρητικό υπόβαθρο, η βιβλιογραφική τεκμηρίωση και η σύνθεση των ευρημάτων σχετικά με τη σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς.

Στο Κεφάλαιο 1, παρουσιάζονται το αντικείμενο και ο σκοπός της εργασίας, η σημασία της μελέτης των τιμών των ακινήτων και του χρηματιστηρίου, τα ερευνητικά ερωτήματα και η συνολική δομή της μελέτης. Στο Κεφάλαιο 2 εξετάζεται η αγορά ακινήτων, με αναφορά στον ορισμό και τα βασικά χαρακτηριστικά της, τις κυριότερες θεωρητικές προσεγγίσεις, τις κατηγορίες ακινήτων, καθώς και τους παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά και τη ζήτηση. Παράλληλα, παρουσιάζεται η εξέλιξη της ελληνικής αγοράς ακινήτων, με ιδιαίτερη αναφορά στην περίοδο οικονομικής κρίσης, την περίοδο ανάκαμψης και τις μεταπανδημικές εξελίξεις. Στο Κεφάλαιο 3 αναλύεται η χρηματιστηριακή αγορά, η δομή και οι λειτουργίες της, η εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, καθώς και οι θεωρητικοί και εμπειρικοί μηχανισμοί που μπορούν να συνδέουν τη χρηματιστηριακή αγορά με την αγορά ακινήτων.

Στο Κεφάλαιο 4 παρουσιάζεται η μεθοδολογία της βιβλιογραφικής ανασκόπησης, περιγράφοντας τη διαδικασία αναζήτησης, επιλογής, αξιολόγησης, ταξινόμησης και σύνθεσης των επιστημονικών και θεσμικών πηγών που αξιοποιήθηκαν. Στο Κεφάλαιο 5 πραγματοποιείται η σύνθεση και η συζήτηση των βιβλιογραφικών ευρημάτων, με έμφαση στη σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στους μηχανισμούς αλληλεπίδρασης των δύο αγορών και στον ρόλο των βασικών μακροοικονομικών παραγόντων. Τέλος, στο Κεφάλαιο 6 παρουσιάζονται τα συνολικά συμπεράσματα της εργασίας, η απάντηση στα ερευνητικά ερωτήματα, οι περιορισμοί της βιβλιογραφικής προσέγγισης και οι προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. Η Αγορά Ακινήτων. Κατηγορίες και Παράγοντες Προσφοράς και Ζήτησης

2.1 Η Αγορά Ακινήτων.

Η αγορά ακινήτων αποτελεί έναν από τους πλέον στρατηγικούς τομείς της οικονομίας, καθώς συνδέεται άμεσα με την οικονομική ανάπτυξη, την κατανομή του πλούτου, τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη διαμόρφωση της κοινωνικής ευημερίας. Η σημασία της υπερβαίνει τη στενή έννοια της αγοράς κατοικίας ή των επαγγελματικών χώρων, καθώς επηρεάζει την επενδυτική δραστηριότητα, την απασχόληση, την αστική ανάπτυξη, τη δημοσιονομική πολιτική και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (Geltner et al., 2015). Σε πολλές οικονομίες, οι επενδύσεις σε ακίνητα αποτελούν σημαντικό μέρος του ακαθάριστου σχηματισμού παγίου κεφαλαίου, ενώ η αξία της ακίνητης περιουσίας αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο ποσοστό του πλούτου των νοικοκυριών (OECD, 2023).

Η αγορά ακινήτων διαφοροποιείται ουσιωδώς από τις υπόλοιπες αγορές αγαθών και υπηρεσιών, καθώς τα ακίνητα αποτελούν ετερογενή, ακίνητα και μακροχρόνια περιουσιακά στοιχεία. Η γεωγραφική θέση, τα φυσικά χαρακτηριστικά, οι πολεοδομικοί περιορισμοί, η ηλικία, η ποιότητα κατασκευής και οι επιτρεπόμενες χρήσεις γης διαφοροποιούν κάθε ακίνητο, καθιστώντας δύσκολη την ύπαρξη πλήρως ανταγωνιστικής αγοράς. Η μοναδικότητα αυτή δημιουργεί σημαντικές προκλήσεις στην αποτίμηση της αξίας των ακινήτων και στη διαμόρφωση των τιμών (Ling and Archer, 2021).

Παράλληλα, η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από περιορισμένη ρευστότητα και σημαντικές χρονικές καθυστερήσεις προσαρμογής. Η ανάπτυξη νέων οικοδομών απαιτεί υψηλό αρχικό κεφάλαιο, σύνθετες διαδικασίες αδειοδότησης και μεγάλο χρονικό διάστημα κατασκευής. Ως αποτέλεσμα, η προσφορά ακινήτων είναι σχετικά ανελαστική βραχυχρόνια, γεγονός που οδηγεί συχνά σε έντονες διακυμάνσεις των τιμών όταν μεταβάλλεται η ζήτηση (DiPasquale and Wheaton, 1996). Η ανελαστικότητα αυτή εξηγεί γιατί οι αγορές ακινήτων εμφανίζουν συχνά περιόδους υπερτίμησης ή υποτίμησης, οι οποίες συνδέονται στενά με τους οικονομικούς κύκλους και τις συνθήκες χρηματοδότησης.

Η στενή σχέση της αγοράς ακινήτων με το τραπεζικό σύστημα αναδείχθηκε ιδιαίτερα κατά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007–2008. Η κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime mortgages) στις Ηνωμένες Πολιτείες οδήγησε σε σημαντική πτώση των τιμών των κατοικιών, προκαλώντας αλυσιδωτές επιπτώσεις στις τράπεζες, στις αγορές κεφαλαίου και τελικά στην παγκόσμια οικονομία (Case and Shiller, 2003). Το γεγονός αυτό ανέδειξε ότι η αγορά ακινήτων δεν αποτελεί απλώς έναν επιμέρους κλάδο της οικονομίας, αλλά έναν βασικό μηχανισμό μετάδοσης μακροοικονομικών και χρηματοπιστωτικών κινδύνων.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η αγορά ακινήτων επηρεάζεται από ένα ευρύ φάσμα οικονομικών και θεσμικών παραγόντων, όπως η νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, τα επιτόκια στεγαστικών δανείων, η διαθεσιμότητα πιστώσεων, η φορολογική πολιτική, η ενεργειακή απόδοση των κτιρίων και οι περιβαλλοντικοί στόχοι της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας (European Central Bank, 2024). Τα τελευταία χρόνια, η ενεργειακή αναβάθμιση των κτιρίων και η εφαρμογή των κριτηρίων ESG (Environmental, Social and Governance) έχουν αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία, καθώς επηρεάζουν ολοένα και περισσότερο τόσο τις αξίες όσο και τη ζήτηση των ακινήτων.

Η ελληνική αγορά ακινήτων παρουσιάζει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά συγκριτικά με άλλες ευρωπαϊκές αγορές. Το υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης, η περιορισμένη ανάπτυξη της αγοράς κοινωνικής κατοικίας, η έντονη σημασία της οικογενειακής περιουσίας και η διαχρονική αντιμετώπιση των ακινήτων ως ασφαλούς μορφής αποταμίευσης έχουν διαμορφώσει μια ιδιόμορφη δομή της αγοράς (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024). Η δεκαετής οικονομική κρίση (2009–2018) προκάλεσε σημαντική μείωση των τιμών, περιορισμό της οικοδομικής δραστηριότητας και μείωση των επενδύσεων. Ωστόσο, από το 2018 και μετά παρατηρείται σταδιακή ανάκαμψη, η οποία ενισχύθηκε από την αύξηση των ξένων επενδύσεων, την ανάπτυξη των βραχυχρόνιων μισθώσεων μέσω ψηφιακών πλατφορμών, την εφαρμογή του προγράμματος Golden Visa και την αυξανόμενη ζήτηση για κατοικίες υψηλής ενεργειακής απόδοσης (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Η διεθνής βιβλιογραφία αντιμετωπίζει την αγορά ακινήτων ως αντικείμενο διεπιστημονικής έρευνας που συνδυάζει στοιχεία οικονομικής επιστήμης, χρηματοοικονομικής, αστικής γεωγραφίας, πολεοδομίας και διοίκησης επιχειρήσεων. Από τις πρώτες θεωρίες της αστικής οικονομικής ανάπτυξης των Alonso (1964), Muth (1969) και Mills (1972), μέχρι τα σύγχρονα υποδείγματα των DiPasquale και Wheaton (1996),

των Geltner et al. (2015) και των Ling και Archer (2021), η επιστημονική έρευνα έχει αναπτύξει πληθώρα εργαλείων για την ερμηνεία της διαμόρφωσης των τιμών, της επενδυτικής συμπεριφοράς και της λειτουργίας των αγορών ακινήτων.

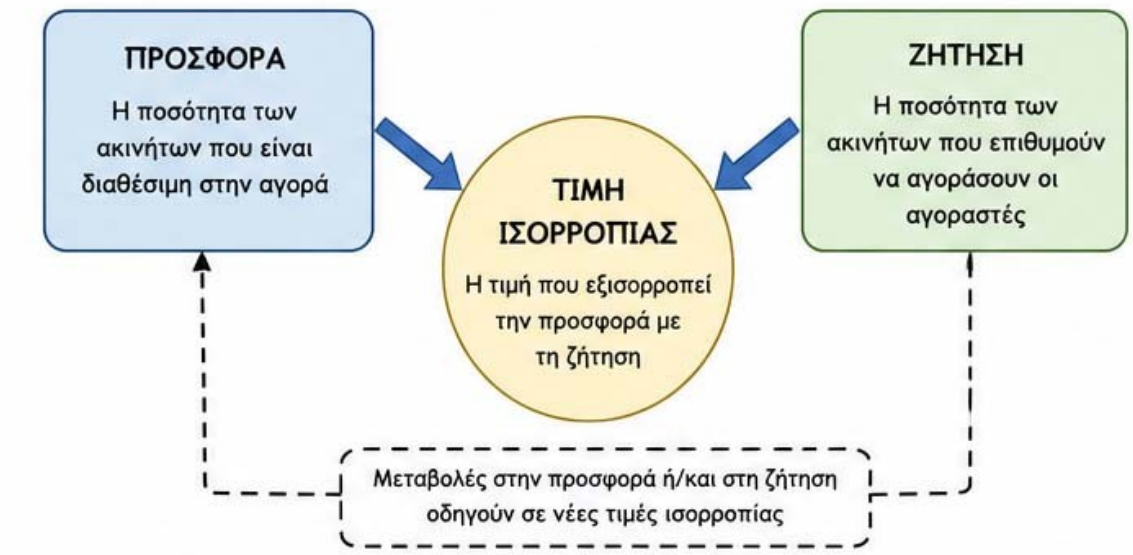
Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι η συστηματική παρουσίαση της αγοράς ακινήτων μέσα από την ανάλυση των βασικών θεωρητικών προσεγγίσεων, των χαρακτηριστικών και των κατηγοριών των ακινήτων, καθώς και των παραγόντων που διαμορφώνουν την προσφορά και τη ζήτηση. Παράλληλα, επιχειρείται η σύνδεση της διεθνούς θεωρίας με την ελληνική πραγματικότητα, προκειμένου να αναδειχθούν οι ιδιαιτερότητες της εγχώριας αγοράς και οι προκλήσεις που αντιμετωπίζει στο σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον.

2.2 Ορισμός της Αγοράς Ακινήτων.

Η έννοια της αγοράς ακινήτων έχει αποτελέσει αντικείμενο εκτεταμένης μελέτης στην οικονομική επιστήμη, καθώς πρόκειται για μία αγορά με ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που τη διαφοροποιούν από τις περισσότερες αγορές αγαθών και υπηρεσιών. Σύμφωνα με τους DiPasquale και Wheaton (1996), η αγορά ακινήτων αποτελεί το σύνολο των μηχανισμών μέσω των οποίων πραγματοποιούνται συναλλαγές σχετικές με τη γη, τα κτίρια και τα εμπράγματα δικαιώματα επ' αυτών, με σκοπό την κάλυψη στεγαστικών, επαγγελματικών, επενδυτικών ή παραγωγικών αναγκών.

Οι Geltner et al. (2014) ορίζουν την αγορά ακινήτων ως ένα σύνθετο οικονομικό σύστημα στο οποίο αλληλεπιδρούν τέσσερις βασικές ομάδες συμμετεχόντων: οι ιδιοκτήτες ακινήτων, οι χρήστες (νοικοκυριά και επιχειρήσεις), οι επενδυτές και οι κατασκευαστές. Στο σύστημα αυτό παρεμβάλλονται οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, οι οποίοι παρέχουν την απαραίτητη χρηματοδότηση μέσω στεγαστικών και επιχειρηματικών δανείων, καθώς και το κράτος, το οποίο επηρεάζει τη λειτουργία της αγοράς μέσω της φορολογικής πολιτικής, της πολεοδομικής νομοθεσίας και των κανόνων χρήσης γης.

Η αγορά ακινήτων δεν περιορίζεται στην αγοραπωλησία κατοικιών, αλλά περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων, όπως η ανάπτυξη γης, η κατασκευή νέων κτιρίων, η εκμετάλλευση επαγγελματικών χώρων, οι μισθώσεις, οι επενδύσεις μέσω εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REITs), καθώς και οι υπηρεσίες εκτίμησης, διαχείρισης και συμβουλευτικής ακινήτων (Brueggeman and Fisher, 2016).



Εικόνα 2.1. Λειτουργία της αγοράς ακινήτων (DiPasquale and Wheaton, 1996).

Η λειτουργία της αγοράς βασίζεται στην αλληλεπίδραση της προσφοράς και της ζήτησης (Εικόνα 2.1). Ωστόσο, σε αντίθεση με τις αγορές ομοιογενών αγαθών, η τιμή ενός ακινήτου δεν καθορίζεται αποκλειστικά από τις δυνάμεις της αγοράς, αλλά επηρεάζεται από πληθώρα παραγόντων, όπως η θέση, η προσβασιμότητα, οι πολεοδομικοί περιορισμοί, η ποιότητα κατασκευής, οι περιβαλλοντικές συνθήκες και οι προσδοκίες των επενδυτών (Rosen, 1974).

2.3 Θεωρητικές Προσεγγίσεις της Αγοράς Ακινήτων.

Η λειτουργία της αγοράς ακινήτων έχει αποτελέσει αντικείμενο εκτεταμένης θεωρητικής και εμπειρικής έρευνας τις τελευταίες δεκαετίες. Σε αντίθεση με τις περισσότερες αγορές αγαθών, η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από έντονη πολυπλοκότητα, καθώς η διαμόρφωση των τιμών δεν εξαρτάται αποκλειστικά από τους μηχανισμούς της προσφοράς και της ζήτησης, αλλά επηρεάζεται από δημογραφικούς, κοινωνικούς, θεσμικούς, χρηματοοικονομικούς και χωροταξικούς παράγοντες. Για τον λόγο αυτό έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις, οι οποίες επιχειρούν να εξηγήσουν τον τρόπο λειτουργίας της αγοράς, την αποτίμηση των ακινήτων και τη συμπεριφορά των επενδυτών.

Οι σημαντικότερες θεωρίες περιλαμβάνουν τη νεοκλασική θεωρία της αγοράς ακινήτων, τη θεωρία της αστικής οικονομικής (Urban Economics), το υπόδειγμα της ηδονικής αποτίμησης (Hedonic Pricing Model), το μοντέλο των τεσσάρων τεταρτημορίων (Four Quadrant Model), τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis) και τη συμπεριφορική θεωρία των επενδύσεων σε ακίνητα (Behavioural Real Estate).

2.3.1 Η Νεοκλασική Θεωρία της Αγοράς Ακινήτων.

Η νεοκλασική οικονομική θεωρία αποτελεί τη βάση για την κατανόηση της λειτουργίας της αγοράς ακινήτων. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι τιμές διαμορφώνονται από την αλληλεπίδραση της προσφοράς και της ζήτησης, με την αγορά να τείνει προς μια κατάσταση ισορροπίας (Varian, 2014). Η θεώρηση αυτή προϋποθέτει ότι οι οικονομικοί φορείς ενεργούν ορθολογικά, διαθέτουν πλήρη πληροφόρηση και επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση της ωφέλειάς τους.

Στην αγορά ακινήτων, οι αγοραστές επιλέγουν το ακίνητο που μεγιστοποιεί την ικανοποίησή τους με βάση το διαθέσιμο εισόδημα, τις στεγαστικές ανάγκες και τις προσδοκίες τους για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών. Από την άλλη πλευρά, οι κατασκευαστές και οι ιδιοκτήτες επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση του κέρδους μέσω της πώλησης ή της εκμίσθωσης των ακινήτων τους (Brueggeman and Fisher, 2016).

Ωστόσο, η εφαρμογή της νεοκλασικής θεωρίας στην αγορά ακινήτων παρουσιάζει περιορισμούς. Η ύπαρξη υψηλού κόστους συναλλαγών, η ετερογένεια των ακινήτων, η ατελής πληροφόρηση και η ανελαστική προσφορά καθιστούν δύσκολη την επίτευξη της πλήρους ισορροπίας που προβλέπει το θεωρητικό υπόδειγμα (DiPasquale and Wheaton, 1996). Επιπλέον, οι επενδυτικές αποφάσεις επηρεάζονται συχνά από ψυχολογικούς παράγοντες και όχι αποκλειστικά από την οικονομική λογική.

2.3.2 Η Θεωρία της Αστικής Οικονομικής (Urban Economics).

Η θεωρία της αστικής οικονομικής εξετάζει τον τρόπο με τον οποίο η χωρική κατανομή των οικονομικών δραστηριοτήτων επηρεάζει την αξία της γης και των

ακινήτων. Οι πρώτες ολοκληρωμένες προσεγγίσεις αναπτύχθηκαν από τον Alonso (1964), ο οποίος εισήγαγε το μοντέλο των προσφορών ενοικίου (Bid – Rent Theory).

Σύμφωνα με τον Alonso (1964), η αξία της γης μειώνεται όσο αυξάνεται η απόσταση από το κέντρο της πόλης. Οι οικονομικοί φορείς είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερο τίμημα για ακίνητα που βρίσκονται κοντά στα κέντρα απασχόλησης, καθώς μειώνεται το κόστος μετακίνησης. Ως αποτέλεσμα, οι εμπορικές δραστηριότητες καταλαμβάνουν συνήθως τις πιο κεντρικές περιοχές, ενώ οι κατοικίες αναπτύσσονται σταδιακά προς την περιφέρεια.

Ο Muth (1969) επέκτεινε το μοντέλο του Alonso ενσωματώνοντας τη συμπεριφορά των νοικοκυριών και τη ζήτηση για κατοικία. Υποστήριξε ότι οι καταναλωτές επιλέγουν την κατοικία τους μεγιστοποιώντας τη συνολική χρησιμότητα που προκύπτει από τον συνδυασμό της ποιότητας της κατοικίας, του διαθέσιμου εισοδήματος και του κόστους μετακίνησης.

Στη συνέχεια, ο Mills (1972) ανέπτυξε περαιτέρω τη θεωρία της αστικής οικονομικής, αναλύοντας τη σχέση μεταξύ πυκνότητας δόμησης, αξιών γης και οικονομικής ανάπτυξης. Σύμφωνα με τον Mills, η ανάπτυξη των πόλεων αποτελεί αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης μεταξύ του κόστους μετακίνησης, της ζήτησης για κατοικία και της προσφοράς γης.

Οι θεωρίες αυτές εξακολουθούν να αποτελούν τη βάση της σύγχρονης χωρικής οικονομικής ανάλυσης και χρησιμοποιούνται ευρέως στον σχεδιασμό αστικών πολιτικών, στη χωροταξία και στις εκτιμήσεις ακινήτων.

2.3.3 Η Θεωρία της Ηδονικής Αποτίμησης (Hedonic Pricing Theory).

Μία από τις σημαντικότερες θεωρίες αποτίμησης ακινήτων είναι η θεωρία της ηδονικής τιμολόγησης (Hedonic Pricing Theory), η οποία διατυπώθηκε από τον Rosen (1974). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, η αξία ενός ακινήτου δεν αποτελεί ενιαίο χαρακτηριστικό αλλά προκύπτει από το σύνολο των επιμέρους χαρακτηριστικών του.

Ο Rosen (1974) υποστήριξε ότι οι αγοραστές δεν αγοράζουν απλώς ένα ακίνητο, αλλά ένα «πακέτο χαρακτηριστικών». Τα χαρακτηριστικά αυτά περιλαμβάνουν:

- τη γεωγραφική θέση.

- την επιφάνεια.
- τον αριθμό των δωματίων.
- την ηλικία του κτιρίου.
- την ενεργειακή απόδοση.
- την ποιότητα κατασκευής.
- την πρόσβαση σε μέσα μεταφοράς.
- την εγγύτητα σε σχολεία, νοσοκομεία και εμπορικά κέντρα.
- το επίπεδο περιβαλλοντικής ποιότητας.
- το επίπεδο ασφάλειας της περιοχής.

Η συνολική τιμή του ακινήτου ισούται ουσιαστικά με το άθροισμα της οικονομικής αξίας όλων αυτών των επιμέρους χαρακτηριστικών.

Η θεωρία αυτή εφαρμόζεται ευρέως στις σύγχρονες μελέτες αποτίμησης ακινήτων μέσω οικονομετρικών υποδειγμάτων πολλαπλής παλινδρόμησης. Πλήθος ερευνητών έχουν χρησιμοποιήσει ηδονικά μοντέλα για να εκτιμήσουν την επίδραση παραγόντων όπως η ενεργειακή απόδοση, η εγγύτητα σε σταθμούς μετρό, η θέα στη θάλασσα, οι χώροι πρασίνου και η ποιότητα του αστικού περιβάλλοντος στις τιμές των κατοικιών (Malpezzi, 2003).

Τα τελευταία χρόνια, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η επίδραση της ενεργειακής κλάσης των κτιρίων στις τιμές πώλησης. Μελέτες έχουν δείξει ότι κατοικίες με υψηλή ενεργειακή απόδοση εμφανίζουν υψηλότερες εμπορικές αξίες και μεγαλύτερη ζήτηση, γεγονός που συνδέεται με τη μείωση του λειτουργικού κόστους και την αυξανόμενη περιβαλλοντική ευαισθητοποίηση των αγοραστών (European Commission, 2023).

2.3.4 Το Μοντέλο των Τεσσάρων Τεταρτημορίων (Four Quadrant Model).

Το σημαντικότερο ίσως θεωρητικό υπόδειγμα της σύγχρονης οικονομικής των ακινήτων είναι το μοντέλο των τεσσάρων τεταρτημορίων (Four Quadrant Model), το οποίο αναπτύχθηκε από τους DiPasquale και Wheaton (1996). Το υπόδειγμα αυτό συνδέει

την αγορά χρήσης των ακινήτων με την αγορά επενδύσεων και την κατασκευαστική δραστηριότητα, παρουσιάζοντας τη δυναμική λειτουργία του κλάδου.

Σύμφωνα με το μοντέλο, η αγορά ακινήτων αποτελείται από τέσσερα αλληλοεξαρτώμενα τμήματα:

1. Αγορά χρήσης (Space Market), όπου προσδιορίζονται τα επίπεδα των ενοικίων μέσω της προσφοράς και της ζήτησης για χώρους.
2. Αγορά επενδύσεων (Asset Market), στην οποία οι επενδυτές αποτιμούν τα ακίνητα με βάση τις αναμενόμενες ταμειακές ροές και τις αποδόσεις τους.
3. Κατασκευαστική αγορά (Construction Market), όπου οι κατασκευαστές αποφασίζουν εάν θα δημιουργήσουν νέο απόθεμα ακινήτων ανάλογα με το κόστος κατασκευής και τις αναμενόμενες τιμές πώλησης.
4. Απόθεμα ακινήτων (Stock Adjustment), το οποίο μεταβάλλεται σταδιακά μέσω της νέας οικοδομικής δραστηριότητας και της απόσυρσης παλαιών κτιρίων.

Το συγκεκριμένο μοντέλο εξηγεί αποτελεσματικά γιατί οι αγορές ακινήτων παρουσιάζουν καθυστερημένη προσαρμογή στις μεταβολές της ζήτησης. Για παράδειγμα, μια αύξηση της ζήτησης οδηγεί αρχικά σε αύξηση των ενοικίων. Η αύξηση αυτή ανεβάζει την αξία των ακινήτων, γεγονός που ενθαρρύνει νέες κατασκευές. Επειδή όμως η κατασκευή απαιτεί αρκετό χρόνο, η συνολική προσφορά αυξάνεται με καθυστέρηση, προκαλώντας συχνά υπερπροσφορά και μελλοντική πτώση των τιμών. Η διαδικασία αυτή δημιουργεί τους γνωστούς κύκλους της αγοράς ακινήτων (Real Estate Cycles).

2.3.5 Η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis).

Η Υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis - EMH), η οποία διατυπώθηκε από τον Fama (1970), αποτελεί μία από τις σημαντικότερες θεωρίες της χρηματοοικονομικής επιστήμης και έχει επηρεάσει σημαντικά την ανάλυση της αγοράς ακινήτων. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων ενσωματώνουν άμεσα και πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. Επομένως, κανένας επενδυτής δεν μπορεί συστηματικά να επιτυγχάνει αποδόσεις υψηλότερες από εκείνες της αγοράς χωρίς να αναλαμβάνει αντίστοιχο επίπεδο κινδύνου (Fama, 1970).

Η εφαρμογή της θεωρίας στην αγορά ακινήτων παρουσιάζει σημαντικές ιδιαιτερότητες. Σε αντίθεση με τις αγορές κινητών αξιών, όπου οι πληροφορίες διαχέονται ταχύτατα και οι συναλλαγές πραγματοποιούνται σχεδόν άμεσα, η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από περιορισμένη διαφάνεια, υψηλό κόστος συναλλαγών και σημαντικές χρονικές καθυστερήσεις στην ολοκλήρωση των αγοραπωλησιών (Geltner et al., 2014). Ως εκ τούτου, η αγορά ακινήτων θεωρείται λιγότερο αποτελεσματική συγκριτικά με τις χρηματιστηριακές αγορές.

Η περιορισμένη αποτελεσματικότητα της αγοράς δημιουργεί ευκαιρίες για επενδυτές που διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση ή εξειδικευμένες γνώσεις σχετικά με συγκεκριμένες περιοχές ή τύπους ακινήτων. Για παράδειγμα, πληροφορίες σχετικά με μελλοντικά έργα υποδομής, αλλαγές στις χρήσεις γης ή νέες επενδύσεις μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις αξίες των ακινήτων πριν ακόμη αυτές οι πληροφορίες ενσωματωθούν πλήρως στις τιμές της αγοράς (Ling and Archer, 2021).

Οι τρεις μορφές αποτελεσματικότητας που διακρίνει ο Fama (1970), ασθενής, ημιισχυρή και ισχυρή, έχουν εξεταστεί και στην αγορά ακινήτων. Η εμπειρική έρευνα δείχνει ότι η αγορά ακινήτων προσεγγίζει κυρίως την ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας, ενώ απέχει σημαντικά από την ισχυρή μορφή, λόγω της ασυμμετρίας πληροφόρησης και της περιορισμένης διαφάνειας (Case and Shiller, 2003).

2.3.6 Συμπεριφορική Θεωρία της Αγοράς Ακινήτων (Behavioural Real Estate).

Κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες, η συμπεριφορική οικονομική (Behavioural Economics) έχει επηρεάσει σημαντικά τη μελέτη της αγοράς ακινήτων. Η θεωρία αυτή αμφισβητεί τη βασική παραδοχή της νεοκλασικής οικονομικής ότι όλοι οι οικονομικοί παράγοντες ενεργούν πάντοτε ορθολογικά. Αντίθετα, υποστηρίζει ότι οι αποφάσεις των επενδυτών επηρεάζονται από ψυχολογικούς, συναισθηματικούς και κοινωνικούς παράγοντες (Kahneman and Tversky, 1979).

Η αγορά ακινήτων αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα αγοράς στην οποία οι ψυχολογικοί παράγοντες ασκούν καθοριστική επίδραση. Η περιορισμένη συχνότητα συναλλαγών, η δυσκολία αποτίμησης των ακινήτων και η έντονη συναισθηματική σύνδεση των ιδιοκτητών με την ακίνητη περιουσία οδηγούν συχνά σε αποκλίσεις μεταξύ της αγοραίας και της θεμελιώδους αξίας των ακινήτων (Shiller, 2015).

Ένα από τα σημαντικότερα φαινόμενα που περιγράφει η συμπεριφορική θεωρία είναι η δημιουργία κερδοσκοπικών φουσκών (housing bubbles). Σε περιόδους συνεχούς ανόδου των τιμών, οι επενδυτές τείνουν να θεωρούν ότι η αύξηση αυτή θα συνεχιστεί επ' αόριστον, γεγονός που οδηγεί σε υπερβολική ζήτηση και περαιτέρω αύξηση των τιμών. Όταν όμως οι προσδοκίες μεταβάλλονται, η αγορά εισέρχεται σε περίοδο διόρθωσης με απότομη πτώση των αξιών (Case and Shiller, 2003).

Η θεωρία της προοπτικής (Prospect Theory) των Kahneman και Tversky (1979) εξηγεί επίσης γιατί οι ιδιοκτήτες ακινήτων εμφανίζουν απροθυμία να πωλήσουν τα ακίνητά τους όταν οι τιμές υποχωρούν. Η απώλεια θεωρείται ψυχολογικά σημαντικότερη από το αντίστοιχο κέρδος, με αποτέλεσμα οι ιδιοκτήτες να διατηρούν τα ακίνητα στην κατοχή τους προσδοκώντας μελλοντική ανάκαμψη των τιμών. Το φαινόμενο αυτό συμβάλλει στη μείωση της προσφοράς κατά τη διάρκεια οικονομικών κρίσεων και επιβραδύνει την προσαρμογή της αγοράς.

Σύγχρονες μελέτες υπογραμμίζουν ότι οι επενδυτικές αποφάσεις στην αγορά ακινήτων επηρεάζονται επίσης από κοινωνικούς παράγοντες, όπως η συμπεριφορά της «αγέλης» (herding behaviour), η υπερβολική αυτοπεποίθηση των επενδυτών (overconfidence), καθώς και η τάση υπερεκτίμησης πρόσφατων γεγονότων (recency bias). Τα φαινόμενα αυτά έχουν παρατηρηθεί τόσο στις αγορές κατοικίας όσο και στις αγορές επαγγελματικών ακινήτων (Geltner et al., 2014).

2.4 Χαρακτηριστικά της Αγοράς Ακινήτων.

Η αγορά ακινήτων παρουσιάζει ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, τα οποία τη διαφοροποιούν ουσιαστικά από τις υπόλοιπες αγορές αγαθών και υπηρεσιών. Τα χαρακτηριστικά αυτά επηρεάζουν τόσο τη διαδικασία διαμόρφωσης των τιμών όσο και τη συμπεριφορά των επενδυτών, των κατασκευαστών και των καταναλωτών.

Το σημαντικότερο χαρακτηριστικό της αγοράς ακινήτων είναι η μοναδικότητα κάθε ακινήτου. Κανένα ακίνητο δεν είναι απολύτως όμοιο με κάποιο άλλο, ακόμη και όταν πρόκειται για δύο διαμερίσματα στην ίδια πολυκατοικία. Η διαφορά στον όροφο, στον προσανατολισμό, στη θέα, στην ποιότητα κατασκευής ή ακόμη και στη διαρρύθμιση μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές διαφοροποιήσεις της αξίας τους (Brueggeman and Fisher, 2016). Η μοναδικότητα αυτή καθιστά δυσκολότερη τη δημιουργία τυποποιημένων

τιμών και εξηγεί γιατί οι εκτιμήσεις ακινήτων βασίζονται κυρίως στη συγκριτική μέθοδο και όχι σε ενιαίες τιμολογιακές πρακτικές.

Σε αντίθεση με τα περισσότερα αγαθά, τα ακίνητα δεν μπορούν να μεταφερθούν από μία περιοχή σε άλλη. Η γεωγραφική θέση αποτελεί αναπόσπαστο στοιχείο της αξίας τους. Η εγγύτητα σε εμπορικά κέντρα, μέσα μαζικής μεταφοράς, σχολεία, νοσοκομεία, χώρους πρασίνου και υποδομές επηρεάζει σημαντικά τόσο τη ζήτηση όσο και την τελική αγοραία αξία (McGreal et al., 2009). Η ακινησία των ακινήτων σημαίνει επίσης ότι οι τοπικές οικονομικές συνθήκες, οι δημογραφικές εξελίξεις και οι πολεοδομικές πολιτικές επηρεάζουν άμεσα την αγορά κάθε περιοχής.

Η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό ετερογένειας. Τα ακίνητα διαφέρουν ως προς τη χρήση, την ηλικία, τα υλικά κατασκευής, την ενεργειακή απόδοση, τη συντήρηση, την εμπορική αξιοποίηση, το νομικό καθεστώς. Η ετερογένεια αυτή αυξάνει την πολυπλοκότητα της αγοράς και καθιστά αναγκαία τη χρήση εξειδικευμένων μεθόδων αποτίμησης και στατιστικής ανάλυσης (Rosen, 1974).

Τα περισσότερα κτίρια έχουν ωφέλιμη διάρκεια ζωής αρκετών δεκαετιών. Ως αποτέλεσμα, οι αποφάσεις κατασκευής και επένδυσης επηρεάζουν την αγορά για μεγάλο χρονικό διάστημα. Το υφιστάμενο απόθεμα κτιρίων μεταβάλλεται αργά, γεγονός που περιορίζει την ταχύτητα προσαρμογής της προσφοράς στις μεταβολές της ζήτησης (DiPasquale and Wheaton, 1996). Η μεγάλη διάρκεια ζωής των ακινήτων σημαίνει επίσης ότι η ποιότητα συντήρησης και οι ανακαινίσεις επηρεάζουν ουσιαστικά τη διατήρηση της αξίας τους.

Ένα από τα βασικότερα χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων είναι η χαμηλή ρευστότητα (low liquidity). Σε αντίθεση με τις αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπου οι συναλλαγές πραγματοποιούνται σχεδόν άμεσα, η αγορά ή η πώληση ενός ακινήτου απαιτεί συνήθως μεγάλο χρονικό διάστημα. Η διαδικασία περιλαμβάνει την αναζήτηση αγοραστών, τη διαπραγμάτευση της τιμής, τον νομικό και τεχνικό έλεγχο του ακινήτου, την εξασφάλιση χρηματοδότησης και την ολοκλήρωση των συμβολαιογραφικών πράξεων. Ως αποτέλεσμα, η μετατροπή ενός ακινήτου σε ρευστό χρήμα είναι σημαντικά δυσκολότερη σε σύγκριση με άλλες μορφές επενδύσεων, όπως οι μετοχές ή τα ομόλογα (Ling and Archer, 2021). Η χαμηλή ρευστότητα επηρεάζει άμεσα τη συμπεριφορά των επενδυτών. Σε περιόδους οικονομικής αβεβαιότητας ή

χρηματοπιστωτικών κρίσεων, οι ιδιοκτήτες συχνά αποφεύγουν να πωλήσουν τα ακίνητά τους σε χαμηλές τιμές, προσδοκώντας μελλοντική ανάκαμψη της αγοράς. Το φαινόμενο αυτό οδηγεί σε περιορισμό της προσφοράς και σε βραδύτερη προσαρμογή των τιμών στις νέες οικονομικές συνθήκες (Case and Shiller, 2003).

Οι συναλλαγές ακινήτων συνοδεύονται από σημαντικό οικονομικό κόστος. Εκτός από την αξία αγοράς του ακινήτου, οι ενδιαφερόμενοι επιβαρύνονται με φόρους μεταβίβασης, συμβολαιογραφικές αμοιβές, έξοδα κτηματολογίου, αμοιβές μηχανικών, δικηγόρων και μεσιτών, καθώς και με έξοδα χρηματοδότησης μέσω τραπεζικών δανείων (Brueggeman and Fisher, 2016). Το υψηλό κόστος συναλλαγών μειώνει τη συχνότητα των αγοραπωλησιών και περιορίζει τη βραχυχρόνια κινητικότητα της αγοράς. Επιπλέον, αυξάνει το χρονικό διάστημα που απαιτείται για την επίτευξη νέας ισορροπίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης, καθώς οι επενδυτές τείνουν να διατηρούν τα ακίνητά τους για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από σημαντική ασυμμετρία πληροφόρησης (information asymmetry). Οι πωλητές διαθέτουν συνήθως περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την πραγματική κατάσταση του ακινήτου, τα τεχνικά προβλήματα, τις απαιτούμενες εργασίες συντήρησης και τυχόν νομικές εκκρεμότητες σε σχέση με τους υποψήφιους αγοραστές (Akerlof, 1970). Η ασυμμετρία αυτή μπορεί να οδηγήσει σε στρεβλώσεις της αγοράς, όπως υπερτιμημένες ή υποτιμημένες συναλλαγές, αυξάνοντας παράλληλα τον επενδυτικό κίνδυνο. Για τον λόγο αυτό, οι τεχνικοί και νομικοί έλεγχοι (due diligence) αποτελούν πλέον αναπόσπαστο μέρος των περισσότερων επενδύσεων σε ακίνητα.

Η προσφορά ακινήτων θεωρείται σχετικά ανελαστική, ιδιαίτερα βραχυχρόνια. Η δημιουργία νέων κτιρίων απαιτεί σημαντικό χρόνο για την απόκτηση αδειών, τη χρηματοδότηση και την ολοκλήρωση των κατασκευαστικών εργασιών. Επομένως, ακόμη και όταν αυξάνεται σημαντικά η ζήτηση, η προσφορά δεν μπορεί να προσαρμοστεί άμεσα (DiPasquale and Wheaton, 1996). Η ανελαστικότητα αυτή αποτελεί έναν από τους βασικούς λόγους εμφάνισης έντονων διακυμάνσεων στις τιμές των ακινήτων. Σε περιόδους αυξημένης ζήτησης, οι τιμές αυξάνονται ταχύτερα από την προσφορά νέων ακινήτων, ενώ κατά τη διάρκεια οικονομικών κρίσεων η πτώση της ζήτησης οδηγεί σε μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας και σε περιορισμό των νέων επενδύσεων.

Η αγορά ακινήτων παρουσιάζει έντονη κυκλικότητα, καθώς οι τιμές και η οικοδομική δραστηριότητα μεταβάλλονται ανάλογα με τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες. Οι περίοδοι οικονομικής ανάπτυξης συνοδεύονται συνήθως από αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος, χαμηλά επιτόκια και ενίσχυση της ζήτησης για ακίνητα. Αντίθετα, οι οικονομικές υφέσεις οδηγούν σε περιορισμό της ζήτησης, μείωση των τιμών και υποχώρηση των επενδύσεων (Pyhrr et al., 1999).

Η κυκλική συμπεριφορά της αγοράς συνδέεται στενά με τη διαθεσιμότητα πιστώσεων. Η εύκολη πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό αυξάνει τη ζήτηση για κατοικίες και επαγγελματικά ακίνητα, ενώ η αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων περιορίζει σημαντικά τις συναλλαγές. Το φαινόμενο αυτό παρατηρήθηκε έντονα τόσο κατά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 όσο και κατά την ελληνική οικονομική κρίση της περιόδου 2010–2018 (European Central Bank, 2024).

2.5 Κατηγορίες Ακινήτων.

Η ταξινόμηση των ακινήτων αποτελεί βασικό στοιχείο της οικονομικής ανάλυσης και της διαχείρισης επενδύσεων, καθώς κάθε κατηγορία παρουσιάζει διαφορετικά χαρακτηριστικά ως προς τη ζήτηση, την προσφορά, τον επενδυτικό κίνδυνο και τις αναμενόμενες αποδόσεις. Σύμφωνα με τους Geltner et al. (2014), η κατηγοριοποίηση των ακινήτων διευκολύνει την αξιολόγηση της αγοράς και επιτρέπει την εφαρμογή εξειδικευμένων μεθόδων αποτίμησης και διαχείρισης.

Οι κυριότερες κατηγορίες ακινήτων είναι οι οικιστικές κατοικίες, τα επαγγελματικά ακίνητα, τα βιομηχανικά και αποθηκευτικά ακίνητα, τα τουριστικά ακίνητα, τα αγροτικά ακίνητα και τα ακίνητα ειδικής χρήσης (Πίνακας 2.1).

Τα οικιστικά ακίνητα αποτελούν τη μεγαλύτερη κατηγορία της αγοράς ακινήτων και περιλαμβάνουν κάθε μορφή κατοικίας που προορίζεται για μόνιμη ή προσωρινή διαμονή. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται τα διαμερίσματα, οι μονοκατοικίες, οι μεζονέτες, οι διπλοκατοικίες, οι εξοχικές κατοικίες, οι φοιτητικές κατοικίες, τα συγκροτήματα κατοικιών, οι κατοικίες κοινωνικής στέγασης.

Η αξία των οικιστικών ακινήτων επηρεάζεται από παράγοντες όπως η τοποθεσία, η ποιότητα κατασκευής, η ενεργειακή απόδοση, η πρόσβαση σε υποδομές και υπηρεσίες,

καθώς και οι δημογραφικές εξελίξεις (OECD, 2023). Τα τελευταία χρόνια, η ενεργειακή αναβάθμιση των κατοικιών έχει αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία λόγω της αυξανόμενης ευαισθητοποίησης για την περιβαλλοντική βιωσιμότητα και της εφαρμογής ευρωπαϊκών πολιτικών για τη μείωση της ενεργειακής κατανάλωσης.

Στην Ελλάδα, η αγορά κατοικίας χαρακτηρίζεται από υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης, το οποίο ιστορικά υπερβαίνει τον μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η ιδιοκτησία κατοικίας συνδέεται στενά με την αποταμίευση των νοικοκυριών και θεωρείται διαχρονικά ασφαλής μορφή επένδυσης (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Πίνακας 2.1. Κατηγορίες ακινήτων και βασικά χαρακτηριστικά (Geltner et al., 2014, Brueggeman and Fisher, 2016).

Κατηγορία	**Βασική χρήση**	**Κύριοι παράγοντες αξίας**
Οικιστικά	Κατοικία	Θέση, ποιότητα κατασκευής, ενεργειακή απόδοση
Επαγγελματικά	Εμπόριο και υπηρεσίες	Προσβασιμότητα, εμπορικότητα, επισκεψιμότητα
Βιομηχανικά	Παραγωγή και αποθήκευση	Υποδομές, μεταφορές, logistics
Τουριστικά	Φιλοξενία	Τουριστική ζήτηση, τοποθεσία, εποχικότητα
Αγροτικά	Πρωτογενής παραγωγή	Γονιμότητα, νερό, επιδοτήσεις
Ειδικής χρήσης	Δημόσιες και εξειδικευμένες λειτουργίες	Λειτουργική καταλληλότητα
Μικτής χρήσης	Συνδυασμός χρήσεων	Ευελιξία, αστική ανάπτυξη, βιωσιμότητα

Τα επαγγελματικά ακίνητα περιλαμβάνουν χώρους που χρησιμοποιούνται για επιχειρηματικές και εμπορικές δραστηριότητες. Σε αυτήν την κατηγορία εντάσσονται τα κτίρια γραφείων, τα εμπορικά καταστήματα, τα εμπορικά κέντρα, τα πολυκαταστήματα, οι χώροι εστίασης, οι χώροι ψυχαγωγίας, τα επιχειρηματικά πάρκα. Η αξία των επαγγελματικών ακινήτων εξαρτάται κυρίως από την οικονομική δραστηριότητα, την

επισκεψιμότητα της περιοχής, την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών και την προσβασιμότητα. Η εξάπλωση του ηλεκτρονικού εμπορίου έχει επιφέρει σημαντικές αλλαγές στην αγορά αυτή, οδηγώντας σε αναδιάρθρωση της ζήτησης για παραδοσιακά εμπορικά καταστήματα και σε αυξημένη ανάγκη για σύγχρονους χώρους logistics και διανομής (CBRE, 2024).

Η κατηγορία των βιομηχανικών και αποθηκευτικών ακινήτων περιλαμβάνει εγκαταστάσεις που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή, την αποθήκευση και τη διανομή προϊόντων. Ειδικότερα, περιλαμβάνει εργοστάσια, βιοτεχνίες, αποθήκες, κέντρα logistics, διαμετακομιστικά κέντρα (distribution centers), ψυκτικές εγκαταστάσεις και χώρους εφοδιαστικής αλυσίδας (supply chain facilities). Η συγκεκριμένη κατηγορία έχει αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία κατά την τελευταία δεκαετία λόγω της ραγδαίας ανάπτυξης του ηλεκτρονικού εμπορίου και της αυξανόμενης ανάγκης για αποτελεσματική διαχείριση της εφοδιαστικής αλυσίδας (CBRE, 2024).

Η αξία των βιομηχανικών ακινήτων εξαρτάται κυρίως από τη γεωγραφική τους θέση, την εγγύτητα σε οδικά, σιδηροδρομικά και λιμενικά δίκτυα, το ύψος των εγκαταστάσεων, τη δυνατότητα επέκτασης, την ποιότητα των κατασκευών και την τεχνολογική τους υποδομή. Η αυξημένη ζήτηση για αποθηκευτικούς χώρους υψηλών προδιαγραφών έχει οδηγήσει σε σημαντική άνοδο των επενδύσεων στον συγκεκριμένο τομέα, ιδιαίτερα σε χώρες με ανεπτυγμένες μεταφορικές υποδομές (JLL, 2024).

Στην Ελλάδα, η ανάπτυξη των logistics έχει ενισχυθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια λόγω της στρατηγικής γεωγραφικής θέσης της χώρας και της αναβάθμισης των λιμενικών υποδομών, ιδιαίτερα του λιμένα Πειραιά. Παράλληλα, η δημιουργία νέων εμπορευματικών κέντρων και η αύξηση της ζήτησης από εταιρείες ηλεκτρονικού εμπορίου έχουν συμβάλει στην αύξηση της αξίας των σχετικών ακινήτων (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Τα τουριστικά ακίνητα αποτελούν μία ιδιαίτερη κατηγορία επενδυτικών ακινήτων, η οποία περιλαμβάνει ξενοδοχεία, τουριστικές κατοικίες, οργανωμένα τουριστικά συγκροτήματα, ενοικιαζόμενα δωμάτια, παραθεριστικά χωριά, συνεδριακά κέντρα, μαρίνες και εγκαταστάσεις αναψυχής. Η ανάπτυξη της συγκεκριμένης αγοράς εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη ζήτηση για τουριστικές υπηρεσίες, την εποχικότητα, τις διεθνείς ταξιδιωτικές τάσεις και τη γενικότερη οικονομική κατάσταση (UNWTO, 2023).

Στην ελληνική οικονομία, τα τουριστικά ακίνητα κατέχουν ιδιαίτερη σημασία λόγω της υψηλής συμβολής του τουρισμού στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Η αυξημένη ζήτηση για πολυτελείς τουριστικές κατοικίες, ξενοδοχειακές μονάδες υψηλών προδιαγραφών και σύνθετα τουριστικά καταλύματα έχει οδηγήσει σε σημαντική εισροή ξένων επενδύσεων, ιδιαίτερα σε νησιωτικές και παραθαλάσσιες περιοχές.

Η ανάπτυξη των ψηφιακών πλατφορμών βραχυχρόνιας μίσθωσης, όπως η Airbnb, έχει μεταβάλει σημαντικά τη λειτουργία της αγοράς, δημιουργώντας νέες επενδυτικές ευκαιρίες αλλά και προκλήσεις για την αγορά κατοικίας. Πολλές κατοικίες που προορίζονταν για μακροχρόνια μίσθωση μετατράπηκαν σε τουριστικά καταλύματα, επηρεάζοντας τόσο τις τιμές πώλησης όσο και τα επίπεδα των ενοικίων στις μεγάλες πόλεις και στις τουριστικές περιοχές (European Commission, 2024).

Τα αγροτικά ακίνητα περιλαμβάνουν γεωργικές εκτάσεις, βοσκοτόπους, δενδροκαλλιέργειες, αμπελώνες, θερμοκήπια, αγροτικές αποθήκες και λοιπές εγκαταστάσεις που σχετίζονται με την πρωτογενή παραγωγή. Η αξία τους επηρεάζεται από τη γονιμότητα του εδάφους, τη διαθεσιμότητα υδάτινων πόρων, τις κλιματικές συνθήκες, την πρόσβαση σε υποδομές και τις επιδοτήσεις της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης (European Commission, 2023).

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον για αγροτικές εκτάσεις που μπορούν να αξιοποιηθούν για την εγκατάσταση φωτοβολταϊκών πάρκων, αιολικών εγκαταστάσεων ή άλλων έργων ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Η τάση αυτή συνδέεται άμεσα με την ενεργειακή μετάβαση και τη σταδιακή απεξάρτηση από τα ορυκτά καύσιμα, γεγονός που έχει επηρεάσει σημαντικά την αξία της αγροτικής γης σε αρκετές ευρωπαϊκές χώρες.

Στην κατηγορία των ακινήτων ειδικής χρήσης (Special Purpose Real Estate) περιλαμβάνονται ακίνητα που εξυπηρετούν εξειδικευμένες λειτουργίες και δεν μπορούν εύκολα να μετατραπούν σε άλλη χρήση χωρίς σημαντικές επενδύσεις. Τέτοιες περιπτώσεις είναι τα νοσοκομεία, οι σχολικές μονάδες, τα πανεπιστήμια, τα αθλητικά κέντρα, τα μουσεία, οι εκκλησίες, οι στρατιωτικές εγκαταστάσεις, τα σωφρονιστικά καταστήματα, τα ερευνητικά κέντρα. Η αποτίμηση των ακινήτων ειδικής χρήσης είναι ιδιαίτερα σύνθετη, καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις δεν υπάρχουν επαρκή συγκριτικά στοιχεία αγοράς. Για τον λόγο αυτό χρησιμοποιούνται κυρίως η μέθοδος του

κόστους αντικατάστασης και η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης εισοδήματος, όταν το ακίνητο παράγει έσοδα (RICS, 2022).

Τα τελευταία χρόνια αναπτύσσεται σημαντικά η κατηγορία των ακινήτων μικτής χρήσης, τα οποία συνδυάζουν διαφορετικές λειτουργίες στον ίδιο χώρο, όπως κατοικίες, εμπορικά καταστήματα, γραφεία, ξενοδοχεία και χώρους αναψυχής. Τα έργα αυτά συμβάλλουν στη δημιουργία βιώσιμων αστικών περιοχών, περιορίζουν τις ανάγκες μετακίνησης και ενισχύουν τη λειτουργικότητα του αστικού περιβάλλοντος (ULI, 2023).

Η ανάπτυξη των μικτών χρήσεων συνδέεται άμεσα με τις αρχές της βιώσιμης αστικής ανάπτυξης και της «πόλης των 15 λεπτών», σύμφωνα με την οποία οι βασικές καθημερινές ανάγκες των κατοίκων θα πρέπει να καλύπτονται σε μικρή απόσταση από την κατοικία τους.

2.6 Παράγοντες Προσφοράς της Αγοράς Ακινήτων.

Η προσφορά στην αγορά ακινήτων αναφέρεται στον αριθμό και στα χαρακτηριστικά των ακινήτων που είναι διαθέσιμα προς πώληση ή εκμίσθωση σε μια δεδομένη χρονική περίοδο και σε συγκεκριμένο επίπεδο τιμών. Σε αντίθεση με πολλές άλλες αγορές, η προσφορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από χαμηλή βραχυχρόνια ελαστικότητα, καθώς η δημιουργία νέου κτιριακού αποθέματος απαιτεί σημαντικό χρόνο, υψηλό επενδυτικό κεφάλαιο και σύνθετες διαδικασίες αδειοδότησης (DiPasquale and Wheaton, 1996).

Η προσφορά δεν επηρεάζεται αποκλειστικά από την τρέχουσα ζήτηση αλλά και από τις προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με τις μελλοντικές οικονομικές συνθήκες. Οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις με ορίζοντα αρκετών ετών, γεγονός που καθιστά την αγορά ιδιαίτερα ευαίσθητη σε μεταβολές των επιτοκίων, του κόστους κατασκευής και της γενικότερης οικονομικής συγκυρίας.

Η διεθνής βιβλιογραφία αναγνωρίζει ότι η προσφορά ακινήτων διαμορφώνεται από ένα σύνολο οικονομικών, θεσμικών, τεχνολογικών και περιβαλλοντικών παραγόντων, οι οποίοι αναλύονται παρακάτω (Εικόνα 2.2).

Εικόνα 2.2. Παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά των ακινήτων (Geltner et al., 2014).

Η αξία της γης αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά ακινήτων. Σε περιοχές όπου η διαθέσιμη γη είναι περιορισμένη ή η ζήτηση ιδιαίτερα αυξημένη, το κόστος απόκτησης οικοπέδων αυξάνεται σημαντικά, γεγονός που μεταφέρεται στο τελικό κόστος ανάπτυξης των ακινήτων (Brueggeman and Fisher, 2016). Η τιμή της γης εξαρτάται από τη γεωγραφική θέση, τις επιτρεπόμενες χρήσεις γης, το συντελεστή δόμησης, την ύπαρξη υποδομών, την προσβασιμότητα, τις προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης της περιοχής.

Στις πυκνοδομημένες αστικές περιοχές, όπου η δυνατότητα επέκτασης είναι περιορισμένη, το κόστος της γης μπορεί να αντιπροσωπεύει ακόμη και το 40–60% του συνολικού κόστους μιας επένδυσης. Αντίθετα, στις περιφερειακές περιοχές η γη είναι συνήθως φθηνότερη, αλλά η χαμηλότερη ζήτηση περιορίζει τις δυνατότητες αξιοποίησής της (Ling and Archer, 2021).

Στην Ελλάδα, η διαμόρφωση των αντικειμενικών αξιών, οι μεταβολές του σχεδίου πόλης και η επέκταση των οικιστικών ζωνών επηρεάζουν σημαντικά την αξία της γης και, κατά συνέπεια, την προσφορά νέων ακινήτων (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Το κόστος κατασκευής αποτελεί καθοριστικό παράγοντα της προσφοράς ακινήτων, καθώς επηρεάζει άμεσα τη βιωσιμότητα κάθε επενδυτικού έργου. Το συνολικό κόστος

περιλαμβάνει τα οικοδομικά υλικά, το εργατικό κόστος, το μηχανολογικό εξοπλισμό, τις μελέτες, τις αμοιβές μηχανικών, τις άδειες, τις ασφαλιστικές εισφορές, τα χρηματοοικονομικά έξοδα.

Η σημαντική αύξηση των τιμών των πρώτων υλών μετά το 2021, ιδιαίτερα στον χάλυβα, το τσιμέντο, το αλουμίνιο και την ξυλεία, προκάλεσε σημαντική επιβάρυνση στο κόστος των νέων κατασκευών σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες (Eurostat, 2024). Παράλληλα, η αύξηση του ενεργειακού κόστους και οι δυσκολίες στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες ενίσχυσαν περαιτέρω τις πληθωριστικές πιέσεις στον κατασκευαστικό κλάδο.

Η αύξηση του κόστους κατασκευής έχει διττή επίδραση στην αγορά. Από τη μία πλευρά περιορίζει την προσφορά νέων ακινήτων, καθώς αρκετές επενδύσεις καθίστανται οικονομικά μη βιώσιμες. Από την άλλη πλευρά οδηγεί σε αύξηση των τιμών πώλησης των νέων κατοικιών, καθώς οι κατασκευαστές μετακυλίουν μέρος του κόστους στους τελικούς αγοραστές (OECD, 2023).

Η ανάπτυξη νέων ακινήτων απαιτεί σημαντικά χρηματικά κεφάλαια. Η πρόσβαση των κατασκευαστικών επιχειρήσεων σε τραπεζικό δανεισμό ή σε άλλες μορφές χρηματοδότησης αποτελεί βασική προϋπόθεση για την υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων (DiPasquale and Wheaton, 1996).

Κατά τις περιόδους οικονομικής ανάπτυξης, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τείνουν να χορηγούν ευκολότερα δάνεια προς επιχειρήσεις ανάπτυξης ακινήτων. Αντίθετα, σε περιόδους κρίσης, η αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων περιορίζει τη χρηματοδότηση, οδηγώντας σε σημαντική μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας. Στην Ελλάδα, η τραπεζική κρίση της προηγούμενης δεκαετίας είχε ως αποτέλεσμα τον περιορισμό των νέων στεγαστικών και επιχειρηματικών δανείων, γεγονός που συνέβαλε στη σημαντική μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας μεταξύ 2010 και 2018 (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Τα επιτόκια αποτελούν έναν από τους σημαντικότερους μακροοικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά ακινήτων. Η αύξηση των επιτοκίων συνεπάγεται υψηλότερο κόστος δανεισμού για τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις, γεγονός που περιορίζει την έναρξη νέων επενδύσεων. Αντίθετα, χαμηλά επιτόκια μειώνουν το κόστος χρηματοδότησης και ενθαρρύνουν την ανάπτυξη νέων οικοδομικών έργων (European Central Bank, 2024). Η νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής

Τράπεζας επηρεάζει άμεσα το κόστος κεφαλαίου στις ευρωπαϊκές αγορές ακινήτων. Η περίοδος των ιδιαίτερα χαμηλών επιτοκίων που ακολούθησε την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση συνέβαλε σημαντικά στην ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες.

Η λειτουργία της αγοράς ακινήτων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το θεσμικό και πολεοδομικό πλαίσιο κάθε χώρας. Οι κανόνες χρήσεων γης, οι συντελεστές δόμησης, οι περιβαλλοντικοί περιορισμοί, οι διαδικασίες έκδοσης οικοδομικών αδειών και η αποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης επηρεάζουν σημαντικά τόσο την ταχύτητα όσο και το κόστος ανάπτυξης νέων ακινήτων (UN-Habitat, 2022).

Στην Ελλάδα, οι χρονοβόρες διαδικασίες αδειοδότησης, οι συχνές μεταβολές της πολεοδομικής νομοθεσίας και οι καθυστερήσεις στην ολοκλήρωση του Εθνικού Κτηματολογίου έχουν αποτελέσει διαχρονικά παράγοντες που περιορίζουν την ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων (World Bank, 2023). Αντίθετα, η απλοποίηση των διαδικασιών αδειοδότησης και η ψηφιοποίηση των δημόσιων υπηρεσιών συμβάλλουν στη βελτίωση του επενδυτικού περιβάλλοντος και στην επιτάχυνση της οικοδομικής δραστηριότητας.

Η φορολογία επηρεάζει σημαντικά τόσο το κόστος ανάπτυξης όσο και την απόδοση των επενδύσεων σε ακίνητα. Οι φόροι μεταβίβασης, ο ΕΝΦΙΑ, ο ΦΠΑ στις νέες οικοδομές, η φορολόγηση των εισοδημάτων από ενοίκια και η φορολογία υπεραξίας επηρεάζουν άμεσα τις επενδυτικές αποφάσεις (OECD, 2023). Ένα σταθερό και προβλέψιμο φορολογικό σύστημα ενισχύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, ενώ οι συχνές μεταβολές της φορολογικής νομοθεσίας δημιουργούν αβεβαιότητα και περιορίζουν τη διάθεση για νέες επενδύσεις.

Στην ελληνική αγορά, η σταδιακή μείωση ορισμένων φορολογικών επιβαρύνσεων τα τελευταία χρόνια συνέβαλε στην επανενεργοποίηση της οικοδομικής δραστηριότητας και στην προσέλκυση ξένων κεφαλαίων.

Οι τεχνολογικές εξελίξεις μετασχηματίζουν σημαντικά τον κατασκευαστικό κλάδο και, κατ' επέκταση, την προσφορά ακινήτων. Η εφαρμογή της ψηφιακής μοντελοποίησης κτιρίων (Building Information Modeling – BIM), η χρήση προκατασκευασμένων στοιχείων, η τρισδιάστατη εκτύπωση (3D printing), οι έξυπνες τεχνολογίες διαχείρισης κτιρίων (smart buildings) και τα προηγμένα υλικά κατασκευής συμβάλλουν στη μείωση

του κόστους, του χρόνου υλοποίησης και των περιβαλλοντικών επιπτώσεων (World Green Building Council, 2023).

Επιπλέον, οι τεχνολογίες αυτές βελτιώνουν την ποιότητα των κατασκευών, μειώνουν τις ανάγκες συντήρησης και αυξάνουν την ενεργειακή απόδοση των κτιρίων, ενισχύοντας την ανταγωνιστικότητα των νέων επενδύσεων.

Κατά τις τελευταίες δεκαετίες, οι περιβαλλοντικοί παράγοντες έχουν αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία στη διαμόρφωση της προσφοράς ακινήτων. Η κλιματική αλλαγή, η εξάντληση των φυσικών πόρων, η ανάγκη περιορισμού των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου και η υιοθέτηση πολιτικών βιώσιμης ανάπτυξης έχουν μεταβάλει ουσιαστικά τον τρόπο σχεδιασμού, κατασκευής και διαχείρισης των κτιρίων (United Nations, 2015).

Ο κατασκευαστικός τομέας ευθύνεται για σημαντικό ποσοστό της παγκόσμιας κατανάλωσης ενέργειας και των εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα. Σύμφωνα με το United Nations Environment Programme (UNEP, 2023), τα κτίρια καταναλώνουν περίπου το 34% της τελικής ενέργειας παγκοσμίως και ευθύνονται για περίπου 37% των ενεργειακά συνδεόμενων εκπομπών CO_2. Για τον λόγο αυτό, οι κυβερνήσεις και οι διεθνείς οργανισμοί προωθούν πολιτικές που ενισχύουν την κατασκευή ενεργειακά αποδοτικών και περιβαλλοντικά βιώσιμων κτιρίων.

Οι σύγχρονες κατασκευές βασίζονται ολοένα και περισσότερο στις αρχές της κυκλικής οικονομίας, οι οποίες περιλαμβάνουν τη χρήση ανακυκλώσιμων υλικών, τη μείωση των κατασκευαστικών αποβλήτων, την επαναχρησιμοποίηση δομικών στοιχείων και τη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης καθ' όλη τη διάρκεια ζωής του κτιρίου (European Commission, 2023). Η εφαρμογή αυτών των πρακτικών αυξάνει το αρχικό κόστος κατασκευής, αλλά οδηγεί σε σημαντική μείωση του λειτουργικού κόστους και σε υψηλότερη αξία του ακινήτου μακροπρόθεσμα.

Η ενεργειακή απόδοση αποτελεί πλέον έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά ακινήτων. Η εφαρμογή της ευρωπαϊκής νομοθεσίας για την ενεργειακή απόδοση των κτιρίων (Energy Performance of Buildings Directive – EPBD) έχει οδηγήσει στην υποχρεωτική έκδοση Πιστοποιητικών Ενεργειακής Απόδοσης και στην υιοθέτηση αυστηρότερων τεχνικών προδιαγραφών για τα νέα κτίρια (European Parliament, 2024).

Τα κριτήρια ESG (Environmental, Social and Governance) έχουν αναδειχθεί σε βασικό εργαλείο αξιολόγησης των επενδύσεων στην αγορά ακινήτων. Τα περιβαλλοντικά (Environmental), κοινωνικά (Social) και διοικητικά (Governance) χαρακτηριστικά ενός ακινήτου επηρεάζουν πλέον άμεσα την επενδυτική του ελκυστικότητα (UN Principles for Responsible Investment, 2023).

Τα πιστοποιημένα κτίρια εμφανίζουν υψηλότερα ποσοστά πληρότητας, μεγαλύτερη διάρκεια μισθώσεων και αυξημένη μεταπωλητική αξία συγκριτικά με συμβατικά ακίνητα (World Green Building Council, 2023). Επιπλέον, οι επιχειρήσεις επιλέγουν ολοένα συχνότερα γραφεία που ανταποκρίνονται στις αρχές της βιωσιμότητας, καθώς αυτό ενισχύει την εταιρική τους εικόνα και συμβάλλει στην επίτευξη των στόχων εταιρικής κοινωνικής ευθύνης.

Η κλιματική αλλαγή επηρεάζει ολοένα και περισσότερο την προσφορά ακινήτων. Η αύξηση της συχνότητας ακραίων καιρικών φαινομένων, όπως πλημμύρες, πυρκαγιές, καύσωνες και παράκτια διάβρωση, δημιουργεί νέους κινδύνους για τις επενδύσεις σε ακίνητα (IPCC, 2023). Οι περιοχές υψηλού περιβαλλοντικού κινδύνου εμφανίζουν αυξημένο επενδυτικό κόστος και υψηλότερα ασφάλιστρα, γεγονός που επηρεάζει αρνητικά την ανάπτυξη νέων έργων.

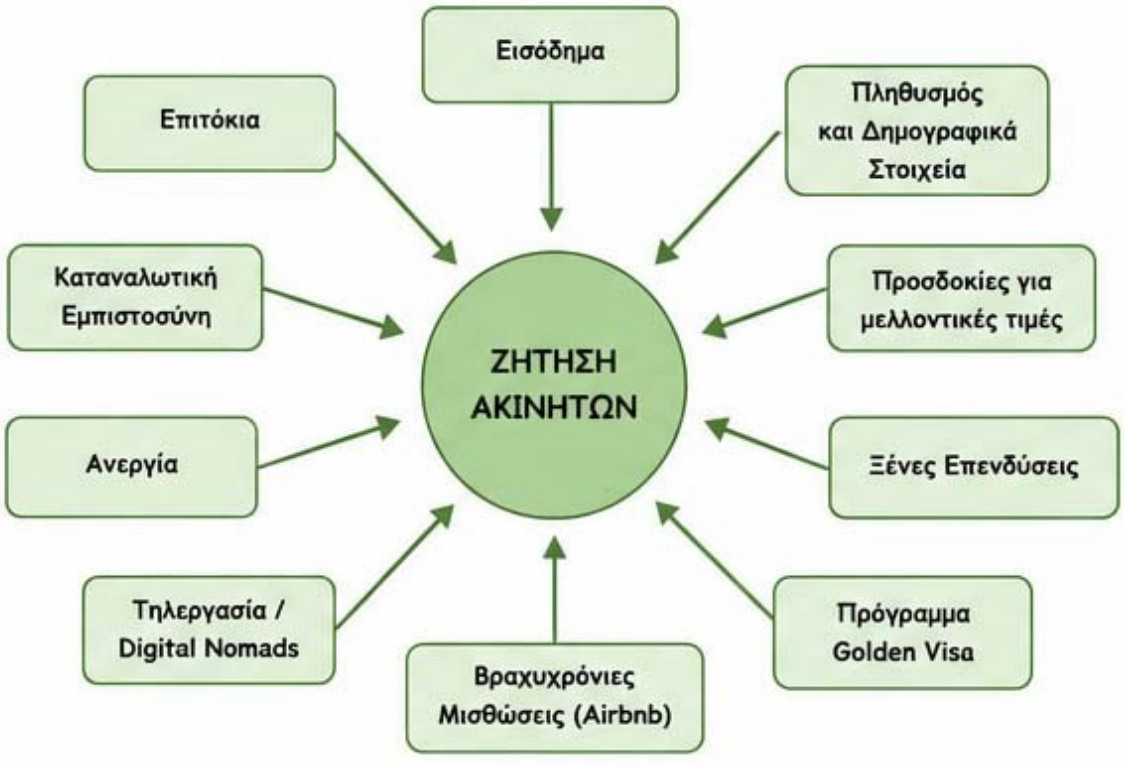
Η κρατική παρέμβαση αποτελεί σημαντικό παράγοντα διαμόρφωσης της προσφοράς ακινήτων. Οι κυβερνήσεις μπορούν να επηρεάσουν την αγορά μέσω προγραμμάτων επιδότησης ενεργειακής αναβάθμισης, φορολογικών κινήτρων, επιδοτήσεων κατασκευής, κοινωνικής κατοικίας, πολεοδομικών μεταρρυθμίσεων, επενδύσεων σε δημόσιες υποδομές.

Στην Ελλάδα, προγράμματα όπως το «Εξοικονομώ» συνέβαλαν σημαντικά στην ενεργειακή αναβάθμιση του υφιστάμενου κτιριακού αποθέματος, ενώ η αξιοποίηση πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας δημιουργεί νέες δυνατότητες χρηματοδότησης έργων βιώσιμης ανάπτυξης (Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας, 2024). Παράλληλα, δημόσιες επενδύσεις σε έργα μεταφορών, όπως νέες γραμμές μετρό, αυτοκινητόδρομοι και λιμενικές εγκαταστάσεις, επηρεάζουν σημαντικά τις αξίες γης και ενισχύουν την ανάπτυξη νέων περιοχών.

2.7 Παράγοντες Ζήτησης της Αγοράς Ακινήτων.

Η ζήτηση ακινήτων αποτελεί έναν από τους βασικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες της λειτουργίας της αγοράς, καθώς επηρεάζει άμεσα τις τιμές, τις επενδύσεις, την οικοδομική δραστηριότητα και τη συνολική οικονομική ανάπτυξη. Ως ζήτηση ορίζεται η πρόθεση και η δυνατότητα των καταναλωτών, των επιχειρήσεων και των επενδυτών να αποκτήσουν ή να μισθώσουν ακίνητα σε συγκεκριμένες τιμές και σε δεδομένη χρονική περίοδο (DiPasquale and Wheaton, 1996).

Σε αντίθεση με την προσφορά, η οποία μεταβάλλεται σχετικά αργά λόγω των μεγάλων χρονικών απαιτήσεων της κατασκευής νέων κτιρίων, η ζήτηση μπορεί να μεταβληθεί πολύ γρήγορα ως αποτέλεσμα οικονομικών, κοινωνικών και δημογραφικών εξελίξεων (Εικόνα 2.3). Για τον λόγο αυτό αποτελεί τον βασικό παράγοντα που προκαλεί τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των τιμών στην αγορά ακινήτων (Geltner et al., 2014).



Εικόνα 2.3. Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση των ακινήτων (Brueggeman and Fisher, 2016, OECD, 2023).

Το διαθέσιμο εισόδημα αποτελεί τον σημαντικότερο παράγοντα διαμόρφωσης της ζήτησης κατοικίας. Η αύξηση του πραγματικού εισοδήματος ενισχύει την αγοραστική

δύναμη των νοικοκυριών, επιτρέποντάς τους να αποκτήσουν μεγαλύτερες ή ποιοτικότερες κατοικίες. Αντίθετα, η μείωση του εισοδήματος περιορίζει τη δυνατότητα αγοράς και αυξάνει τη ζήτηση για ενοικιαζόμενες κατοικίες (Brueggeman ανδ Fisher, 2016).

Η σχέση μεταξύ εισοδήματος και ζήτησης δεν είναι πάντοτε γραμμική. Σε αναπτυσσόμενες οικονομίες, η αύξηση του εισοδήματος συνοδεύεται συνήθως από έντονη αύξηση της ζήτησης κατοικιών. Αντίθετα, στις ώριμες οικονομίες, όπου το μεγαλύτερο μέρος των νοικοκυριών διαθέτει ήδη ιδιόκτητη κατοικία, η αύξηση του εισοδήματος οδηγεί περισσότερο σε αναβάθμιση της ποιότητας κατοικίας παρά σε αύξηση του αριθμού των αγορών (OECD, 2023). Στην Ελλάδα, η οικονομική κρίση της περιόδου 2010–2018 προκάλεσε σημαντική μείωση των εισοδημάτων, γεγονός που περιόρισε τη ζήτηση για αγορά κατοικίας. Η σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας μετά το 2018 συνοδεύτηκε από επαναφορά της ζήτησης, ιδιαίτερα στα μεγάλα αστικά κέντρα και στις τουριστικές περιοχές (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Οι δημογραφικοί παράγοντες αποτελούν έναν από τους σημαντικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες της ζήτησης ακινήτων. Η αύξηση του πληθυσμού δημιουργεί ανάγκη για νέες κατοικίες, σχολικές μονάδες, εμπορικούς χώρους και λοιπές υποδομές. Αντίθετα, η μείωση του πληθυσμού περιορίζει σταδιακά τη ζήτηση, ιδιαίτερα στις αγροτικές και απομακρυσμένες περιοχές (Mankiw, 2021). Εκτός από το συνολικό μέγεθος του πληθυσμού, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν η ηλικιακή διάρθρωση, η δημιουργία νέων νοικοκυριών, οι γάμοι, τα διαζύγια, η γήρανση του πληθυσμού, η εσωτερική και διεθνής μετανάστευση.

Η αύξηση των μονοπρόσωπων νοικοκυριών στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες έχει οδηγήσει σε αυξημένη ζήτηση για μικρότερα διαμερίσματα και κατοικίες περιορισμένης επιφάνειας. Παράλληλα, η γήρανση του πληθυσμού δημιουργεί αυξημένη ανάγκη για κατοικίες με υψηλή προσβασιμότητα και υπηρεσίες υποστηριζόμενης διαβίωσης (Eurostat, 2024). Στην Ελλάδα, η δημογραφική συρρίκνωση, η χαμηλή γεννητικότητα και η μετανάστευση νέων επιστημόνων κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης αποτελούν σημαντικές προκλήσεις για τη μακροχρόνια εξέλιξη της αγοράς κατοικίας.

Η αγορά κατοικίας εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη δυνατότητα τραπεζικής χρηματοδότησης. Οι περισσότεροι αγοραστές αποκτούν κατοικία μέσω στεγαστικών δανείων, γεγονός που καθιστά τα επιτόκια έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες

της ζήτησης (Ling and Archer, 2021). Όταν τα επιτόκια μειώνονται, τότε, μειώνεται η μηνιαία δόση των δανείων, αυξάνεται η δυνατότητα δανεισμού, ενισχύεται η ζήτηση κατοικιών, αυξάνονται οι τιμές των ακινήτων. Αντίθετα, η αύξηση των επιτοκίων περιορίζει τη δυνατότητα χρηματοδότησης, μειώνει τη ζήτηση και επιβραδύνει την αγορά.

Η αύξηση των βασικών επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας κατά την περίοδο 2022–2024 είχε ως αποτέλεσμα την επιβράδυνση της αγοράς κατοικίας σε αρκετές ευρωπαϊκές χώρες, καθώς αυξήθηκε σημαντικά το κόστος των στεγαστικών δανείων (European Central Bank, 2024).

Ο πληθωρισμός επηρεάζει τη ζήτηση ακινήτων με διαφορετικούς τρόπους. Από τη μία πλευρά, μειώνει το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, περιορίζοντας την αγοραστική τους δύναμη. Από την άλλη πλευρά, τα ακίνητα θεωρούνται παραδοσιακά ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο έναντι του πληθωρισμού, γεγονός που αυξάνει τη ζήτηση από επενδυτές (Case and Shiller, 2003).

Σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού, πολλοί επενδυτές μεταφέρουν κεφάλαια από χρηματοοικονομικά προϊόντα προς την αγορά ακινήτων, θεωρώντας ότι οι αξίες των ακινήτων διατηρούν καλύτερα την πραγματική τους αξία μακροπρόθεσμα.

Η ανεργία επηρεάζει άμεσα τη ζήτηση για κατοικία. Η αύξηση της ανεργίας μειώνει το διαθέσιμο εισόδημα, αυξάνει την αβεβαιότητα και περιορίζει σημαντικά την πρόθεση των νοικοκυριών να πραγματοποιήσουν μεγάλες επενδύσεις, όπως η αγορά κατοικίας (Mankiw, 2021). Παράλληλα, η γενικότερη οικονομική σταθερότητα μιας χώρας επηρεάζει τόσο την εγχώρια όσο και τη διεθνή επενδυτική ζήτηση. Οι οικονομίες με χαμηλό πληθωρισμό, σταθερό φορολογικό σύστημα και προβλέψιμο θεσμικό περιβάλλον προσελκύουν μεγαλύτερο επενδυτικό ενδιαφέρον στην αγορά ακινήτων.

Οι προσδοκίες σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών αποτελούν καθοριστικό παράγοντα της ζήτησης. Όταν οι επενδυτές αναμένουν συνεχή άνοδο των τιμών, αυξάνουν τις αγορές ακινήτων ακόμη και αν δεν υπάρχει άμεση στεγαστική ανάγκη. Το φαινόμενο αυτό ενισχύει τη ζήτηση και μπορεί να οδηγήσει στη δημιουργία κερδοσκοπικών φουσκών (Shiller, 2015). Αντίθετα, όταν κυριαρχούν προσδοκίες μείωσης των τιμών, οι υποψήφιοι αγοραστές αναβάλλουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις, γεγονός που οδηγεί σε σημαντική υποχώρηση της ζήτησης.

Η συμπεριφορική οικονομική έχει δείξει ότι οι επενδυτικές αποφάσεις συχνά βασίζονται περισσότερο στις προσδοκίες και λιγότερο στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε υπερτιμήσεις ή υποτιμήσεις των ακινήτων (Kahneman and Tversky, 1979).

Οι ξένες άμεσες επενδύσεις αποτελούν έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες ενίσχυσης της ζήτησης ακινήτων, ιδιαίτερα στις χώρες που εμφανίζουν υψηλές προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης, σταθερό πολιτικό περιβάλλον και ελκυστικές αποδόσεις. Οι επενδύσεις αυτές αφορούν τόσο ιδιώτες όσο και θεσμικούς επενδυτές, όπως επενδυτικά κεφάλαια (Real Estate Investment Funds), ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικά ταμεία και εταιρείες ανάπτυξης ακινήτων (UNCTAD, 2023).

Η εισροή ξένων κεφαλαίων αυξάνει σημαντικά τη ζήτηση, ιδιαίτερα σε περιοχές υψηλού επενδυτικού ενδιαφέροντος. Παράλληλα, δημιουργεί θετικές επιδράσεις στην απασχόληση, στην οικοδομική δραστηριότητα και στα δημόσια έσοδα. Ωστόσο, η υπερβολική συγκέντρωση ξένων επενδύσεων μπορεί να οδηγήσει σε σημαντική αύξηση των τιμών των ακινήτων και σε περιορισμό της δυνατότητας αγοράς κατοικίας από τα τοπικά νοικοκυριά (OECD, 2023). Στην Ελλάδα, μετά το 2018 παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση των ξένων επενδύσεων στην αγορά ακινήτων, ιδιαίτερα στην Αθήνα, τη Θεσσαλονίκη και σε δημοφιλείς τουριστικούς προορισμούς, γεγονός που συνέβαλε στην ανάκαμψη των τιμών μετά από πολυετή περίοδο ύφεσης (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες ενίσχυσης της ζήτησης στην ελληνική αγορά ακινήτων υπήρξε το πρόγραμμα Golden Visa, το οποίο εφαρμόζεται από το 2013. Το πρόγραμμα παρέχει άδεια διαμονής σε πολίτες τρίτων χωρών που πραγματοποιούν επενδύσεις σε ακίνητα συγκεκριμένης ελάχιστης αξίας (Υπουργείο Μετανάστευσης και Ασύλου, 2024). Η εφαρμογή του προγράμματος οδήγησε σε σημαντική αύξηση της ζήτησης για κατοικίες υψηλής αξίας, ιδιαίτερα στο κέντρο της Αθήνας, στα νότια προάστια, στη Θεσσαλονίκη, στα νησιά του Αιγαίου και στην Κρήτη. Οι σημαντικότεροι επενδυτές προέρχονται από χώρες όπως η Κίνα, η Τουρκία, το Ισραήλ, ο Λίβανος και οι Ηνωμένες Πολιτείες.

Παρά τα σημαντικά οφέλη που προέκυψαν από την εισροή ξένων κεφαλαίων, αρκετές μελέτες επισημαίνουν ότι το πρόγραμμα συνέβαλε στην αύξηση των τιμών κατοικίας σε

συγκεκριμένες περιοχές, περιορίζοντας τη δυνατότητα πρόσβασης των νέων νοικοκυριών στην αγορά κατοικίας (OECD, 2023).

Η ανάπτυξη των ψηφιακών πλατφορμών βραχυχρόνιας μίσθωσης, όπως η Airbnb, η Booking.com και η Vrbo, έχει μεταβάλει σημαντικά τη λειτουργία της αγοράς ακινήτων διεθνώς. Η δυνατότητα αξιοποίησης κατοικιών ως τουριστικών καταλυμάτων αύξησε σημαντικά τη ζήτηση για αγορά διαμερισμάτων σε τουριστικές και αστικές περιοχές (European Commission, 2024). Η εξέλιξη αυτή δημιούργησε σημαντικές οικονομικές ευκαιρίες για τους ιδιοκτήτες, αλλά παράλληλα προκάλεσε κοινωνικές επιπτώσεις, καθώς μειώθηκε η διαθεσιμότητα κατοικιών για μόνιμη κατοικία στις μεγάλες πόλεις. Για τον λόγο αυτό αρκετές ευρωπαϊκές χώρες έχουν ήδη θεσπίσει περιορισμούς στη λειτουργία των βραχυχρόνιων μισθώσεων.

Η εξ αποστάσεως εργασία έχει δημιουργήσει μία νέα κατηγορία ζήτησης στην αγορά ακινήτων: τους ψηφιακούς νομάδες (digital nomads). Πρόκειται για επαγγελματίες που εργάζονται μέσω διαδικτύου και μπορούν να διαμένουν σε διαφορετικές χώρες χωρίς να αλλάζουν εργοδότη (OECD, 2023).

Η πανδημία COVID-19 επέφερε σημαντικές αλλαγές στις στεγαστικές προτιμήσεις των νοικοκυριών. Η ευρεία εφαρμογή της τηλεργασίας μείωσε την ανάγκη καθημερινής μετακίνησης προς τα αστικά κέντρα και αύξησε το ενδιαφέρον για μεγαλύτερες κατοικίες, μονοκατοικίες και προαστιακές περιοχές (OECD, 2023).

Η πανδημία COVID-19 προκάλεσε παράλληλα, σημαντικές βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επιπτώσεις στην αγορά ακινήτων. Κατά τα πρώτα στάδια της πανδημίας παρατηρήθηκε προσωρινή μείωση των συναλλαγών λόγω της αβεβαιότητας και των περιοριστικών μέτρων. Ωστόσο, η ανάκαμψη υπήρξε ιδιαίτερα ταχεία σε πολλές χώρες, καθώς τα χαμηλά επιτόκια και τα μέτρα οικονομικής στήριξης ενίσχυσαν τη ζήτηση για κατοικίες (IMF, 2022). Παράλληλα, η πανδημία επιτάχυνε την ανάπτυξη των έξυπνων κατοικιών (smart homes), των πράσινων κτιρίων, της τηλεργασίας, των ευέλικτων χώρων γραφείων, των logistics. Οι αλλαγές αυτές θεωρούνται πλέον μόνιμες και αναμένεται να συνεχίσουν να επηρεάζουν τη δομή της αγοράς ακινήτων κατά τα επόμενα χρόνια.

Εκτός από τα οικονομικά μεγέθη, η ζήτηση ακινήτων επηρεάζεται σημαντικά από ψυχολογικούς και κοινωνικούς παράγοντες. Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών, οι προσδοκίες για την οικονομία, η αντίληψη σχετικά με την ασφάλεια μιας επένδυσης και η

κοινωνική αξία της ιδιοκατοίκησης διαμορφώνουν σε μεγάλο βαθμό τις αποφάσεις αγοράς (Kahneman and Tversky, 1979, Shiller, 2015). Στην ελληνική κοινωνία, η κατοχή ιδιόκτητης κατοικίας αποτελεί διαχρονικά σημαντικό στοιχείο οικονομικής ασφάλειας και κοινωνικής καταξίωσης. Η αντίληψη αυτή διατηρεί υψηλή τη ζήτηση για αγορά κατοικίας ακόμη και σε περιόδους αυξημένης οικονομικής αβεβαιότητας.

2.8 Η Ελληνική Αγορά Ακινήτων: Ιστορική Εξέλιξη, Σύγχρονες Τάσεις και Μελλοντικές Προοπτικές.

Η ελληνική αγορά ακινήτων αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους πυλώνες της εθνικής οικονομίας, καθώς συνδέεται άμεσα με τον κατασκευαστικό κλάδο, τις τραπεζικές χρηματοδοτήσεις, την ιδιωτική κατανάλωση, τον τουρισμό και τις ξένες επενδύσεις. Η διαχρονική σημασία της αγοράς αυτής είναι ιδιαίτερα μεγάλη, καθώς η κατοχή ακίνητης περιουσίας αποτελεί βασικό στοιχείο της αποταμίευσης των ελληνικών νοικοκυριών και σημαντικό μέσο διατήρησης του πλούτου (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Εικόνα 2.4. Ο κύκλος της αγοράς ακινήτων (Mueller, 1995).

Η εξέλιξη της αγοράς ακινήτων στην Ελλάδα χαρακτηρίζεται από έντονες διακυμάνσεις, οι οποίες συνδέονται με τις οικονομικές κρίσεις, τις μεταβολές της φορολογικής πολιτικής, τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές εξελίξεις και τις αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο. Η περίοδος από τις αρχές της δεκαετίας του 2000 έως σήμερα μπορεί να διακριθεί σε τέσσερις βασικές φάσεις: την περίοδο έντονης ανάπτυξης (2000–2008), την

περίοδο της οικονομικής κρίσης (2009–2017), την περίοδο ανάκαμψης (2018–2019) και τη σύγχρονη περίοδο μετά την πανδημία COVID-19 (Εικόνα 2.4).

2.8.1 Η Περίοδος Οικονομικής Ανάπτυξης (2000–2008).

Η πρώτη δεκαετία του 21ου αιώνα αποτέλεσε περίοδο ιδιαίτερα έντονης ανάπτυξης της ελληνικής αγοράς ακινήτων. Η ένταξη της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, η υιοθέτηση του ευρώ και η σημαντική μείωση των επιτοκίων οδήγησαν σε μεγάλη αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης και των στεγαστικών δανείων (Bank of Greece, 2009).

Κατά την ίδια περίοδο, η διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 συνέβαλε στην πραγματοποίηση σημαντικών δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων σε υποδομές, μεταφορές και αστικές αναπλάσεις. Η αυξημένη οικονομική δραστηριότητα, η άνοδος του διαθέσιμου εισοδήματος και η αισιοδοξία των νοικοκυριών ενίσχυσαν σημαντικά τη ζήτηση κατοικιών.

Η εύκολη πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό, σε συνδυασμό με την περιορισμένη προσφορά σε ορισμένες περιοχές, οδήγησε σε συνεχή αύξηση των τιμών των ακινήτων. Παράλληλα, η οικοδομική δραστηριότητα κατέγραψε ιστορικά υψηλά επίπεδα, με σημαντική αύξηση της έκδοσης οικοδομικών αδειών και της κατασκευής νέων κατοικιών (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Ωστόσο, αρκετοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι κατά την περίοδο αυτή δημιουργήθηκαν στοιχεία υπερτίμησης στην αγορά κατοικίας, καθώς η αύξηση των τιμών υπερέβαινε την αντίστοιχη αύξηση των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών (Case and Shiller, 2003).

2.8.2 Η Ελληνική Οικονομική Κρίση (2009–2017).

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και η επακόλουθη δημοσιονομική κρίση της Ελλάδας είχαν δραματικές επιπτώσεις στην αγορά ακινήτων. Η ύφεση, η αύξηση της ανεργίας, η σημαντική μείωση των εισοδημάτων και η περιορισμένη τραπεζική χρηματοδότηση οδήγησαν σε πρωτοφανή μείωση της ζήτησης κατοικιών (OECD, 2020).

Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος (2024), οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν σωρευτικά κατά περίπου 40% σε σχέση με τα προ κρίσης επίπεδα, ενώ σε ορισμένες περιοχές οι απώλειες ξεπέρασαν το 50%. Παράλληλα, η οικοδομική δραστηριότητα περιορίστηκε δραστικά, με τον αριθμό των νέων οικοδομικών αδειών να υποχωρεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.

Η κρίση επηρέασε επίσης τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων στεγαστικών δανείων, η περιορισμένη ρευστότητα των τραπεζών και η αβεβαιότητα για την πορεία της ελληνικής οικονομίας επιβάρυναν σημαντικά την αγορά ακινήτων.

Παράλληλα, η αύξηση της φορολογίας της ακίνητης περιουσίας, μέσω της επιβολής νέων φόρων και ειδικότερα του ΕΝΦΙΑ, επηρέασε αρνητικά τις επενδυτικές αποφάσεις και περιόρισε τη ζήτηση, ιδιαίτερα από εγχώριους επενδυτές (OECD, 2020).

2.8.3 Περίοδος Ανάκαμψης (2018–2019).

Μετά το τέλος της δημοσιονομικής κρίσης, η αγορά ακινήτων άρχισε σταδιακά να παρουσιάζει σημάδια ανάκαμψης. Η βελτίωση των μακροοικονομικών δεικτών, η σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και η αύξηση του τουρισμού δημιούργησαν ευνοϊκότερες συνθήκες για την αγορά κατοικίας.

Καθοριστικό ρόλο διαδραμάτισαν:

- Η εφαρμογή του προγράμματος Golden Visa.
- Η ανάπτυξη των βραχυχρόνιων μισθώσεων.
- Η αυξημένη τουριστική δραστηριότητα.
- Η είσοδος ξένων επενδυτικών κεφαλαίων.
- Η σταδιακή σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος.

Οι παράγοντες αυτοί συνέβαλαν στην αύξηση των συναλλαγών και στη σταδιακή άνοδο των τιμών, κυρίως στην Αθήνα, τη Θεσσαλονίκη και τους δημοφιλείς τουριστικούς προορισμούς (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

2.8.4 Η Αγορά Ακινήτων Μετά την Πανδημία COVID-19.

Παρά τις αρχικές εκτιμήσεις για σημαντική υποχώρηση της αγοράς, η πανδημία COVID-19 δεν οδήγησε σε νέα κρίση ακινήτων στην Ελλάδα. Αντίθετα, μετά το 2021 παρατηρήθηκε ισχυρή ανάκαμψη της ζήτησης, η οποία ενισχύθηκε από συγκεκριμένους παράγοντες,

- Τα χαμηλά επιτόκια των προηγούμενων ετών.
- Τη μεγάλη συσσωρευμένη αποταμίευση.
- Την αύξηση των ξένων επενδύσεων.
- Την ανάπτυξη της τηλεργασίας.
- Τη συνεχή άνοδο του τουρισμού.

Η ανάκαμψη συνοδεύτηκε από σημαντική αύξηση των τιμών κατοικιών, ιδιαίτερα στις περιοχές υψηλής ζήτησης. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος (2024), οι τιμές των διαμερισμάτων αυξήθηκαν με ιδιαίτερα υψηλούς ετήσιους ρυθμούς μετά το 2021, γεγονός που αντανακλά τόσο την περιορισμένη προσφορά όσο και τη συνεχιζόμενη αύξηση της ζήτησης.

Παράλληλα, αυξήθηκε σημαντικά το ενδιαφέρον για ενεργειακά αποδοτικές κατοικίες, σύγχρονα γραφεία, αποθηκευτικούς χώρους logistics και τουριστικά ακίνητα υψηλών προδιαγραφών.

2.9 Σύγχρονες Τάσεις στην Ελληνική Αγορά Ακινήτων.

Η ελληνική αγορά ακινήτων βρίσκεται σήμερα σε φάση σημαντικού μετασχηματισμού, εξαιτίας ορισμένων τάσεων της αγοράς, όπως αυτά περιγράφονται συνοπτικά παρακάτω (European Commission, 2024).

Τα πράσινα κτίρια. Η εφαρμογή των ευρωπαϊκών πολιτικών για την ενεργειακή μετάβαση αυξάνει σημαντικά τη ζήτηση για ενεργειακά αποδοτικά κτίρια. Οι επενδυτές προτιμούν πλέον ακίνητα χαμηλής ενεργειακής κατανάλωσης, ενώ οι νέες κατασκευές σχεδιάζονται σύμφωνα με αυστηρότερες περιβαλλοντικές προδιαγραφές.

Η ψηφιοποίηση της αγοράς. Η χρήση ψηφιακών τεχνολογιών, όπως οι εικονικές περιηγήσεις (virtual tours), οι ηλεκτρονικές υπογραφές, οι πλατφόρμες αγγελιών και η ανάλυση μεγάλων δεδομένων (Big Data), μεταβάλλει σημαντικά τον τρόπο λειτουργίας της αγοράς ακινήτων.

Οι επενδύσεις σε logistics. Η ανάπτυξη του ηλεκτρονικού εμπορίου αυξάνει τη ζήτηση για σύγχρονες αποθήκες και διαμετακομιστικά κέντρα. Η Ελλάδα, λόγω της στρατηγικής γεωγραφικής της θέσης, προσελκύει σημαντικές επενδύσεις στον συγκεκριμένο τομέα.

Οι αναπλάσεις αστικών περιοχών. Μεγάλα έργα αστικής ανάπλασης, όπως το Ελληνικό και η αναβάθμιση παλαιών βιομηχανικών περιοχών, δημιουργούν νέες επενδυτικές ευκαιρίες και μεταβάλλουν σημαντικά τη χωρική κατανομή της ζήτησης.

2.10 Προκλήσεις της Ελληνικής Αγοράς Ακινήτων.

Παρά τη σημαντική ανάκαμψη που καταγράφεται τα τελευταία χρόνια, η ελληνική αγορά ακινήτων εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις, οι οποίες επηρεάζουν τόσο την προσφορά όσο και τη ζήτηση. Οι προκλήσεις αυτές συνδέονται με διαρθρωτικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, τις δημογραφικές εξελίξεις, τις μεταβολές του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος και τις απαιτήσεις της πράσινης μετάβασης (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα της ελληνικής αγοράς αποτελεί η δυσκολία πρόσβασης των νέων νοικοκυριών σε προσιτή κατοικία. Η ταχεία αύξηση των τιμών πώλησης και των ενοικίων δεν συνοδεύτηκε από αντίστοιχη αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων, γεγονός που επιδείνωσε τον δείκτη στεγαστικής επιβάρυνσης (housing cost overburden rate) (Eurostat, 2024).

Η έλλειψη νέων κατοικιών, η αυξημένη ζήτηση από ξένους επενδυτές, η εξάπλωση των βραχυχρόνιων μισθώσεων και η περιορισμένη κοινωνική κατοικία έχουν εντείνει το πρόβλημα, ιδιαίτερα στην Αθήνα και τη Θεσσαλονίκη. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (OECD, 2023), η διατήρηση προσιτών τιμών κατοικίας αποτελεί βασική προϋπόθεση για τη βιώσιμη ανάπτυξη των αστικών περιοχών και την κοινωνική συνοχή.

Η Ελλάδα αντιμετωπίζει μία από τις εντονότερες δημογραφικές προκλήσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η μείωση των γεννήσεων, η αύξηση του προσδόκιμου ζωής και η μετανάστευση σημαντικού αριθμού νέων επιστημόνων κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης έχουν οδηγήσει σε σταδιακή μείωση του πληθυσμού (Ελληνική Στατιστική Αρχή, ΕΛΣΤΑΤ, 2023). Η εξέλιξη αυτή επηρεάζει άμεσα τη μακροχρόνια ζήτηση κατοικιών, ιδιαίτερα στις αγροτικές περιοχές και στις μικρότερες πόλεις. Αντίθετα, τα μεγάλα αστικά κέντρα εξακολουθούν να συγκεντρώνουν σημαντικό πληθυσμό λόγω της συγκέντρωσης οικονομικών δραστηριοτήτων και υπηρεσιών.

Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς είναι η μεγάλη ηλικία του υφιστάμενου κτιριακού αποθέματος. Σύμφωνα με στοιχεία της Eurostat (2024), σημαντικό ποσοστό των κατοικιών στην Ελλάδα έχει κατασκευαστεί πριν από το 1980, δηλαδή πριν από την εφαρμογή σύγχρονων αντισεισμικών και ενεργειακών κανονισμών. Τα παλαιά κτίρια παρουσιάζουν υψηλή ενεργειακή κατανάλωση, αυξημένες ανάγκες συντήρησης, χαμηλή λειτουργικότητα, περιορισμένη προσβασιμότητα, μειωμένη εμπορική αξία.

Η Ελλάδα συγκαταλέγεται στις χώρες της Μεσογείου που επηρεάζονται ιδιαίτερα από την κλιματική αλλαγή. Η αύξηση της συχνότητας των πυρκαγιών, των πλημμυρών και των ακραίων καιρικών φαινομένων επηρεάζει ολοένα περισσότερο την αγορά ακινήτων (IPCC, 2023). Οι φυσικοί κίνδυνοι οδηγούν σε αυξημένο κόστος ασφάλισης και σε υψηλότερο κόστος κατασκευής. Η προσαρμογή των κτιρίων στις νέες περιβαλλοντικές απαιτήσεις αποτελεί βασική πρόκληση για την επόμενη δεκαετία.

Η αύξηση των τιμών των οικοδομικών υλικών και της ενέργειας μετά το 2021 επηρέασε σημαντικά το κόστος νέων κατασκευών. Οι αυξήσεις αυτές περιόρισαν την οικονομική βιωσιμότητα αρκετών επενδυτικών σχεδίων και συνέβαλαν στη διατήρηση υψηλών τιμών πώλησης (Eurostat, 2024). Παράλληλα, η έλλειψη εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού στον κατασκευαστικό κλάδο αποτελεί πρόσθετο περιοριστικό παράγοντα για την ανάπτυξη της οικοδομικής δραστηριότητας.

2.11 Μελλοντικές Προοπτικές της Ελληνικής Αγοράς Ακινήτων.

Παρά τις υφιστάμενες προκλήσεις, οι μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων αξιολογούνται ως θετικές, υπό την προϋπόθεση ότι θα

διατηρηθεί η μακροοικονομική σταθερότητα και θα συνεχιστούν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (European Commission, 2024).

Η εφαρμογή της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας (European Green Deal) δημιουργεί σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες στον τομέα των ενεργειακών αναβαθμίσεων και των νέων κτιρίων σχεδόν μηδενικής ενεργειακής κατανάλωσης (Nearly Zero Energy Buildings – NZEB). Η αυξανόμενη ζήτηση για βιώσιμα και ενεργειακά αποδοτικά κτίρια αναμένεται να αποτελέσει έναν από τους σημαντικότερους μοχλούς ανάπτυξης της αγοράς κατά τις επόμενες δεκαετίες (European Commission, 2024).

Η αξιοποίηση ψηφιακών τεχνολογιών, όπως Building Information Modeling (BIM), Τεχνητή Νοημοσύνη (Artificial Intelligence), Big Data, Internet of Things (IoT), Blockchain, αναμένεται να βελτιώσει σημαντικά την αποτελεσματικότητα της αγοράς, μειώνοντας το κόστος συναλλαγών και αυξάνοντας τη διαφάνεια (World Economic Forum, 2023).

Η υλοποίηση μεγάλων έργων αστικής ανάπλασης, όπως η επένδυση στο Ελληνικό, η αξιοποίηση πρώην βιομηχανικών περιοχών και η αναβάθμιση των δημόσιων υποδομών, αναμένεται να μεταβάλει σημαντικά τον χάρτη των επενδύσεων στην Ελλάδα. Οι αστικές αναπλάσεις δημιουργούν νέες επιχειρηματικές ευκαιρίες, ενισχύουν την αξία της γης και συμβάλλουν στη βελτίωση της ποιότητας ζωής των κατοίκων.

Ο τουριστικός τομέας αναμένεται να συνεχίσει να αποτελεί βασικό μοχλό ανάπτυξης της αγοράς ακινήτων. Η αυξανόμενη ζήτηση για πολυτελείς κατοικίες, ξενοδοχειακές μονάδες, σύνθετα τουριστικά καταλύματα και εξοχικές κατοικίες δημιουργεί σημαντικές επενδυτικές προοπτικές. Παράλληλα, η ανάπτυξη ειδικών μορφών τουρισμού (ιατρικός, συνεδριακός, γαστρονομικός και αθλητικός τουρισμός) αναμένεται να διαφοροποιήσει περαιτέρω τη ζήτηση.

Η ολοκλήρωση του Ελληνικού Κτηματολογίου, η επιτάχυνση της ψηφιοποίησης των δημόσιων υπηρεσιών, η απλοποίηση των πολεοδομικών διαδικασιών και η σταθερότητα του φορολογικού πλαισίου αναμένεται να ενισχύσουν σημαντικά το επενδυτικό περιβάλλον και να προσελκύσουν νέα κεφάλαια.

2.12 Συμπεράσματα.

Η αγορά ακινήτων αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς συνδέεται άμεσα με την οικονομική ανάπτυξη, την απασχόληση, την ιδιωτική κατανάλωση, τις τραπεζικές χρηματοδοτήσεις και την κοινωνική ευημερία. Η πολυδιάστατη φύση της αγοράς αυτής καθιστά απαραίτητη την προσέγγισή της μέσα από οικονομικές, κοινωνικές, δημογραφικές, θεσμικές και περιβαλλοντικές διαστάσεις (Εικόνα 2.5). Όπως αναδείχθηκε στις προηγούμενες ενότητες, η αγορά ακινήτων δεν λειτουργεί ως μία απλή αγορά αγαθών, αλλά αποτελεί ένα σύνθετο σύστημα αλληλεπιδράσεων μεταξύ νοικοκυριών, επιχειρήσεων, επενδυτών, τραπεζών και δημόσιων φορέων (DiPasquale and Wheaton, 1996).

Εικόνα 2.5. Αλληλεπίδραση μεταξύ οικονομικής ανάπτυξης και αγοράς ακινήτων (DiPasquale and Wheaton, 1996).

Η ανάλυση των βασικών εννοιών κατέδειξε ότι το ακίνητο αποτελεί ένα αγαθό με ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, όπως η ακινησία, η μοναδικότητα, η μεγάλη διάρκεια ζωής, η υψηλή αξία και η περιορισμένη προσφορά γης. Τα χαρακτηριστικά αυτά διαφοροποιούν ουσιαστικά την αγορά ακινήτων από τις περισσότερες άλλες αγορές αγαθών και υπηρεσιών, καθώς επηρεάζουν τον τρόπο διαμόρφωσης των τιμών, τη λειτουργία του ανταγωνισμού και τη συμπεριφορά των επενδυτών (Geltner et al., 2014).

Ιδιαίτερη σημασία παρουσιάζει επίσης η διάκριση μεταξύ των διαφορετικών κατηγοριών ακινήτων. Οι οικιστικές, εμπορικές, βιομηχανικές, τουριστικές, αγροτικές και ειδικής χρήσης ιδιοκτησίες παρουσιάζουν διαφορετικά χαρακτηριστικά ως προς τη λειτουργία τους, τους παράγοντες που επηρεάζουν την αξία τους και τα επενδυτικά τους χαρακτηριστικά. Η διαφοροποίηση αυτή οδηγεί σε διαφορετική συμπεριφορά της προσφοράς και της ζήτησης ανάλογα με το είδος του ακινήτου, γεγονός που καθιστά αναγκαία την εξειδικευμένη ανάλυση κάθε επιμέρους αγοράς (Brueggeman & Fisher, 2016).

Η ανάλυση της προσφοράς ανέδειξε ότι η δημιουργία νέων ακινήτων αποτελεί μία χρονοβόρα και κεφαλαιουχική διαδικασία, η οποία επηρεάζεται από πληθώρα παραγόντων. Το κόστος γης, το κόστος κατασκευής, η πρόσβαση σε χρηματοδότηση, τα επιτόκια, η φορολογική πολιτική, το πολεοδομικό πλαίσιο και οι περιβαλλοντικές απαιτήσεις καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό τη δυνατότητα ανάπτυξης νέων οικοδομικών έργων. Επιπλέον, η αυξανόμενη σημασία της βιώσιμης ανάπτυξης, της ενεργειακής απόδοσης και των κριτηρίων ESG μεταβάλλει σταδιακά τα χαρακτηριστικά του σύγχρονου κτιριακού αποθέματος, οδηγώντας σε επενδύσεις μεγαλύτερης ποιότητας και υψηλότερης περιβαλλοντικής απόδοσης (European Commission, 2024).

Αντίστοιχα, η ζήτηση ακινήτων αποδείχθηκε ότι αποτελεί προϊόν της αλληλεπίδρασης οικονομικών, δημογραφικών και κοινωνικών παραγόντων. Το διαθέσιμο εισόδημα, τα επιτόκια στεγαστικών δανείων, η ανεργία, οι πληθωριστικές πιέσεις, οι δημογραφικές εξελίξεις, οι ξένες επενδύσεις, οι προσδοκίες των επενδυτών, η τηλεργασία και οι νέες μορφές τουρισμού αποτελούν βασικούς μηχανισμούς που επηρεάζουν την εξέλιξη της αγοράς. Η διεθνής εμπειρία δείχνει ότι οι μεταβολές της ζήτησης μπορούν να είναι ιδιαίτερα ταχείες, προκαλώντας σημαντικές διακυμάνσεις στις τιμές και στις επενδύσεις, ιδιαίτερα όταν συνοδεύονται από αυξημένη πιστωτική επέκταση ή έντονες κερδοσκοπικές προσδοκίες (Shiller, 2015).

Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στην ελληνική αγορά ακινήτων, η οποία τα τελευταία είκοσι χρόνια γνώρισε έντονες διακυμάνσεις. Η περίοδος οικονομικής ανάπτυξης πριν από το 2008 χαρακτηρίστηκε από σημαντική αύξηση της οικοδομικής δραστηριότητας και των τιμών των κατοικιών, ενώ η οικονομική κρίση της περιόδου 2009–2017 προκάλεσε βαθιά ύφεση, μεγάλη μείωση των αξιών και περιορισμό των επενδύσεων. Η σταδιακή ανάκαμψη μετά το 2018, σε συνδυασμό με την ανάπτυξη του τουρισμού, την εφαρμογή του

προγράμματος Golden Visa, την επέκταση των βραχυχρόνιων μισθώσεων και την αύξηση των ξένων άμεσων επενδύσεων, οδήγησαν σε νέα άνοδο των τιμών των ακινήτων (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Παρά τη θετική αυτή εξέλιξη, η ελληνική αγορά εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις. Η περιορισμένη προσφορά νέων κατοικιών, η αύξηση του κόστους κατασκευής, η δυσκολία πρόσβασης των νέων νοικοκυριών σε προσιτή κατοικία, η γήρανση του κτιριακού αποθέματος και οι επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής αποτελούν ζητήματα που απαιτούν ολοκληρωμένες πολιτικές παρεμβάσεις. Παράλληλα, η ολοκλήρωση του Κτηματολογίου, η ψηφιοποίηση των δημόσιων υπηρεσιών, η σταθερότητα του θεσμικού πλαισίου και η ενίσχυση της ενεργειακής αναβάθμισης των κτιρίων αναμένεται να συμβάλουν στη βελτίωση της λειτουργίας της αγοράς και στην προσέλκυση νέων επενδύσεων (OECD, 2023).

Οι διεθνείς εξελίξεις αναμένεται επίσης να επηρεάσουν σημαντικά τη μελλοντική πορεία της αγοράς. Η πράσινη μετάβαση, η εφαρμογή της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας, η χρήση ψηφιακών τεχνολογιών, η τεχνητή νοημοσύνη, το Building Information Modeling (BIM), η ανάπτυξη έξυπνων πόλεων και η ενσωμάτωση των κριτηρίων ESG αναμένεται να μετασχηματίσουν τον τρόπο σχεδιασμού, κατασκευής και διαχείρισης των ακινήτων κατά τις επόμενες δεκαετίες. Παράλληλα, οι νέες απαιτήσεις των καταναλωτών για ενεργειακά αποδοτικές κατοικίες, ευέλικτους χώρους εργασίας και υψηλή ποιότητα ζωής δημιουργούν νέες επενδυτικές ευκαιρίες αλλά και νέες προκλήσεις για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά (World Green Building Council, 2023).

Συνολικά, η αγορά ακινήτων αποτελεί ένα δυναμικό και πολύπλοκο οικονομικό σύστημα, το οποίο επηρεάζεται από ένα ευρύ φάσμα παραγόντων. Η κατανόηση των μηχανισμών λειτουργίας της είναι απαραίτητη τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους φορείς χάραξης πολιτικής, καθώς επιτρέπει την ορθότερη αξιολόγηση των επενδυτικών ευκαιριών, τη διαμόρφωση αποτελεσματικών στεγαστικών πολιτικών και την προώθηση της βιώσιμης οικονομικής ανάπτυξης. Το θεωρητικό υπόβαθρο που αναπτύχθηκε στο παρόν κεφάλαιο αποτελεί τη βάση για την ανάλυση που θα ακολουθήσει στα επόμενα κεφάλαια της διπλωματικής εργασίας, όπου θα εξεταστούν εμπειρικά δεδομένα και θα αξιολογηθεί η λειτουργία της αγοράς ακινήτων μέσα από σύγχρονες οικονομικές και στατιστικές προσεγγίσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. Το Χρηματιστήριο και η Σχέση του με την Αγορά Ακινήτων

3.1 Εισαγωγή.

Το χρηματιστήριο αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους θεσμούς του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς λειτουργεί ως οργανωμένη αγορά στην οποία πραγματοποιείται η διαπραγμάτευση χρηματοοικονομικών τίτλων, όπως μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια διαπραγματεύσιμα σε χρηματιστήριο (Exchange Traded Funds – ETFs), παράγωγα προϊόντα και άλλα επενδυτικά μέσα. Μέσω της λειτουργίας του χρηματιστηρίου διευκολύνεται η αποτελεσματική κατανομή των διαθέσιμων κεφαλαίων στην οικονομία, παρέχεται ρευστότητα στους επενδυτές και δημιουργούνται δυνατότητες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, συμβάλλοντας ουσιαστικά στην οικονομική ανάπτυξη (Mishkin, 2022).

Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών θεωρείται στενά συνδεδεμένη με την οικονομική μεγέθυνση, καθώς διευκολύνει τη συγκέντρωση αποταμιεύσεων, τη χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων και την αποτελεσματικότερη κατανομή των οικονομικών πόρων. Οι Levine και Zervos (1998) υποστηρίζουν ότι οι ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές συμβάλλουν σημαντικά στη μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη, επειδή αυξάνουν τη ρευστότητα των επενδύσεων, μειώνουν το κόστος κεφαλαίου και ενισχύουν την αποτελεσματικότητα των επιχειρηματικών αποφάσεων.

Παράλληλα, το χρηματιστήριο λειτουργεί ως ένας ιδιαίτερα ευαίσθητος μηχανισμός αποτίμησης των προσδοκιών της αγοράς. Οι τιμές των μετοχών αντανακλούν τις προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία των επιχειρήσεων, την πορεία της οικονομίας, τις μεταβολές των επιτοκίων, τον πληθωρισμό και το γενικότερο επίπεδο οικονομικής αβεβαιότητας (Kane et al., 2022). Για τον λόγο αυτό, οι χρηματιστηριακοί δείκτες χρησιμοποιούνται συχνά ως πρόδρομοι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας και της επιχειρηματικής εμπιστοσύνης.

Η αγορά ακινήτων και το χρηματιστήριο αποτελούν δύο από τις σημαντικότερες κατηγορίες επενδυτικών αγορών. Αν και παρουσιάζουν διαφορετικά χαρακτηριστικά ως προς τη ρευστότητα, τον επενδυτικό ορίζοντα, τον βαθμό κινδύνου και τον τρόπο αποτίμησης, αλληλεπιδρούν μέσω πολλών κοινών μακροοικονομικών παραγόντων. Οι

μεταβολές των επιτοκίων, του πληθωρισμού, της οικονομικής ανάπτυξης, της τραπεζικής χρηματοδότησης και της επενδυτικής εμπιστοσύνης επηρεάζουν ταυτόχρονα τόσο τις τιμές των ακινήτων όσο και τις αποτιμήσεις των εισηγμένων εταιρειών (Quan & Titman, 1999).

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ χρηματιστηριακής αγοράς και αγοράς ακινήτων, καθώς αρκετές εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι δύο αγορές εμφανίζουν διαφορετικού βαθμού συσχέτιση ανάλογα με τη χρονική περίοδο, τις οικονομικές συνθήκες και το επίπεδο ανάπτυξης κάθε χώρας (Ling and Naranjo, 1999). Σε περιόδους οικονομικής σταθερότητας παρατηρείται συχνά παράλληλη άνοδος των δύο αγορών, ενώ σε περιόδους κρίσεων ή αυξημένης αβεβαιότητας οι επενδυτές ανακατανέμουν τα χαρτοφυλάκιά τους μεταξύ χρηματοοικονομικών και πραγματικών περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που ενισχύει την αλληλεπίδραση των δύο αγορών (Case, Quigley, & Shiller, 2005).

Στην ελληνική οικονομία η σχέση αυτή αποκτά ιδιαίτερη σημασία. Η περίοδος της χρηματιστηριακής «φούσκας» του 1999, η δημοσιονομική κρίση της δεκαετίας του 2010, η ανάκαμψη μετά το 2018 και οι επιπτώσεις της πανδημίας COVID-19 επηρέασαν σημαντικά τόσο το Χρηματιστήριο Αθηνών όσο και την αγορά ακινήτων. Οι μεταβολές στις αποτιμήσεις των εισηγμένων εταιρειών, οι αλλαγές στην πιστωτική επέκταση και η εξέλιξη των επενδυτικών προσδοκιών επηρέασαν άμεσα τη ζήτηση για ακίνητα, τις επενδύσεις στον κατασκευαστικό κλάδο και τις αποδόσεις των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕΑΠ) (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι η ανάπτυξη του θεωρητικού πλαισίου που αφορά το χρηματιστήριο, τη λειτουργία του, τη δομή των αγορών κεφαλαίου, την ιστορική εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και, κυρίως, τη διερεύνηση της θεωρητικής και εμπειρικής σχέσης μεταξύ χρηματιστηριακής αγοράς και αγοράς ακινήτων. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στις θεωρίες χαρτοφυλακίου, στις θεωρίες αποτελεσματικών αγορών και στις σύγχρονες εμπειρικές μελέτες που αναλύουν την αλληλεξάρτηση των δύο αγορών, προκειμένου να δημιουργηθεί το κατάλληλο θεωρητικό υπόβαθρο για το εμπειρικό μέρος της παρούσας εργασίας.

3.2 Ορισμός του Χρηματιστηρίου.

3.2.1 Έννοια και Ορισμός του Χρηματιστηρίου.

Το χρηματιστήριο αποτελεί οργανωμένη και θεσμοθετημένη αγορά στην οποία πραγματοποιούνται αγοραπωλησίες χρηματοοικονομικών τίτλων σύμφωνα με προκαθορισμένους κανόνες λειτουργίας, διαφάνειας και εποπτείας. Βασικός σκοπός του είναι η διευκόλυνση της μεταφοράς κεφαλαίων από τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες (επενδυτές και αποταμιευτές) προς τις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες (επιχειρήσεις και οργανισμούς που αναζητούν χρηματοδότηση), συμβάλλοντας έτσι στην αποτελεσματική κατανομή των διαθέσιμων οικονομικών πόρων (Fabozzi et al., 2010).

Σύμφωνα με τον Mishkin (2022), το χρηματιστήριο αποτελεί βασικό τμήμα της κεφαλαιαγοράς και διακρίνεται από άλλες μορφές χρηματοδότησης, όπως το τραπεζικό σύστημα, επειδή επιτρέπει την άμεση χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω της έκδοσης κινητών αξιών. Η λειτουργία αυτή μειώνει το κόστος άντλησης κεφαλαίων, διευρύνει τις επενδυτικές επιλογές και ενισχύει τον ανταγωνισμό μεταξύ των πηγών χρηματοδότησης.

Ο Samuelson (1965) υποστήριξε ότι το χρηματιστήριο αποτελεί έναν από τους αποτελεσματικότερους μηχανισμούς διάχυσης της πληροφορίας στην οικονομία, καθώς οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται συνεχώς στις διαθέσιμες πληροφορίες. Η θέση αυτή αναπτύχθηκε περαιτέρω από τον Fama (1970), ο οποίος διατύπωσε τη Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis), σύμφωνα με την οποία οι χρηματιστηριακές τιμές ενσωματώνουν άμεσα όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες.

Η σύγχρονη λειτουργία των χρηματιστηρίων βασίζεται σχεδόν αποκλειστικά σε ηλεκτρονικά συστήματα διαπραγμάτευσης, τα οποία επιτρέπουν την άμεση εκτέλεση εντολών αγοράς και πώλησης, αυξάνοντας σημαντικά την ταχύτητα, τη διαφάνεια και τη ρευστότητα της αγοράς. Η τεχνολογική εξέλιξη έχει περιορίσει το λειτουργικό κόστος των συναλλαγών και έχει διευρύνει τη συμμετοχή τόσο θεσμικών όσο και ιδιωτών επενδυτών σε παγκόσμιο επίπεδο (Kane et al., 2022).

Εκτός από τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, το χρηματιστήριο επιτελεί και σημαντικές μακροοικονομικές λειτουργίες. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες αποτελούν δείκτες εμπιστοσύνης και οικονομικών προσδοκιών, ενώ οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών επηρεάζουν την καταναλωτική και επενδυτική συμπεριφορά μέσω του

φαινομένου του πλούτου (wealth effect). Όταν οι αποτιμήσεις των μετοχών αυξάνονται, οι επενδυτές αισθάνονται οικονομικά ισχυρότεροι και τείνουν να αυξάνουν την κατανάλωση και τις επενδύσεις τους. Αντίθετα, σημαντικές χρηματιστηριακές απώλειες οδηγούν συχνά σε περιορισμό της κατανάλωσης και της επενδυτικής δραστηριότητας (Case et al., 2005).

Τέλος, η σημασία του χρηματιστηρίου επεκτείνεται πέρα από τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, καθώς αποτελεί βασικό εργαλείο για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των διοικήσεων, τη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης και την ενίσχυση της διαφάνειας. Οι εισηγμένες εταιρείες υποχρεούνται να τηρούν αυστηρούς κανόνες δημοσιοποίησης οικονομικών στοιχείων και λογοδοσίας, γεγονός που περιορίζει την ασυμμετρία πληροφόρησης και ενισχύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών (OECD, 2023).

3.2.2 Βασικές Λειτουργίες του Χρηματιστηρίου.

Το χρηματιστήριο αποτελεί θεμελιώδη θεσμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς εξυπηρετεί πολλαπλές οικονομικές και κοινωνικές λειτουργίες που συμβάλλουν στη σταθερότητα και την ανάπτυξη της οικονομίας. Πέρα από τον βασικό του ρόλο ως οργανωμένη αγορά διαπραγμάτευσης κινητών αξιών, το χρηματιστήριο λειτουργεί ως μηχανισμός κατανομής κεφαλαίων, διαμόρφωσης τιμών, διαχείρισης κινδύνου και ενίσχυσης της διαφάνειας. Η αποτελεσματική λειτουργία του αποτελεί προϋπόθεση για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων, την προσέλκυση επενδύσεων και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας μιας οικονομίας (Mishkin, 2022).

Η βιβλιογραφία αναγνωρίζει ότι η ανάπτυξη των χρηματιστηριακών αγορών συνδέεται θετικά με τη μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη, καθώς αυξάνει τη διαθεσιμότητα επενδυτικών κεφαλαίων, μειώνει το κόστος χρηματοδότησης και ενισχύει την αποτελεσματική κατανομή των πόρων (Levine and Zervos, 1998).

Η σημαντικότερη λειτουργία του χρηματιστηρίου είναι η δυνατότητα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω της έκδοσης κινητών αξιών. Όταν μια εταιρεία επιθυμεί να επεκτείνει τις δραστηριότητές της, να πραγματοποιήσει νέες επενδύσεις ή να ενισχύσει τη χρηματοοικονομική της θέση, μπορεί να αντλήσει κεφάλαια μέσω της δημόσιας διάθεσης μετοχών ή ομολογιών (Fabozzi et al., 2010). Η διαδικασία αυτή πραγματοποιείται κυρίως μέσω της πρωτογενούς αγοράς, όπου οι νέοι τίτλοι εκδίδονται και αγοράζονται για πρώτη φορά από επενδυτές. Τα κεφάλαια που συγκεντρώνονται εισρέουν απευθείας στην

εταιρεία, ενισχύοντας την παραγωγική της δυναμικότητα και δημιουργώντας προϋποθέσεις για οικονομική ανάπτυξη (Brealey et al., 2020).

Η άντληση κεφαλαίων μέσω του χρηματιστηρίου παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα σε σύγκριση με τον τραπεζικό δανεισμό, καθώς δεν δημιουργεί υποχρέωση αποπληρωμής κεφαλαίου στην περίπτωση έκδοσης μετοχών και επιτρέπει την ευρύτερη διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου μεταξύ των επενδυτών (Ross et al., 2022).

Το χρηματιστήριο παρέχει στους ιδιώτες και στους θεσμικούς επενδυτές τη δυνατότητα τοποθέτησης των διαθέσιμων κεφαλαίων τους σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων. Μέσω των επενδύσεων σε μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια, διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (ETFs) και παράγωγα προϊόντα, οι επενδυτές επιδιώκουν την επίτευξη αποδόσεων ανάλογων με το επίπεδο κινδύνου που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν (Kane et al., 2022).

Η διαφοροποίηση των διαθέσιμων επενδυτικών επιλογών επιτρέπει τη δημιουργία χαρτοφυλακίων διαφορετικού κινδύνου και απόδοσης. Σύμφωνα με τη Θεωρία Χαρτοφυλακίου του Markowitz (1952), η σωστή διαφοροποίηση μειώνει τον μη συστηματικό κίνδυνο και βελτιώνει τη σχέση κινδύνου-απόδοσης. Επιπλέον, η ύπαρξη οργανωμένης αγοράς ενισχύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, καθώς οι συναλλαγές πραγματοποιούνται σύμφωνα με προκαθορισμένους κανόνες διαφάνειας και εποπτείας.

Μία από τις σημαντικότερες λειτουργίες του χρηματιστηρίου είναι η διαμόρφωση των τιμών των κινητών αξιών μέσω της αλληλεπίδρασης προσφοράς και ζήτησης. Οι τιμές των μετοχών δεν καθορίζονται αυθαίρετα αλλά αποτελούν αποτέλεσμα των προσδοκιών των επενδυτών σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία των επιχειρήσεων, την οικονομική ανάπτυξη, τα επιτόκια, τον πληθωρισμό, τη νομισματική πολιτική, τις διεθνείς οικονομικές εξελίξεις. Σύμφωνα με τη Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis), οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν άμεσα όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, γεγονός που καθιστά ιδιαίτερα δύσκολη τη συστηματική επίτευξη υπερκανονικών αποδόσεων (Fama, 1970). Η διαδικασία διαμόρφωσης των τιμών παρέχει πολύτιμες πληροφορίες τόσο στις επιχειρήσεις όσο και στους επενδυτές σχετικά με την πραγματική αξία των εταιρειών.

Η ρευστότητα αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά μιας οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς. Ως ρευστότητα ορίζεται η δυνατότητα άμεσης αγοράς ή πώλησης ενός χρηματοοικονομικού τίτλου χωρίς σημαντική μεταβολή της τιμής του

(Amihud and Mendelson, 1986). Η ύπαρξη υψηλής ρευστότητας μειώνει το κόστος συναλλαγών και ενθαρρύνει τη συμμετοχή περισσότερων επενδυτών στην αγορά. Αντίθετα, οι αγορές με περιορισμένη ρευστότητα χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη μεταβλητότητα και υψηλότερο επενδυτικό κίνδυνο.

Το χρηματιστήριο συμβάλλει στην αποτελεσματικότερη κατανομή των διαθέσιμων οικονομικών πόρων, καθώς κατευθύνει τα κεφάλαια προς τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλότερες αναπτυξιακές προοπτικές και καλύτερες οικονομικές επιδόσεις. Σύμφωνα με τους Levine και Zervos (1998), οι ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές αυξάνουν την παραγωγικότητα της οικονομίας επειδή επιτρέπουν την αποτελεσματικότερη αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων και τη χρηματοδότηση των πλέον αποδοτικών επιχειρήσεων. Η λειτουργία αυτή συμβάλλει στη βελτίωση της συνολικής παραγωγικότητας της οικονομίας και στην ενίσχυση της οικονομικής μεγέθυνσης.

Μέσω της λειτουργίας του χρηματιστηρίου οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να διαφοροποιούν τα χαρτοφυλάκιά τους επενδύοντας σε διαφορετικούς κλάδους, γεωγραφικές περιοχές και χρηματοοικονομικά προϊόντα. Η διαφοροποίηση αυτή μειώνει τον ειδικό (μη συστηματικό) κίνδυνο, ενώ παράλληλα επιτρέπει την καλύτερη διαχείριση του συνολικού επενδυτικού κινδύνου (Markowitz, 1952). Παράλληλα, η ύπαρξη παραγώγων προϊόντων παρέχει δυνατότητες αντιστάθμισης κινδύνου (hedging), γεγονός που ενισχύει τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο συνεπάγεται αυξημένες υποχρεώσεις διαφάνειας, λογοδοσίας και δημοσιοποίησης οικονομικών στοιχείων. Οι εισηγμένες εταιρείες υποχρεούνται να εφαρμόζουν κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που διασφαλίζουν την προστασία των μετόχων και τη διαφάνεια στη λήψη αποφάσεων (OECD, 2023). Η δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων, η τακτική ενημέρωση των επενδυτών και ο έλεγχος από ανεξάρτητους ορκωτούς ελεγκτές συμβάλλουν στη μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης και ενισχύουν την εμπιστοσύνη της αγοράς.

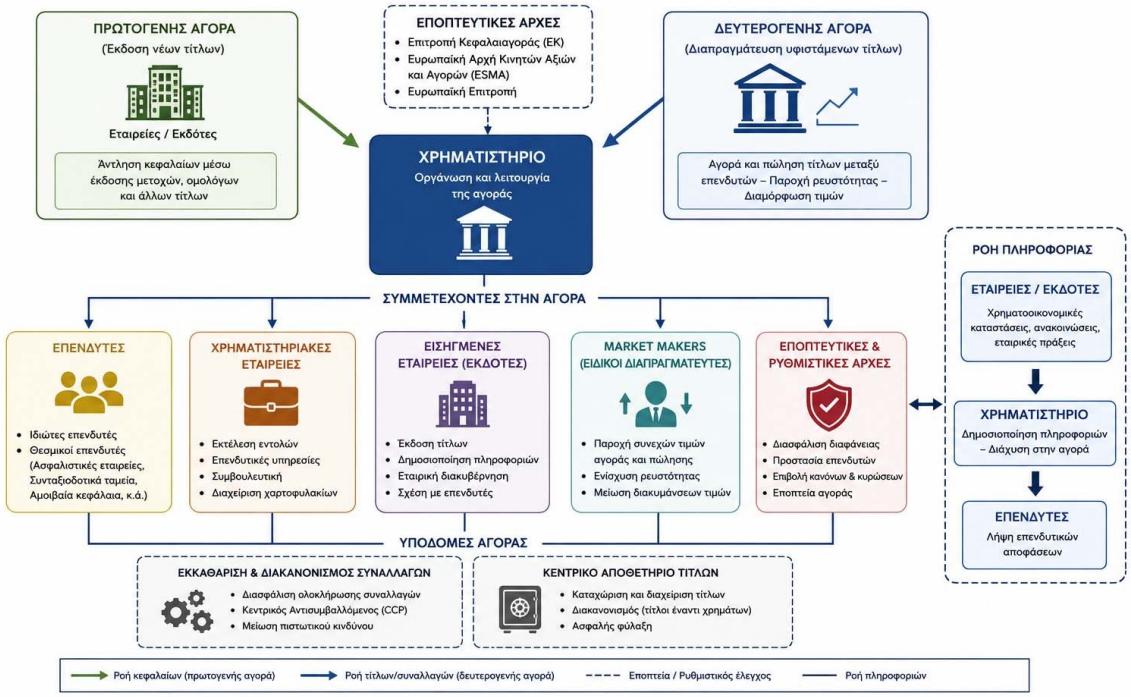
Οι χρηματιστηριακοί δείκτες αποτελούν σημαντικούς πρόδρομους δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας. Οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών αντανακλούν τις προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας και επηρεάζουν τις αποφάσεις κατανάλωσης και επένδυσης μέσω του φαινομένου του πλούτου (wealth effect) (Case et al., 2005).

Η λειτουργία αυτή αποκτά ιδιαίτερη σημασία στην παρούσα εργασία, καθώς το wealth effect αποτελεί έναν από τους βασικούς μηχανισμούς μέσω των οποίων το χρηματιστήριο επηρεάζει την αγορά ακινήτων. Όταν οι τιμές των μετοχών αυξάνονται, η αύξηση της περιουσιακής αξίας των επενδυτών μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη ζήτηση για κατοικίες και επενδυτικά ακίνητα. Αντίθετα, σημαντικές χρηματιστηριακές απώλειες συχνά περιορίζουν τη ζήτηση για ακίνητα, καθώς μειώνεται ο διαθέσιμος πλούτος και ενισχύεται η αβεβαιότητα.

3.3 Δομή του Χρηματιστηρίου.

Η αποτελεσματική λειτουργία ενός χρηματιστηρίου προϋποθέτει την ύπαρξη συγκεκριμένης οργανωτικής δομής, σαφών θεσμικών κανόνων και αποτελεσματικών μηχανισμών εποπτείας. Η δομή αυτή διασφαλίζει την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, την προστασία των επενδυτών και την ομαλή άντληση και διακίνηση κεφαλαίων. Σύμφωνα με τους Fabozzi et al. (2010), η δομή ενός σύγχρονου χρηματιστηρίου αποτελείται από την πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά, τους συμμετέχοντες στην αγορά, τα συστήματα διαπραγμάτευσης, τους μηχανισμούς εκκαθάρισης και διακανονισμού, καθώς και τις εποπτικές αρχές που επιβλέπουν τη λειτουργία του.

Η διάκριση μεταξύ πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς αποτελεί θεμελιώδη αρχή της κεφαλαιαγοράς, καθώς κάθε αγορά επιτελεί διαφορετικό οικονομικό ρόλο. Η πρωτογενής αγορά αφορά τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω της έκδοσης νέων τίτλων, ενώ η δευτερογενής αγορά εξασφαλίζει τη ρευστότητα των ήδη εκδομένων τίτλων και επιτρέπει τη συνεχή αναπροσαρμογή των τιμών τους σύμφωνα με τις συνθήκες της αγοράς (Mishkin, 2022).



Εικόνα 3.1. Δομή και βασικοί συμμετέχοντες του χρηματιστηρίου (Mishkin, 2022, Fabozzi et al., 2010, OECD, 2023).

3.3.1 Η Πρωτογενής Αγορά (Primary Market).

Η πρωτογενής αγορά αποτελεί το σημείο εκκίνησης της χρηματοδότησης μέσω της κεφαλαιαγοράς. Σε αυτήν πραγματοποιείται η πρώτη διάθεση νέων κινητών αξιών προς το επενδυτικό κοινό, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις ή τους οργανισμούς που τις εκδίδουν (Ross et al., 2022).

Η πιο χαρακτηριστική διαδικασία της πρωτογενούς αγοράς είναι η Αρχική Δημόσια Προσφορά (Initial Public Offering – IPO), κατά την οποία μια ιδιωτική εταιρεία εισάγει για πρώτη φορά τις μετοχές της στο χρηματιστήριο. Μέσω της διαδικασίας αυτής η επιχείρηση αποκτά πρόσβαση σε σημαντικού ύψους κεφάλαια, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για επενδύσεις, επέκταση δραστηριοτήτων, εξαγορές ή αποπληρωμή υποχρεώσεων (Brealey et al., 2020).

Η διαδικασία εισαγωγής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο περιλαμβάνει σειρά σταδίων, όπως η επιλογή αναδόχου (underwriter), η αποτίμηση της εταιρείας, η κατάρτιση ενημερωτικού δελτίου (prospectus), η έγκριση από την αρμόδια εποπτική αρχή και η δημόσια διάθεση των μετοχών. Η επιτυχία μιας δημόσιας εγγραφής εξαρτάται από τις

συνθήκες της αγοράς, τη φήμη της εταιρείας, τις αναπτυξιακές της προοπτικές και το επενδυτικό κλίμα (Kane et al., 2022).

Εκτός από τις αρχικές δημόσιες προσφορές, η πρωτογενής αγορά περιλαμβάνει και αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένων εταιρειών, εκδόσεις εταιρικών και κρατικών ομολόγων, καθώς και ιδιωτικές τοποθετήσεις τίτλων σε θεσμικούς επενδυτές. Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις τα αντλούμενα κεφάλαια εισρέουν απευθείας στον εκδότη των τίτλων και όχι στους υφιστάμενους μετόχους.

Η σημασία της πρωτογενούς αγοράς είναι ιδιαίτερα μεγάλη για την οικονομική ανάπτυξη, καθώς επιτρέπει τη χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων χωρίς αποκλειστική εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό. Οι Levine και Zervos (1998) υποστηρίζουν ότι οι οικονομίες με ανεπτυγμένες πρωτογενείς αγορές εμφανίζουν υψηλότερους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης, καθώς οι επιχειρήσεις αποκτούν ευκολότερη πρόσβαση σε επενδυτικά κεφάλαια.

3.3.2 Η Δευτερογενής Αγορά (Secondary Market).

Η δευτερογενής αγορά αποτελεί την οργανωμένη αγορά στην οποία διαπραγματεύονται οι ήδη εκδομένοι χρηματοοικονομικοί τίτλοι. Σε αντίθεση με την πρωτογενή αγορά, οι συναλλαγές πραγματοποιούνται μεταξύ επενδυτών και όχι μεταξύ επενδυτών και εκδοτών των τίτλων. Κατά συνέπεια, οι εταιρείες δεν λαμβάνουν νέα κεφάλαια από τις συναλλαγές της δευτερογενούς αγοράς, αλλά επωφελούνται έμμεσα μέσω της αυξημένης ρευστότητας και της ευκολότερης μελλοντικής χρηματοδότησής τους (Fabozzi et al., 2010).

Η ύπαρξη ενεργού δευτερογενούς αγοράς αποτελεί βασική προϋπόθεση για την επιτυχία της πρωτογενούς αγοράς. Οι επενδυτές είναι περισσότερο πρόθυμοι να συμμετάσχουν σε δημόσιες εγγραφές όταν γνωρίζουν ότι μπορούν να πωλήσουν εύκολα τους τίτλους τους σε μεταγενέστερο χρόνο. Η υψηλή ρευστότητα μειώνει το κόστος συναλλαγών και αυξάνει την ελκυστικότητα των επενδύσεων (Amihud and Mendelson, 1986).

Στη δευτερογενή αγορά οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται συνεχώς ανάλογα με τη ζήτηση και την προσφορά, αντανακλώντας τις προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με τις προοπτικές των επιχειρήσεων και της οικονομίας. Η συνεχής διαπραγμάτευση συμβάλλει στη διαδικασία ανακάλυψης της τιμής (price discovery), η οποία θεωρείται μία από τις

σημαντικότερες λειτουργίες του χρηματιστηρίου (Fama, 1970). Η αποτελεσματικότητα της δευτερογενούς αγοράς επηρεάζεται από παράγοντες όπως ο όγκος συναλλαγών, η ποιότητα της πληροφόρησης, η συμμετοχή θεσμικών επενδυτών, η τεχνολογική υποδομή των συστημάτων διαπραγμάτευσης και το επίπεδο εμπιστοσύνης των επενδυτών.

3.3.3 Οι Συμμετέχοντες στη Χρηματιστηριακή Αγορά.

Η λειτουργία του χρηματιστηρίου βασίζεται στη συνεργασία πολλών διαφορετικών φορέων, καθένας από τους οποίους επιτελεί συγκεκριμένο ρόλο στην οργάνωση και την αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Ιδιώτες επενδυτές (Retail Investors). Οι ιδιώτες επενδυτές αποτελούν φυσικά πρόσωπα που επενδύουν τα προσωπικά τους κεφάλαια με στόχο την επίτευξη αποδόσεων μέσω μερισμάτων ή υπεραξιών. Αν και οι συναλλαγές τους είναι συνήθως μικρότερης αξίας σε σχέση με τους θεσμικούς επενδυτές, η συμμετοχή τους ενισχύει τη ρευστότητα και το εύρος της αγοράς (Kane et al., 2022).

Θεσμικοί επενδυτές (Institutional Investors). Οι θεσμικοί επενδυτές διαχειρίζονται μεγάλα χαρτοφυλάκια κεφαλαίων για λογαριασμό τρίτων και περιλαμβάνουν ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, επενδυτικές εταιρείες και hedge funds. Λόγω του μεγάλου όγκου των συναλλαγών τους επηρεάζουν σημαντικά τη διαμόρφωση των τιμών και τη συνολική λειτουργία της αγοράς (Sharpe et al., 1999).

Χρηματιστηριακές εταιρείες. Οι χρηματιστηριακές εταιρείες λειτουργούν ως διαμεσολαβητές μεταξύ επενδυτών και χρηματιστηρίου, αναλαμβάνοντας την εκτέλεση των εντολών αγοράς και πώλησης τίτλων. Παράλληλα παρέχουν υπηρεσίες επενδυτικής συμβουλευτικής, διαχείρισης χαρτοφυλακίου και ανάλυσης αγορών (Sharpe et al., 1999).

Εταιρείες έκδοσης τίτλων. Οι εισηγμένες επιχειρήσεις αποτελούν τους εκδότες των χρηματοοικονομικών τίτλων. Μέσω της εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο αποκτούν πρόσβαση σε νέα κεφάλαια, ενώ παράλληλα υποχρεούνται να τηρούν αυστηρούς κανόνες διαφάνειας, εταιρικής διακυβέρνησης και δημοσιοποίησης οικονομικών στοιχείων (OECD, 2023).

3.3.4 Market Makers (Ειδικοί Διαπραγματευτές).

Οι ειδικοί διαπραγματευτές (market makers) αποτελούν εξειδικευμένους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που αναλαμβάνουν τη συνεχή παροχή τιμών αγοράς

(bid) και πώλησης (ask) για συγκεκριμένους τίτλους. Η παρουσία τους ενισχύει τη ρευστότητα της αγοράς και μειώνει τις διακυμάνσεις των τιμών, ιδιαίτερα σε περιόδους περιορισμένου επενδυτικού ενδιαφέροντος (Hull, 2022).

Η λειτουργία των market makers είναι ιδιαίτερα σημαντική σε αγορές με μικρότερο όγκο συναλλαγών, όπως το Χρηματιστήριο Αθηνών, όπου συμβάλλουν στη διατήρηση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και στη μείωση του κόστους συναλλαγών.

3.3.5 Εποπτικές Αρχές.

Η αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς προϋποθέτει την ύπαρξη ισχυρού εποπτικού πλαισίου που διασφαλίζει τη διαφάνεια, την αξιοπιστία των συναλλαγών και την προστασία των επενδυτών.

Στην Ελλάδα, η βασική εποπτική αρχή είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία είναι αρμόδια για την εφαρμογή της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, την εποπτεία των εισηγμένων εταιρειών, των χρηματιστηριακών επιχειρήσεων και των οργανωμένων αγορών. Παράλληλα, το Χρηματιστήριο Αθηνών (ATHEX) οργανώνει και διαχειρίζεται τις αγορές κινητών αξιών και παραγώγων, ενώ η ATHEXCSD (Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων) είναι υπεύθυνη για την καταχώριση, εκκαθάριση και διακανονισμό των συναλλαγών.

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η European Securities and Markets Authority (ESMA), η οποία συντονίζει τις εθνικές εποπτικές αρχές και προωθεί την εναρμόνιση του κανονιστικού πλαισίου στις κεφαλαιαγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ESMA, 2023).

3.4 Χρηματοοικονομικά Μέσα του Χρηματιστηρίου.

Η αποτελεσματική λειτουργία μιας οργανωμένης κεφαλαιαγοράς βασίζεται στην ύπαρξη διαφορετικών χρηματοοικονομικών μέσων, τα οποία επιτρέπουν την ικανοποίηση των διαφορετικών επενδυτικών αναγκών των συμμετεχόντων. Τα χρηματοοικονομικά μέσα αποτελούν συμβάσεις που δημιουργούν χρηματοοικονομικά δικαιώματα και υποχρεώσεις μεταξύ των συναλλασσόμενων μερών και χρησιμοποιούνται τόσο για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων όσο και για τη διαχείριση του επενδυτικού κινδύνου (Fabozzi et al., 2010).

Σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (IFRS 9), ως χρηματοοικονομικό μέσο ορίζεται κάθε σύμβαση που δημιουργεί χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο για μία οικονομική μονάδα και αντίστοιχη χρηματοοικονομική υποχρέωση ή συμμετοχικό τίτλο για μία άλλη (IFRS Foundation, 2023).

Η εξέλιξη των διεθνών κεφαλαιαγορών έχει οδηγήσει στη δημιουργία μεγάλου αριθμού χρηματοοικονομικών προϊόντων, από τις παραδοσιακές μετοχές και ομόλογα έως σύνθετα παράγωγα προϊόντα και διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (ETFs). Κάθε κατηγορία παρουσιάζει διαφορετικά χαρακτηριστικά ως προς τον επενδυτικό κίνδυνο, την αναμενόμενη απόδοση, τη ρευστότητα και τον χρονικό ορίζοντα της επένδυσης (Εικόνα 3.2) (Kane et al., 2022).

Εικόνα 3.2. Κατηγορίες χρηματοοικονομικών μέσων του χρηματιστηρίου (Fabozzi et al., 2010, Kane et al., 2022, Hull, 2022, Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Η επιλογή του κατάλληλου χρηματοοικονομικού μέσου εξαρτάται από τους επενδυτικούς στόχους, την ανοχή κινδύνου, τις προσδοκίες για τις οικονομικές εξελίξεις και το θεσμικό περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται ο επενδυτής. Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας, ιδιαίτερη σημασία παρουσιάζουν τα μέσα που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με την αγορά ακινήτων, όπως οι μετοχές εταιρειών ανάπτυξης ακινήτων και οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ – REITs).

3.4.1 Μετοχές.

Η μετοχή αποτελεί τον σημαντικότερο τίτλο συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης. Η κατοχή μιας μετοχής παρέχει στον επενδυτή δικαιώματα ιδιοκτησίας, συμμετοχής στα κέρδη της επιχείρησης μέσω μερισμάτων, καθώς και δικαίωμα

συμμετοχής στη λήψη σημαντικών εταιρικών αποφάσεων μέσω της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων (Ross et al., 2022).

Οι μετοχές διακρίνονται κυρίως σε κοινές και προνομιούχες. Οι κοινές μετοχές παρέχουν δικαίωμα ψήφου και συμμετοχής στα κέρδη της εταιρείας, ενώ οι προνομιούχες εξασφαλίζουν συνήθως προτεραιότητα στη διανομή μερισμάτων χωρίς όμως πάντοτε να παρέχουν δικαίωμα ψήφου (Brealey et al., 2020). Η απόδοση μιας μετοχικής επένδυσης προκύπτει από τα μερίσματα (dividends) και την υπεραξία (capital gains). Η αξία μιας μετοχής επηρεάζεται από πληθώρα παραγόντων, όπως η κερδοφορία της επιχείρησης, οι προοπτικές ανάπτυξης, οι μεταβολές των επιτοκίων, ο πληθωρισμός, οι μακροοικονομικές συνθήκες και η επενδυτική ψυχολογία (Damodaran, 2012).

Η Θεωρία Αποτελεσματικών Αγορών του Fama (1970) υποστηρίζει ότι οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν άμεσα όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. Ωστόσο, η θεωρία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (Behavioral Finance) επισημαίνει ότι ψυχολογικοί παράγοντες, όπως η υπεραισιοδοξία, η συμπεριφορά της αγέλης και οι γνωστικές προκαταλήψεις, μπορούν να οδηγήσουν σε αποκλίσεις μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και θεμελιώδους αξίας (Kahneman and Tversky, 1979, Shiller, 2015). Οι μετοχές χαρακτηρίζονται από υψηλή αναμενόμενη απόδοση αλλά και σημαντικό επενδυτικό κίνδυνο, γεγονός που τις καθιστά κατάλληλες κυρίως για επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα.

3.4.2 Ομόλογα.

Τα ομόλογα αποτελούν χρεωστικούς τίτλους μέσω των οποίων κυβερνήσεις, δημόσιοι οργανισμοί και επιχειρήσεις δανείζονται κεφάλαια από τους επενδυτές. Σε αντίθεση με τις μετοχές, οι ομολογιούχοι δεν αποκτούν δικαιώματα ιδιοκτησίας στην επιχείρηση αλλά δικαίωμα είσπραξης προκαθορισμένων τόκων (κουπονιών) και επιστροφής του αρχικού κεφαλαίου κατά τη λήξη του ομολόγου (Fabozzi, 2021).

Τα ομόλογα ταξινομούνται σε:

- κρατικά ομόλογα.
- εταιρικά ομόλογα.
- δημοτικά ομόλογα.
- ομόλογα μηδενικού κουπονιού.
- μετατρέψιμα ομόλογα.

- πράσινα ομόλογα (Green Bonds).

Οι μεταβολές των επιτοκίων παρουσιάζουν αντίστροφη σχέση με τις τιμές των ομολόγων. Όταν τα επιτόκια αυξάνονται, οι τιμές των ήδη εκδομένων ομολόγων μειώνονται, ενώ όταν τα επιτόκια μειώνονται, οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται (Hull, 2022).

Στην ελληνική αγορά ιδιαίτερη ανάπτυξη παρουσιάζει τα τελευταία χρόνια η αγορά εταιρικών ομολόγων μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών, προσφέροντας εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης στις επιχειρήσεις (Τράπεζα Ελλάδας 2024).

3.4.3 Αμοιβαία Κεφάλαια.

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν συλλογικά επενδυτικά σχήματα, μέσω των οποίων συγκεντρώνονται κεφάλαια από μεγάλο αριθμό επενδυτών και επενδύονται σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια κινητών αξιών (Kane et al., 2022). Η επαγγελματική διαχείριση των χαρτοφυλακίων πραγματοποιείται από εξειδικευμένες εταιρείες διαχείρισης, οι οποίες επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση της απόδοσης για συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου.

Τα κυριότερα είδη αμοιβαίων κεφαλαίων είναι:

- Μετοχικά
- Ομολογιακά
- Μικτά
- Διαχείρισης Διαθεσίμων
- Κλαδικά
- Διεθνή
- Ακινήτων

Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν σημαντικά πλεονεκτήματα, όπως διαφοροποίηση κινδύνου, επαγγελματική διαχείριση, χαμηλότερο κόστος συναλλαγών και ευκολότερη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές.

3.4.4 Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ETFs).

Τα Exchange Traded Funds (ETFs) αποτελούν μία από τις σημαντικότερες καινοτομίες των σύγχρονων κεφαλαιαγορών. Πρόκειται για επενδυτικά κεφάλαια που

διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο όπως οι μετοχές και έχουν ως στόχο την αναπαραγωγή της απόδοσης ενός χρηματιστηριακού δείκτη, ενός κλάδου της οικονομίας ή μιας κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων (Hill et al., 2021).

Η μεγάλη δημοτικότητα των ETFs οφείλεται:

- Στο χαμηλό κόστος διαχείρισης.
- Στη μεγάλη διαφάνεια.
- Στην υψηλή ρευστότητα.
- Στη δυνατότητα άμεσης διαφοροποίησης.

3.4.5 Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα.

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (derivatives) αποτελούν χρηματοοικονομικές συμβάσεις των οποίων η αξία εξαρτάται από την τιμή ενός υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου, όπως μετοχές, ομόλογα, επιτόκια, συναλλαγματικές ισοτιμίες, δείκτες, εμπορεύματα ή ακόμη και ακίνητα. Η ονομασία τους προέρχεται από το γεγονός ότι η αξία τους «παράγεται» από την αξία κάποιου άλλου χρηματοοικονομικού ή πραγματικού περιουσιακού στοιχείου (Hull, 2022).

Η ανάπτυξη των παραγώγων συνδέεται με την ανάγκη των επενδυτών και των επιχειρήσεων να προστατευθούν από τις διακυμάνσεις των τιμών και των επιτοκίων. Παρότι τα παράγωγα χρησιμοποιούνται συχνά για σκοπούς κερδοσκοπίας, η βασική τους λειτουργία είναι η αντιστάθμιση κινδύνου (hedging), δηλαδή η μείωση της αβεβαιότητας που σχετίζεται με τις μεταβολές των αγορών (Fabozzi et al., 2010). Οι κυριότερες κατηγορίες παραγώγων είναι:

- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures), τα οποία δεσμεύουν τα συμβαλλόμενα μέρη να αγοράσουν ή να πωλήσουν ένα περιουσιακό στοιχείο σε προκαθορισμένη τιμή και μελλοντική ημερομηνία.
- Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards), τα οποία έχουν παρόμοια λειτουργία με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, αλλά συνάπτονται εξωχρηματιστηριακά (Over-the-Counter – OTC) και προσαρμόζονται στις ανάγκες των συμβαλλομένων.
- Δικαιώματα Προαίρεσης (Options), τα οποία παρέχουν στον αγοραστή το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει ή να πωλήσει ένα περιουσιακό στοιχείο σε προκαθορισμένη τιμή πριν ή κατά τη λήξη του συμβολαίου.

- Συμβάσεις Ανταλλαγής (Swaps), μέσω των οποίων δύο μέρη ανταλλάσσουν μελλοντικές χρηματοροές, όπως για παράδειγμα κυμαινόμενα και σταθερά επιτόκια.

Η σημασία των παραγώγων στις σύγχρονες αγορές είναι ιδιαίτερα μεγάλη, καθώς επιτρέπουν την αποτελεσματικότερη διαχείριση του κινδύνου και τη βελτίωση της λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών. Παράλληλα, συμβάλλουν στην αύξηση της ρευστότητας και στη βελτίωση της διαδικασίας ανακάλυψης των τιμών (price discovery). Ωστόσο, η υπερβολική χρήση τους για κερδοσκοπικούς σκοπούς μπορεί να ενισχύσει τη μεταβλητότητα και να αυξήσει τον συστημικό κίνδυνο, όπως αποδείχθηκε κατά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007–2008 (Stulz, 2010).

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών λειτουργεί οργανωμένη αγορά παραγώγων, στην οποία διαπραγματεύονται συμβόλαια επί δεικτών, μετοχών και άλλων χρηματοοικονομικών μέσων. Η αγορά αυτή απευθύνεται κυρίως σε θεσμικούς επενδυτές και επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων που επιδιώκουν τη διαχείριση κινδύνου ή την εφαρμογή σύνθετων επενδυτικών στρατηγικών (Τράπεζα της Ελλάδας 2024).

Η χρήση παραγώγων αποκτά ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς αρκετές διεθνείς αγορές διαθέτουν πλέον παράγωγα προϊόντα που βασίζονται σε δείκτες τιμών ακινήτων, επιτρέποντας στους επενδυτές να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο που σχετίζεται με τις διακυμάνσεις της αγοράς ακινήτων (Geltner et al., 2014).

3.4.6 Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ – REITs).

Οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ), γνωστές διεθνώς ως Real Estate Investment Trusts (REITs), αποτελούν έναν από τους σημαντικότερους θεσμούς σύνδεσης της αγοράς ακινήτων με τις οργανωμένες κεφαλαιαγορές. Μέσω των εταιρειών αυτών, οι επενδυτές αποκτούν έμμεση συμμετοχή στην αγορά ακινήτων, χωρίς να απαιτείται η άμεση αγορά και διαχείριση φυσικών ακινήτων (EPRA, 2023).

Ο θεσμός των REITs δημιουργήθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες το 1960, με στόχο να προσφέρει στους μικροεπενδυτές τη δυνατότητα συμμετοχής σε μεγάλης αξίας επενδύσεις σε ακίνητα, υπό αντίστοιχες συνθήκες με αυτές που ισχύουν για τις επενδύσεις σε μετοχές. Σήμερα οι REITs αποτελούν έναν από τους ταχύτερα αναπτυσσόμενους επενδυτικούς θεσμούς διεθνώς, με ενεργή παρουσία στις περισσότερες ανεπτυγμένες οικονομίες (NAREIT, 2024).

Στην Ελλάδα, ο θεσμός των ΑΕΕΑΠ εισήχθη με τον Νόμο 2778/1999, ο οποίος καθόρισε το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των εταιρειών αυτών. Σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία, οι ΑΕΕΑΠ επενδύουν κυρίως σε εισοδηματικά ακίνητα, όπως κτίρια γραφείων, εμπορικά κέντρα, ξενοδοχεία, αποθηκευτικούς χώρους, βιομηχανικά ακίνητα και σύγχρονες εγκαταστάσεις logistics, ενώ υποχρεούνται να διανέμουν σημαντικό μέρος των ετήσιων κερδών τους στους μετόχους υπό μορφή μερισμάτων (Ν. 2778/1999· Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Οι ΑΕΕΑΠ λειτουργούν ως εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο και οι μετοχές τους διαπραγματεύονται καθημερινά, προσφέροντας υψηλή ρευστότητα στους επενδυτές. Το χαρακτηριστικό αυτό διαφοροποιεί σημαντικά τις επενδύσεις μέσω ΑΕΕΑΠ από τις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα, οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλό κόστος συναλλαγών, περιορισμένη ρευστότητα και σημαντικό χρονικό διάστημα ολοκλήρωσης των μεταβιβάσεων (Pagliari, 2017). Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των ΑΕΕΑΠ είναι η δυνατότητα επένδυσης σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο ακινήτων, το χαμηλότερο επενδυτικό κόστος σε σχέση με την αγορά φυσικών ακινήτων, η υψηλή διαφάνεια λόγω της χρηματιστηριακής εποπτείας, η επαγγελματική διαχείριση των ακινήτων, η τακτική καταβολή μερισμάτων, ημεγαλύτερη ρευστότητα σε σχέση με τις άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα.

Παρά τα σημαντικά πλεονεκτήματα, οι ΑΕΕΑΠ δεν είναι απαλλαγμένες από κινδύνους. Η χρηματιστηριακή τους διαπραγμάτευση συνεπάγεται ότι οι τιμές των μετοχών τους επηρεάζονται όχι μόνο από τις αξίες των ακινήτων που κατέχουν αλλά και από τις γενικότερες συνθήκες των χρηματοπιστωτικών αγορών, τις μεταβολές των επιτοκίων, τη νομισματική πολιτική, τις προσδοκίες των επενδυτών και τη συνολική πορεία της οικονομίας (Chan et al., 2003).

Η βιβλιογραφία αναφέρει ότι οι αποδόσεις των REITs παρουσιάζουν χαρακτηριστικά τόσο της αγοράς ακινήτων όσο και της χρηματιστηριακής αγοράς, γεγονός που τους προσδίδει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίων. Οι Ling και Naranjo (1999) υποστηρίζουν ότι οι REITs λειτουργούν ως συνδετικός κρίκος μεταξύ των δύο αγορών, καθώς αντανακλούν ταυτόχρονα τις μεταβολές στις αξίες των ακινήτων και τις διακυμάνσεις της κεφαλαιαγοράς.

Στην ελληνική αγορά δραστηριοποιούνται αρκετές σημαντικές ΑΕΕΑΠ, οι οποίες επενδύουν σε ποιοτικά χαρτοφυλάκια επαγγελματικών ακινήτων και αποτελούν βασικούς θεσμικούς επενδυτές στον κλάδο του real estate. Η ανάπτυξη των εταιρειών αυτών έχει

συμβάλει ουσιαστικά στον εκσυγχρονισμό της ελληνικής αγοράς ακινήτων, στην προσέλκυση ξένων επενδύσεων και στη βελτίωση της διαφάνειας των συναλλαγών (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024). Η σημασία των ΑΕΕΑΠ για την παρούσα εργασία είναι ιδιαίτερα μεγάλη, καθώς αποτελούν τον σημαντικότερο μηχανισμό μέσω του οποίου οι χρηματιστηριακές εξελίξεις μεταφέρονται στην αγορά ακινήτων και αντίστροφα. Η διερεύνηση αυτής της σχέσης θα αποτελέσει αντικείμενο των επόμενων ενοτήτων του κεφαλαίου (Εικόνα 3.3).

Εικόνα 3.3. Οι ΑΕΕΑΠ (REITs) ως συνδετικός κρίκος μεταξύ χρηματιστηρίου και αγοράς ακινήτων (Ling and Naranjo, 1999, Chan et al., 2003, Pagliari, 2017, Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

3.5 Το Χρηματιστήριο Αθηνών.

3.5.1 Ιστορική Εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.) αποτελεί τον σημαντικότερο οργανωμένο φορέα διαπραγμάτευσης κινητών αξιών στην Ελλάδα και έναν από τους παλαιότερους χρηματοπιστωτικούς θεσμούς της χώρας. Η ιστορία του είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την οικονομική εξέλιξη του ελληνικού κράτους, αντανακλώντας τις περιόδους οικονομικής ανάπτυξης, κρίσεων και θεσμικών μεταρρυθμίσεων. Από την ίδρυσή του στα τέλη του 19ου αιώνα μέχρι σήμερα, το Χρηματιστήριο Αθηνών εξελίχθηκε από μια περιορισμένη αγορά συναλλαγών κρατικών τίτλων σε μια σύγχρονη οργανωμένη κεφαλαιαγορά με ηλεκτρονικά συστήματα διαπραγμάτευσης και αυστηρό εποπτικό πλαίσιο (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2024).

Οι πρώτες οργανωμένες συναλλαγές κινητών αξιών στην Ελλάδα πραγματοποιήθηκαν ήδη από τα μέσα του 19ου αιώνα, κυρίως μέσω ανεπίσημων συναθροίσεων εμπόρων και τραπεζιτών στην Αθήνα. Η αυξανόμενη ανάγκη για θεσμοθετημένη αγορά κεφαλαίων

οδήγησε στην ίδρυση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών το 1876, με βασικό αντικείμενο τη διαπραγμάτευση κρατικών ομολογιών, τραπεζικών τίτλων και μετοχών περιορισμένου αριθμού επιχειρήσεων (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2024). Κατά την πρώτη αυτή περίοδο, η ελληνική οικονομία χαρακτηριζόταν από περιορισμένη βιομηχανική ανάπτυξη και χαμηλό βαθμό χρηματοοικονομικής ωριμότητας. Οι περισσότερες συναλλαγές αφορούσαν κρατικό δανεισμό, γεγονός που αντανακλούσε τις αυξημένες χρηματοδοτικές ανάγκες του ελληνικού δημοσίου. Σταδιακά, η ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος και η ίδρυση νέων επιχειρήσεων οδήγησαν στην εισαγωγή περισσότερων μετοχών στο χρηματιστήριο. Παρά ταύτα, η αγορά παρέμενε σχετικά μικρή και χαρακτηριζόταν από περιορισμένη ρευστότητα και χαμηλή συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών (Καραθανάσης, 2008).

Η περίοδος του Μεσοπολέμου χαρακτηρίστηκε από έντονες οικονομικές και πολιτικές αναταράξεις, οι οποίες επηρέασαν σημαντικά τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Οι Βαλκανικοί Πόλεμοι, ο Α΄ Παγκόσμιος Πόλεμος, η Μικρασιατική Καταστροφή και η παγκόσμια οικονομική κρίση του 1929 περιόρισαν σημαντικά τη χρηματιστηριακή δραστηριότητα (Kindleberger and Aliber, 2011). Κατά τη μεταπολεμική περίοδο, ιδιαίτερα μετά τη δεκαετία του 1950, η ελληνική οικονομία εισήλθε σε φάση ταχείας ανάπτυξης, γνωστή ως «ελληνικό οικονομικό θαύμα». Η βιομηχανική ανάπτυξη, η αύξηση των επενδύσεων και η ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος συνέβαλαν στη σταδιακή ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Παρά την πρόοδο αυτή, το Χρηματιστήριο Αθηνών παρέμενε σχετικά μικρό σε σύγκριση με τις αντίστοιχες αγορές της Δυτικής Ευρώπης, ενώ η συμμετοχή θεσμικών επενδυτών ήταν ακόμη περιορισμένη (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014).

Η μεταπολίτευση σηματοδότησε μια νέα εποχή για την ελληνική οικονομία και την κεφαλαιαγορά. Η ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) το 1981 δημιούργησε νέες προοπτικές ανάπτυξης και ενίσχυσε την ανάγκη εκσυγχρονισμού του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Κατά τη δεκαετία του 1990 πραγματοποιήθηκαν σημαντικές θεσμικές μεταρρυθμίσεις που αναβάθμισαν τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Εισήχθησαν αυστηρότεροι κανόνες διαφάνειας, δημιουργήθηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως ανεξάρτητη εποπτική αρχή, αναπτύχθηκαν σύγχρονα ηλεκτρονικά συστήματα διαπραγμάτευσης και αυξήθηκε σημαντικά ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2024). Η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από αυξημένη συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών και ενίσχυση του

ενδιαφέροντος για επενδύσεις σε μετοχές, προετοιμάζοντας το έδαφος για τη μεγάλη χρηματιστηριακή άνοδο που ακολούθησε στα τέλη της δεκαετίας του 1990.

Η περίοδος 1998–1999 αποτελεί μία από τις σημαντικότερες και πλέον πολυσυζητημένες φάσεις στην ιστορία του ελληνικού χρηματιστηρίου. Ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε εντυπωσιακή άνοδο, φθάνοντας στις 6.355 μονάδες στις 17 Σεπτεμβρίου 1999, επίπεδο που παραμένει έως σήμερα το ιστορικό υψηλό του (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2024). Η ραγδαία αυτή άνοδος οφειλόταν σε προσδοκίες ένταξης της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, στη μείωση των επιτοκίων, στην ιδιωτικοποίηση μεγάλων δημόσιων επιχειρήσεων, στην εύκολη πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση και στη μαζική είσοδος νέων ιδιωτών επενδυτών.

Ωστόσο, σημαντικό μέρος της ανόδου δεν στηριζόταν στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη των εισηγμένων επιχειρήσεων αλλά σε υπερβολικές προσδοκίες και κερδοσκοπική συμπεριφορά. Σύμφωνα με τη θεωρία των χρηματοπιστωτικών φουσκών, όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων απομακρύνονται σημαντικά από τη θεμελιώδη αξία τους, δημιουργούνται συνθήκες υπερτίμησης που τελικά οδηγούν σε απότομη διόρθωση (Kindleberger and Aliber, 2011, Shiller, 2015).

Μετά τον Σεπτέμβριο του 1999 ακολούθησε παρατεταμένη πτώση των τιμών, η οποία οδήγησε σε σημαντικές απώλειες για μεγάλο αριθμό ιδιωτών επενδυτών. Η χρηματιστηριακή κρίση ανέδειξε τις αδυναμίες της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, όπως η περιορισμένη επενδυτική εμπειρία, η ελλιπής χρηματοοικονομική παιδεία και η υπερβολική αισιοδοξία που επικρατούσε στην αγορά. Η εμπειρία της περιόδου αυτής αποτέλεσε σημείο καμπής για την ελληνική κεφαλαιαγορά, οδηγώντας σε αυστηρότερο κανονιστικό πλαίσιο, ενίσχυση της εποπτείας και βελτίωση των μηχανισμών προστασίας των επενδυτών.

3.5.2 Η Σύγχρονη Δομή και Λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Το σύγχρονο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.) αποτελεί τον βασικό οργανωμένο μηχανισμό διαπραγμάτευσης κινητών αξιών στην Ελλάδα και λειτουργεί σύμφωνα με το ευρωπαϊκό κανονιστικό πλαίσιο για τις κεφαλαιαγορές (MiFID II, MAR, Prospectus Regulation), διασφαλίζοντας τη διαφάνεια, την αποτελεσματικότητα και την προστασία των επενδυτών (European Commission, 2023). Η λειτουργία του βασίζεται σε προηγμένα

ηλεκτρονικά συστήματα διαπραγμάτευσης, εκκαθάρισης και διακανονισμού, ενώ εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA).

Ο Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών (ATHEX Group) δεν περιορίζεται μόνο στη λειτουργία της οργανωμένης αγοράς, αλλά παρέχει ένα ολοκληρωμένο οικοσύστημα υπηρεσιών που περιλαμβάνει τη διαπραγμάτευση τίτλων, την εκκαθάριση συναλλαγών, τη διαχείριση του Κεντρικού Αποθετηρίου Τίτλων και την υποστήριξη των εκδοτριών εταιρειών και των επενδυτών (ATHEX, 2024).

Η σύγχρονη οργανωτική δομή του Χρηματιστηρίου Αθηνών στηρίζεται σε τέσσερις πυλώνες:

- Οργανωμένες αγορές.
- Συστήματα διαπραγμάτευσης.
- Υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού.
- Εποπτικό και κανονιστικό πλαίσιο.

Η αποτελεσματική συνεργασία των τεσσάρων αυτών πυλώνων διασφαλίζει την εύρυθμη λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και ενισχύει την αξιοπιστία της έναντι των διεθνών επενδυτών.

3.5.3 Η Πορεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την Οικονομική Κρίση και η Σύγχρονη Εξέλιξή του.

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2007–2008 αποτέλεσε μία από τις σοβαρότερες οικονομικές κρίσεις μετά τη Μεγάλη Ύφεση του 1929. Η κρίση ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime mortgages) στις Ηνωμένες Πολιτείες και επεκτάθηκε ταχύτατα στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα μέσω της διασύνδεσης των τραπεζών και των κεφαλαιαγορών (Mishkin, 2022). Η κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 σηματοδότησε την κορύφωση της κρίσης και προκάλεσε έντονες αναταράξεις στις διεθνείς χρηματαγορές. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες κατέγραψαν σημαντικές απώλειες, η διατραπεζική αγορά σχεδόν παρέλυσε και η εμπιστοσύνη των επενδυτών μειώθηκε δραματικά (Brunnermeier, 2009).

Το Χρηματιστήριο Αθηνών δεν έμεινε ανεπηρέαστο. Ο Γενικός Δείκτης σημείωσε έντονη πτώση, ακολουθώντας τη γενικότερη τάση των διεθνών αγορών. Η μείωση της

ρευστότητας, η επιδείνωση των οικονομικών προοπτικών και η αύξηση της αβεβαιότητας οδήγησαν σε μαζικές ρευστοποιήσεις μετοχών, ιδιαίτερα στον τραπεζικό κλάδο. Η κρίση ανέδειξε τον υψηλό βαθμό αλληλεξάρτησης των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών και επιβεβαίωσε ότι ακόμη και σχετικά μικρές κεφαλαιαγορές, όπως η ελληνική, επηρεάζονται σημαντικά από διεθνείς οικονομικές εξελίξεις (Kindleberger and Aliber, 2011).

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση αποτέλεσε τον καταλύτη για την εκδήλωση της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης, η οποία επηρέασε βαθιά τόσο την πραγματική οικονομία όσο και την ελληνική κεφαλαιαγορά. Η αποκάλυψη του πραγματικού μεγέθους του δημοσιονομικού ελλείμματος το 2009, η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και η αδυναμία πρόσβασης στις διεθνείς αγορές οδήγησαν την Ελλάδα στην υπογραφή των διαδοχικών προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής (European Commission, 2020).

Κατά την περίοδο αυτή, το Χρηματιστήριο Αθηνών γνώρισε μία από τις δυσκολότερες φάσεις της ιστορίας του. Ο Γενικός Δείκτης κατέγραψε σημαντική πτώση, η συνολική χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση μειώθηκε δραστικά και ο αριθμός των συναλλαγών περιορίστηκε αισθητά. Ιδιαίτερα μεγάλες απώλειες σημειώθηκαν στις τραπεζικές μετοχές, λόγω της αναδιάρθρωσης του ελληνικού δημόσιου χρέους (PSI), της αύξησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων και των επαναλαμβανόμενων ανακεφαλαιοποιήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014).

Η αβεβαιότητα που επικράτησε στην ελληνική οικονομία είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική αποχώρηση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων, ενώ παράλληλα περιορίστηκε η δυνατότητα των ελληνικών επιχειρήσεων να αντλήσουν νέα κεφάλαια μέσω της κεφαλαιαγοράς. Η λειτουργία του Χρηματιστηρίου επηρεάστηκε επίσης από την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls) το καλοκαίρι του 2015, γεγονός που οδήγησε σε προσωρινή αναστολή της λειτουργίας του και σε σημαντική μείωση της επενδυτικής δραστηριότητας μετά την επαναλειτουργία του (Bank of Greece, 2016). Παρά τις δυσκολίες αυτές, η περίοδος της κρίσης οδήγησε και σε σημαντικές θεσμικές βελτιώσεις. Ενισχύθηκε το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης, αυξήθηκαν οι απαιτήσεις διαφάνειας για τις εισηγμένες εταιρείες και εναρμονίστηκε περαιτέρω η ελληνική κεφαλαιαγορά με το ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο.

Μετά την ολοκλήρωση των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής το 2018, η ελληνική οικονομία εισήλθε σταδιακά σε περίοδο ανάκαμψης. Η βελτίωση των

μακροοικονομικών δεικτών, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και η σταδιακή αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων συνέβαλαν στη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος (OECD, 2023).

Η πορεία αυτή διακόπηκε προσωρινά το 2020 λόγω της πανδημίας COVID-19. Η αβεβαιότητα που προκλήθηκε από τα περιοριστικά μέτρα, η διακοπή της οικονομικής δραστηριότητας και η επιβράδυνση του διεθνούς εμπορίου προκάλεσαν έντονες διακυμάνσεις στις διεθνείς χρηματαγορές, συμπεριλαμβανομένου και του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ωστόσο, η εφαρμογή επεκτατικών δημοσιονομικών και νομισματικών πολιτικών από τις κυβερνήσεις και τις κεντρικές τράπεζες συνέβαλε στην ταχεία ανάκαμψη των κεφαλαιαγορών από το δεύτερο εξάμηνο του 2020 (IMF, 2021).

Κατά την περίοδο 2021–2025, το Χρηματιστήριο Αθηνών παρουσίασε σταδιακή ενίσχυση των βασικών χρηματιστηριακών δεικτών, αύξηση της κεφαλαιοποίησης και βελτίωση της συναλλακτικής δραστηριότητας. Η ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας (investment grade) από την ελληνική οικονομία από διεθνείς οίκους αξιολόγησης αποτέλεσε σημαντικό παράγοντα προσέλκυσης ξένων επενδυτικών κεφαλαίων και βελτίωσης της εικόνας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς (S&P Global Ratings, 2023).

Παράλληλα, η ελληνική αγορά προσαρμόστηκε στις νέες τάσεις της βιώσιμης χρηματοδότησης (Sustainable Finance), της ενσωμάτωσης κριτηρίων Περιβάλλοντος, Κοινωνίας και Εταιρικής Διακυβέρνησης (Environmental, Social and Governance – ESG) και της ψηφιοποίησης των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Οι εξελίξεις αυτές αναμένεται να επηρεάσουν σημαντικά τη μελλοντική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και τη συμπεριφορά των επενδυτών.

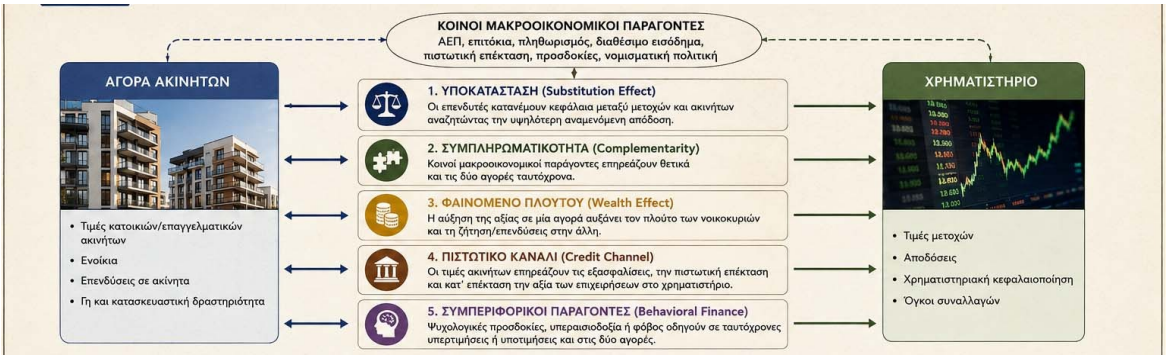
3.6 Σχέση και Αλληλεξάρτηση Μεταξύ Τιμών Ακινήτων και Χρηματιστηρίου.

Η σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί αντικείμενο έντονου επιστημονικού ενδιαφέροντος τις τελευταίες δεκαετίες. Οι δύο αγορές αποτελούν βασικούς πυλώνες του χρηματοπιστωτικού συστήματος και επηρεάζονται από κοινούς μακροοικονομικούς παράγοντες, όπως τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η οικονομική ανάπτυξη, η πιστωτική επέκταση και οι προσδοκίες των επενδυτών (Case et al., 2005, Mishkin, 2022).

Παρά το γεγονός ότι η αγορά ακινήτων και η χρηματιστηριακή αγορά παρουσιάζουν διαφορετικά χαρακτηριστικά ως προς τη ρευστότητα, τον βαθμό διαφάνειας και τη

διαδικασία διαμόρφωσης των τιμών, οι μεταβολές στη μία αγορά συχνά μεταφέρονται στην άλλη μέσω πολλαπλών οικονομικών διαύλων. Η αλληλεπίδραση αυτή αποκτά ιδιαίτερη σημασία σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης ή χρηματοπιστωτικών κρίσεων, όταν οι μεταβολές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων επηρεάζουν σημαντικά την οικονομική δραστηριότητα και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (IMF, 2023).

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει αναπτύξει διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις για την ερμηνεία της σχέσης μεταξύ των δύο αγορών (Εικόνα 3.4). Ορισμένες θεωρίες υποστηρίζουν ότι οι αγορές λειτουργούν συμπληρωματικά, ενώ άλλες θεωρούν ότι ανταγωνίζονται για την προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων. Παράλληλα, αρκετές εμπειρικές μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η ένταση και η κατεύθυνση της σχέσης μεταβάλλονται ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες, το επίπεδο ανάπτυξης της οικονομίας και τα θεσμικά χαρακτηριστικά κάθε χώρας (Quan and Titman, 1999, Liow, 2012).



Εικόνα 3.4. Θεωρητικοί μηχανισμοί σύνδεσης μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου (Case et al., 2005, Goodhart and Hofmann, 2008, Mishkin, 2022).

Η κατανόηση της αλληλεπίδρασης μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου είναι ιδιαίτερα σημαντική τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους υπεύθυνους χάραξης οικονομικής πολιτικής. Οι επενδυτές αξιοποιούν τη γνώση αυτή για τη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων τους και τη διαχείριση του κινδύνου, ενώ οι κεντρικές τράπεζες και οι εποπτικές αρχές χρησιμοποιούν τη συμπεριφορά των δύο αγορών ως δείκτη για την αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (European Central Bank, 2022).

3.6.1 Θεωρητικές Προσεγγίσεις της Σχέσης Αγοράς Ακινήτων και Χρηματιστηρίου.

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει διαμορφώσει διάφορα θεωρητικά υποδείγματα που επιχειρούν να εξηγήσουν τη σχέση μεταξύ των δύο αγορών.

Η Θεωρία Υποκατάστασης (Substitution Effect). Σύμφωνα με τη θεωρία υποκατάστασης, οι επενδυτές κατανέμουν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους μεταξύ διαφορετικών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, επιλέγοντας εκείνα που αναμένεται να προσφέρουν την υψηλότερη απόδοση για δεδομένο επίπεδο κινδύνου (Markowitz, 1952). Όταν η χρηματιστηριακή αγορά παρουσιάζει υψηλές αποδόσεις, μέρος των επενδυτικών κεφαλαίων μεταφέρεται από την αγορά ακινήτων προς τις μετοχές, μειώνοντας τη ζήτηση για ακίνητα και περιορίζοντας την αύξηση των τιμών τους. Αντίθετα, όταν οι χρηματιστηριακές αποδόσεις είναι χαμηλές ή η αβεβαιότητα αυξάνεται, οι επενδυτές στρέφονται συχνά προς τα ακίνητα, τα οποία θεωρούνται περισσότερο ασφαλή και σταθερά επενδυτικά αγαθά. Η θεωρία αυτή προβλέπει αρνητική σχέση μεταξύ των αποδόσεων των δύο αγορών, ιδιαίτερα σε βραχυχρόνιο ορίζοντα (Mueller and Pauley, 1995).

Η Θεωρία Συμπληρωματικότητας (Complementarity Hypothesis). Αντίθετα με τη θεωρία υποκατάστασης, η θεωρία συμπληρωματικότητας υποστηρίζει ότι οι δύο αγορές επηρεάζονται από κοινούς οικονομικούς παράγοντες και τείνουν να κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση, όπως είναι η αύξηση της απασχόλησης, η βελτίωση των εταιρικών κερδών, η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος, η ενίσχυση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης, η ευκολότερη πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση. Οι παράγοντες αυτοί αυξάνουν ταυτόχρονα τόσο τη ζήτηση για μετοχές όσο και τη ζήτηση για ακίνητα, οδηγώντας σε παράλληλη άνοδο των τιμών στις δύο αγορές (Case et al., 2005). Η συγκεκριμένη θεωρία εξηγεί γιατί σε αρκετές χώρες παρατηρούνται περίοδοι ταυτόχρονης ανάπτυξης τόσο της αγοράς ακινήτων όσο και του χρηματιστηρίου.

Η Θεωρία του Πλούτου (Wealth Effect). Η θεωρία του πλούτου αποτελεί μία από τις σημαντικότερες προσεγγίσεις στη διεθνή βιβλιογραφία. Σύμφωνα με αυτήν, η αύξηση της αξίας των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων δημιουργεί αίσθημα μεγαλύτερου πλούτου στους επενδυτές, οι οποίοι αυξάνουν την κατανάλωση και τις επενδύσεις τους, συμπεριλαμβανομένων των επενδύσεων στην αγορά ακινήτων (Mishkin, 2022). Αντίστοιχα, η αύξηση της αξίας των ακινήτων ενισχύει την καθαρή περιουσία των νοικοκυριών και διευκολύνει την πρόσβασή τους σε τραπεζικό δανεισμό μέσω της χρήσης των ακινήτων ως εξασφαλίσεων. Το γεγονός αυτό αυξάνει τη ρευστότητα στην οικονομία και ενισχύει τη ζήτηση για χρηματοοικονομικά προϊόντα, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών (Goodhart and Hofmann, 2008). Η θεωρία του πλούτου υποστηρίζει συνεπώς την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ των δύο αγορών, κυρίως σε μακροχρόνιο ορίζοντα.

Η Θεωρία του Πιστωτικού Καναλιού (Credit Channel Theory). Σύμφωνα με τη θεωρία του πιστωτικού καναλιού, η σχέση μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου διαμεσολαβείται από το τραπεζικό σύστημα. Όταν αυξάνονται οι τιμές των ακινήτων τότε αυξάνεται η αξία των εμπράγματων εξασφαλίσεων, οι τράπεζες χορηγούν περισσότερα δάνεια, αυξάνεται η επενδυτική δραστηριότητα, ενισχύονται οι επιχειρηματικές επενδύσεις, αυξάνεται η ζήτηση για μετοχές. Αντίστροφα, κατά τη διάρκεια μιας πτώσης των τιμών των ακινήτων, περιορίζεται η πιστωτική επέκταση, μειώνεται η κατανάλωση και οι επενδύσεις και επηρεάζεται αρνητικά η χρηματιστηριακή αγορά (Bernanke and Gertler, 1995). Η θεωρία αυτή χρησιμοποιήθηκε εκτενώς για την ερμηνεία της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008.

Η Θεωρία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι οι επενδυτές δεν ενεργούν πάντοτε ορθολογικά. Αντίθετα, οι αποφάσεις τους επηρεάζονται από ψυχολογικούς παράγοντες, γνωστικές προκαταλήψεις και συναισθηματικές αντιδράσεις (Kahneman & Tversky, 1979, Shiller, 2015). Η υπεραισιοδοξία, η αγελαία συμπεριφορά (herding), η υπερβολική αυτοπεποίθηση και ο φόβος απώλειας μπορούν να οδηγήσουν σε ταυτόχρονες υπερτιμήσεις ή υποτιμήσεις τόσο στην αγορά ακινήτων όσο και στο χρηματιστήριο. Οι μηχανισμοί αυτοί συμβάλλουν στη δημιουργία χρηματοπιστωτικών φουσκών και έντονων διακυμάνσεων των τιμών. Η θεωρία αυτή έχει αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία μετά την κρίση του 2008, καθώς εξηγεί γιατί οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων πολλές φορές αποκλίνουν από τις θεμελιώδεις οικονομικές τους αξίες.

3.6.2 Εμπειρικές Μελέτες για τη Σχέση Τιμών Ακινήτων και Χρηματιστηρίου.

Η σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς έχει αποτελέσει αντικείμενο πολυάριθμων εμπειρικών ερευνών από τη δεκαετία του 1980 έως σήμερα (Εικόνα 3.5). Οι μελέτες αυτές επιδιώκουν να διερευνήσουν εάν οι δύο αγορές παρουσιάζουν μακροχρόνια ισορροπία, εάν υπάρχει σχέση αιτιότητας μεταξύ τους και κατά πόσο οι μεταβολές της μίας αγοράς μπορούν να προβλέψουν τις εξελίξεις στην άλλη (Quan and Titman, 1999). Η ανάπτυξη προηγμένων οικονομετρικών μεθόδων, όπως η συνολοκλήρωση (cointegration), τα υποδείγματα διανυσματικής αυτοπαλινδρόμησης (VAR), τα υποδείγματα διόρθωσης σφάλματος (VECM), οι έλεγχοι αιτιότητας κατά Granger και τα υποδείγματα μεταβλητότητας GARCH, επέτρεψε την πληρέστερη

κατανόηση της δυναμικής σχέσης μεταξύ των δύο αγορών (Engle and Granger, 1987, Johansen, 1991).

Μελέτη	Χώρες / Δεδομένα	Μεθοδολογία	Κύρια Ευρήματα	Κατεύθυνση	Χρονικός Ορίζοντας
Okunev & Wilson (1997)	ΗΠΑ (1978–1993)	Granger causality tests	Στις περισσότερες περιπτώσεις η χρηματιστηριακή αγορά προηγείται της αγοράς ακινήτων με υστέρηση 6–12 μηνών.	→	Βραχυχρόνιος & Μεσοπρόθεσμος
Quan & Titman (1999)	17 ανεπτυγμένες χώρες (1975–1995)	Correlation, Cointegration, Time series analysis	Σημαντική θετική σχέση σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Ισχυρότερη στις χώρες με ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές.	↔	Μακροχρόνιος
Case, Quigley & Shiller (2005)	Πολλές ανεπτυγμένες χώρες	Panel regressions, Wealth effect analysis	Οι μεταβολές τιμών κατοικιών επηρεάζουν περισσότερο την κατανάλωση από τις μετοχές (wealth effect).	↔	Μακροχρόνιος
Goodhart & Hofmann (2008)	ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρωζώνη	Macro-financial models	Οι τιμές ακινήτων επηρεάζουν την πίστωση και μέσω αυτής την οικονομική δραστηριότητα και το χρηματιστήριο.	→	Μεσοπρόθεσμος & Μακροχρόνιος
Liu & Su (2010)	Χώρες Ευρωπαϊκής Ένωσης	Cointegration (Johansen), VECM	Υπάρχει συνολοκλήρωση σε μακροχρόνιο ορίζοντα, ασθενής ή μηδενική βραχυχρόνια αιτιότητα.	↔	Μακροχρόνιος
Liow (2012)	Ασιατικές οικονομίες	Multivariate GARCH, Correlation analysis	Η συσχέτιση ενισχύεται σε περιόδους κρίσεων, εξασθενεί σε περιόδους σταθερότητας.	↔ (μεταβλητή)	Μεταβλητός – εξαρτάται από τις συνθήκες

Εικόνα 3.5. Σύνοψη των κυριότερων εμπειρικών μελετών για τη σχέση αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου (Okunev and Wilson, 1997, Quan and Titman, 1999, Case et al., 2005, Goodhart and Hofmann, 2008, Liu and Su, 2010).

Τα αποτελέσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας δεν είναι πάντοτε ομοιόμορφα. Σε ορισμένες χώρες παρατηρείται ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ χρηματιστηρίου και αγοράς ακινήτων, ενώ σε άλλες η σχέση είναι ασθενής ή ακόμη και αρνητική. Οι διαφοροποιήσεις αυτές αποδίδονται στις ιδιαιτερότητες κάθε οικονομίας, στο επίπεδο ανάπτυξης των χρηματοπιστωτικών αγορών, στη δομή του τραπεζικού συστήματος και στις διαφορές του θεσμικού πλαισίου (Liow, 2012).

Μία από τις σημαντικότερες εργασίες στον συγκεκριμένο τομέα είναι εκείνη των Quan και Titman (1999), οι οποίοι εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και των χρηματιστηριακών αποδόσεων σε δεκαεπτά ανεπτυγμένες οικονομίες. Χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις Ηνωμένες Πολιτείες, τον Καναδά, την Ιαπωνία, το Ηνωμένο Βασίλειο και αρκετές ευρωπαϊκές χώρες, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι υπάρχει σημαντική θετική σχέση σε μακροχρόνιο ορίζοντα, η συσχέτιση είναι ισχυρότερη στις οικονομίες με ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, η βραχυχρόνια σχέση παρουσιάζει μεγαλύτερη αστάθεια. Οι Quan και Titman (1999) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι δύο αγορές επηρεάζονται από κοινούς μακροοικονομικούς παράγοντες, όπως η οικονομική ανάπτυξη, ο πληθωρισμός και τα πραγματικά επιτόκια.

Ordinary Least Squares
Consumption Models Based Upon Country Data: Annual Observations 1975-1999
and State Data: Quarterly Observations 1982-1999
Country/State Fixed Effects
All variables are real (deflated by GDP deflator) and measured per capita in logarithms
(t ratios in parentheses)

Dependent variable: Consumption per capita

	International Data			U.S. State Data		
	I	II	III	I	II	III
Income	0.660	0.349	0.287	0.567	0.705	0.559
	(9.69)	(5.63)	(3.27)	(31.95)	(28.56)	(22.84)
Stock Market Wealth	0.019	0.002	-0.010	0.056	0.028	0.063
	(2.05)	(0.25)	(-0.87)	(14.19)	(5.86)	(10.53)
Housing Market Wealth	0.131	0.110	0.166	0.084	0.047	0.086
	(5.33)	(7.35)	(6.90)	(11.56)	(6.97)	(11.57)
Country/State Specific Time Trends	No	Yes	No	No	Yes	No
Year/Quarter Fixed Effects	No	No	Yes	No	No	Yes
R^2	0.9991	0.9998	0.9993	0.9241	0.9587	0.9305
t-Ratio	4.664	7.090	6.987	3.919	2.408	2.541
p-value for H_0	0.000	0.000	0.000	0.000	0.016	0.011
p-value for H_1	1.000	1.000	1.000	1.000	0.992	0.994

Note: H_0 is a test of the hypothesis that the coefficient on housing market wealth is equal to that of stock market wealth.
H_1 is a test of the hypothesis that the coefficient on housing market wealth exceeds that of stock market wealth.

Σχήμα 3.1. Οι βασικές συνήθεις σχέσεις, με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, μεταξύ της κατά κεφαλήν κατανάλωσης, του εισοδήματος και των δύο μέτρων πλούτου. Η εκτιμώμενη επίδραση του πλούτου της αγοράς κατοικίας στην κατανάλωση είναι σημαντική και μεγάλη. (Case et al., 2005).

Οι Case, Quigley και Shiller (2005) διερεύνησαν κατά πόσο οι μεταβολές στην αξία των ακινήτων και των μετοχών επηρεάζουν την καταναλωτική συμπεριφορά μέσω του φαινομένου του πλούτου (wealth effect). Χρησιμοποιώντας στοιχεία από πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες, διαπίστωσαν ότι οι μεταβολές στις τιμές των κατοικιών επηρεάζουν εντονότερα την κατανάλωση από ό,τι οι μεταβολές στις χρηματιστηριακές τιμές, η αγορά κατοικίας παρουσιάζει μεγαλύτερη επίδραση στη συνολική οικονομική δραστηριότητα, η αύξηση της αξίας των ακινήτων ενισχύει σημαντικά τη ζήτηση μέσω της αύξησης της καθαρής περιουσίας των νοικοκυριών. Η μελέτη αυτή θεωρείται σημείο αναφοράς στη διεθνή βιβλιογραφία και χρησιμοποιείται ευρέως σε έρευνες που εξετάζουν τη σχέση μεταξύ περιουσιακού πλούτου και οικονομικής ανάπτυξης (Σχήμα 3.1).

Οι Goodhart και Hofmann (2008) εξέτασαν τη δυναμική σχέση μεταξύ της πιστωτικής επέκτασης, των τιμών κατοικιών, του χρήματος και της οικονομικής ανάπτυξης. Η ανάλυσή τους έδειξε ότι η αύξηση των τιμών των ακινήτων οδηγεί σε μεγαλύτερη τραπεζική χρηματοδότηση, γεγονός που ενισχύει τόσο την οικονομική ανάπτυξη όσο και

τη χρηματιστηριακή αγορά. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η αγορά ακινήτων λειτουργεί ως βασικός μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ο Liow (2012) διερεύνησε τη συνδιακύμανση (co-movement) μεταξύ χρηματιστηριακών αγορών και αγορών ακινήτων σε ασιατικές οικονομίες. Χρησιμοποιώντας πολυμεταβλητά υποδείγματα GARCH, κατέληξε ότι η συσχέτιση μεταξύ των δύο αγορών αυξάνεται σημαντικά κατά τη διάρκεια χρηματοπιστωτικών κρίσεων, σε περιόδους οικονομικής σταθερότητας η σχέση εξασθενεί, οι διεθνείς κρίσεις αυξάνουν τη μετάδοση κινδύνου μεταξύ των δύο αγορών. Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνουν ότι η σχέση μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου δεν είναι σταθερή αλλά μεταβάλλεται ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες.

Οι Okunev και Wilson (1997) ήταν από τους πρώτους ερευνητές που χρησιμοποίησαν ελέγχους αιτιότητας κατά Granger για να εξετάσουν τη σχέση μεταξύ των δύο αγορών. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι δεν υπάρχει πάντοτε αμφίδρομη σχέση, σε αρκετές περιπτώσεις η χρηματιστηριακή αγορά προηγείται χρονικά της αγοράς ακινήτων, η χρονική υστέρηση μεταξύ των δύο αγορών κυμαίνεται από έξι έως δώδεκα μήνες.

Στις ευρωπαϊκές χώρες η σχέση μεταξύ των δύο αγορών εμφανίζει μεγαλύτερη διαφοροποίηση λόγω των διαφορετικών θεσμικών πλαισίων, της δομής των στεγαστικών αγορών και της τραπεζικής χρηματοδότησης. Οι Liu και Su (2010) διαπίστωσαν ότι στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπάρχει μακροχρόνια σχέση συνολοκλήρωσης μεταξύ των τιμών των κατοικιών και των χρηματιστηριακών δεικτών, χωρίς όμως να παρατηρείται πάντοτε βραχυχρόνια αιτιότητα. Παρόμοια συμπεράσματα προέκυψαν και από τις μελέτες των Beltratti και Morana (2010), οι οποίοι ανέδειξαν τη σημασία των επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της πιστωτικής επέκτασης ως βασικών παραγόντων που επηρεάζουν ταυτόχρονα τις δύο αγορές.

Η ανάλυση των εμπειρικών μελετών οδηγεί σε ορισμένα κοινά συμπεράσματα. Οι περισσότερες έρευνες συμφωνούν ότι η αγορά ακινήτων και η χρηματιστηριακή αγορά δεν λειτουργούν ανεξάρτητα αλλά παρουσιάζουν σημαντικό βαθμό αλληλεπίδρασης, ιδιαίτερα σε μακροχρόνιο ορίζοντα (Quan and Titman, 1999, Liow, 2012). Η ένταση της σχέσης εξαρτάται από το επίπεδο ανάπτυξης της οικονομίας, το θεσμικό πλαίσιο, τη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη φάση του οικονομικού κύκλου. Οι περίοδοι χρηματοπιστωτικών κρίσεων ενισχύουν σημαντικά τη μετάδοση των διακυμάνσεων

μεταξύ των δύο αγορών, γεγονός που αυξάνει τον συστημικό κίνδυνο και περιορίζει τα οφέλη της διαφοροποίησης των επενδύσεων.

3.6.3 Η Ελληνική Αγορά Ακινήτων και το Χρηματιστήριο Αθηνών: Εμπειρικά Ευρήματα.

Η ελληνική οικονομία παρουσιάζει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που διαφοροποιούν τη σχέση μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Η υψηλή ιδιοκατοίκηση, η σημαντική συμμετοχή του τραπεζικού συστήματος στη χρηματοδότηση της αγοράς κατοικίας, η σχετικά μικρή κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών και οι έντονες επιπτώσεις της δημοσιονομικής κρίσης της προηγούμενης δεκαετίας δημιουργούν ένα μοναδικό οικονομικό περιβάλλον (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Η διερεύνηση της αλληλεπίδρασης των δύο αγορών στην Ελλάδα αποκτά ιδιαίτερη σημασία, καθώς τόσο οι τιμές των ακινήτων όσο και οι χρηματιστηριακές αποδόσεις επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από κοινούς μακροοικονομικούς παράγοντες, όπως η οικονομική ανάπτυξη, τα επιτόκια, η πιστωτική επέκταση, οι ξένες επενδύσεις και οι προσδοκίες των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων (Bank of Greece, 2024).

Η αγορά ακινήτων στην Ελλάδα γνώρισε σημαντικές μεταβολές κατά τις τελευταίες τρεις δεκαετίες. Κατά την περίοδο 1995–2007 καταγράφηκε έντονη άνοδος των τιμών των κατοικιών, η οποία συνδέθηκε με τη μείωση των επιτοκίων μετά την ένταξη της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ, την ευκολότερη πρόσβαση σε στεγαστική πίστη, την αύξηση των εισοδημάτων, τις επενδύσεις που συνδέθηκαν με τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004 και τη γενικότερη οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος (2024), οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν σημαντικά έως το 2008, δημιουργώντας συνθήκες έντονης ζήτησης στην αγορά ακινήτων.

Η οικονομική κρίση που ακολούθησε είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική υποχώρηση της αγοράς. Κατά την περίοδο 2009–2017 οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν σωρευτικά κατά περισσότερο από 40%, ενώ περιορίστηκαν σημαντικά οι οικοδομικές άδειες, οι επενδύσεις σε ακίνητα και η στεγαστική πίστη (Τράπεζα της Ελλάδος, 2024).

Από το 2018 και μετά παρατηρείται σταδιακή ανάκαμψη της αγοράς, η οποία ενισχύθηκε από την αύξηση των ξένων άμεσων επενδύσεων, το πρόγραμμα Golden Visa, την ανάπτυξη της βραχυχρόνιας μίσθωσης μέσω ψηφιακών πλατφορμών, τη βελτίωση του

οικονομικού κλίματος, την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας της ελληνικής οικονομίας.

Παράλληλα με τις εξελίξεις στην αγορά ακινήτων, το Χρηματιστήριο Αθηνών ακολούθησε έντονες διακυμάνσεις. Η περίοδος 1997–1999 χαρακτηρίστηκε από τη δημιουργία της γνωστής χρηματιστηριακής «φούσκας», η οποία συνοδεύτηκε από μεγάλη αύξηση των τιμών των μετοχών και έντονη συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών (Shiller, 2015). Μετά την κατάρρευση του 1999 ακολούθησε πολυετής περίοδος πτώσης, ενώ η δημοσιονομική κρίση μετά το 2009 επιδείνωσε σημαντικά την κατάσταση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η ανάκαμψη που παρατηρείται μετά το 2019 χαρακτηρίζεται από αύξηση της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης, ενίσχυση των τραπεζικών μετοχών, αύξηση της συμμετοχής ξένων θεσμικών επενδυτών, μεγαλύτερη έμφαση σε εταιρείες με υψηλά πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης και ESG.

Η ελληνική εμπειρία επιβεβαιώνει ότι τόσο η αγορά ακινήτων όσο και το χρηματιστήριο επηρεάζονται από ένα κοινό σύνολο μακροοικονομικών μεταβλητών.

Η μεταβολή των επιτοκίων αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες και για τις δύο αγορές. Η μείωση των επιτοκίων μειώνει το κόστος δανεισμού, αυξάνει τη ζήτηση για στεγαστικά δάνεια και ενισχύει την αποτίμηση των μετοχών μέσω της μείωσης του προεξοφλητικού επιτοκίου (Mishkin, 2022).

Η αύξηση του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος συνοδεύεται συνήθως από άνοδο των εισοδημάτων, της κατανάλωσης και των επιχειρηματικών κερδών. Οι εξελίξεις αυτές αυξάνουν τόσο τη ζήτηση για ακίνητα όσο και τη ζήτηση για μετοχές (OECD, 2023).

Η επέκταση της τραπεζικής χρηματοδότησης επηρεάζει άμεσα την αγορά κατοικίας μέσω της χορήγησης στεγαστικών δανείων, ενώ ταυτόχρονα διευκολύνει τις επιχειρηματικές επενδύσεις και ενισχύει τη δραστηριότητα στο χρηματιστήριο (Goodhart and Hofmann, 2008). Ο πληθωρισμός επηρεάζει τις αποτιμήσεις και στις δύο αγορές. Σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού τα ακίνητα θεωρούνται συχνά μέσο διατήρησης της πραγματικής αξίας του πλούτου, ενώ οι χρηματιστηριακές αποτιμήσεις εξαρτώνται από την επίδραση του πληθωρισμού στα εταιρικά κέρδη και στα επιτόκια.

Η εισροή ξένων κεφαλαίων επηρεάζει τόσο την αγορά ακινήτων όσο και τη χρηματιστηριακή αγορά. Στην ελληνική περίπτωση, το ενδιαφέρον ξένων επενδυτών για τουριστικά και εμπορικά ακίνητα συνοδεύτηκε από αυξημένη συμμετοχή ξένων θεσμικών επενδυτών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Enterprise Greece, 2024).

Η ελληνική βιβλιογραφία συγκλίνει στην άποψη ότι η σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι δυναμική και πολυπαραγοντική. Δεν πρόκειται για μια σταθερή ή γραμμική σχέση, αλλά για μια αλληλεπίδραση που μεταβάλλεται ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες, το επίπεδο των επιτοκίων, την πιστωτική επέκταση και το γενικότερο επενδυτικό κλίμα.

3.6.4 Μηχανισμοί Μετάδοσης μεταξύ της Αγοράς Ακινήτων και του Χρηματιστηρίου.

Η αλληλεπίδραση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς πραγματοποιείται μέσω ενός σύνθετου πλέγματος οικονομικών, χρηματοοικονομικών και ψυχολογικών μηχανισμών. Οι δύο αγορές δεν λειτουργούν απομονωμένα αλλά αποτελούν τμήματα ενός ενιαίου χρηματοπιστωτικού συστήματος, στο οποίο οι μεταβολές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων μεταδίδονται μέσω της πιστωτικής αγοράς, της επενδυτικής συμπεριφοράς, των επιτοκίων και των μακροοικονομικών προσδοκιών (Mishkin, 2022).

Η κατανόηση αυτών των μηχανισμών είναι ιδιαίτερα σημαντική για την αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, καθώς η ταυτόχρονη δημιουργία «φουσκών» στην αγορά ακινήτων και στο χρηματιστήριο μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές οικονομικές κρίσεις, όπως συνέβη κατά την περίοδο 2007–2009 (Brunnermeier, 2009).

Ο σημαντικότερος δίαυλος σύνδεσης μεταξύ των δύο αγορών είναι ο μηχανισμός του πλούτου (wealth effect). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, η αύξηση της αξίας των χρηματοοικονομικών και ακίνητων περιουσιακών στοιχείων αυξάνει την καθαρή περιουσία των νοικοκυριών, γεγονός που ενισχύει την κατανάλωση, τις επενδύσεις και τη συνολική οικονομική δραστηριότητα (Case et al., 2005). Όταν οι τιμές των μετοχών αυξάνονται, οι επενδυτές αισθάνονται οικονομικά ισχυρότεροι και είναι περισσότερο διατεθειμένοι να πραγματοποιήσουν επενδύσεις στην αγορά κατοικίας ή επαγγελματικών ακινήτων. Αντίστοιχα, όταν αυξάνεται η αξία των ακινήτων, τα νοικοκυριά αποκτούν μεγαλύτερη πιστοληπτική ικανότητα, γεγονός που διευκολύνει την πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό και αυξάνει τη δυνατότητα τοποθέτησης κεφαλαίων σε χρηματοοικονομικά προϊόντα. Ο μηχανισμός αυτός δημιουργεί έναν θετικό κύκλο αλληλεπίδρασης μεταξύ των δύο αγορών, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης.

Το τραπεζικό σύστημα αποτελεί τον βασικό διαμεσολαβητή μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς. Η αύξηση των τιμών των ακινήτων

βελτιώνει την αξία των εξασφαλίσεων που διαθέτουν τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις, επιτρέποντας στις τράπεζες να χορηγούν μεγαλύτερο όγκο δανείων (Bernanke and Gertler, 1995). Η αυξημένη ρευστότητα οδηγεί σε αύξηση της κατανάλωσης, ενίσχυση των επιχειρηματικών επενδύσεων, μεγαλύτερη συμμετοχή στην κεφαλαιαγορά, αύξηση της ζήτησης για μετοχές. Αντίστροφα, η πτώση των τιμών των ακινήτων περιορίζει την αξία των εξασφαλίσεων, μειώνει τη χορήγηση νέων δανείων και επιδρά αρνητικά τόσο στην πραγματική οικονομία όσο και στο χρηματιστήριο. Η λειτουργία του πιστωτικού καναλιού αποδείχθηκε ιδιαίτερα σημαντική κατά τη διάρκεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, όταν η κατάρρευση της αγοράς κατοικίας στις Ηνωμένες Πολιτείες μεταδόθηκε ταχύτατα στο παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα και στις κεφαλαιαγορές (Mian and Sufi, 2014).

Τα επιτόκια αποτελούν έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν ταυτόχρονα την αγορά ακινήτων και το χρηματιστήριο. Η μείωση των επιτοκίων μειώνει το κόστος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, καθιστά οικονομικότερα τα στεγαστικά δάνεια, αυξάνει τη ζήτηση κατοικιών, αυξάνει τις αποτιμήσεις των μετοχών μέσω χαμηλότερου προεξοφλητικού επιτοκίου. Αντίθετα, η αύξηση των επιτοκίων περιορίζει τη ζήτηση για ακίνητα, αυξάνει το κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων και μειώνει την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών, οδηγώντας σε πτώση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων (Fabozzi, 2021).

Οι προσδοκίες των επενδυτών διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Σε περιόδους οικονομικής αισιοδοξίας αυξάνονται οι επενδύσεις, αυξάνεται η διάθεση ανάληψης κινδύνου, αυξάνονται οι αποτιμήσεις των μετοχών, αυξάνονται οι τιμές των ακινήτων. Αντίθετα, σε περιόδους αβεβαιότητας οι επενδυτές περιορίζουν τις επενδύσεις τους, αυξάνουν τη ζήτηση για ασφαλή περιουσιακά στοιχεία και μειώνουν την έκθεσή τους τόσο στις μετοχές όσο και στα ακίνητα. Η συμπεριφορά αυτή περιγράφεται εκτενώς από τη θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής (Shiller, 2015).

Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει αυξήσει σημαντικά την αλληλεξάρτηση των εθνικών αγορών. Μία κρίση που εκδηλώνεται στην αγορά ακινήτων μιας μεγάλης οικονομίας μπορεί να μεταδοθεί μέσω των διεθνών τραπεζών, των επενδυτικών κεφαλαίων, των αγορών ομολόγων, των χρηματιστηριακών αγορών, των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η κρίση των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου στις Ηνωμένες Πολιτείες, η οποία εξελίχθηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και επηρέασε τόσο τις αγορές ακινήτων όσο και τα χρηματιστήρια σχεδόν όλων των χωρών (Brunnermeier, 2009).

Η βιβλιογραφία συγκλίνει στο συμπέρασμα ότι η σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και του χρηματιστηρίου δεν εξηγείται από έναν μόνο παράγοντα, αλλά από την ταυτόχρονη δράση πολλών αλληλοσυνδεόμενων μηχανισμών. Οι σημαντικότεροι από αυτούς είναι:

- Ο μηχανισμός του πλούτου.
- Η πιστωτική επέκταση.
- Η νομισματική πολιτική.
- Οι μεταβολές των επιτοκίων.
- Οι προσδοκίες των επενδυτών.
- Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική.
- Η διεθνής μετάδοση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Η ένταση της επίδρασης κάθε μηχανισμού εξαρτάται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε οικονομίας, το επίπεδο ανάπτυξης του τραπεζικού συστήματος, τη ρευστότητα της κεφαλαιαγοράς και τη φάση του οικονομικού κύκλου.

3.7 Συμπεράσματα.

Με βάση όλα την ανάλυση του κεφαλαίου, φαίνεται ότι η αγορά ακινήτων και το χρηματιστήριο αποτελούν δύο αλληλένδετα τμήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η βιβλιογραφική ανασκόπηση κατέδειξε ότι οι δύο αγορές επηρεάζονται από κοινούς μακροοικονομικούς και χρηματοοικονομικούς παράγοντες, όπως τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η οικονομική μεγέθυνση, η πιστωτική επέκταση και οι προσδοκίες των επενδυτών. Παράλληλα, παρουσιάστηκαν οι βασικές θεωρητικές προσεγγίσεις και οι σημαντικότερες εμπειρικές μελέτες που τεκμηριώνουν την ύπαρξη σχέσεων αλληλεπίδρασης μεταξύ των δύο αγορών.

Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στην ελληνική περίπτωση, όπου η οικονομική κρίση της περιόδου 2009–2018, η ανάκαμψη της αγοράς μετά το 2019 και οι πρόσφατες μακροοικονομικές εξελίξεις διαμόρφωσαν ένα ιδιαίτερο περιβάλλον για τη λειτουργία

τόσο της αγοράς ακινήτων όσο και του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η ανάλυση ανέδειξε ότι η ένταση και η κατεύθυνση της σχέσης μεταξύ των δύο αγορών μεταβάλλονται διαχρονικά, ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες και το θεσμικό πλαίσιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. Μεθοδολογία

4.1 Εισαγωγή.

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως αντικείμενο τη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς στην Ελλάδα, με ιδιαίτερη έμφαση στη σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Για την επίτευξη του σκοπού της εργασίας υιοθετήθηκε προσέγγιση βιβλιογραφικής ανασκόπησης, μέσω της οποίας συγκεντρώθηκαν, μελετήθηκαν, αξιολογήθηκαν και συντέθηκαν θεωρητικές και εμπειρικές προσεγγίσεις σχετικές με το υπό εξέταση αντικείμενο.

Η μεθοδολογική επιλογή της βιβλιογραφικής ανασκόπησης κρίθηκε κατάλληλη, καθώς το αντικείμενο της εργασίας είναι πολυπαραγοντικό και βρίσκεται στο σημείο συνάντησης διαφορετικών επιστημονικών πεδίων, όπως η οικονομική επιστήμη, η χρηματοοικονομική, η αγορά ακινήτων, η τραπεζική και η μακροοικονομία. Η αγορά ακινήτων επηρεάζεται από παράγοντες όπως το εισόδημα, τα επιτόκια, η πιστωτική επέκταση, η οικονομική δραστηριότητα και η προσφορά γης και κατοικιών, ενώ η χρηματιστηριακή αγορά επηρεάζεται από τις προσδοκίες των επενδυτών, τη νομισματική πολιτική, την οικονομική ανάπτυξη και τις συνθήκες χρηματοδότησης. Η μεταξύ τους σχέση, επομένως, δεν μπορεί να εξεταστεί απομονωμένα από το ευρύτερο οικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.

Στο πλαίσιο αυτό, η βιβλιογραφική ανασκόπηση χρησιμοποιήθηκε ως μέσο συγκρότησης ενός συνεκτικού θεωρητικού πλαισίου, μέσα από το οποίο παρουσιάζονται αρχικά τα βασικά χαρακτηριστικά της αγοράς ακινήτων και του χρηματιστηρίου και στη συνέχεια εξετάζονται οι θεωρητικοί και εμπειρικοί μηχανισμοί που μπορούν να συνδέουν τις δύο αγορές.

4.2 Σκοπός και Στόχοι της Βιβλιογραφικής Ανασκόπησης.

Βασικός σκοπός της βιβλιογραφικής ανασκόπησης είναι η συστηματική συγκέντρωση και σύνθεση της υπάρχουσας επιστημονικής γνώσης σχετικά με την αγορά ακινήτων, τη χρηματιστηριακή αγορά και τη μεταξύ τους σχέση. Ειδικότερα, η ανασκόπηση αποσκοπεί στην αποσαφήνιση των βασικών εννοιών και χαρακτηριστικών της αγοράς ακινήτων, στην παρουσίαση των κυριότερων θεωρητικών προσεγγίσεων που χρησιμοποιούνται για

την ερμηνεία της αγοράς ακινήτων, στην ανάδειξη των βασικών παραγόντων που επηρεάζουν την προσφορά και τη ζήτηση ακινήτων, στην παρουσίαση της δομής και των λειτουργιών της χρηματιστηριακής αγοράς και της ιστορικής εξέλιξης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στην καταγραφή των βασικών θεωρητικών μηχανισμών που συνδέουν τις τιμές των ακινήτων με τη χρηματιστηριακή αγορά, στην συγκριτική εξέταση προηγούμενων εμπειρικών ερευνών, στην ανάδειξη του ρόλου των μακροοικονομικών μεταβλητών, όπως το ΑΕΠ, τα επιτόκια, η ανεργία, ο πληθωρισμός και η πιστωτική επέκταση, στην ιδιαίτερη εξέταση της ελληνικής περίπτωσης και των μεταβολών που σημειώθηκαν κατά την οικονομική κρίση, την περίοδο ανάκαμψης και τη μεταπανδημική περίοδο.

Η προσέγγιση αυτή επιτρέπει τη σύνδεση των επιμέρους θεωρητικών προσεγγίσεων σε ένα ενιαίο πλαίσιο και δημιουργεί τη βάση για την απάντηση των ερευνητικών ερωτημάτων της εργασίας.

4.3 Στρατηγική Αναζήτησης της Βιβλιογραφίας.

Για τη συγκρότηση της βιβλιογραφικής βάσης της εργασίας πραγματοποιήθηκε αναζήτηση επιστημονικής βιβλιογραφίας με επίκεντρο τις έννοιες «αγορά ακινήτων», «τιμές κατοικιών», «χρηματιστήριο», «Χρηματιστήριο Αθηνών», «σχέση αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου», «housing prices», «real estate market», «stock market», «housing market» και «stock market–housing market relationship».

Η αναζήτηση επικεντρώθηκε σε επιστημονικές δημοσιεύσεις, ακαδημαϊκά συγγράμματα, ερευνητικές εργασίες, εκθέσεις θεσμικών φορέων και επίσημες στατιστικές πηγές. Ιδιαίτερη βαρύτητα δόθηκε σε εργασίες που εξετάζουν άμεσα τη σχέση μεταξύ των δύο αγορών ή αναλύουν τους μηχανισμούς μέσω των οποίων οι μεταβολές στη μία αγορά μπορούν να μεταδοθούν στην άλλη.

Παράλληλα, αξιοποιήθηκαν πηγές θεσμικών φορέων, κυρίως για την αποτύπωση της ελληνικής πραγματικότητας. Μεταξύ αυτών περιλαμβάνονται η Τράπεζα της Ελλάδος, το Χρηματιστήριο Αθηνών, η Ελληνική Στατιστική Αρχή, η Eurostat, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και άλλοι αρμόδιοι εθνικοί και ευρωπαϊκοί οργανισμοί.

Η χρήση τόσο ακαδημαϊκών όσο και θεσμικών πηγών κρίθηκε αναγκαία, καθώς η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία παρέχει το θεωρητικό και ερευνητικό υπόβαθρο, ενώ οι

επίσημες πηγές επιτρέπουν την τεκμηρίωση της εξέλιξης των αγορών και των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών στην Ελλάδα.

4.4 Κριτήρια Επιλογής των Πηγών.

Η επιλογή των βιβλιογραφικών πηγών πραγματοποιήθηκε με βάση συγκεκριμένα ποιοτικά και θεματικά κριτήρια. Πρώτο κριτήριο αποτέλεσε η συνάφεια της πηγής με το αντικείμενο της εργασίας. Προτιμήθηκαν μελέτες που αφορούν άμεσα την αγορά ακινήτων, τις τιμές κατοικιών, τη χρηματιστηριακή αγορά ή τη μεταξύ τους αλληλεπίδραση. Δεύτερο κριτήριο αποτέλεσε η επιστημονική αξιοπιστία. Δόθηκε προτεραιότητα σε δημοσιεύσεις σε επιστημονικά περιοδικά, ακαδημαϊκά συγγράμματα, εργασίες αναγνωρισμένων ερευνητών και εκθέσεις επίσημων θεσμικών οργανισμών. Τρίτο κριτήριο ήταν η χρονική καταλληλότητα. Χρησιμοποιήθηκαν τόσο κλασικές και θεμελιώδεις εργασίες, οι οποίες έχουν συμβάλει στη διαμόρφωση των βασικών θεωριών, όσο και νεότερες μελέτες που αποτυπώνουν τις σύγχρονες εξελίξεις στις αγορές ακινήτων και κεφαλαίου. Τέταρτο κριτήριο αποτέλεσε η γεωγραφική κάλυψη. Η βιβλιογραφία περιλαμβάνει διεθνείς μελέτες, ευρωπαϊκές προσεγγίσεις και μελέτες που αφορούν ειδικότερα την ελληνική οικονομία. Η επιλογή αυτή επιτρέπει τη σύγκριση της ελληνικής περίπτωσης με τα ευρήματα που έχουν προκύψει σε άλλες οικονομίες.

Τέλος, δόθηκε έμφαση σε πηγές που παρέχουν τεκμηριωμένη θεωρητική ή εμπειρική συμβολή και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την ερμηνεία της σχέσης μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου.

4.5 Θεματική Οργάνωση της Βιβλιογραφίας.

Η βιβλιογραφία οργανώθηκε θεματικά, ώστε να υποστηρίζει τη λογική ακολουθία της εργασίας. Αρχικά εξετάστηκε η αγορά ακινήτων ως οικονομικός θεσμός και αναλύθηκαν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της, οι κατηγορίες ακινήτων και οι παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά και τη ζήτηση. Στο πλαίσιο αυτό αξιοποιήθηκαν κλασικές θεωρητικές προσεγγίσεις, όπως αυτές των Alonso, Muth και Mills, καθώς και μεταγενέστερα υποδείγματα, όπως το μοντέλο των DiPasquale και Wheaton.

Στη συνέχεια εξετάστηκαν οι θεωρητικές προσεγγίσεις που σχετίζονται με την αποτίμηση των ακινήτων, τη συμπεριφορά των συμμετεχόντων στην αγορά και τη

διαμόρφωση των τιμών. Το θεωρητικό υπόβαθρο αυτό είναι απαραίτητο για την κατανόηση των μεταβολών που παρουσιάζει η αγορά ακινήτων.

Το επόμενο θεματικό πεδίο αφορούσε τη χρηματιστηριακή αγορά. Εξετάστηκαν η έννοια και οι λειτουργίες του χρηματιστηρίου, η δομή και οι βασικοί συμμετέχοντες, τα χρηματοοικονομικά μέσα και, ειδικότερα, η εξέλιξη και η λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τέλος, εξετάστηκε η σχέση μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου. Η βιβλιογραφία οργανώθηκε γύρω από τους θεωρητικούς μηχανισμούς σύνδεσης, τα εμπειρικά ευρήματα διεθνών μελετών και τα ειδικότερα στοιχεία που αφορούν την Ελλάδα.

Η συγκεκριμένη θεματική οργάνωση αντανακλά και τη δομή των προηγούμενων κεφαλαίων της εργασίας, όπου το Κεφάλαιο 2 εξετάζει την αγορά ακινήτων και το Κεφάλαιο 3 το χρηματιστήριο και τη σχέση του με την αγορά ακινήτων.

4.6 Θεωρητικές πηγές και Θεμελιώδεις Προσεγγίσεις.

Ιδιαίτερη θέση στη βιβλιογραφική ανασκόπηση κατέχουν οι θεμελιώδεις θεωρητικές εργασίες που διαμόρφωσαν την οικονομική σκέψη σχετικά με την αγορά ακινήτων. Οι προσεγγίσεις των Alonso (1964), Muth (1969) και Mills (1972) χρησιμοποιήθηκαν για την κατανόηση της χωρικής διάστασης της αγοράς ακινήτων και της σχέσης μεταξύ τοποθεσίας, χρήσεων γης και οικονομικής δραστηριότητας. Παράλληλα, το μοντέλο των DiPasquale και Wheaton (1996) αποτέλεσε σημαντικό θεωρητικό πλαίσιο για την κατανόηση της αλληλεπίδρασης μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της ευρύτερης οικονομικής δραστηριότητας.

Η εργασία αξιοποιεί επίσης τη θεωρία της ηδονικής αποτίμησης, η οποία επιτρέπει την κατανόηση των τιμών των ακινήτων ως αποτέλεσμα των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους, καθώς κάθε ακίνητο αποτελεί ένα σύνθετο και ετερογενές αγαθό. Παράλληλα, αξιοποιούνται προσεγγίσεις της χρηματοοικονομικής και της οικονομικής συμπεριφοράς, προκειμένου να ερμηνευθούν οι επενδυτικές αποφάσεις και ο τρόπος με τον οποίο οι προσδοκίες και η αντίληψη του κινδύνου μπορούν να επηρεάσουν τις αγορές. Οι θεωρητικές προσεγγίσεις δεν εξετάζονται απομονωμένα, αλλά χρησιμοποιούνται ως βάση για την ερμηνεία της αλληλεπίδρασης μεταξύ των δύο αγορών.

4.7 Ανασκόπηση των Εμπειρικών Μελετών.

Ένα σημαντικό τμήμα της βιβλιογραφικής μεθοδολογίας αποτέλεσε η συγκέντρωση και συγκριτική παρουσίαση προηγούμενων εμπειρικών μελετών. Οι μελέτες ταξινομήθηκαν με βάση το ερευνητικό τους αντικείμενο, τη γεωγραφική περιοχή, την περίοδο εξέτασης, τις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν και τα βασικά ευρήματά τους.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι έρευνες που εξετάζουν εάν οι τιμές των ακινήτων και οι χρηματιστηριακές τιμές κινούνται παράλληλα, εάν υπάρχει μακροχρόνια σχέση μεταξύ τους και εάν οι μεταβολές στη μία αγορά μπορούν να προβλέψουν ή να επηρεάσουν τις μεταβολές στην άλλη.

Η διεθνής βιβλιογραφία δεν παρουσιάζει ενιαία αποτελέσματα. Σε ορισμένες μελέτες εντοπίζεται θετική σχέση μεταξύ των δύο αγορών, ενώ σε άλλες η σχέση εμφανίζεται ασθενής, μεταβαλλόμενη ή εξαρτώμενη από τις οικονομικές συνθήκες. Η διαφοροποίηση αυτή υποδεικνύει ότι η σχέση μεταξύ των δύο αγορών επηρεάζεται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε οικονομίας, τη χρηματοπιστωτική δομή, τη νομισματική πολιτική και τη φάση του οικονομικού κύκλου.

Ιδιαίτερη βαρύτητα δόθηκε στις μελέτες που εξετάζουν την ελληνική οικονομία, καθώς η Ελλάδα παρουσιάζει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά λόγω της παρατεταμένης οικονομικής κρίσης, της μεγάλης πτώσης των τιμών ακινήτων και της έντονης μεταβλητότητας του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

4.8 Ο Ρόλος των Μακροοικονομικών Μεταβλητών.

Η βιβλιογραφική ανασκόπηση δεν περιορίστηκε στη διμερή σχέση μεταξύ των τιμών ακινήτων και του χρηματιστηρίου. Εξετάστηκε επίσης ο ρόλος των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών που μπορούν να επηρεάζουν ταυτόχρονα ή έμμεσα τις δύο αγορές.

Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στο ΑΕΠ, καθώς αποτελεί βασικό δείκτη της οικονομικής δραστηριότητας. Η οικονομική ανάπτυξη μπορεί να ενισχύσει τα εισοδήματα, τη ζήτηση για κατοικίες, τις επενδύσεις και την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Τα επιτόκια αποτελούν επίσης κρίσιμο παράγοντα. Μεταβολές στο κόστος δανεισμού επηρεάζουν την προσιτότητα των στεγαστικών δανείων, τη ζήτηση για ακίνητα και την ελκυστικότητα διαφορετικών επενδυτικών επιλογών. Η πιστωτική επέκταση συνδέεται με τη δυνατότητα χρηματοδότησης της αγοράς ακινήτων και της οικονομικής δραστηριότητας γενικότερα.

Η περιορισμένη διαθεσιμότητα πιστώσεων μπορεί να μειώσει τη ζήτηση ακινήτων, ενώ η αύξηση της χρηματοδότησης μπορεί να λειτουργήσει ενισχυτικά. Η ανεργία χρησιμοποιείται ως δείκτης της κατάστασης της αγοράς εργασίας και της οικονομικής ευρωστίας των νοικοκυριών, ενώ ο πληθωρισμός επηρεάζει την πραγματική αξία των εισοδημάτων, το κόστος χρηματοδότησης και τις επενδυτικές αποφάσεις.

Η ενσωμάτωση των παραπάνω μεταβλητών στο θεωρητικό πλαίσιο είναι απαραίτητη, επειδή η σχέση μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου δεν αναπτύσσεται σε οικονομικό κενό αλλά μέσα σε ένα ευρύτερο μακροοικονομικό περιβάλλον.

4.9 Χρονική και Γεωγραφική Οριοθέτηση της Βιβλιογραφίας.

Η βιβλιογραφική ανασκόπηση περιλαμβάνει τόσο διεθνείς όσο και ελληνικές μελέτες. Η διεθνής βιβλιογραφία χρησιμοποιείται για την παρουσίαση των θεωρητικών προσεγγίσεων και των διαφορετικών εμπειρικών αποτελεσμάτων που έχουν καταγραφεί σε ανεπτυγμένες και αναδυόμενες οικονομίες.

Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην ελληνική περίπτωση, καθώς το βασικό αντικείμενο της εργασίας αφορά την Ελλάδα και ειδικότερα τη σχέση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ως προς τη χρονική διάσταση, η βιβλιογραφία περιλαμβάνει τόσο κλασικές θεωρητικές εργασίες όσο και σύγχρονες μελέτες. Οι παλαιότερες εργασίες χρησιμοποιούνται κυρίως για τη θεμελίωση των θεωρητικών εννοιών, ενώ οι νεότερες μελέτες αξιοποιούνται για την αποτύπωση των σύγχρονων εξελίξεων και των μεταβολών που έχουν σημειωθεί στις αγορές.

Ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στην περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, στην ελληνική οικονομική κρίση της περιόδου 2009–2017, στην περίοδο ανάκαμψης 2018–2019 και στις μεταβολές που ακολούθησαν την πανδημία COVID-19. Η συγκεκριμένη περιοδολόγηση συνδέεται άμεσα με τη δομή που έχει ήδη χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση της ελληνικής αγοράς ακινήτων.

4.10 Διαδικασία Σύνθεσης και Αξιολόγησης της Βιβλιογραφίας.

Η αξιοποίηση της βιβλιογραφίας δεν περιορίστηκε στην απλή παράθεση των απόψεων διαφορετικών συγγραφέων. Οι πηγές συγκρίθηκαν και ομαδοποιήθηκαν με βάση το αντικείμενο, τη θεωρητική προσέγγιση και τα βασικά συμπεράσματά τους. Η διαδικασία σύνθεσης περιλάμβανε:

- τον εντοπισμό των βασικών θεωρητικών εννοιών.
- την καταγραφή των βασικών παραγόντων που επηρεάζουν τις δύο αγορές.
- την ομαδοποίηση των θεωρητικών προσεγγίσεων.
- τη σύγκριση των εμπειρικών ευρημάτων.
- τον εντοπισμό σημείων σύγκλισης και απόκλισης μεταξύ των μελετών.
- την ανάδειξη των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της ελληνικής οικονομίας.

Μέσω αυτής της διαδικασίας επιδιώχθηκε η δημιουργία μιας συνεκτικής αφήγησης, στην οποία οι επιμέρους βιβλιογραφικές πηγές συνδέονται μεταξύ τους και οδηγούν στα ερευνητικά ερωτήματα της εργασίας.

Η διαδικασία αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική για ένα θέμα όπως η σχέση μεταξύ ακινήτων και χρηματιστηρίου, καθώς η βιβλιογραφία δεν καταλήγει πάντοτε σε ομοιόμορφα συμπεράσματα. Η διαφοροποίηση των αποτελεσμάτων αποτελεί από μόνη της σημαντικό εύρημα, καθώς υποδεικνύει ότι η σχέση των δύο αγορών μπορεί να εξαρτάται από το θεσμικό, μακροοικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.

4.11 Αξιοπιστία και Περιορισμοί της Βιβλιογραφικής Προσέγγισης.

Η αξιοπιστία της βιβλιογραφικής ανασκόπησης ενισχύθηκε μέσω της αξιοποίησης επιστημονικών και θεσμικών πηγών, της σύγκρισης διαφορετικών προσεγγίσεων και της προσπάθειας αποφυγής μονοδιάστατης ερμηνείας της σχέσης μεταξύ των δύο αγορών.

Ωστόσο, η βιβλιογραφική προσέγγιση παρουσιάζει ορισμένους περιορισμούς. Η επιλογή των πηγών μπορεί να επηρεάσει το τελικό αποτέλεσμα της ανασκόπησης. Οι διαφορετικές μεθοδολογίες, χρονικές περίοδοι και χώρες που εξετάζονται στις επιμέρους μελέτες καθιστούν δύσκολη την απόλυτη σύγκριση των αποτελεσμάτων. Τέλος, η ελληνική αγορά παρουσιάζει ιδιαίτερες θεσμικές και οικονομικές συνθήκες και τα αποτελέσματα διεθνών μελετών να μην μπορούν πάντοτε να μεταφερθούν αυτούσια στην ελληνική περίπτωση.

Επιπλέον, η αγορά ακινήτων και η χρηματιστηριακή αγορά μεταβάλλονται διαχρονικά και επηρεάζονται από νέους θεσμικούς, τεχνολογικούς και μακροοικονομικούς παράγοντες. Συνεπώς, τα συμπεράσματα της βιβλιογραφίας θα πρέπει να ερμηνεύονται λαμβάνοντας υπόψη το χρονικό και οικονομικό πλαίσιο στο οποίο πραγματοποιήθηκε κάθε μελέτη.

4.12 Περιγραφική Αξιοποίηση Πραγματικών Δεδομένων.

Συμπληρωματικά προς τη βιβλιογραφική ανασκόπηση, στην παρούσα εργασία αξιοποιούνται πραγματικά, δευτερογενή οικονομικά και χρηματοοικονομικά δεδομένα, με αποκλειστικό σκοπό την περιγραφική αποτύπωση της διαχρονικής εξέλιξης της αγοράς ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών και την καλύτερη κατανόηση της μεταξύ τους σχέσης. Τα δεδομένα αφορούν την περίοδο από το πρώτο τρίμηνο του 2005 έως το τέταρτο τρίμηνο του 2025 και περιλαμβάνουν τον Γενικό Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, τον δείκτη τιμών ακινήτων με έτος βάσης το 2007, τις τιμές ακινήτων ανά τετραγωνικό μέτρο, καθώς και βασικές μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές μεταβλητές, όπως το ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, η ανεργία, τα επιτόκια, η πιστωτική επέκταση, η απόδοση του 10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου και οι ξένες άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα. Οι μεταβλητές οργανώθηκαν σε τριμηνιαία βάση και παρουσιάζονται αναλυτικά στο Παράρτημα της εργασίας. Με βάση τα στοιχεία αυτά κατασκευάστηκαν συγκριτικά διαγράμματα, τα οποία επιτρέπουν την οπτική παρακολούθηση των κοινών ή διαφορετικών τάσεων των μεταβλητών κατά τις διακριτές οικονομικές περιόδους της εξεταζόμενης χρονικής σειράς. Η προσέγγιση αυτή είναι αποκλειστικά περιγραφική και δεν αποσκοπεί στην εκτίμηση οικονομετρικών υποδειγμάτων ή στην τεκμηρίωση αιτιωδών σχέσεων. Τα διαγράμματα χρησιμοποιούνται, επομένως, ως συμπληρωματικό εργαλείο ερμηνείας και συσχέτισης των βιβλιογραφικών ευρημάτων με την πραγματική εξέλιξη των βασικών οικονομικών μεγεθών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. Αποτελέσματα και Συζήτηση

5.1 Εισαγωγή.

Στο προηγούμενο κεφάλαιο παρουσιάστηκε η μεθοδολογική προσέγγιση που ακολουθήθηκε για τη συγκρότηση της βιβλιογραφικής ανασκόπησης. Η παρούσα εργασία βασίζεται στη συστηματική αξιοποίηση επιστημονικών δημοσιεύσεων, ακαδημαϊκών συγγραμμάτων και θεσμικών πηγών, με αντικείμενο την αγορά ακινήτων, τη χρηματιστηριακή αγορά και τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μεταξύ τους σχέση.

Στο παρόν κεφάλαιο επιχειρείται η σύνθεση και η κριτική συζήτηση των βασικών ευρημάτων που προέκυψαν από την επισκόπηση της βιβλιογραφίας. Στόχος δεν είναι η απλή επανάληψη των θεωρητικών προσεγγίσεων που παρουσιάστηκαν στα προηγούμενα κεφάλαια, αλλά η σύνδεσή τους σε ένα ενιαίο ερμηνευτικό πλαίσιο.

Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς, στους μηχανισμούς μέσω των οποίων μπορεί να πραγματοποιείται η μεταξύ τους αλληλεπίδραση, καθώς και στον ρόλο των μακροοικονομικών και χρηματοπιστωτικών παραγόντων.

Παράλληλα, εξετάζεται η ελληνική περίπτωση, με έμφαση στην περίοδο της οικονομικής κρίσης, στην περίοδο σταθεροποίησης και ανάκαμψης και στις μεταβολές που ακολούθησαν την πανδημία COVID-19. Η προσέγγιση αυτή επιτρέπει την καλύτερη κατανόηση της ιδιαίτερης συμπεριφοράς της ελληνικής αγοράς ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

5.2 Η Αγορά Ακινήτων ως Βασικό στοιχείο της Οικονομικής Δραστηριότητας.

Η βιβλιογραφική ανασκόπηση αναδεικνύει την αγορά ακινήτων ως έναν από τους σημαντικότερους τομείς της οικονομίας. Η σημασία της δεν περιορίζεται στην αγορά και πώληση κατοικιών ή επαγγελματικών ακινήτων, αλλά συνδέεται με την απασχόληση, τις επενδύσεις, την τραπεζική χρηματοδότηση, την κατανάλωση και τη δημιουργία πλούτου.

Ένα βασικό χαρακτηριστικό της αγοράς ακινήτων είναι η ετερογένεια του προϊόντος. Κάθε ακίνητο διαφέρει ως προς την τοποθεσία, το μέγεθος, την ποιότητα κατασκευής, την ηλικία, τα χαρακτηριστικά του περιβάλλοντος χώρου και την πρόσβαση σε υποδομές. Για τον λόγο αυτό, η διαμόρφωση των τιμών δεν μπορεί να ερμηνευθεί αποκλειστικά με όρους μιας ενιαίας αγοράς. Οι θεωρητικές προσεγγίσεις των Alonso (1964), Muth (1969)

και Mills (1972) ανέδειξαν τη σημασία της χωρικής διάστασης και της τοποθεσίας στη διαμόρφωση της αξίας των ακινήτων. Παράλληλα, η προσέγγιση των DiPasquale και Wheaton (1996) ανέδειξε τη σύνδεση μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της ευρύτερης οικονομικής δραστηριότητας.

Η βιβλιογραφία επομένως υποστηρίζει την άποψη ότι οι τιμές των ακινήτων αποτελούν αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης πολλών παραγόντων και δεν καθορίζονται αποκλειστικά από τη βραχυχρόνια σχέση προσφοράς και ζήτησης.

5.3 Οι Βασικοί Παράγοντες Διαμόρφωσης των Τιμών των Ακινήτων.

Από τη σύνθεση της βιβλιογραφίας προκύπτει ότι η αγορά ακινήτων επηρεάζεται από ένα σύνολο οικονομικών, χρηματοπιστωτικών, δημογραφικών και θεσμικών παραγόντων.

Εισόδημα και οικονομική δραστηριότητα. Το εισόδημα αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση για κατοικίες. Όταν αυξάνεται το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, αυξάνεται η δυνατότητα απόκτησης κατοικίας και χρηματοδότησης στεγαστικών υποχρεώσεων. Παράλληλα, η οικονομική ανάπτυξη δημιουργεί ευνοϊκότερο περιβάλλον για επενδύσεις σε ακίνητα. Η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας συνδέεται με μεγαλύτερη απασχόληση, αύξηση των εισοδημάτων και βελτίωση των προσδοκιών των οικονομικών φορέων. Αντίθετα, σε περιόδους ύφεσης, η μείωση των εισοδημάτων και η αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας μπορούν να περιορίσουν τη ζήτηση για ακίνητα.

Επιτόκια και κόστος χρηματοδότησης. Τα επιτόκια αποτελούν έναν από τους σημαντικότερους χρηματοπιστωτικούς παράγοντες της αγοράς ακινήτων. Η μείωση του κόστους δανεισμού μπορεί να αυξήσει τη δυνατότητα των νοικοκυριών να χρηματοδοτήσουν την αγορά κατοικίας. Αντίθετα, η αύξηση των επιτοκίων αυξάνει το κόστος των στεγαστικών δανείων και μπορεί να περιορίσει τη ζήτηση.

Η σημασία των επιτοκίων δεν αφορά μόνο την αγορά ακινήτων. Οι μεταβολές τους επηρεάζουν και τις αποτιμήσεις των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και, συνεπώς, μπορούν να λειτουργήσουν ως κοινός παράγοντας που επηρεάζει τόσο τις τιμές ακινήτων όσο και τις χρηματιστηριακές τιμές.

Πιστωτική επέκταση. Η διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης αποτελεί σημαντικό παράγοντα της αγοράς ακινήτων. Η αύξηση της πιστωτικής προσφοράς μπορεί να ενισχύσει τη ζήτηση, επιτρέποντας σε περισσότερα νοικοκυριά να χρηματοδοτήσουν την αγορά κατοικίας. Αντίθετα, η αυστηροποίηση των πιστωτικών κριτηρίων και η περιορισμένη χορήγηση δανείων μπορούν να λειτουργήσουν περιοριστικά.

Η συγκεκριμένη σχέση έχει ιδιαίτερη σημασία για την Ελλάδα, όπου η χρηματοπιστωτική κρίση και η δημοσιονομική κρίση επηρέασαν σημαντικά τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος και τη δυνατότητα χρηματοδότησης της αγοράς ακινήτων.

5.4 Η Χρηματιστηριακή Αγορά και ο Ρόλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Η χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί βασικό μηχανισμό διοχέτευσης αποταμιεύσεων προς επενδύσεις και παρέχει τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης χρηματοοικονομικών τίτλων. Το Χρηματιστήριο Αθηνών αποτελεί τον βασικό οργανωμένο μηχανισμό της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και η πορεία του Γενικού Δείκτη χρησιμοποιείται ευρέως ως συνοπτικός δείκτης της πορείας των ελληνικών μετοχών. Η χρηματιστηριακή αγορά χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη ρευστότητα και ταχύτητα προσαρμογής σε σχέση με την αγορά ακινήτων. Οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν σε μεγάλο βαθμό τις προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική οικονομική κατάσταση, την κερδοφορία των επιχειρήσεων και τις συνθήκες χρηματοδότησης.

Η διαφορά αυτή μεταξύ των δύο αγορών αποτελεί σημαντικό στοιχείο για την κατανόηση της μεταξύ τους σχέσης. Η χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να αντιδρά γρηγορότερα σε νέες πληροφορίες, ενώ η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη χρονική υστέρηση λόγω του υψηλού κόστους συναλλαγών, της ετερογένειας των ακινήτων και του περιορισμένου αριθμού συναλλαγών.

5.5 Η Θεωρητική Σχέση Μεταξύ Αγοράς Ακινήτων και Χρηματιστηρίου.

Ένα από τα σημαντικότερα συμπεράσματα της βιβλιογραφικής ανασκόπησης είναι ότι υπάρχουν αρκετοί θεωρητικοί μηχανισμοί μέσω των οποίων οι δύο αγορές μπορούν να συνδέονται.

Ο πρώτος είναι ο μηχανισμός του πλούτου. Η άνοδος των χρηματιστηριακών τιμών αυξάνει την αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών και μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων. Αντίστοιχα, η

αύξηση των τιμών των ακινήτων μπορεί να αυξήσει την καθαρή περιουσία των ιδιοκτητών και να επηρεάσει την οικονομική τους συμπεριφορά.

Ένας δεύτερος μηχανισμός είναι ο μηχανισμός της υποκατάστασης περιουσιακών στοιχείων. Οι επενδυτές κατανέμουν τα κεφάλαιά τους μεταξύ διαφορετικών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, όπως μετοχές, ακίνητα και ομόλογα. Μεταβολές στις αναμενόμενες αποδόσεις ή στον κίνδυνο ενός περιουσιακού στοιχείου μπορούν να μεταβάλουν την κατανομή των επενδύσεων.

Ένας τρίτος μηχανισμός σχετίζεται με την πιστωτική αγορά. Οι τιμές των ακινήτων μπορούν να επηρεάσουν την αξία των εμπράγματων εξασφαλίσεων που χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες. Η άνοδος των τιμών μπορεί να ενισχύσει τη δυνατότητα δανεισμού, ενώ η πτώση τους μπορεί να περιορίσει τη χρηματοδότηση.

Τέλος, οι δύο αγορές μπορούν να επηρεάζονται από κοινούς μακροοικονομικούς παράγοντες, όπως το ΑΕΠ, τα επιτόκια, ο πληθωρισμός και οι προσδοκίες για τη μελλοντική οικονομική δραστηριότητα.

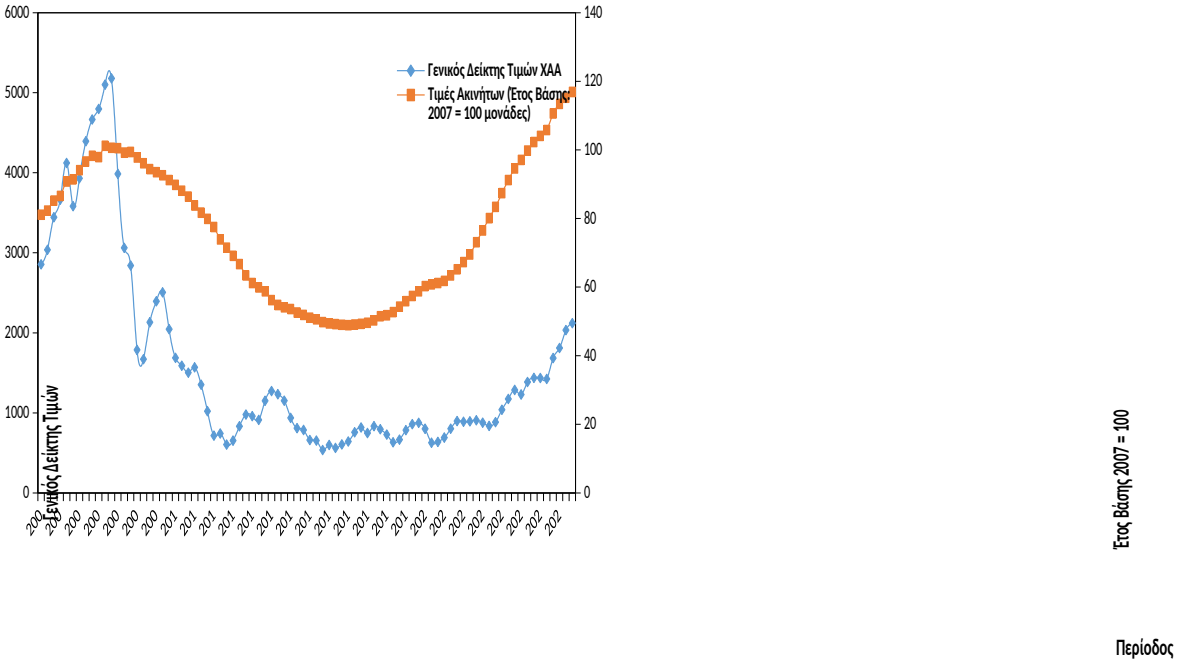
5.6 Η Πραγματική Σχέση Μεταξύ Αγοράς Ακινήτων και Χρηματιστηρίου.

Από στοιχεία της τράπεζας της Ελλάδος, προκύπτει η σχέση μεταξύ του Γενικού Δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και των τιμών των ακινήτων (Διάγραμμα 5.1).

Ο Γενικός Δείκτης παρουσιάζει πολύ έντονη και πρώιμη πτώση, ενώ οι τιμές των ακινήτων υποχωρούν πιο αργά και φτάνουν στο χαμηλότερο σημείο τους αργότερα. Για παράδειγμα, ο Γενικός Δείκτης από 5.178,83 μονάδες στο 2007Q4 φτάνει στις 536,50 μονάδες στο 2016Q1, ενώ ο δείκτης τιμών ακινήτων από 100,6 περίπου στο 2007Q4 υποχωρεί μέχρι 48,9 στο 2017Q1.

Η διαχρονική απεικόνιση του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και του δείκτη τιμών των ακινήτων στο Διάγραμμα 5.1 παρέχει μια σαφή περιγραφική εικόνα της πορείας των δύο αγορών κατά την περίοδο 2005–2025. Στην αρχική περίοδο παρατηρείται ανοδική πορεία και των δύο μεγεθών, με τον Γενικό Δείκτη να καταγράφει ιδιαίτερα υψηλές τιμές κατά την περίοδο 2006–2007, ενώ οι τιμές των ακινήτων διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα. Με την εκδήλωση της διεθνούς και στη συνέχεια της ελληνικής οικονομικής κρίσης, οι δύο αγορές εισέρχονται σε παρατεταμένη περίοδο υποχώρησης. Η χρηματιστηριακή αγορά εμφανίζει εντονότερη και ταχύτερη πτώση, με τον Γενικό Δείκτη να υποχωρεί από 5.178,83 μονάδες το 2007Q4 στις 536,50 μονάδες το

2016Q1. Αντίστοιχα, ο δείκτης τιμών των ακινήτων παρουσιάζει σταδιακότερη πτώση, από επίπεδα κοντά στις 100 μονάδες το 2007 σε 48,9 μονάδες το 2017Q1.



Διάγραμμα 5.1. Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και των τιμών των ακινήτων ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025 (Τράπεζα της Ελλάδος).

Η διαφορετική χρονική ένταση της προσαρμογής αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά που προκύπτουν από τη σύγκριση των δύο σειρών. Ενώ το χρηματιστήριο αντιδρά ταχύτερα στις μεταβολές των οικονομικών προσδοκιών και της επενδυτικής εμπιστοσύνης, η αγορά ακινήτων εμφανίζει μεγαλύτερη χρονική αδράνεια, γεγονός που συνδέεται με τη χαμηλότερη ρευστότητα, το υψηλότερο κόστος συναλλαγών και τις βραδύτερες διαδικασίες προσαρμογής που χαρακτηρίζουν τα ακίνητα. Μετά το 2017 παρατηρείται σταδιακή αντιστροφή της προηγούμενης τάσης. Ο Γενικός Δείκτης παρουσιάζει γενικά ανοδική πορεία, παρά τις ενδιάμεσες διακυμάνσεις, ενώ ο δείκτης τιμών ακινήτων ακολουθεί επίσης σταθερή ανοδική πορεία. Ειδικότερα, ο δείκτης τιμών ακινήτων αυξάνεται από 48,9 μονάδες το 2017Q1 σε 116,9 μονάδες το 2025Q4, ενώ ο Γενικός Δείκτης διαμορφώνεται στις 2.120,71 μονάδες στο ίδιο τρίμηνο.

Η συνολική εικόνα του Διαγράμματος 5.1 υποστηρίζει, επομένως, την ύπαρξη διαχρονικής συνύπαρξης και σημαντικής συνδιακύμανσης των δύο αγορών, χωρίς όμως να υποδεικνύει μια απόλυτα παράλληλη πορεία. Οι διαφορετικές ταχύτητες προσαρμογής,

οι ενδιάμεσες αποκλίσεις και η χρονική υστέρηση της αγοράς ακινήτων δείχνουν ότι η μεταξύ τους σχέση είναι σύνθετη και επηρεάζεται από ευρύτερες οικονομικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Το εύρημα αυτό είναι συμβατό με τη βιβλιογραφία, η οποία υπογραμμίζει ότι οι δύο αγορές συνδέονται μέσω του πλούτου, της υποκατάστασης περιουσιακών στοιχείων, της πιστωτικής αγοράς και κοινών μακροοικονομικών παραγόντων (Case et al., 2005· Goodhart & Hofmann, 2008· Quan & Titman, 1999). Το Διάγραμμα 5.1 δεν τεκμηριώνει από μόνο του αιτιώδη σχέση, αλλά προσφέρει σημαντική περιγραφική ένδειξη για την αλληλεξάρτηση των δύο αγορών.

5.7 Η Κατεύθυνση της Σχέσης Μεταξύ των Δύο Αγορών.

Η σύγκριση των πραγματικών τριμηνιαίων δεδομένων δεν επιτρέπει την τεκμηρίωση μιας μονοσήμαντης κατεύθυνσης αιτιώδους επίδρασης μεταξύ του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της αγοράς ακινήτων. Ωστόσο, η χρονική εξέλιξη των δύο σειρών παρέχει ορισμένες σημαντικές ενδείξεις. Κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης, η πτώση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών εμφανίζεται εντονότερη και ταχύτερη, ενώ η υποχώρηση των τιμών των ακινήτων πραγματοποιείται πιο σταδιακά και συνεχίζεται μέχρι το 2017. Αντίστοιχα, κατά την περίοδο ανάκαμψης, η χρηματιστηριακή αγορά παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις και ανοδικές φάσεις νωρίτερα, ενώ η αγορά ακινήτων ακολουθεί σταδιακή και περισσότερο επίμονη ανοδική πορεία. Η εικόνα αυτή είναι συμβατή με την υπόθεση ότι οι χρηματιστηριακές τιμές, λόγω της υψηλότερης ρευστότητας και της ταχύτερης ενσωμάτωσης των προσδοκιών, μπορούν να ανταποκρίνονται νωρίτερα στις μεταβολές της οικονομικής συγκυρίας, ενώ οι τιμές των ακινήτων εμφανίζουν μεγαλύτερη χρονική υστέρηση. Παράλληλα, η μεταγενέστερη άνοδος των τιμών των ακινήτων και η ταυτόχρονη βελτίωση της χρηματιστηριακής αγοράς υποδηλώνουν ότι οι δύο αγορές επηρεάζονται από κοινούς οικονομικούς και χρηματοπιστωτικούς παράγοντες. Επομένως, τα διαγράμματα υποστηρίζουν περισσότερο την αντίληψη μιας δυναμικής και δυνητικά αμφίδρομης σχέσης, η ένταση και η χρονική μορφή της οποίας μεταβάλλονται ανάλογα με την οικονομική περίοδο, παρά την ύπαρξη μιας σταθερής μονοκατευθυντικής σχέσης. Η συγκεκριμένη διαπίστωση είναι επίσης συνεπής με τη βιβλιογραφική ανασκόπηση, σύμφωνα με την οποία δεν προκύπτει ενιαίο συμπέρασμα ως προς την κατεύθυνση της σχέσης μεταξύ των δύο αγορών.

5.8 Η Επίδραση των Μακροοικονομικών Παραγόντων στη Σχέση των Δύο Αγορών.

Η σχέση αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου δεν μπορεί να ερμηνευθεί ανεξάρτητα από τις μακροοικονομικές συνθήκες. Το ΑΕΠ αποτελεί βασικό παράγοντα που επηρεάζει τη γενικότερη οικονομική δραστηριότητα. Σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης, η αύξηση της απασχόλησης και των εισοδημάτων μπορεί να ενισχύσει τόσο τη ζήτηση ακινήτων όσο και τις προσδοκίες για εταιρική κερδοφορία. Τα επιτόκια λειτουργούν ως σημαντικός μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Η μεταβολή τους επηρεάζει το κόστος χρηματοδότησης, τις επενδυτικές αποφάσεις και τις αποτιμήσεις των περιουσιακών στοιχείων. Η ανεργία μπορεί να λειτουργήσει ως δείκτης οικονομικής αβεβαιότητας και περιορισμένης αγοραστικής δυνατότητας. Υψηλή ανεργία μπορεί να μειώσει τη ζήτηση για κατοικίες και να επιδεινώσει τις οικονομικές προσδοκίες. Ο πληθωρισμός επηρεάζει την πραγματική αξία των εισοδημάτων και των περιουσιακών στοιχείων, ενώ παράλληλα μπορεί να οδηγήσει σε μεταβολές των επιτοκίων. Τέλος, η πιστωτική επέκταση συνδέει άμεσα το χρηματοπιστωτικό σύστημα με την αγορά ακινήτων, ενώ παράλληλα επηρεάζει τη συνολική οικονομική δραστηριότητα.

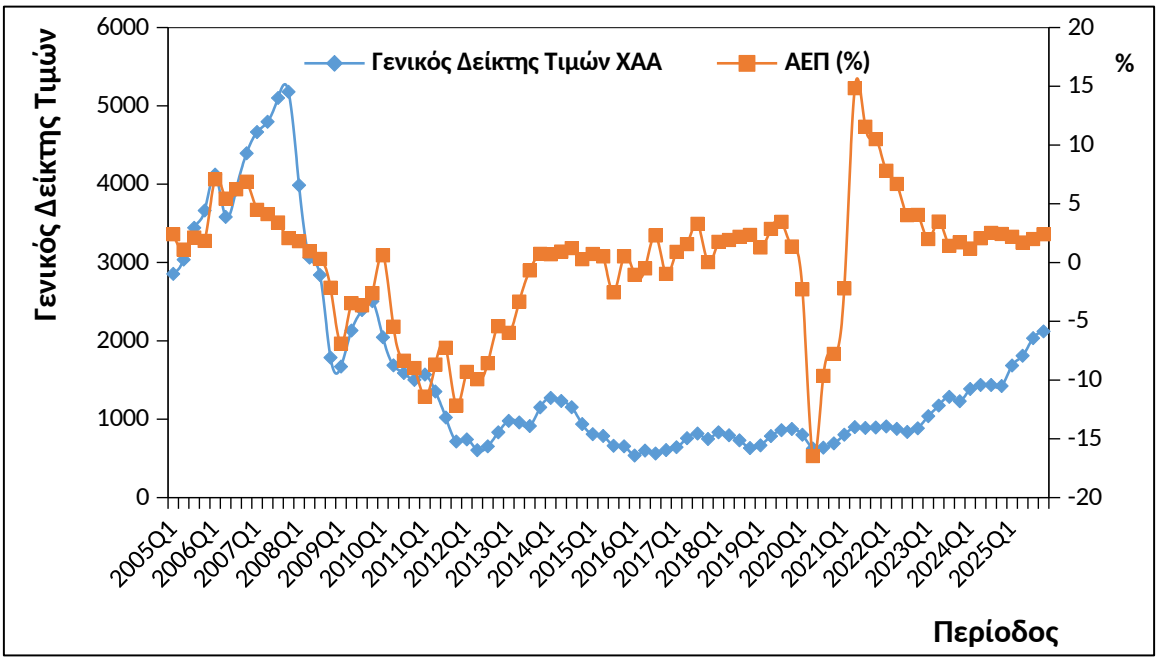
Επομένως, η σχέση μεταξύ ακινήτων και χρηματιστηρίου μπορεί να θεωρηθεί μέρος ενός ευρύτερου συστήματος αλληλεπιδράσεων μεταξύ περιουσιακών στοιχείων, χρηματοπιστωτικού συστήματος και πραγματικής οικονομίας.

5.9 Η Πραγματική Επίδραση των Μακροοικονομικών Παραγόντων στη Σχέση των Δύο Αγορών.

Η εξέταση των πραγματικών τριμηνιαίων δεδομένων της περιόδου 2005–2025 επιτρέπει μια περιγραφική προσέγγιση της σχέσης μεταξύ του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, των τιμών των ακινήτων και βασικών μακροοικονομικών παραγόντων. Τα Διαγράμματα 5.2–5.15 παρουσιάζουν ξεχωριστά τη διαχρονική εξέλιξη των δύο αγορών σε συνδυασμό με το ΑΕΠ, τον πληθωρισμό, την ανεργία, τα επιτόκια, την πιστωτική επέκταση, την απόδοση του 10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου και τις ξένες άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα.

Στο Διάγραμμα 5.2 παρατηρείται ότι οι περίοδοι υψηλότερης οικονομικής δραστηριότητας συνδέονται γενικά με καλύτερη πορεία του Γενικού Δείκτη, ενώ κατά την ελληνική οικονομική κρίση η έντονη υποχώρηση του ΑΕΠ συνοδεύεται από μεγάλη πτώση του χρηματιστηριακού δείκτη. Ενδεικτικά, κατά την περίοδο 2009–2012, όταν το

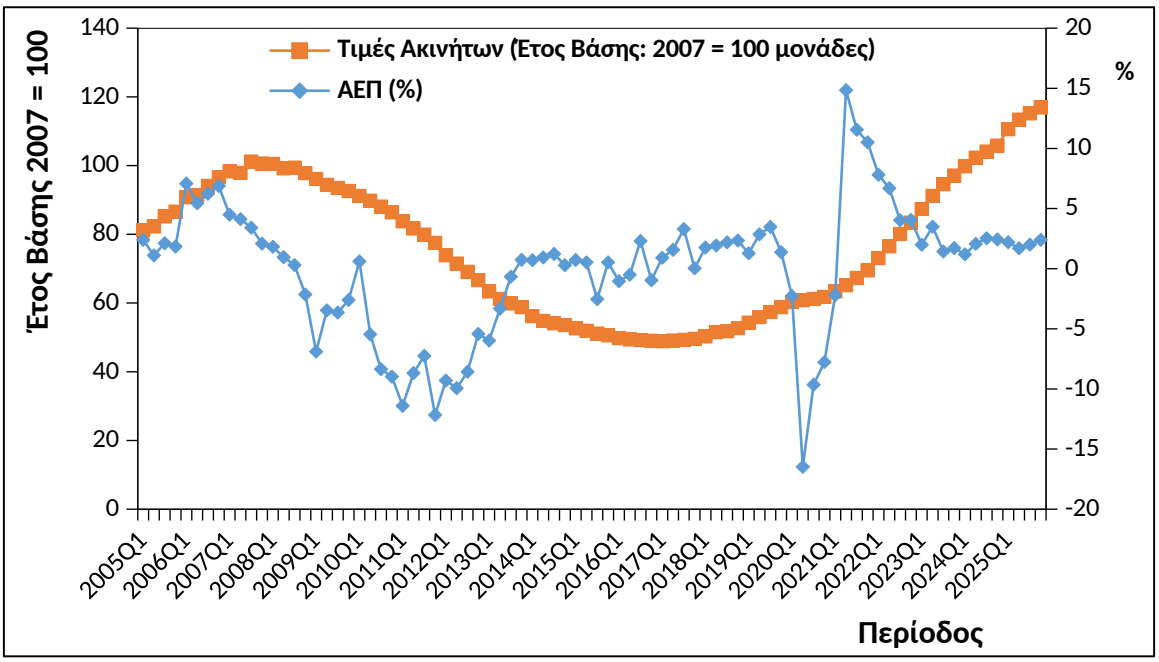
ΑΕΠ παρουσίασε συνεχείς αρνητικές μεταβολές, ο Γενικός Δείκτης υποχώρησε από επίπεδα άνω των 2.500 μονάδων στο τέλος του 2009 σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα. Αντίστοιχα, κατά την περίοδο ανάκαμψης και ιδιαίτερα μετά το 2017, η βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας συνυπάρχει με σταδιακή βελτίωση της χρηματιστηριακής αγοράς. Η εικόνα αυτή είναι συμβατή με τον ρόλο του ΑΕΠ ως δείκτη της γενικότερης οικονομικής δραστηριότητας και των προσδοκιών για την κερδοφορία των επιχειρήσεων.



Διάγραμμα 5.2. Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και του ΑΕΠ ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

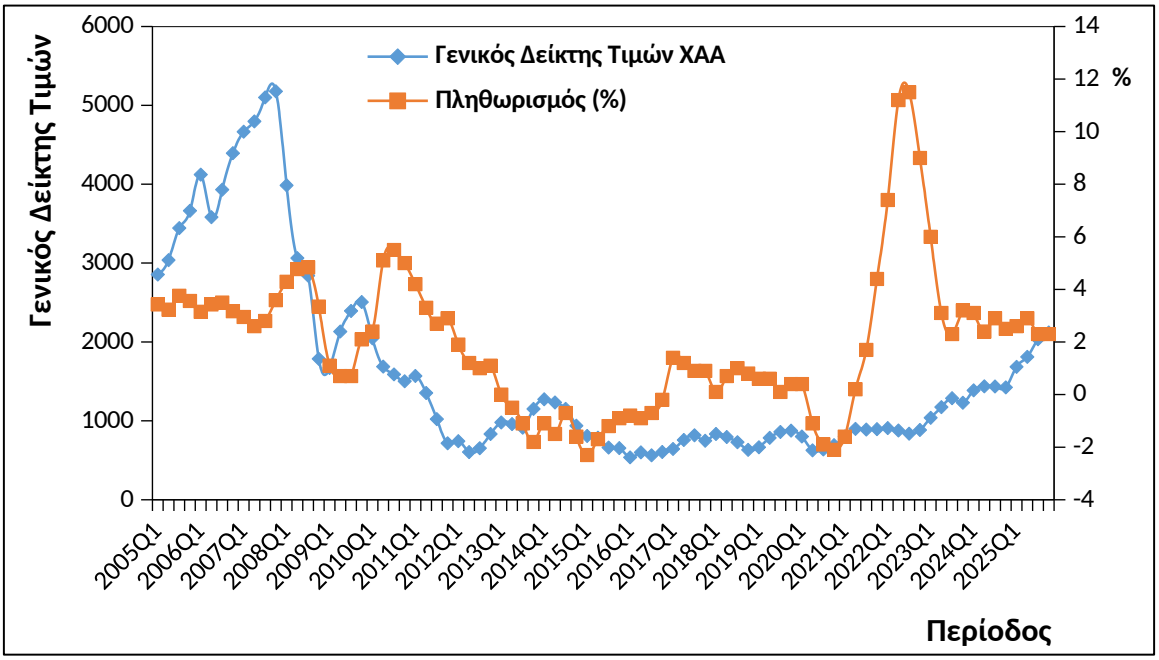
Το Διάγραμμα 5.3 παρουσιάζει επίσης μια γενικά θετική συνύπαρξη μεταξύ οικονομικής δραστηριότητας και αγοράς ακινήτων, αλλά με αισθητά μεγαλύτερη χρονική υστέρηση. Η αγορά ακινήτων δεν ακολουθεί άμεσα τις τριμηνιαίες μεταβολές του ΑΕΠ. Κατά την κρίση, η πτώση των τιμών ακινήτων ήταν σταδιακή και συνεχίστηκε ακόμη και όταν το ΑΕΠ είχε αρχίσει να σταθεροποιείται. Ο δείκτης τιμών ακινήτων υποχώρησε από 100,6 μονάδες το 2007Q4 σε 48,9 μονάδες το 2017Q1. Αντίθετα, μετά το 2017, η βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας συνοδεύτηκε από μακρά περίοδο ανόδου των τιμών ακινήτων, οι οποίες έφθασαν στις 116,9 μονάδες το 2025Q4. Η διαφοροποίηση αυτή αναδεικνύει τη βραδύτερη προσαρμογή της αγοράς ακινήτων σε σχέση με τη

χρηματιστηριακή αγορά. Τα δεδομένα του Παραρτήματος επιβεβαιώνουν αυτή τη χρονική διαφοροποίηση.

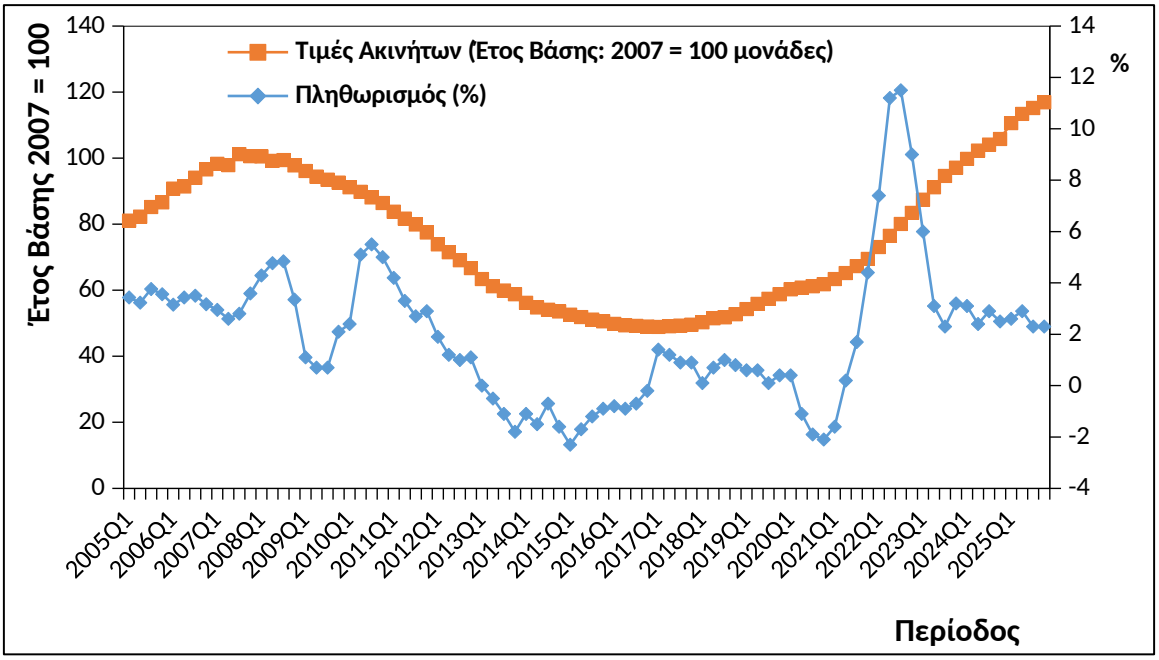


Διάγραμμα 5.3. Σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και του ΑΕΠ ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

Στο Διάγραμμα 5.4 δεν διακρίνεται μια σταθερή και ενιαία σχέση μεταξύ πληθωρισμού και χρηματιστηριακής αγοράς σε ολόκληρη την περίοδο. Σε περιόδους χαμηλού ή αρνητικού πληθωρισμού, όπως κατά τη διάρκεια σημαντικού τμήματος της ελληνικής κρίσης, ο Γενικός Δείκτης παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι ο χαμηλός πληθωρισμός αποτελεί από μόνος του παράγοντα ανόδου του χρηματιστηρίου. Αντίστοιχα, η έντονη άνοδος του πληθωρισμού το 2021–2023 συνυπήρξε αρχικά με ανοδική πορεία του Γενικού Δείκτη, γεγονός που δείχνει ότι η σχέση επηρεάζεται και από άλλες συνθήκες, όπως η οικονομική ανάπτυξη, τα επιτόκια και οι προσδοκίες.



Διάγραμμα 5.4. Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και του πληθωρισμού ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

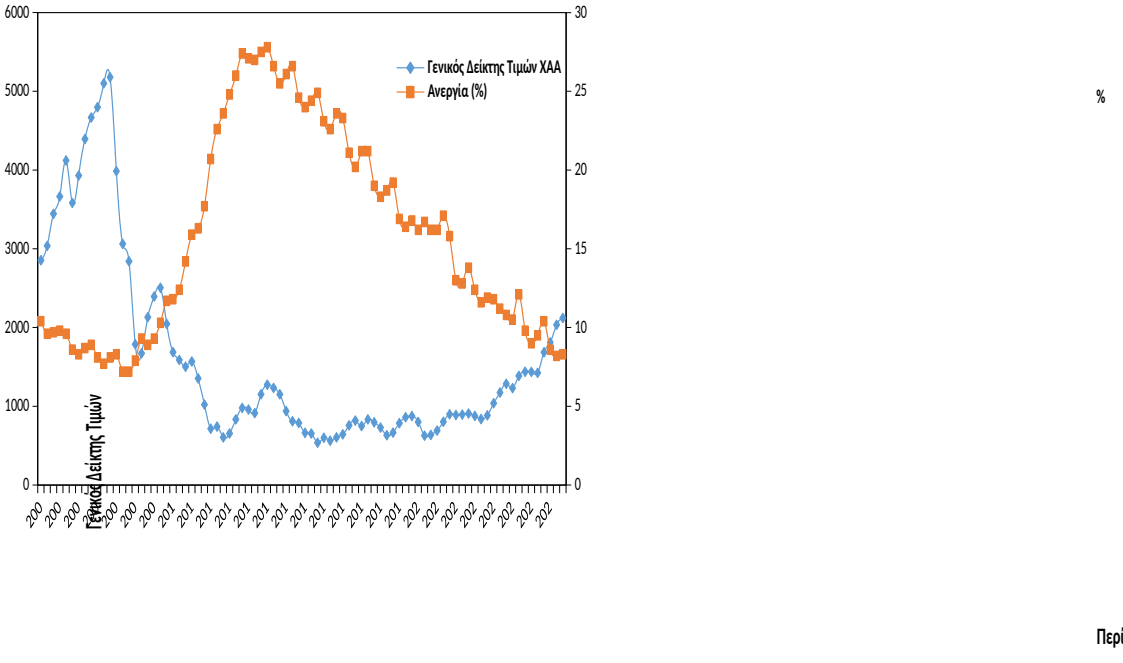


Διάγραμμα 5.5. Σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και του πληθωρισμού ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

Η σχέση μεταξύ πληθωρισμού και τιμών ακινήτων εμφανίζεται περισσότερο σύνθετη (Διάγραμμα 5.5). Κατά την περίοδο 2021–2023, οι τιμές ακινήτων αυξήθηκαν σημαντικά

παράλληλα με την άνοδο του πληθωρισμού. Ωστόσο, η εξέλιξη αυτή δεν μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά στον πληθωρισμό, καθώς την ίδια περίοδο μεταβλήθηκαν σημαντικά η οικονομική δραστηριότητα, οι επενδύσεις, η ζήτηση και οι συνθήκες χρηματοδότησης. Συνεπώς, ο πληθωρισμός μπορεί να επηρεάζει την ονομαστική αξία των ακινήτων και το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, αλλά η διαχρονική εικόνα δεν υποστηρίζει μια απλή και σταθερή σχέση.

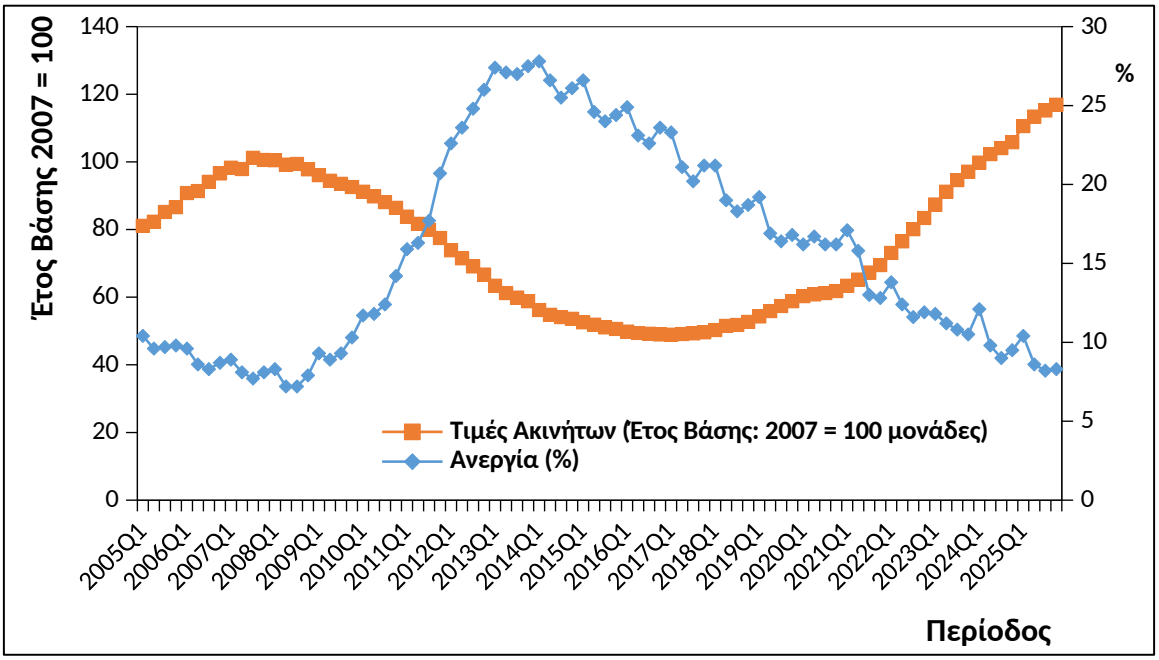
Το Διάγραμμα 5.6 εμφανίζει πιο καθαρή αντίθετη συνύπαρξη κατά την περίοδο της ελληνικής κρίσης. Η ανεργία αυξήθηκε σημαντικά, φθάνοντας στο ανώτατο επίπεδο του δείγματος, 27,8% το 2014Q1, ενώ ο Γενικός Δείκτης παρέμεινε σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Μετά το 2014, η σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας συνοδεύτηκε από βελτίωση της χρηματιστηριακής αγοράς, αν και όχι με απόλυτα παράλληλη πορεία. Η εικόνα αυτή είναι συμβατή με την άποψη ότι η ανεργία λειτουργεί ως ένδειξη της κατάστασης της πραγματικής οικονομίας και των εισοδηματικών και επενδυτικών προοπτικών.



Διάγραμμα 5.6. Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και ανεργίας ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

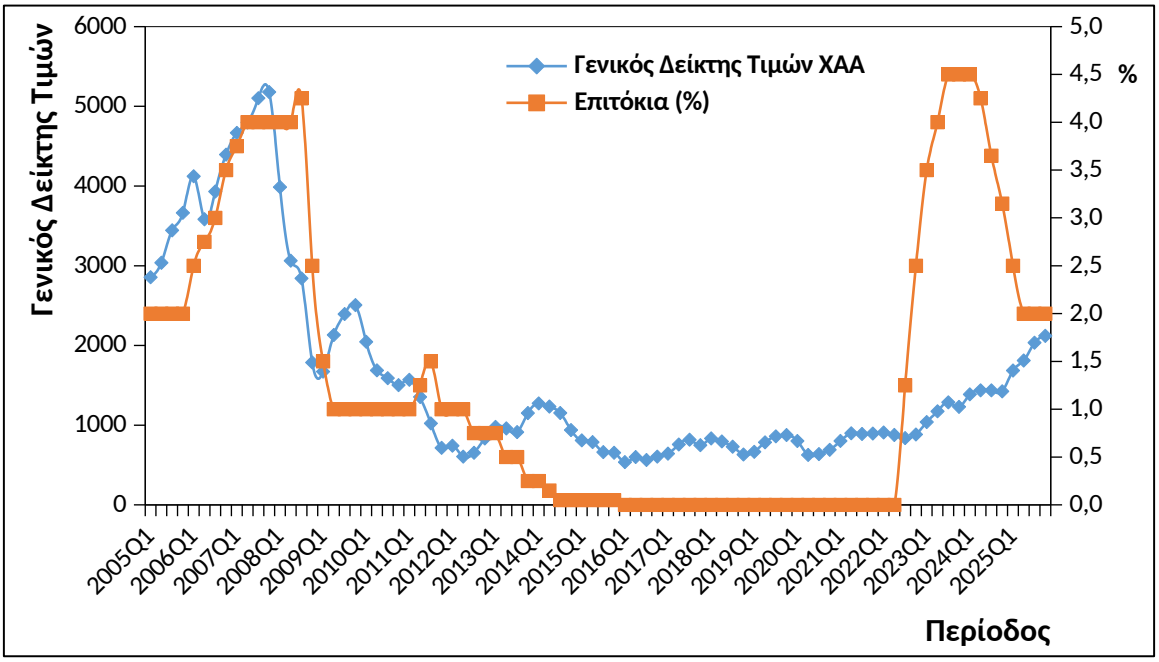
Ανάλογη, αλλά περισσότερο αργή, εικόνα παρατηρείται στο Διάγραμμα 5.7. Η αύξηση της ανεργίας κατά την κρίση συνοδεύτηκε από συνεχή υποχώρηση των τιμών ακινήτων.

Εντούτοις, η αγορά ακινήτων παρουσίασε καθυστέρηση ως προς την αντιστροφή της τάσης. Ακόμη και μετά την έναρξη της αποκλιμάκωσης της ανεργίας, οι τιμές ακινήτων συνέχισαν να υποχωρούν και έφθασαν στο χαμηλότερο σημείο τους το 2017Q1. Το εύρημα αυτό ενισχύει την εικόνα της βραδύτερης προσαρμογής της αγοράς ακινήτων.

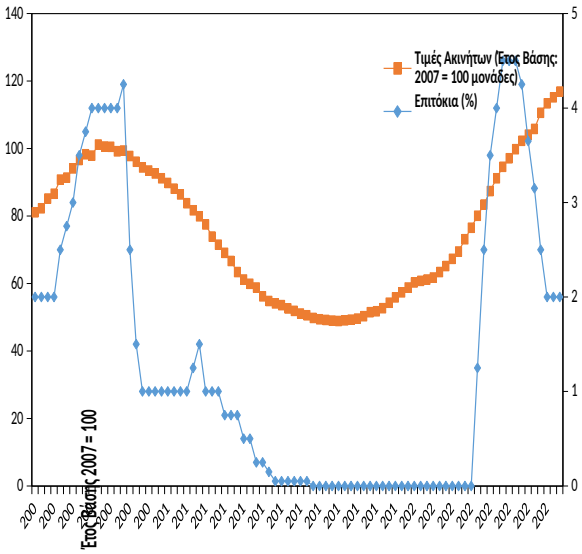


Διάγραμμα 5.7. Σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και ανεργίας ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

Η σχέση των επιτοκίων με τον Γενικό Δείκτη παρουσιάζει διαφοροποιήσεις ανά οικονομική περίοδο (Διάγραμμα 5.8). Τα υψηλά επιτόκια συνδέονται γενικά με αυξημένο κόστος χρηματοδότησης και μπορούν να περιορίσουν την επενδυτική δραστηριότητα. Στην ελληνική περίπτωση, κατά την περίοδο της κρίσης, όμως, τα υψηλά επιτόκια και οι υψηλές αποδόσεις των κρατικών τίτλων συνυπήρχαν με ιδιαίτερα χαμηλές χρηματιστηριακές αποτιμήσεις, γεγονός που υποδεικνύει τη σημασία της συνολικής χρηματοπιστωτικής αβεβαιότητας. Κατά την περίοδο 2015–2021, τα επιτόκια παρέμειναν σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ενώ στη συνέχεια αυξήθηκαν σημαντικά, φθάνοντας στο 4,5% το 2023Q3. Η χρηματιστηριακή αγορά, ωστόσο, συνέχισε να παρουσιάζει ανοδική πορεία σε σημαντικό τμήμα της ίδιας περιόδου. Συνεπώς, η επίδραση των επιτοκίων στον Γενικό Δείκτη δεν εμφανίζεται ως μηχανική και αποκλειστική.



Διάγραμμα 5.8. Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και επιτοκίων ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

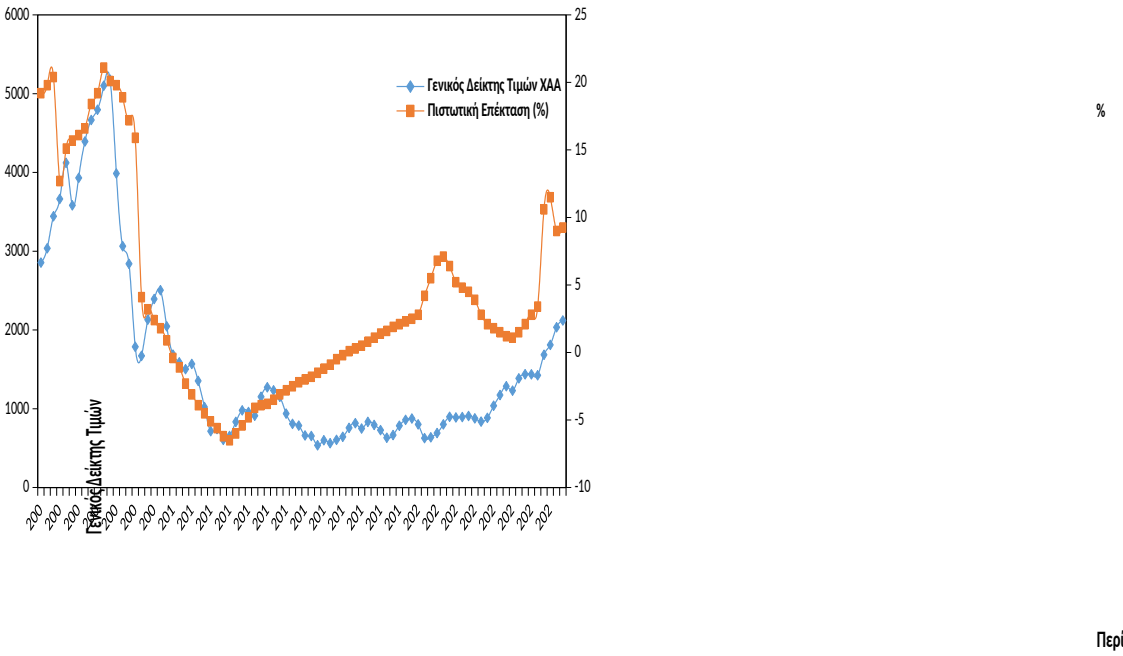


Διάγραμμα 5.9. Σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και επιτοκίων ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

Το Διάγραμμα 5.9 παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την αγορά ακινήτων, καθώς τα επιτόκια συνδέονται άμεσα με το κόστος στεγαστικής και επενδυτικής

χρηματοδότησης. Κατά την περίοδο 2015–2021, όταν τα επιτόκια βρίσκονταν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, οι τιμές ακινήτων σταδιακά σταθεροποιήθηκαν και στη συνέχεια αυξήθηκαν. Από το 2022 και μετά, η άνοδος των επιτοκίων ήταν έντονη, χωρίς όμως να ανακοπεί άμεσα η ανοδική πορεία των τιμών ακινήτων. Ο δείκτης τιμών αυξήθηκε από 73,1 μονάδες το 2022Q1 σε 116,9 μονάδες το 2025Q4, παρά τη σημαντική αύξηση των επιτοκίων.

Η παρατήρηση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική, διότι δείχνει ότι η επίδραση των επιτοκίων στην αγορά ακινήτων μπορεί να εμφανίζεται με χρονική υστέρηση. Επομένως, η άνοδος των επιτοκίων δεν συνοδεύτηκε στην εξεταζόμενη περίοδο από άμεση πτώση των τιμών ακινήτων. Η εξέλιξη μπορεί να ερμηνευθεί στο πλαίσιο της συνολικής ζήτησης, των επενδύσεων, της προσφοράς ακινήτων και των προσδοκιών της αγοράς, χωρίς να μπορεί να αποδοθεί αιτιωδώς σε έναν μόνο παράγοντα.

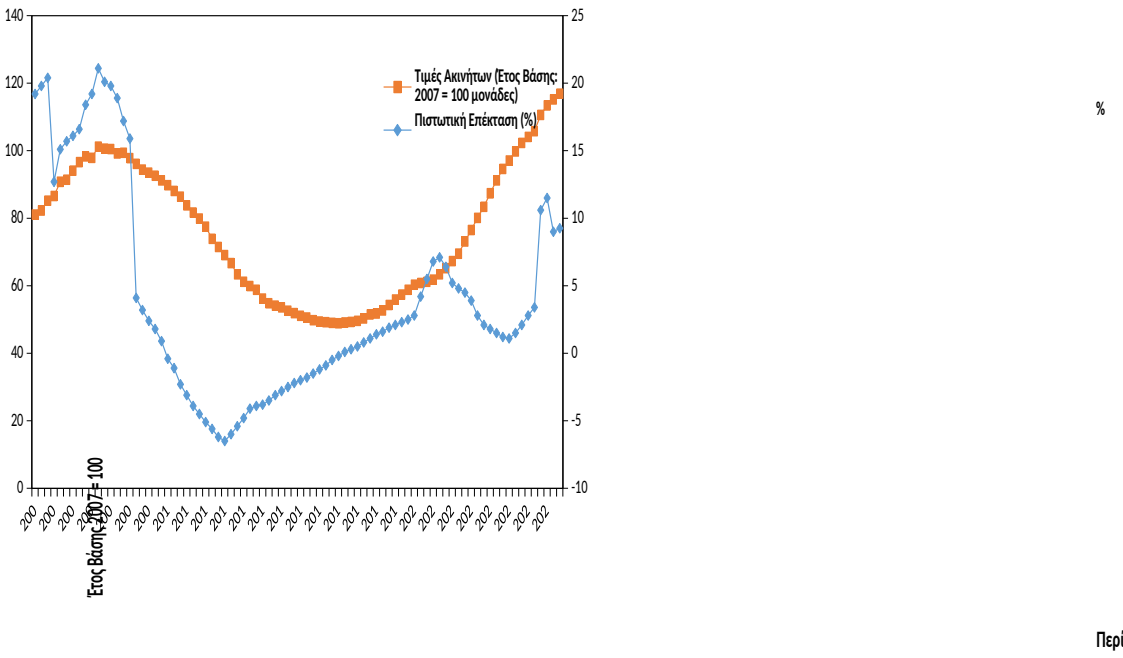


Διάγραμμα 5.10. Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και πιστωτικής επέκτασης ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

Το Διάγραμμα 5.10 αναδεικνύει τον ιδιαίτερο ρόλο της πιστωτικής επέκτασης. Κατά την περίοδο της κρίσης, η πιστωτική επέκταση έγινε αρνητική και η χρηματιστηριακή αγορά βρέθηκε σε έντονα πτωτική φάση. Αντίθετα, από την περίοδο σταθεροποίησης και ιδιαίτερα κατά τη μεταπανδημική περίοδο, η πιστωτική επέκταση κινήθηκε σε θετικότερα

επίπεδα και ο Γενικός Δείκτης παρουσίασε γενικά ανοδική πορεία. Η συνύπαρξη αυτή είναι συμβατή με τον ρόλο της χρηματοδότησης στην οικονομική δραστηριότητα και στις επενδύσεις.

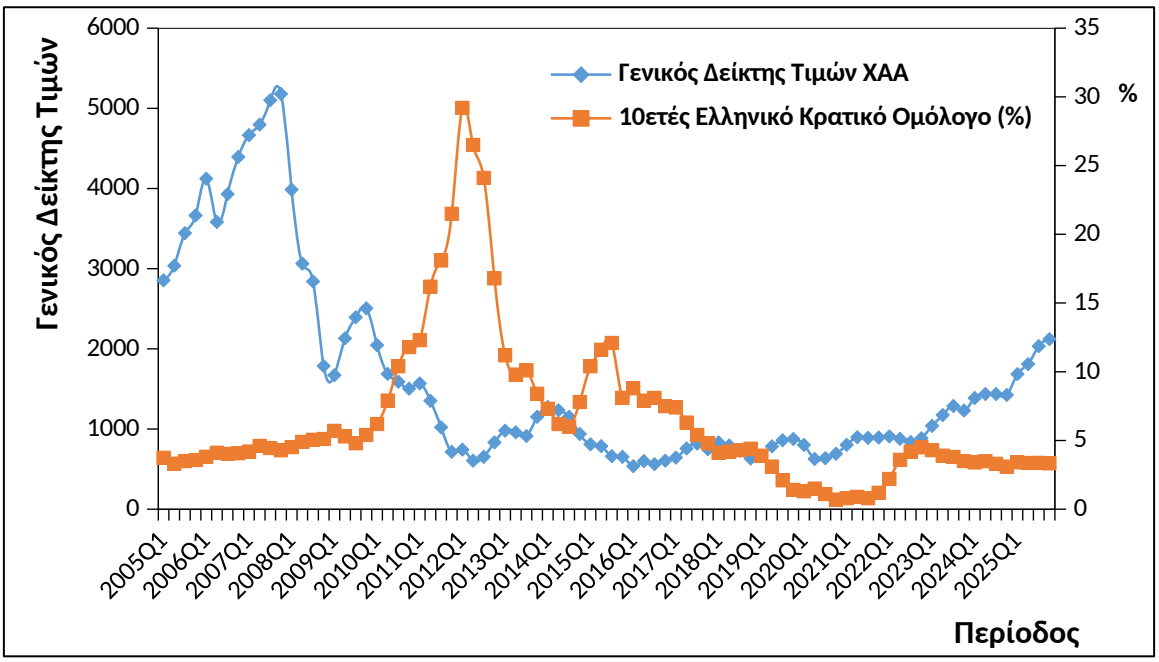
Στο Διάγραμμα 5.11 η σχέση είναι ιδιαίτερα εμφανής κατά τη μετάβαση από την κρίση στην περίοδο ανάκαμψης. Η περιορισμένη πιστωτική επέκταση κατά τα χρόνια της κρίσης συνυπήρξε με τη συνεχή πτώση των τιμών ακινήτων, ενώ η βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών μετά το 2017 συνοδεύτηκε από σταδιακή άνοδο των τιμών. Η πιστωτική επέκταση αποτελεί, επομένως, έναν από τους σημαντικότερους μηχανισμούς σύνδεσης της τραπεζικής χρηματοδότησης με την αγορά ακινήτων. Ωστόσο, και εδώ η σχέση δεν πρέπει να θεωρηθεί αποκλειστική, καθώς επηρεάζεται ταυτόχρονα από την οικονομική δραστηριότητα, τα επιτόκια, το εισόδημα και τις επενδυτικές προσδοκίες.



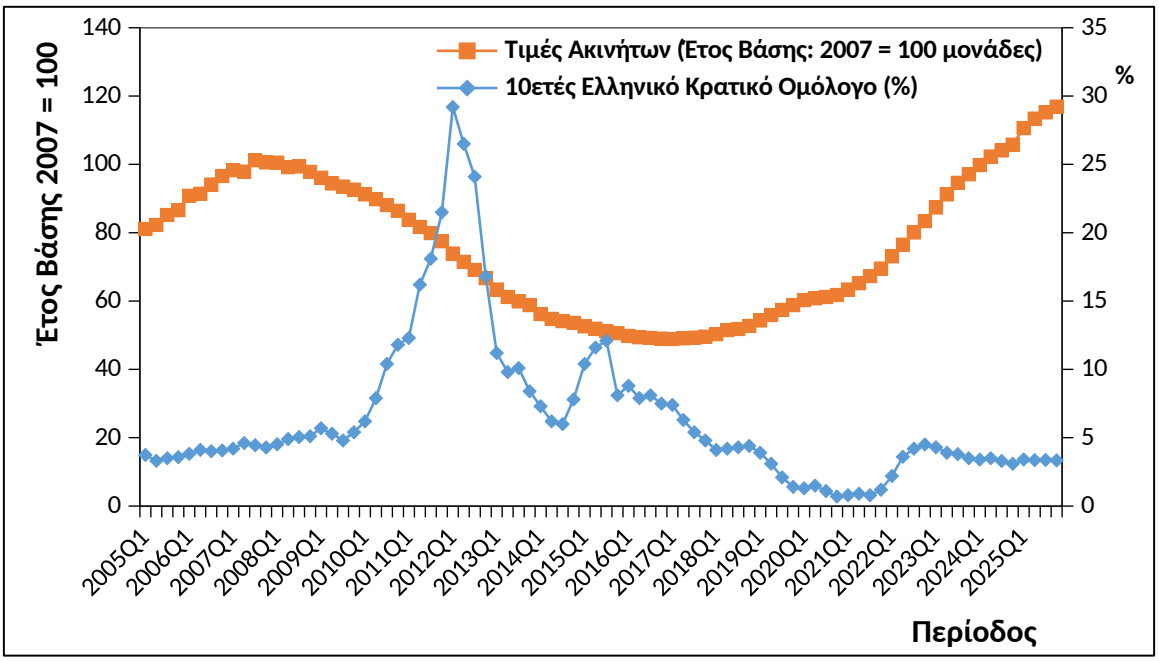
Διάγραμμα 5.11. Σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και της πιστωτικής επέκτασης ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

Το Διάγραμμα 5.12 παρουσιάζει έντονη διαφοροποίηση κατά την περίοδο της ελληνικής κρίσης. Η άνοδος των αποδόσεων του 10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου αντανακλούσε τις αυξημένες συνθήκες κινδύνου και χρηματοπιστωτικής αβεβαιότητας και συνυπήρξε με ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα του Γενικού Δείκτη. Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου έφθασε σε εξαιρετικά υψηλό επίπεδο κατά την κρίση, ενώ κατά την περίοδο

σταθεροποίησης μειώθηκε σημαντικά. Η μεταβολή αυτή συνοδεύτηκε από βελτίωση της χρηματιστηριακής αγοράς.



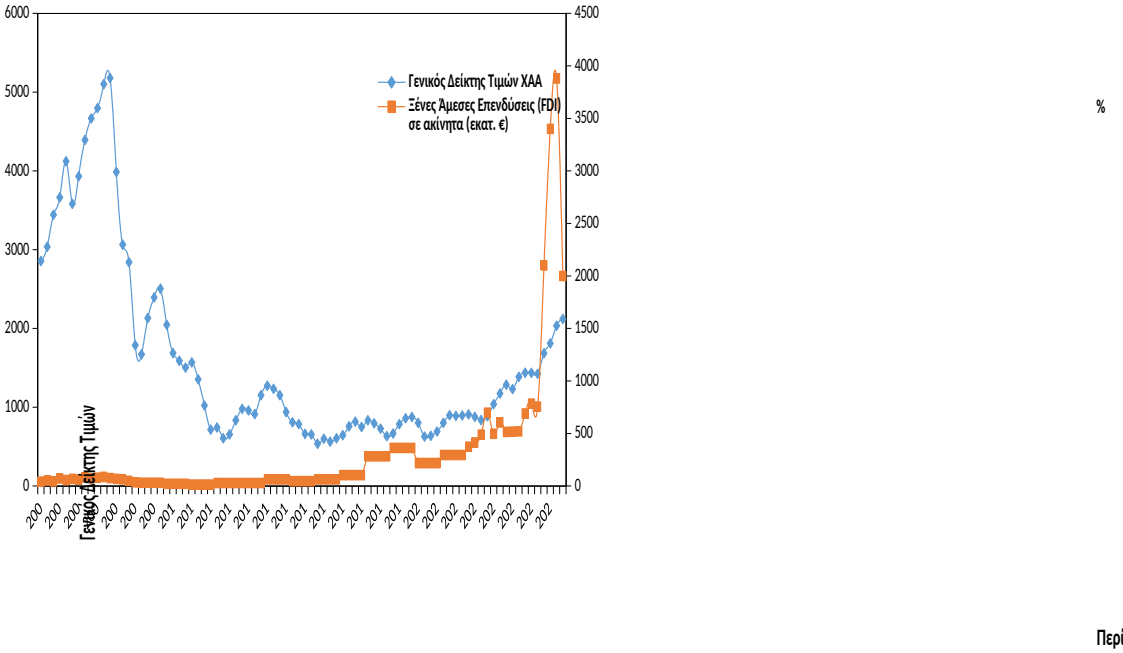
Διάγραμμα 5.12. Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και 10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.



Διάγραμμα 5.13. Σχέση μεταξύ των τιμών ακινήτων και 10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

Στο Διάγραμμα 5.13 παρατηρείται επίσης ότι οι υψηλές αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων κατά την κρίση συνυπήρξαν με χαμηλές τιμές ακινήτων. Με τη σταδιακή αποκλιμάκωση των αποδόσεων και τη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, οι τιμές ακινήτων άρχισαν να ανακάμπτουν. Ωστόσο, η σχέση είναι περισσότερο σύνθετη από μια απλή αντίστροφη σχέση, καθώς οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων λειτουργούν και ως γενικότερος δείκτης κινδύνου και εμπιστοσύνης στην οικονομία.

Το Διάγραμμα 5.14 παρουσιάζει μια ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα εξέλιξη κατά την τελευταία περίοδο του δείγματος. Οι ξένες άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα αυξάνονται σημαντικά μετά την περίοδο της κρίσης, ενώ παράλληλα βελτιώνεται η πορεία του Γενικού Δείκτη. Η αύξηση των FDI σε ακίνητα είναι ιδιαίτερα έντονη στα τελευταία έτη και αποτελεί ένδειξη ενισχυμένου διεθνούς επενδυτικού ενδιαφέροντος για την ελληνική αγορά ακινήτων. Σύμφωνα με τα δεδομένα του Παραρτήματος, οι FDI ανέρχονται σε 2.000 εκατ. ευρώ το 2025Q4

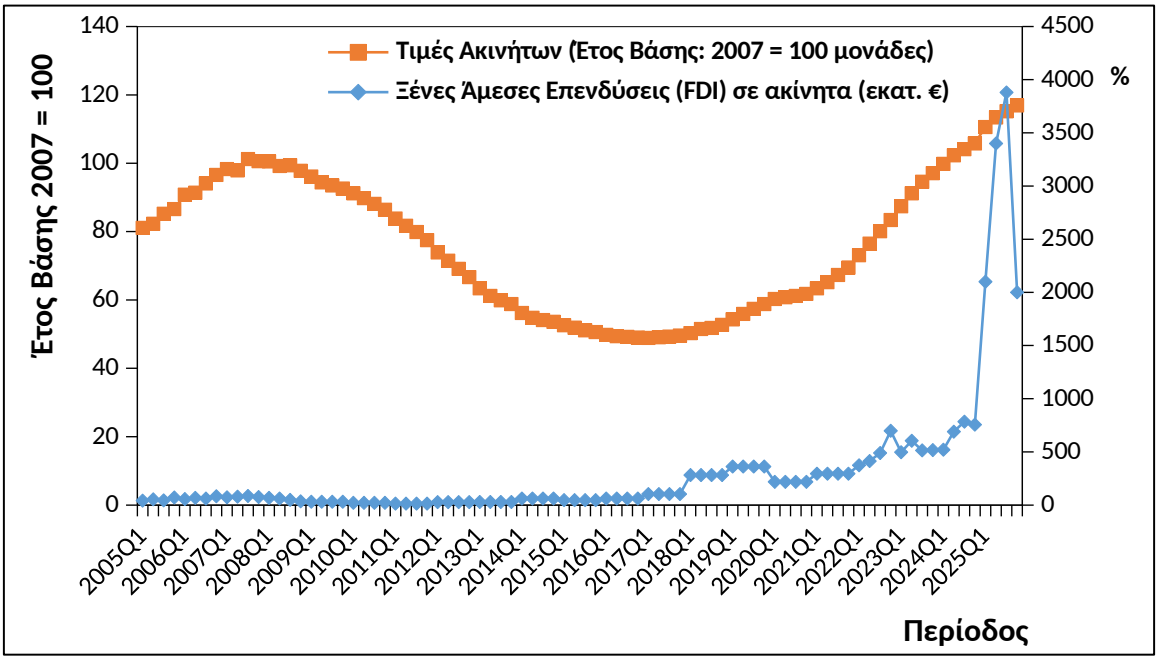


Διάγραμμα 5.14. Σχέση μεταξύ του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και ξένων άμεσων επενδύσεων (FDI) σε ακίνητα ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

Η σχέση μεταξύ FDI και τιμών ακινήτων εμφανίζεται ιδιαίτερα έντονη κατά την περίοδο μετά το 2017. Η σταδιακή αύξηση των ξένων επενδύσεων σε ακίνητα συμπίπτει

χρονικά με τη σημαντική άνοδο των τιμών. Ειδικότερα, οι τιμές ακινήτων αυξήθηκαν από 48,9 μονάδες το 2017Q1 σε 116,9 μονάδες το 2025Q4, ενώ οι FDI σε ακίνητα αυξήθηκαν σημαντικά κατά την ίδια ευρύτερη περίοδο.

Η εξέλιξη αυτή υποδεικνύει ότι οι ξένες επενδύσεις αποτελούν σημαντικό στοιχείο της μεταγενέστερης δυναμικής της αγοράς ακινήτων. Παράλληλα, δεν θα πρέπει να θεωρηθεί ότι η αύξηση των FDI αποτελεί από μόνη της την αποκλειστική αιτία της ανόδου των τιμών, καθώς κατά την ίδια περίοδο μεταβλήθηκαν και άλλοι σημαντικοί παράγοντες, όπως το ΑΕΠ, η απασχόληση, η πιστωτική επέκταση και οι επενδυτικές προσδοκίες.



Διάγραμμα 5.15. Σχέση μεταξύ των τιμών ακινήτων και ξένων άμεσων επενδύσεων (FDI) σε ακίνητα ανά τρίμηνο για τα έτη από 2005 – 2025.

Η συνολική εικόνα των Διαγραμμάτων 5.2–5.15 δείχνει ότι οι δύο αγορές επηρεάζονται από ένα κοινό σύνολο οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών, αλλά δεν αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο ούτε στον ίδιο χρόνο. Το ΑΕΠ και η ανεργία αποτυπώνουν κυρίως τη γενικότερη κατάσταση της πραγματικής οικονομίας, ενώ τα επιτόκια, η πιστωτική επέκταση και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων συνδέονται περισσότερο με τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Ο πληθωρισμός επηρεάζει το πραγματικό εισόδημα, τις αποδόσεις των επενδύσεων και το κόστος χρηματοδότησης, ενώ

οι FDI αποτελούν ειδικότερο παράγοντα που συνδέεται κυρίως με τη δυναμική της αγοράς ακινήτων.

Ιδιαίτερα σημαντική είναι η διαφοροποίηση μεταξύ της περιόδου της ελληνικής κρίσης και της μεταγενέστερης περιόδου. Κατά την κρίση, η ύφεση, η υψηλή ανεργία, η περιορισμένη πιστωτική επέκταση, οι υψηλές αποδόσεις των κρατικών ομολόγων και η αυξημένη αβεβαιότητα συνυπήρξαν με σημαντική υποχώρηση και των δύο αγορών. Μετά το 2017, η βελτίωση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών συνοδεύτηκε από ανάκαμψη, με την αγορά ακινήτων να παρουσιάζει ιδιαίτερα παρατεταμένη ανοδική πορεία.

Συνεπώς, τα πραγματικά δεδομένα ενισχύουν τη βιβλιογραφική άποψη ότι η σχέση μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου πρέπει να εξετάζεται μέσα σε ένα ευρύτερο μακροοικονομικό και χρηματοπιστωτικό πλαίσιο. Κανένας από τους εξεταζόμενους παράγοντες δεν εμφανίζεται, σε ολόκληρη την περίοδο 2005–2025, να καθορίζει μόνος του και με σταθερό τρόπο την πορεία και των δύο αγορών.

5.10Η Ελληνική Οικονομική Κρίση και οι Δύο Αγορές.

Η ελληνική οικονομική κρίση αποτελεί ιδιαίτερα σημαντικό πλαίσιο για την κατανόηση της σχέσης μεταξύ της αγοράς ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η περίοδος 2009–2017 χαρακτηρίστηκε από βαθιά ύφεση, υψηλή ανεργία, περιορισμό της τραπεζικής χρηματοδότησης, δημοσιονομική προσαρμογή και σημαντική αβεβαιότητα. Οι συνθήκες αυτές επηρέασαν αρνητικά την αγορά ακινήτων και περιόρισαν τη ζήτηση. Ταυτόχρονα, το Χρηματιστήριο Αθηνών παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις, αντανακλώντας τις μεταβολές στις οικονομικές προσδοκίες, την αβεβαιότητα και τις συνθήκες χρηματοδότησης.

Η ταυτόχρονη επιδείνωση των δύο αγορών κατά την περίοδο της κρίσης δεν αποδεικνύει από μόνη της άμεση αιτιώδη σχέση. Ωστόσο, αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι οι δύο αγορές εκτέθηκαν σε κοινούς μακροοικονομικούς και χρηματοπιστωτικούς κραδασμούς.

Η κρίση ανέδειξε επίσης τον σημαντικό ρόλο του τραπεζικού συστήματος. Η περιορισμένη παροχή πιστώσεων επηρέασε τη δυνατότητα χρηματοδότησης επενδύσεων και αγορών ακινήτων, ενώ οι δυσμενείς συνθήκες χρηματοδότησης επηρέασαν παράλληλα την οικονομική δραστηριότητα.

5.11 Η Περίοδος Σταθεροποίησης και Ανάκαμψης.

Μετά την έντονη περίοδο της ελληνικής κρίσης, η ελληνική οικονομία εισήλθε σταδιακά σε φάση σταθεροποίησης και ανάκαμψης. Η περίοδος 2018–2019 παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς αποτελεί μεταβατική φάση μεταξύ της μακράς περιόδου κρίσης και των μεταγενέστερων εξελίξεων.

Η βελτίωση των οικονομικών προσδοκιών, η σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και η βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης δημιούργησαν ευνοϊκότερο περιβάλλον για την αγορά ακινήτων και τη χρηματιστηριακή αγορά. Η εξέλιξη αυτή υποστηρίζει την άποψη ότι οι αγορές περιουσιακών στοιχείων συνδέονται στενά με τις προσδοκίες για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας.

5.12 Η Πανδημία COVID-19 και η Μεταπανδημική Περίοδος.

Η πανδημία COVID-19 αποτέλεσε ένα διαφορετικού χαρακτήρα οικονομικό σοκ. Σε αντίθεση με την προηγούμενη οικονομική κρίση, η πανδημία προήλθε αρχικά από εξωγενή υγειονομικό παράγοντα και οδήγησε σε περιορισμούς οικονομικής δραστηριότητας. Οι επιπτώσεις στις αγορές περιουσιακών στοιχείων ήταν σύνθετες. Η αρχική αύξηση της αβεβαιότητας επηρέασε τις χρηματοπιστωτικές αγορές, ενώ η αντίδραση των νομισματικών και δημοσιονομικών αρχών συνέβαλε στη σταδιακή σταθεροποίηση. Στην αγορά ακινήτων, οι επιπτώσεις δεν ήταν ομοιόμορφες μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών ακινήτων. Οι αλλαγές στον τρόπο εργασίας, η τηλεργασία, οι μεταβολές στις προτιμήσεις των νοικοκυριών και οι συνθήκες χρηματοδότησης δημιούργησαν νέες τάσεις.

Η μεταπανδημική περίοδος χαρακτηρίστηκε επίσης από σημαντικές μεταβολές στον πληθωρισμό και στα επιτόκια. Οι μεταβολές αυτές επανέφεραν στο προσκήνιο τη σημασία του κόστους χρηματοδότησης για την αγορά ακινήτων και τις επενδυτικές αγορές.

5.13 Αξιολόγηση της Αγοράς Ακινήτων και της Χρηματιστηριακής Αγοράς.

Η βιβλιογραφική ανασκόπηση επιτρέπει την ανάδειξη σημαντικών διαφορών μεταξύ των δύο αγορών, όπως συνοπτικά παρουσιάζεται στο Πίνακα 5.1. Οι διαφορές αυτές εξηγούν γιατί οι δύο αγορές μπορεί να αντιδρούν διαφορετικά στο ίδιο οικονομικό

γεγονός. Παράλληλα, οι κοινοί παράγοντες που τις επηρεάζουν δημιουργούν δυνατότητες αλληλεπίδρασης.

Πίνακας 5.1. Διαφορές μεταξύ αγοράς ακινήτων και χρηματιστηριακής αγοράς, όπως αυτές προκύπτουν από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση.

Χαρακτηριστικό	**Αγορά Ακινήτων**	**Χρηματιστηριακή Αγορά**
Ρευστότητα	Σχετικά χαμηλή	Υψηλή
Συχνότητα συναλλαγών	Χαμηλότερη	Πολύ υψηλότερη
Κόστος συναλλαγών	Υψηλό	Συνήθως χαμηλότερο
Ετερογένεια προϊόντος	Πολύ υψηλή	Μικρότερη για τυποποιημένους τίτλους
Ταχύτητα προσαρμογής	Βραδύτερη	Ταχύτερη
Χρηματοδότηση	Σημαντικός ρόλος τραπεζών	Σημαντικός ρόλος κεφαλαιαγοράς
Βασικοί παράγοντες	Εισόδημα, επιτόκια, πίστωση, προσφορά	Σημαντικός ρόλος κεφαλαιαγοράς
Επενδυτικός ορίζοντας	Συνήθως μακροχρόνιος	Μπορεί να είναι βραχυχρόνιος ή μακροχρόνιος

5.14 Σύνθεση των Βιβλιογραφικών Ευρημάτων.

Από τη συνολική επισκόπηση προκύπτουν ορισμένα βασικά συμπεράσματα.

- Η αγορά ακινήτων και η χρηματιστηριακή αγορά αποτελούν σημαντικές αλλά διαφορετικές μορφές επένδυσης και αποθήκευσης πλούτου. Οι δύο αγορές δεν λειτουργούν ανεξάρτητα από τη γενικότερη οικονομική δραστηριότητα.
- Το ΑΕΠ, τα επιτόκια, η ανεργία, ο πληθωρισμός και η πιστωτική επέκταση αποτελούν σημαντικούς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τη συμπεριφορά τους. Υπάρχουν αρκετοί θεωρητικοί μηχανισμοί που μπορούν να δημιουργήσουν σχέση μεταξύ των δύο αγορών.
- Ο μηχανισμός του πλούτου, η υποκατάσταση περιουσιακών στοιχείων, η πιστωτική αγορά και οι κοινές μακροοικονομικές επιδράσεις αποτελούν τις σημαντικότερες οδούς σύνδεσης.

- Η βιβλιογραφία δεν επιβεβαιώνει μια ενιαία και σταθερή σχέση σε όλες τις χώρες και όλες τις χρονικές περιόδους. Η σχέση μπορεί να είναι θετική, αρνητική, ασθενής ή αμφίδρομη, ανάλογα με τις οικονομικές και θεσμικές συνθήκες.
- Η ελληνική περίπτωση παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον λόγω της μεγάλης έντασης της οικονομικής κρίσης και των σημαντικών μεταβολών που σημειώθηκαν τόσο στην αγορά ακινήτων όσο και στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

5.15 Σύνδεση των Ευρημάτων με τα Ερευνητικά Ερωτήματα.

Τα ευρήματα της βιβλιογραφικής ανασκόπησης μπορούν να συνδεθούν άμεσα με τα ερευνητικά ερωτήματα της εργασίας.

Ως προς το πρώτο ερευνητικό ερώτημα, σχετικά με τη σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς, η βιβλιογραφία υποδεικνύει ότι υπάρχει θεωρητική βάση για την ύπαρξη αλληλεπίδρασης, χωρίς όμως να προκύπτει μια ενιαία κατεύθυνση ή ένταση της σχέσης.

Ως προς το δεύτερο ερώτημα, σχετικά με τον ρόλο των μακροοικονομικών παραγόντων, προκύπτει ότι το εισόδημα, η οικονομική δραστηριότητα, τα επιτόκια, η ανεργία, ο πληθωρισμός και η πιστωτική επέκταση αποτελούν βασικές μεταβλητές για την ερμηνεία της συμπεριφοράς των δύο αγορών.

Ως προς το τρίτο ερώτημα, που αφορά την ελληνική οικονομία, η βιβλιογραφία αναδεικνύει την ιδιαίτερη σημασία της οικονομικής κρίσης και της χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Η ελληνική αγορά ακινήτων και το Χρηματιστήριο Αθηνών επηρεάστηκαν σημαντικά από την ύφεση, τη μείωση της πιστωτικής επέκτασης και την αυξημένη αβεβαιότητα.

Τέλος, ως προς τη διαφοροποίηση μεταξύ διαφορετικών χρονικών περιόδων, η βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι οι σχέσεις μεταξύ των αγορών μπορεί να μεταβάλλονται ανάλογα με το οικονομικό περιβάλλον. Συνεπώς, η περίοδος κρίσης, η περίοδος ανάκαμψης και η μεταπανδημική περίοδος θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως διαφορετικά οικονομικά περιβάλλοντα.

5.16 Συζήτηση.

Ένα βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση είναι ότι δεν είναι σκόπιμο να θεωρείται εκ των προτέρων δεδομένη η ύπαρξη μιας σταθερής σχέσης μεταξύ χρηματιστηριακών τιμών και τιμών ακινήτων.

Η διαφορετική φύση των δύο αγορών, οι διαφορετικοί χρονικοί ορίζοντες των επενδυτών και η διαφορετική ταχύτητα προσαρμογής των τιμών δημιουργούν σημαντικές διαφοροποιήσεις. Παράλληλα, οι κοινοί μακροοικονομικοί παράγοντες μπορούν να δημιουργούν συσχέτιση ακόμη και όταν δεν υπάρχει άμεση μετάδοση από τη μία αγορά στην άλλη.

Η παρατήρηση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική για την ερμηνεία της ελληνικής περίπτωσης. Η παράλληλη πτώση των τιμών ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά τη διάρκεια της κρίσης δεν πρέπει να ερμηνεύεται αποκλειστικά ως άμεση αλληλεπίδραση των δύο αγορών. Είναι πιθανό οι δύο αγορές να επηρεάστηκαν από κοινούς παράγοντες, όπως η ύφεση, η μείωση της πιστωτικής επέκτασης, η αύξηση της ανεργίας και η μεγάλη αβεβαιότητα.

Αντίστοιχα, η μεταγενέστερη ανάκαμψη των δύο αγορών μπορεί να συνδέεται με τη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, των προσδοκιών και των χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Επομένως, η βιβλιογραφική σύνθεση υποστηρίζει μια πολυπαραγοντική προσέγγιση της σχέσης αγοράς ακινήτων–χρηματιστηρίου, σύμφωνα με την οποία οι δύο αγορές πρέπει να εξετάζονται ως τμήματα ενός ευρύτερου οικονομικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. Συμπεράσματα, Περιορισμοί και Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα

6.1 Εισαγωγή.

Η παρούσα διπλωματική εργασία είχε ως αντικείμενο τη μελέτη της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς, με ιδιαίτερη έμφαση στη σχέση και την αλληλεπίδραση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η προσέγγιση που ακολουθήθηκε ήταν βιβλιογραφική και βασίστηκε στη συγκέντρωση, αξιολόγηση και σύνθεση επιστημονικών και θεσμικών πηγών.

Στα προηγούμενα κεφάλαια παρουσιάστηκαν αρχικά οι βασικές έννοιες, τα χαρακτηριστικά και οι κατηγορίες της αγοράς ακινήτων, καθώς και οι σημαντικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά, τη ζήτηση και τη διαμόρφωση των τιμών. Στη συνέχεια εξετάστηκε η χρηματιστηριακή αγορά, η δομή και οι λειτουργίες της, η εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και οι θεωρητικοί μηχανισμοί μέσω των οποίων μπορεί να συνδέεται με την αγορά ακινήτων.

Η βιβλιογραφική σύνθεση που πραγματοποιήθηκε στο Κεφάλαιο 5 ανέδειξε ότι οι δύο αγορές, παρά τις σημαντικές διαφορές στη λειτουργία και στα χαρακτηριστικά τους, συνδέονται μέσω κοινών οικονομικών και χρηματοπιστωτικών παραγόντων. Η σχέση αυτή αποκτά ιδιαίτερη σημασία σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, χρηματοπιστωτικής αστάθειας και σημαντικών μεταβολών στη νομισματική πολιτική.

Στο παρόν κεφάλαιο συνοψίζονται τα βασικά συμπεράσματα της εργασίας, αξιολογείται η συμβολή της βιβλιογραφικής προσέγγισης, παρουσιάζονται οι βασικοί περιορισμοί της μελέτης και διατυπώνονται προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

6.2 Συνολική Αποτίμηση της Μελέτης.

Η αγορά ακινήτων αποτελεί έναν ιδιαίτερα σημαντικό τομέα της οικονομίας, καθώς συνδέεται άμεσα με την κατοικία, τις επενδύσεις, την κατασκευή, την απασχόληση, την κατανάλωση και το τραπεζικό σύστημα. Παράλληλα, τα ακίνητα αποτελούν σημαντικό στοιχείο του πλούτου των νοικοκυριών και μπορούν να λειτουργήσουν ως μέσο αποθήκευσης αξίας και επενδυτικό περιουσιακό στοιχείο.

Η διαμόρφωση των τιμών των ακινήτων αποτελεί σύνθετη διαδικασία. Η προσφορά και η ζήτηση επηρεάζονται από οικονομικούς, δημογραφικούς, χωροταξικούς,

χρηματοπιστωτικούς και θεσμικούς παράγοντες. Το διαθέσιμο εισόδημα, η απασχόληση, τα επιτόκια, η πιστωτική επέκταση, η φορολογία, η διαθεσιμότητα γης και η οικονομική ανάπτυξη αποτελούν ορισμένους από τους σημαντικότερους παράγοντες.

Αντίστοιχα, η χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί έναν μηχανισμό μέσω του οποίου πραγματοποιείται η διαπραγμάτευση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και η διοχέτευση κεφαλαίων προς τις επιχειρήσεις. Οι χρηματιστηριακές τιμές επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική οικονομική δραστηριότητα, την κερδοφορία, τα επιτόκια και τον κίνδυνο.

Η διαφορετική φύση των δύο αγορών δεν αναιρεί τη μεταξύ τους σύνδεση. Αντίθετα, η βιβλιογραφία υποδεικνύει την ύπαρξη αρκετών μηχανισμών αλληλεπίδρασης.

6.3 Βασικά Συμπεράσματα Σχέσης Αγοράς Ακινήτων – Χρηματιστηρίου.

Το βασικό συμπέρασμα της βιβλιογραφικής ανασκόπησης είναι ότι υπάρχει θεωρητική και εμπειρική βάση για την ύπαρξη σχέσης μεταξύ της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς, χωρίς όμως η σχέση αυτή να εμφανίζεται με σταθερό τρόπο σε όλες τις οικονομίες και όλες τις χρονικές περιόδους.

Η σχέση μπορεί να προκύπτει μέσω διαφορετικών μηχανισμών. Ένας από τους σημαντικότερους είναι ο μηχανισμός του πλούτου. Μεταβολές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων μπορούν να μεταβάλλουν την καθαρή περιουσία των νοικοκυριών και να επηρεάσουν τις καταναλωτικές και επενδυτικές τους αποφάσεις. Παράλληλα, οι επενδυτές μπορούν να κατανέμουν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους μεταξύ διαφορετικών περιουσιακών στοιχείων. Οι μεταβολές στις αναμενόμενες αποδόσεις, στον κίνδυνο και στη ρευστότητα μπορούν να επηρεάσουν την κατανομή αυτή.

Ιδιαίτερη σημασία έχει επίσης ο μηχανισμός της πιστωτικής αγοράς. Οι τιμές των ακινήτων συνδέονται με την αξία των εμπράγματων εξασφαλίσεων που χρησιμοποιούνται για τη χορήγηση δανείων. Επομένως, μεταβολές στις τιμές των ακινήτων μπορούν να επηρεάσουν τη δυνατότητα χρηματοδότησης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.

Επιπλέον, οι δύο αγορές επηρεάζονται από κοινούς μακροοικονομικούς παράγοντες. Η οικονομική ανάπτυξη, τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η ανεργία και η πιστωτική επέκταση μπορούν να επηρεάσουν τόσο την αγορά ακινήτων όσο και τη χρηματιστηριακή αγορά.

6.4 Ο Ρόλος των Μακροοικονομικών Μεταβλητών.

Ένα ακόμη σημαντικό συμπέρασμα αφορά τον καθοριστικό ρόλο των μακροοικονομικών συνθηκών. Το ΑΕΠ αποτελεί βασικό δείκτη της οικονομικής δραστηριότητας και συνδέεται με την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών και την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Σε περιόδους ανάπτυξης, η βελτίωση των οικονομικών συνθηκών μπορεί να ενισχύσει τη ζήτηση για κατοικίες και να δημιουργήσει θετικότερες προσδοκίες στις χρηματιστηριακές αγορές. Τα επιτόκια αποτελούν έναν από τους σημαντικότερους κοινούς παράγοντες. Η αύξησή τους μπορεί να περιορίσει τη ζήτηση για στεγαστική χρηματοδότηση και ταυτόχρονα να επηρεάσει τις αποτιμήσεις των χρηματοοικονομικών τίτλων. Η ανεργία επηρεάζει τη δυνατότητα των νοικοκυριών να αποκτήσουν ή να χρηματοδοτήσουν κατοικία, ενώ αποτελεί παράλληλα ένδειξη της γενικότερης οικονομικής κατάστασης. Η πιστωτική επέκταση συνδέει άμεσα την αγορά ακινήτων με το τραπεζικό σύστημα. Η αύξηση της διαθεσιμότητας πιστώσεων μπορεί να ενισχύσει τη ζήτηση, ενώ ο περιορισμός της χρηματοδότησης μπορεί να λειτουργήσει προς την αντίθετη κατεύθυνση. Τέλος, ο πληθωρισμός επηρεάζει την πραγματική αξία των εισοδημάτων, το κόστος χρηματοδότησης και τις επενδυτικές αποφάσεις.

Επομένως, η μελέτη της σχέσης μεταξύ ακινήτων και χρηματιστηρίου απαιτεί συνεκτίμηση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος μέσα στο οποίο λειτουργούν οι δύο αγορές.

6.5 Η Ελληνική Περίπτωση.

Η ελληνική περίπτωση παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον λόγω των έντονων οικονομικών μεταβολών που σημειώθηκαν κατά την τελευταία δεκαπενταετία.

Η οικονομική κρίση της περιόδου 2009–2017 αποτέλεσε μια περίοδο βαθιάς ύφεσης και σημαντικής χρηματοπιστωτικής αβεβαιότητας. Η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας, η αύξηση της ανεργίας, ο περιορισμός της τραπεζικής χρηματοδότησης και η μείωση της εμπιστοσύνης επηρέασαν σημαντικά την αγορά ακινήτων. Ταυτόχρονα, το Χρηματιστήριο Αθηνών επηρεάστηκε έντονα από την οικονομική και δημοσιονομική κρίση, τις μεταβολές στις προσδοκίες των επενδυτών και την κατάσταση του τραπεζικού συστήματος.

Η ταυτόχρονη επιδείνωση των δύο αγορών κατά τη συγκεκριμένη περίοδο δεν μπορεί να ερμηνευθεί αυτομάτως ως απόδειξη αιτιώδους σχέσης μεταξύ τους. Ωστόσο,

αναδεικνύει τη σημασία των κοινών μακροοικονομικών και χρηματοπιστωτικών παραγόντων.

Η περίοδος 2018–2019 παρουσιάζει διαφορετικά χαρακτηριστικά, καθώς συνδέεται με τη σταδιακή σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας και τη βελτίωση των οικονομικών προσδοκιών.

Η περίοδος μετά την πανδημία COVID-19 δημιούργησε ένα νέο οικονομικό περιβάλλον, με σημαντικές μεταβολές στον πληθωρισμό, στα επιτόκια και στις συνθήκες χρηματοδότησης. Οι εξελίξεις αυτές επιβεβαιώνουν τη σημασία της εξέτασης των αγορών ακινήτων και κεφαλαίου σε συνάρτηση με τις ευρύτερες οικονομικές συνθήκες.

6.6 Συμπεράσματα από την Εξέταση των Πραγματικών Δεδομένων.

Η περιγραφική εξέταση των πραγματικών τριμηνιαίων δεδομένων της περιόδου 2005–2025 ενισχύει τα βασικά συμπεράσματα που προέκυψαν από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση σχετικά με τη σύνδεση της αγοράς ακινήτων με το Χρηματιστήριο Αθηνών. Η παράλληλη εξέταση των δύο βασικών δεικτών αναδεικνύει ότι οι δύο αγορές παρουσιάζουν κοινές φάσεις ανόδου και υποχώρησης, αλλά δεν προσαρμόζονται με την ίδια ταχύτητα ούτε εμφανίζουν σε όλες τις χρονικές περιόδους την ίδια ένταση μεταβολών. Η χρηματιστηριακή αγορά εμφανίζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα και ταχύτερη αντίδραση στις μεταβολές του οικονομικού κλίματος, ενώ η αγορά ακινήτων παρουσιάζει πιο σταδιακές και επίμονες μεταβολές. Η έντονη υποχώρηση και των δύο αγορών κατά την περίοδο της ελληνικής οικονομικής κρίσης, ακολουθούμενη από σταδιακή ανάκαμψη, αποτελεί χαρακτηριστική ένδειξη της επίδρασης των κοινών μακροοικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Παράλληλα, η μεταγενέστερη άνοδος των τιμών των ακινήτων, η βελτίωση του Γενικού Δείκτη και η ταυτόχρονη μεταβολή παραγόντων όπως το ΑΕΠ, η ανεργία, τα επιτόκια, η πιστωτική επέκταση και οι ξένες επενδύσεις καταδεικνύουν ότι η εξέλιξη των δύο αγορών εντάσσεται σε ένα ευρύτερο σύστημα αλληλεπιδράσεων. Επομένως, τα πραγματικά δεδομένα δεν τεκμηριώνουν μια απλή ή σταθερή αιτιώδη σχέση, αλλά ενισχύουν την άποψη ότι η σχέση αγοράς ακινήτων και χρηματιστηρίου είναι δυναμική, μεταβαλλόμενη ανάλογα με την οικονομική συγκυρία και σημαντικά επηρεαζόμενη από τις γενικότερες συνθήκες της πραγματικής οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Από τη συνδυασμένη εξέταση των πραγματικών δεδομένων και της βιβλιογραφίας προκύπτει ότι οι μακροοικονομικοί παράγοντες επηρεάζουν τόσο τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών όσο και τις τιμές των ακινήτων, αλλά με διαφορετική ένταση και χρονική ταχύτητα.

Το ΑΕΠ συνδέεται με τη γενικότερη οικονομική δραστηριότητα και εμφανίζει κατά κανόνα θετικότερη συνύπαρξη με την πορεία και των δύο αγορών. Η ύφεση της περιόδου της κρίσης συνοδεύτηκε από σημαντική υποχώρηση του χρηματιστηρίου και των τιμών ακινήτων, ενώ η μεταγενέστερη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας συνδέθηκε με ανάκαμψη. Η επίδραση του ΑΕΠ φαίνεται να είναι ταχύτερη στο χρηματιστήριο και περισσότερο σταδιακή στην αγορά ακινήτων.

Ο πληθωρισμός παρουσιάζει περισσότερο σύνθετη σχέση. Η άνοδος του πληθωρισμού μπορεί να επηρεάσει αρνητικά το πραγματικό εισόδημα και να αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης, ενώ ταυτόχρονα μπορεί να συμβάλει σε αύξηση των ονομαστικών τιμών περιουσιακών στοιχείων. Τα δεδομένα της περιόδου 2021–2023 δείχνουν ότι η άνοδος των τιμών ακινήτων συνυπήρξε με υψηλό πληθωρισμό, χωρίς όμως να μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά σε αυτόν η άνοδος.

Η ανεργία εμφανίζει γενικά αντίστροφη εικόνα σε σχέση με τις δύο αγορές. Η σημαντική αύξησή της κατά την ελληνική κρίση συνδυάστηκε με υποχώρηση του Γενικού Δείκτη και συνεχή πτώση των τιμών ακινήτων. Η σταδιακή αποκλιμάκωσή της κατά την περίοδο ανάκαμψης συνδέθηκε με βελτίωση των αγορών. Η σχέση αυτή αντανακλά κυρίως τη σύνδεση της απασχόλησης με το διαθέσιμο εισόδημα, τη ζήτηση και τις οικονομικές προσδοκίες.

Τα επιτόκια αποτελούν έναν από τους σημαντικότερους χρηματοπιστωτικούς παράγοντες. Τα χαμηλά επιτόκια διευκολύνουν τη χρηματοδότηση και μπορούν να ενισχύσουν τη ζήτηση για ακίνητα και επενδύσεις, ενώ η αύξησή τους αυξάνει το κόστος δανεισμού. Ωστόσο, τα δεδομένα 2022–2025 δείχνουν ότι η άνοδος των επιτοκίων δεν οδήγησε άμεσα σε πτώση των τιμών ακινήτων, γεγονός που υποδηλώνει χρονική υστέρηση και επίδραση άλλων παραγόντων. Παράλληλα, η χρηματιστηριακή αγορά παρέμεινε σε ανοδική πορεία σε σημαντικό τμήμα της περιόδου αυτής. Επομένως, η επίδραση των επιτοκίων δεν είναι γραμμική ούτε ίδια στις δύο αγορές.

Η πιστωτική επέκταση παρουσιάζει ιδιαίτερη σημασία για την αγορά ακινήτων, λόγω της εξάρτησής της από την τραπεζική χρηματοδότηση. Η περιορισμένη πιστωτική επέκταση κατά την κρίση συνέπεσε με την υποχώρηση των τιμών ακινήτων και του

χρηματιστηρίου, ενώ η βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών κατά την περίοδο ανάκαμψης συνδέθηκε με ενίσχυση της οικονομικής και επενδυτικής δραστηριότητας. Η πιστωτική επέκταση αποτελεί, επομένως, έναν βασικό μηχανισμό σύνδεσης της χρηματοπιστωτικής αγοράς με την αγορά ακινήτων.

Η απόδοση του 10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου λειτουργεί ως ένδειξη των συνθηκών κινδύνου και χρηματοπιστωτικής εμπιστοσύνης. Οι ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις κατά την περίοδο της ελληνικής κρίσης συνυπήρξαν με χαμηλές τιμές τόσο στο χρηματιστήριο όσο και στην αγορά ακινήτων. Αντίθετα, η αποκλιμάκωση των αποδόσεων κατά την περίοδο σταθεροποίησης συνοδεύτηκε από βελτίωση των αγορών. Η συγκεκριμένη σχέση φαίνεται να αντανακλά όχι μόνο το κόστος χρηματοδότησης αλλά και το γενικότερο επίπεδο οικονομικής και χρηματοπιστωτικής αβεβαιότητας.

Τέλος, οι ξένες άμεσες επενδύσεις (FDI) σε ακίνητα παρουσιάζουν ιδιαίτερα έντονη αύξηση κατά τα τελευταία έτη και συνυπάρχουν με σημαντική άνοδο των τιμών ακινήτων. Η εξέλιξη αυτή αναδεικνύει τη σημασία των διεθνών κεφαλαίων για τη ζήτηση και τη δυναμική της ελληνικής αγοράς ακινήτων. Η σχέση με τον Γενικό Δείκτη είναι περισσότερο έμμεση, καθώς οι FDI αφορούν ειδικότερα την αγορά ακινήτων και μπορούν παράλληλα να συνδέονται με τη γενικότερη βελτίωση της επενδυτικής εικόνας της ελληνικής οικονομίας.

Συνολικά, η εξέταση των δεδομένων δεν οδηγεί στην παραδοχή ότι υπάρχει ένας μοναδικός μακροοικονομικός παράγοντας που καθορίζει την πορεία και των δύο αγορών. Αντίθετα, προκύπτει μια πολυπαραγοντική σχέση, στην οποία η οικονομική δραστηριότητα, η απασχόληση, ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, η διαθεσιμότητα πιστώσεων, οι συνθήκες κρατικής χρηματοδότησης και οι διεθνείς επενδύσεις αλληλεπιδρούν μεταξύ τους. Η επίδρασή τους διαφοροποιείται ανάλογα με την οικονομική περίοδο, ενώ η χρηματιστηριακή αγορά εμφανίζει γενικά ταχύτερη προσαρμογή και μεγαλύτερη μεταβλητότητα από την αγορά ακινήτων. Η διαπίστωση αυτή συμφωνεί με τη βιβλιογραφική ανασκόπηση της εργασίας, σύμφωνα με την οποία οι δύο αγορές επηρεάζονται από κοινούς παράγοντες, χωρίς όμως να παρουσιάζουν σταθερή και ενιαία σχέση σε όλες τις οικονομικές περιόδους.

6.7 Συμβολή της Εργασίας.

Η παρούσα εργασία συμβάλλει στην κατανόηση της σχέσης μεταξύ της αγοράς ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών, συνδυάζοντας τη θεωρητική και βιβλιογραφική προσέγγιση με την περιγραφική αξιοποίηση πραγματικών δεδομένων για την ελληνική οικονομία. Μέσα από την ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας αναδεικνύονται οι βασικοί μηχανισμοί μέσω των οποίων οι δύο αγορές συνδέονται, καθώς και ο ρόλος των μακροοικονομικών και χρηματοπιστωτικών παραγόντων στη διαμόρφωση της πορείας τους.

Ιδιαίτερη συμβολή της εργασίας αποτελεί η εξέταση της ελληνικής περίπτωσης σε μια εκτεταμένη χρονική περίοδο, η οποία περιλαμβάνει διαφορετικές οικονομικές φάσεις, όπως την περίοδο ανάπτυξης πριν από την ελληνική κρίση, τη βαθιά οικονομική κρίση, την περίοδο σταθεροποίησης και ανάκαμψης, καθώς και την περίοδο της πανδημίας COVID-19 και των μεταγενέστερων εξελίξεων. Η παράλληλη απεικόνιση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και του δείκτη τιμών ακινήτων επιτρέπει την ανάδειξη διαφορών ως προς την ένταση, την ταχύτητα και τη χρονική υστέρηση των μεταβολών των δύο αγορών.

Παράλληλα, η εξέταση του ΑΕΠ, του πληθωρισμού, της ανεργίας, των επιτοκίων, της πιστωτικής επέκτασης, της απόδοσης του 10ετούς ελληνικού κρατικού ομολόγου και των ξένων άμεσων επενδύσεων σε ακίνητα συμβάλλει στην πληρέστερη αποτύπωση του οικονομικού περιβάλλοντος μέσα στο οποίο λειτουργούν οι δύο αγορές. Η εργασία, επομένως, δεν περιορίζεται στην απλή σύγκριση των τιμών των ακινήτων με τον χρηματιστηριακό δείκτη, αλλά αναδεικνύει την πολυπαραγοντική φύση της μεταξύ τους σχέσης.

6.8 Περιορισμοί της Μελέτης.

Η παρούσα μελέτη παρουσιάζει ορισμένους περιορισμούς, οι οποίοι πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων. Ο βασικότερος περιορισμός αφορά τον χαρακτήρα της εργασίας ως βιβλιογραφικής μελέτης. Η αξιοποίηση των πραγματικών δεδομένων πραγματοποιήθηκε αποκλειστικά σε περιγραφικό επίπεδο, μέσω της παρουσίασης πινάκων και συγκριτικών διαγραμμάτων, και δεν πραγματοποιήθηκε οικονομετρική ή στατιστική ανάλυση για τον ποσοτικό προσδιορισμό της έντασης των σχέσεων μεταξύ των μεταβλητών.

Επιπλέον, οι δύο αγορές παρουσιάζουν σημαντικές ιδιαιτερότητες ως προς τη λειτουργία και την ταχύτητα προσαρμογής τους. Η χρηματιστηριακή αγορά χαρακτηρίζεται από υψηλότερη ρευστότητα και ταχύτερη ενσωμάτωση νέων πληροφοριών, ενώ η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη χρονική διάρκεια συναλλαγών και βραδύτερη προσαρμογή. Ως αποτέλεσμα, η απλή παράλληλη απεικόνιση των δύο σειρών δεν μπορεί να αποτυπώσει πλήρως πιθανές χρονικές υστερήσεις ή πιο σύνθετες δυναμικές σχέσεις.

Ένας ακόμη περιορισμός αφορά την ετερογένεια των οικονομικών περιόδων που εξετάζονται. Η περίοδος 2005–2025 περιλαμβάνει διαφορετικά οικονομικά και χρηματοπιστωτικά περιβάλλοντα, με σημαντικές μεταβολές στη νομισματική πολιτική, την πιστωτική αγορά, την οικονομική δραστηριότητα και το επενδυτικό κλίμα. Επομένως, οι παρατηρούμενες σχέσεις δεν θα πρέπει να θεωρούνται σταθερές για ολόκληρη την περίοδο.

Τέλος, οι τιμές ακινήτων και οι σχετικοί δείκτες αποτελούν συγκεντρωτικά μεγέθη και δεν αποτυπώνουν όλες τις επιμέρους διαφοροποιήσεις μεταξύ γεωγραφικών περιοχών, τύπων ακινήτων και κατηγοριών επενδυτών. Συνεπώς, τα συμπεράσματα αφορούν κυρίως τη συνολική εικόνα της ελληνικής αγοράς και δεν μπορούν να μεταφερθούν αυτομάτως σε κάθε επιμέρους τοπική αγορά.

6.9 Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα.

Η παρούσα βιβλιογραφική και περιγραφική προσέγγιση μπορεί να αποτελέσει τη βάση για μελλοντικές εμπειρικές μελέτες, οι οποίες θα μπορούσαν να εξετάσουν ποσοτικά τη σχέση μεταξύ των τιμών ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς στην Ελλάδα. Μια τέτοια έρευνα θα μπορούσε να αξιοποιήσει οικονομετρικές μεθόδους για τη διερεύνηση της κατεύθυνσης, της έντασης και της χρονικής υστέρησης των μεταξύ τους σχέσεων.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον θα παρουσίαζε η εξέταση των δύο αγορών σε διαφορετικές χρονικές υποπεριόδους, ώστε να διερευνηθεί κατά πόσο η σχέση τους μεταβάλλεται μεταξύ περιόδων οικονομικής ανάπτυξης, ύφεσης, χρηματοπιστωτικής κρίσης και ανάκαμψης. Με αυτόν τον τρόπο θα μπορούσε να εξεταστεί πληρέστερα η δυναμική της σχέσης τους σε διαφορετικές φάσεις του οικονομικού κύκλου.

Παράλληλα, μελλοντικές μελέτες θα μπορούσαν να εξετάσουν με μεγαλύτερη λεπτομέρεια την επίδραση επιμέρους μακροοικονομικών μεταβλητών, όπως τα επιτόκια, η

πιστωτική επέκταση, η ανεργία, ο πληθωρισμός και το ΑΕΠ. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η περίοδος μετά το 2022, κατά την οποία η αύξηση των επιτοκίων και του πληθωρισμού συνυπήρξε με τη συνέχιση της ανόδου των τιμών ακινήτων.

Επιπλέον, θα μπορούσε να εξεταστεί η επίδραση των ξένων άμεσων επενδύσεων στην ελληνική αγορά ακινήτων, καθώς τα δεδομένα της τελευταίας περιόδου δείχνουν σημαντική αύξηση των σχετικών επενδύσεων παράλληλα με την άνοδο των τιμών. Μια εμπειρική μελέτη θα μπορούσε να διερευνήσει κατά πόσο η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη ζήτηση ακινήτων και αν η επίδραση διαφοροποιείται μεταξύ των επιμέρους γεωγραφικών περιοχών της χώρας.

Τέλος, μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να αξιοποιήσει πιο αναλυτικά δεδομένα ανά περιοχή, τύπο ακινήτου και κατηγορία επένδυσης, καθώς και διαφορετικούς χρηματιστηριακούς δείκτες ή επιμέρους κλαδικούς δείκτες. Με αυτόν τον τρόπο θα μπορούσε να εξεταστεί εάν η σχέση που παρατηρείται σε επίπεδο συνολικής αγοράς διαφοροποιείται μεταξύ των επιμέρους τμημάτων της ελληνικής οικονομίας και αγοράς ακινήτων.

6.10 Τελικό Συμπέρασμα.

Η συνολική εικόνα της μελέτης καταδεικνύει ότι η αγορά ακινήτων και το Χρηματιστήριο Αθηνών αποτελούν δύο διαφορετικές αλλά αλληλοσυνδεόμενες αγορές, οι οποίες επηρεάζονται από ένα κοινό οικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον. Η βιβλιογραφική ανασκόπηση, σε συνδυασμό με την περιγραφική εξέταση των πραγματικών δεδομένων της περιόδου 2005–2025, δείχνει ότι η μεταξύ τους σχέση δεν είναι σταθερή ούτε παρουσιάζει την ίδια ένταση σε όλες τις οικονομικές περιόδους.

Η ελληνική οικονομική κρίση αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα της κοινής επίδρασης των μακροοικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών στις δύο αγορές. Η μεγάλη ύφεση, η αύξηση της ανεργίας, η περιορισμένη πιστωτική επέκταση, οι υψηλές αποδόσεις των κρατικών ομολόγων και η αυξημένη οικονομική αβεβαιότητα συνυπήρξαν με σημαντική υποχώρηση τόσο του Γενικού Δείκτη όσο και των τιμών ακινήτων. Ωστόσο, η χρονική εξέλιξη των δύο αγορών δεν ήταν ταυτόσημη. Ο Γενικός Δείκτης παρουσίασε ταχύτερες και εντονότερες διακυμάνσεις, ενώ οι τιμές ακινήτων προσαρμόστηκαν σταδιακότερα και έφθασαν στο χαμηλότερο επίπεδό τους αργότερα.

Αντίστοιχα, κατά την περίοδο ανάκαμψης μετά το 2017, η βελτίωση του οικονομικού και επενδυτικού περιβάλλοντος συνοδεύτηκε από ανοδική πορεία και των δύο αγορών. Ιδιαίτερα στην αγορά ακινήτων, η ανοδική τάση συνεχίστηκε μέχρι το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου, με τον δείκτη τιμών να φθάνει στις 116,9 μονάδες το 2025Q4, έναντι 48,9 μονάδων στο χαμηλότερο σημείο του 2017Q1.

Η εξέταση των μακροοικονομικών παραγόντων επιβεβαιώνει ότι η εξέλιξη των δύο αγορών δεν μπορεί να ερμηνευθεί από μία μόνο μεταβλητή. Το ΑΕΠ και η ανεργία αντανακλούν κυρίως την κατάσταση της πραγματικής οικονομίας, τα επιτόκια και η πιστωτική επέκταση επηρεάζουν τις συνθήκες χρηματοδότησης, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων συνδέονται με το επίπεδο κινδύνου και εμπιστοσύνης, ενώ οι ξένες άμεσες επενδύσεις αποτελούν σημαντικό στοιχείο της ζήτησης στην αγορά ακινήτων. Ο πληθωρισμός, από την πλευρά του, επιδρά μέσω πολλαπλών διαύλων και η σχέση του με τις δύο αγορές δεν εμφανίζεται ενιαία σε ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο.

Ιδιαίτερα χαρακτηριστική είναι η περίοδος 2022–2025, κατά την οποία η αύξηση των επιτοκίων και του πληθωρισμού δεν ανέκοψε άμεσα την ανοδική πορεία των τιμών ακινήτων. Παράλληλα, οι ξένες επενδύσεις σε ακίνητα αυξήθηκαν σημαντικά, φθάνοντας σύμφωνα με τα δεδομένα της εργασίας τα 2.000 εκατ. ευρώ το 2025Q4. Η εξέλιξη αυτή υπογραμμίζει τη σημασία της εξέτασης των οικονομικών παραγόντων ως συνόλου και όχι μεμονωμένα.

Συνολικά, η εργασία καταλήγει ότι η σχέση μεταξύ των τιμών ακινήτων και του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι δυναμική, πολυπαραγοντική και μεταβαλλόμενη ανάλογα με την οικονομική συγκυρία. Οι δύο αγορές παρουσιάζουν κοινές τάσεις σε σημαντικές οικονομικές φάσεις, χωρίς όμως να κινούνται με απόλυτα παράλληλο τρόπο. Η χρηματιστηριακή αγορά εμφανίζει μεγαλύτερη ταχύτητα προσαρμογής και μεταβλητότητα, ενώ η αγορά ακινήτων παρουσιάζει βραδύτερες και περισσότερο επίμονες μεταβολές. Η διαπίστωση αυτή αποτελεί το βασικό συμπέρασμα της μελέτης και παράλληλα αναδεικνύει την ανάγκη για περαιτέρω εμπειρική διερεύνηση της αλληλεπίδρασης των δύο αγορών στην Ελλάδα.

6.11 Συνοπτική Απάντηση στα Ερευνητικά Ερωτήματα.

Με βάση τη βιβλιογραφική ανασκόπηση και την περιγραφική εξέταση των πραγματικών δεδομένων, τα ερευνητικά ερωτήματα της εργασίας απαντώνται συνοπτικά παρακάτω.

Η σχέση μεταξύ των δύο αγορών εμφανίζεται μεταβαλλόμενη και εξαρτώμενη από την οικονομική συγκυρία. Σε σημαντικές περιόδους παρατηρείται κοινή κατεύθυνση, όπως κατά την οικονομική κρίση και την περίοδο μεταγενέστερης ανάκαμψης, όμως οι δύο αγορές δεν παρουσιάζουν ταυτόσημη εξέλιξη. Το χρηματιστήριο αντιδρά γενικά ταχύτερα, ενώ η αγορά ακινήτων εμφανίζει μεγαλύτερη χρονική υστέρηση.

Η μελέτη αναδεικνύει ως βασικούς παράγοντες το ΑΕΠ, την ανεργία, τον πληθωρισμό, τα επιτόκια, την πιστωτική επέκταση, τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων και τις ξένες άμεσες επενδύσεις. Οι παράγοντες αυτοί επηρεάζουν τις δύο αγορές μέσω διαφορετικών μηχανισμών και η σχετική τους σημασία διαφοροποιείται ανάλογα με την οικονομική περίοδο.

Η ελληνική οικονομική κρίση συνδέθηκε με έντονη υποχώρηση τόσο του χρηματιστηρίου όσο και της αγοράς ακινήτων, ενώ η περίοδος ανάκαμψης μετά το 2017 συνοδεύτηκε από βελτίωση και των δύο αγορών. Η πανδημία COVID-19 προκάλεσε έντονη βραχυχρόνια διαταραχή στη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ οι τιμές ακινήτων παρουσίασαν σαφώς ηπιότερη και διαφορετική χρονική αντίδραση. Μετά την πανδημία, και ιδιαίτερα από το 2021 και μετά, παρατηρείται σημαντική ενίσχυση της αγοράς ακινήτων και γενικότερη βελτίωση της χρηματιστηριακής αγοράς.

Η περιγραφική εξέταση της περιόδου 2005–2025 δείχνει ότι η σχέση διαφοροποιείται μεταξύ των επιμέρους οικονομικών φάσεων. Η περίοδος οικονομικής ανάπτυξης πριν από την κρίση, η ελληνική κρίση, η περίοδος σταθεροποίησης και ανάκαμψης, η πανδημία και η μεταπανδημική περίοδος χαρακτηρίζονται από διαφορετικές συνθήκες και διαφορετική συμπεριφορά των δύο αγορών. Ως εκ τούτου, η σχέση μεταξύ τους δεν μπορεί να θεωρηθεί σταθερή και ανεξάρτητη από το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον.

Παράρτημα Α

Οι τριμηνιαίες τιμές του Γενικού Δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, οι τιμές ακινήτων και οι κυριότεροι μακροοικονομικοί παράγοντες για τα έτη 2005 – 2025[1].

Period	Subperiod	Γενικός Δείκτης Τιμών ΧΑΑ	Τιμές Ακινήτων (Έτος Βάσης: 2007 = 100 μονάδες)	Τιμές Ακινήτων (€/τ.μ.)[2]	ΑΕΠ (%)	Πληθωρισμός (%)	Ανεργία (%)	Επιτόκια (%)	Πιστωτική Επέκταση (%)	10ετές Ελληνικό Κρατικό Ομόλογο (%)	Ξένες Άμεσες Επενδύσεις (FDI) σε ακίνητα (εκατ. €)
2005Q1	Ανάπτυξη	2854.91	81.10	1314.00	2.40	3.43	10.4	2.00	19.2	3.74	41
2005Q2	Ανάπτυξη	3037.27	82.30	1333.00	1.11	3.23	9.6	2.00	19.8	3.31	53
2005Q3	Ανάπτυξη	3443.62	85.20	1380.00	2.12	3.76	9.7	2.00	20.4	3.50	44
2005Q4	Ανάπτυξη	3663.9	86.60	1403.00	1.84	3.56	9.8	2.00	12.7	3.58	71
2006Q1	Ανάπτυξη	4122.34	90.80	1471.00	7.08	3.15	9.6	2.50	15.1	3.82	56
2006Q2	Ανάπτυξη	3582.58	91.40	1481.00	5.44	3.43	8.6	2.75	15.7	4.11	68
2006Q3	Ανάπτυξη	3931.05	94.10	1524.00	6.23	3.50	8.3	3.00	16.1	4.02	61
2006Q4	Ανάπτυξη	4394.13	96.60	1565.00	6.88	3.17	8.7	3.50	16.6	4.07	82
2007Q1	Ανάπτυξη	4666.36	98.30	1592.00	4.49	2.95	8.9	3.75	18.4	4.20	73
2007Q2	Ανάπτυξη	4797.27	97.90	1586.00	4.12	2.60	8.1	4.00	19.2	4.61	79
2007Q3	Ανάπτυξη	5101.09	101.20	1639.00	3.41	2.80	7.7	4.00	21.1	4.45	86
2007Q4	Ανάπτυξη	5178.83	100.60	1630.00	2.08	3.59	8.1	4.00	20.1	4.29	75
2008Q1	Ανάπτυξη	3985.97	100.50	1628.00	1.82	4.29	8.3	4.00	19.8	4.52	68
2008Q2	Ανάπτυξη	3062.83	99.20	1607.00	0.96	4.77	7.2	4.00	18.9	4.90	62
2008Q3	Ανάπτυξη	2840.8	99.40	1610.00	0.31	4.84	7.2	4.25	17.2	5.05	48
2008Q4	Ανάπτυξη	1786.51	97.80	1584.00	-2.14	3.35	7.9	**2.5**	15.9	5.11	35
2009Q1	Κρίση	1671.45	96.10	1855.00	-6.89	1.1	9.3	1.50	4.1	5.70	31
2009Q2	Κρίση	2131.85	94.40	1823.00	-3.46	0.7	8.9	1.00	3.2	5.30	31

2009Q3	Κρίση	2393.72	93.50	1805.00	-3.65	0.7	9.3	1.00	2.4	4.80	31
2009Q4	Κρίση	2505.74	92.60	1788.00	-2.60	2.1	10.3	1.00	1.8	5.40	31
2010Q1	Κρίση	2046.13	91.20	1761.00	0.61	2.4	11.7	1.00	0.9	6.20	21
2010Q2	Κρίση	1687.71	89.80	1734.00	-5.46	5.1	11.8	1.00	-0.4	7.90	21
2010Q3	Κρίση	1589.32	88.10	1701.00	-8.36	5.5	12.4	1.00	-1.1	10.40	21
2010Q4	Κρίση	1502.81	86.40	1668.00	-8.98	5.0	14.2	1.00	-2.3	11.80	21
2011Q1	Κρίση	1568.96	83.80	1618.00	-11.41	4.2	15.9	1.00	-3.1	12.30	13
2011Q2	Κρίση	1352.98	81.70	1577.00	-8.68	3.3	16.3	1.25	-3.9	16.20	13
2011Q3	Κρίση	1021.82	79.90	1543.00	-7.26	2.7	17.7	1.50	-4.5	18.10	13
2011Q4	Κρίση	715.62	77.50	1496.00	-12.17	2.9	20.7	1.00	-5.1	21.50	13
2012Q1	Κρίση	742.30	73.90	1427.00	-9.30	1.9	22.6	1.00	-5.6	29.20	28
2012Q2	Κρίση	604.85	71.50	1380.00	-9.93	1.2	23.6	1.00	-6.2	26.50	28
2012Q3	Κρίση	653.38	69.10	1334.00	-8.57	1.0	24.8	0.75	-6.5	24.10	28
2012Q4	Κρίση	833.37	66.70	1288.00	-5.42	1.1	26.0	0.75	-6.0	16.80	28
2013Q1	Κρίση	979.05	63.40	1224.00	-5.98	0.0	27.4	0.75	-5.4	11.20	29
2013Q2	Κρίση	958.73	61.20	1182.00	-3.32	-0.5	27.1	0.50	-4.8	9.80	29
2013Q3	Κρίση	912.49	59.90	1156.00	-0.67	-1.1	27.0	0.50	-4.1	10.10	29
2013Q4	Κρίση	1151.42	58.80	1135.00	0.74	-1.8	27.5	0.25	-3.9	8.40	29
2014Q1	Κρίση	1273.09	56.20	1085.00	0.71	-1.1	27.8	0.25	-3.8	7.30	62
2014Q2	Κρίση	1233.67	54.80	1058.00	0.94	-1.5	26.6	0.15	-3.5	6.20	62
2014Q3	Κρίση	1152.58	54.10	1045.00	1.23	-0.7	25.5	0.05	-3.1	6.00	62
2014Q4	Κρίση	937.92	53.60	1035.00	0.29	-1.6	26.1	0.05	-2.8	7.80	62
2015Q1	Κρίση	809.06	52.60	1016.00	0.72	-2.3	26.6	0.05	-2.5	10.40	46
2015Q2	Κρίση	786.85	51.90	1002.00	0.53	-1.7	24.6	0.05	-2.2	11.60	46
2015Q3	Κρίση	661.38	51.10	987.00	-2.53	-1.2	24.0	0.05	-2.0	12.10	46
2015Q4	Κρίση	654.02	50.60	977.00	0.52	-0.9	24.4	0.05	-1.8	8.10	46
2016Q1	Κρίση	536.50	49.80	962.00	-1.04	-0.8	24.9	0.00	-1.5	8.80	62
2016Q2	Κρίση	599.57	49.40	954.00	-0.50	-0.9	23.1	0.00	-1.2	7.90	62

2016Q3	Κρίση	562.32	49.20	950.00	2.30	-0.7	22.6	0.00	-0.9	8.10	62
2016Q4	Κρίση	605.34	49.00	946.00	-0.96	-0.2	23.6	0.00	-0.5	7.50	62
2017Q1	Κρίση	643.23	48.90	948.00	0.91	1.4	23.3	0.00	-0.2	7.40	103
2017Q2	Κρίση	757.83	49.10	951.00	1.57	1.2	21.1	0.00	0.1	6.30	103
2017Q3	Κρίση	817.29	49.30	955.00	3.30	0.9	20.2	0.00	0.3	5.40	103
2017Q4	Κρίση	748.40	49.60	960.00	0.04	0.9	21.2	0.00	0.5	4.80	103
2018Q1	Ανάκαμψη	833.52	50.30	971.00	1.76	0.1	21.2	0.00	0.8	4.10	282
2018Q2	Ανάκαμψη	795.37	51.51	987.00	1.92	0.7	19.0	0.00	1.1	4.20	282
2018Q3	Ανάκαμψη	729.52	51.80	1000.00	2.19	1.0	18.3	0.00	1.4	4.30	282
2018Q4	Ανάκαμψη	631.96	52.70	1018.00	2.35	0.8	18.7	0.00	1.6	4.40	282
2019Q1	Ανάκαμψη	665.66	54.30	1048.00	1.28	0.6	19.2	0.00	1.9	3.90	362
2019Q2	Ανάκαμψη	784.12	55.90	1079.00	2.86	0.6	16.9	0.00	2.1	3.10	362
2019Q3	Ανάκαμψη	859.84	57.40	1108.00	3.47	0.1	16.4	0.00	2.3	2.10	362
2019Q4	Ανάκαμψη	875.67	58.80	1135.00	1.37	0.4	16.8	0.00	2.5	1.40	362
2020Q1	COVID και μετά	801.63	60.30	1164.00	-2.27	0.4	16.2	0.00	2.8	1.30	218
2020Q2	COVID και μετά	626.52	60.80	1174.00	-16.48	-1.1	16.7	0.00	4.2	1.50	218
2020Q3	COVID και μετά	636.87	61.20	1182.00	-9.65	-1.9	16.2	0.00	5.5	1.10	218
2020Q4	COVID και μετά	691.46	61.80	1193.00	-7.78	-2.1	16.2	0.00	6.8	0.70	218
2021Q1	COVID και μετά	802.20	63.40	1124.00	-2.20	-1.6	17.1	0.00	7.1	0.80	295
2021Q2	COVID και μετά	898.14	65.20	1259.00	14.84	0.2	15.8	0.00	6.4	0.90	295
2021Q3	COVID και μετά	889.19	67.30	1299.00	11.56	1.7	13.0	0.00	5.2	0.80	295
2021Q4	COVID και μετά	894.57	69.50	1342.00	10.51	4.4	12.8	0.00	4.8	1.20	295
2022Q1	COVID και μετά	907.80	73.10	1411.00	7.81	7.4	13.8	0.00	4.5	2.20	374
2022Q2	COVID και μετά	877.31	76.50	1477.00	6.69	11.2	12.4	0.00	3.9	3.60	414
2022Q3	COVID και μετά	837.57	80.10	1546.00	4.03	11.5	11.6	1.25	2.8	4.20	489
2022Q4	COVID και μετά	883.84	83.40	1610.00	4.06	9.0	11.9	2.50	2.1	4.50	698
2023Q1	COVID και μετά	1038.75	87.40	1687.00	1.99	6.0	11.8	3.50	1.8	4.30	497
2023Q2	COVID και μετά	1174.03	91.20	1761.00	3.49	3.1	11.2	4.00	1.5	3.90	605

2023Q3	COVID και μετά	1286.44	94.60	1827.00	1.43	2.3	10.8	4.50	1.2	3.80	514
2023Q4	COVID και μετά	1229.91	97.10	1875.00	1.71	3.2	10.5	4.50	1.1	3.50	517
2024Q1	COVID και μετά	1386.18	99.80	1927.00	1.19	3.1	12.1	4.50	1.5	3.40	520
2024Q2	COVID και μετά	1437.15	102.30	1975.00	2.07	2.4	9.8	4.25	2.1	3.50	690
2024Q3	COVID και μετά	1436.25	104.10	2010.00	2.53	2.9	9.0	3.65	2.8	3.30	784
2024Q4	COVID και μετά	1424.26	105.80	2043.00	2.43	2.5	9.5	3.15	3.4	3.10	756
2025Q1	COVID και μετά	1685.24	110.60	2135.00	2.20	2.6	10.4	2.50	10.6	3.41	2100
2025Q2	COVID και μετά	1810.40	113.40	2190.00	1.70	2.9	8.6	2.00	11.5	3.36	3400
2025Q3	COVID και μετά	2034.15	115.20	2224.00	2.00	2.3	8.2	2.00	9.0	3.37	3880
2025Q4	COVID και μετά	2120.71	116.90	2258.00	2.40	2.3	8.3	2.00	9.3	3.34	2000

[1]Οι τιμές του πίνακα βασίζονται σε στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, της Τράπεζας της Ελλάδος και της Ελληνικής Στατιστικής Υπηρεσίας (ΕΛΣΤΑΤ).

[2]Οι τιμές της στήλης αποτελούν το μέσο όρο πανελληνίως υπάρχουν ακριβά άκρα (βόρεια και νότια προάστια αθηνών και νησιά) και φθηνά άκρα (Δυτική Μακεδονία).

Βιβλιογραφία

Akerlof, J. A., (1970). "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3), 488 – 500.

Alonso, W., (1964). "Location and Land Use. Toward a General Theory of Land Rent." Cambridge: Harward University Press.

Amihud, Y. and Mendelson, H., (1986). "Liquidity and Stock Returns." *Financial Analysts Journal* 42 (3), 43 – 48.

ATHEX. (2024). Annual Financial Report.

Bank of Greece. (2009). Report on Monetary Policy 2008–2009. Bank of Greece.

Bank of Greece. (2016). Annual Report of the Governor.

Bank of Greece. (2024). Monetary Policy Report.

Beltratti, A., & Morana, C. (2010). "International House Prices and Macroeconomic Fluctuations." *Journal of Banking & Finance* 34(3), 533 – 545.

Bernanke, B. S., and Gertler, M. (1995). "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *Journal of Economic Perspectives* 9(4), 27–48.

Brealey, R., Myers, S. and Allen, F. (2020). "Principles of Corporate Finance." McGraw-Hill Education.

Brueggeman, W. B., Fisher, J. D., (2016). "Real Estate Finance and Investments." McGraw-Hill Education

Brunnermeier, M. K. (2009). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008." *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77–100.

Case, K., and Shiller, R., (2003). "Is There a Bubble in the Housing Market?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 34 (2), 299 – 362.

Case K. E., Quigley, J. M. and Shiller, R. J., (2005). "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market." *Advances in Macroeconomics* 5 (1), 1 – 32.

Chan, S. H., Erickson, J., & Wang, K. (2003). «Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities.» Oxford University Press.

Damodaran, A. (2012). Investment Valuation (3rd ed.). Wiley.

Dipasquale, D., and Wheaton, W. C. (1996). "Urban economics and real estate markets." Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Engle, R. F., & Granger, C. W. J. (1987). "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing." *Econometrica* 55(2), 251–276.

Enterprise Greece. (2024). Annual Investment Report.

EPRA. (2023). European Public Real Estate Association – Market Report.

ESMA. (2023). Annual Report.

European Central Bank, (2024). "Annual Report."

European Commission. (2023). A Renovation Wave for Europe. Publications Office of the European Union.

European Commission. (2024). European Economic Forecast – Spring 2024. Publications Office of the European Union.

European Commission. (2023). MiFID II and Capital Markets Framework.

European Commission. (2020). Enhanced Surveillance Report – Greece.

European Central Bank. (2022). Financial Stability Review.

European Parliament. (2024). Directive (EU) on the Energy Performance of Buildings (EPBD Recast).

Eurostat. (2024). Housing statistics. Publications Office of the European Union.

Fabozzi, F. J., Modigliani, F., Jones, F. J., and Ferri, M. G., (2010). "Foundations of Financial Market and Applications." Prentice Hall, Pearson.

Fabozzi, F. J. (2021). Bond Markets, Analysis and Strategies (10th ed.). Pearson.

Fama, E. F., (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *The Journal of Finance*, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y, 25 (2), 383 – 417.

Geltner, D., (2015). "Real Estate Price Indices and Price Dynamics: An Overview from an Investments Perspective." *Annual Review of Financial Economics*, 7, 615-633.

Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., and Eichholtz, P. (2014). "Commercial Real Estate Analysis and Investments (3rd ed.)." Cengage Learning.

Goodhart, C., and Hofmann, B. (2008). "House Prices, Money, Credit, and the Macroeconomy." *Oxford Review of Economic Policy* 24(1), 180–205.

Hoskins, D. J., (2023). "Urban Land Institute Annual Report."

Hull, J. C., (2022). "Options, Futures, and Other Derivatives." Pearson Education Limited, United Kingdom.

Hill, J. M., Nadig, D., and Hougan, M. (2021). "A Comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds (ETFs)." CFA Institute Research Foundation.

IFRS Foundation. (2023). IFRS 9 Financial Instruments.

MF. (2021). World Economic Outlook.

International Energy Agency (IEA). (2023). Energy Efficiency 2023. Paris: International Energy Agency.

International Monetary Fund (IMF). (2022). Global Housing Markets: Stability, Affordability and Policy Challenges. Washington, DC: International Monetary Fund.

International Valuation Standards Council (IVSC). (2024). International Valuation Standards 2024. London: IVSC.

IPCC, (2023). "Climate Change 2023: Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change." H. Lee and J. Romero (eds.), Geneva, Switzerland, pp. 35-115.

Johansen, S. (1991). "Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models." *Econometrica* 59(6), 1551–1580.

Jones Lang LaSalle (JLL) (2024). "The Global Real Estate Transparency Index2024."

Kahneman, D. and Tversky, A., (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk." *Econometrica*, 47 (2) 263 – 292.

Kane, A., Bodie, Z. and Marcus, A. J., (2022). "Essentials of investments." McGraw-Hill LLC.

Kindleberger, C. P. and Aliber, R. Z. (2011). "Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises (6th ed.)." Palgrave Macmillan.

Levine, R. and Zervos, S., (1998). "Stock Markets, Banks, and Economic Growth." *The American Economic Review* 88 (3), 537 – 558.

Ling, D. C., Archer, W. R. (2021). "Real Estate Principles: A Value Approach." McGraw-Hill Education.

Ling, D. C. and Naranjo, A., (1999). "The Integration of Commercial Real Estate Markets and Stock Markets." *Real Estate Economics* 27 (3), 483 – 515.

Liow, K. H. (2012). "Co-movements and Correlations Across Asian Securitized Real Estate and Stock Markets." *Real Estate Economics* 40(1), 97–129.

Liu, Y., & Su, C. W. (2010). "The Relationship Between Housing Prices and Stock Prices: Evidence from European Countries". International Research Journal of Finance and Economics.

Malpezzi, S., et al. (2003). "Hedonic Pricing Models: A Selective and Applied Review." *Housing Economics and Public Policy*, 1, 67-89.

Mankiw, N. G. (2021). Principles of Economics (9th ed.). Cengage Learning.

Markowitz H. (1952). "Portfolio Selection." *The Journal of Finance* 7 (1), 77 – 91.

McGreal, S., de La Paz, P. T., Kupke, V., Rossini, P., Kershaw P. (2016). "Measuring the Influence of Space and Time Effects on Time on the Market." *Urban Studies* 53 (13), 2867 – 2884.

Mian, A., & Sufi, A. (2014). "House of Debt." University of Chicago Press.

Mills, E. S., (1972). "Studies in the Structure of the Urban Economy." Baltimore: The Johns Hopkins Press.

Mishkin, F. S., (2022). "Economics of Money, Banking, and Financial Markets." Pearson education, 13th global ed.

Mueller, G. R. (1995). "Understanding real estate's physical and financial market cycles." *Real Estate Finance*, 12(1), 47–52.

Mueller, G. R., & Pauley, K. R. (1995). "The Effect of Interest-Rate Movements on Real Estate Investment Trusts." *Journal of Real Estate Research* 10(3), 319–325.

Muth, R. F., (1969). "Cities and Housing: The Spatial Pattern of Urban Residential Land Use." Chicago and London: The University of Chicago Press.

NAREIT. (2024). REIT Industry Fact Sheet.

OECD. (2020). OECD Economic Surveys: Greece 2020. Paris: OECD Publishing.

OECD. (2021). Brick by Brick: Building Better Housing Policies. Paris: OECD Publishing.

OECD. (2023). Brick by Brick: Better Housing Policies. Paris: OECD Publishing.

OECD. (2023). OECD Corporate Governance Factbook.

OECD. (2023). Economic Surveys: Greece.

Okunev, J., and Wilson, P. (1997). "Using Nonlinear Tests to Examine Integration Between Real Estate and Stock Markets." *Real Estate Economics* 25(3), 487–503.

Pagliari, J. L. (2017). "The Relative Merits of Real Estate as an Asset Class." University of Chicago.

Pyhrr, S., Roulac, S., Born, W., (1999). "Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy." *Journal of Real Estate Research* 18 (1), 7 – 68.

Quan, D. C. and Titman, S., (1999). "Do Real Estate Prices and Stock Prices Move Together? An International Analysis." *Real Estate Economics* 27 (2), 183 – 207.

RICS. (2022). RICS Global Commercial Property Monitor. Royal Institution of Chartered Surveyors.

Rosen, S., (1974). "Hedonic Prices and Implicit Markets: Product Differentiation in Pure Competition." *Journal of Political Economy*, 82 (1), 34 – 55.

Ross, S.A., Westerfield, R., Jordan, B.D. (2022). "Fundamentals of Corporate Finance." New York, NY : McGraw-Hill Companies, Inc.

S&P Global Ratings. (2023). Research Update: Greece Sovereign Rating.

Samuelson, P. A. (1965). "Proof That Properly Discounted Present Values of Assets Vibrate Randomly." *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 4 (2), 369 – 374.

Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (1999). "Investments: International Edition (6th ed.)." London: Prentice Hall International Inc.

Shiller, R. J., (2015). "Irrational Exuberance Revised and Expanded third Edition." Princeton, NJ: Princeton University Press.

Stulz, P.M. (2010). "Credit Default Swaps and the Credit Crisis." *Journal of Economic Perspectives* 24 (1), 73–92.

United Nations Environment Programme, UNEP, (2023). "Annual Report." United Nations Avenue, Gigiri, Nairobi, Kenya.

United Nations. (2015). Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development. New York: United Nations.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (2023). World Investment Report 2023. Geneva: United Nations.

United Nations Environment Programme (UNEP). (2023). Global Status Report for Buildings and Construction 2023. Nairobi: UNEP.

United Nations Principles for Responsible Investment (UN PRI). (2023). Real Estate Investment and ESG. London: UN PRI.

World Bank. (2023). World Development Report 2023. Washington, DC: World Bank.

World Economic Forum. (2023). The Future of Real Estate. Geneva: World Economic Forum.

World Green Building Council. (2023). The Business Case for Green Buildings. London: WGBC.

Zehra, K., (2022). "RICS sustainability report 2022." Published by the Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) RICS, Parliament Square, London.

Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2023). Απογραφή Πληθυσμού και Κατοικιών 2021. Πειραιάς: ΕΛΣΤΑΤ.

Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ). (2024). Δείκτες Οικοδομικής Δραστηριότητας. Πειραιάς: ΕΛΣΤΑΤ.

Ελληνικό Κτηματολόγιο. (2024). Ετήσια Έκθεση Προόδου. Αθήνα.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. (2024). Ετήσια Έκθεση.

Καραθανάσης, Γ. (2008). "Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστήριο." Εκδόσεις Μπένου.

Νόμος 2778/1999. Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ).

Τράπεζα της Ελλάδος. (2021). Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική 2020–2021. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος. (2022). Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική 2021–2022. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος. (2023). Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική 2022–2023. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος. (2024). Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική 2023–2024. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος. (2024). Δείκτες Τιμών Διαμερισμάτων. Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος. (2024). Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική.

Τράπεζα της Ελλάδος. (2014). Η Ελληνική Οικονομία: Ιστορική Ανασκόπηση.

Υπουργείο Μετανάστευσης και Ασύλου. (2024). Πρόγραμμα Χορήγησης Άδειας Διαμονής μέσω Επενδύσεων (Golden Visa).

Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας. (2024). Πρόγραμμα Εξοικονομώ 2024.

Χρηματιστήριο Αθηνών. (2024). Ιστορική Αναδρομή και Στατιστικά Στοιχεία.

Υπεύθυνη Δήλωση Συγγραφέα:

Δηλώνω ρητά ότι, σύμφωνα με το άρθρο 8 του Ν.1599/1986, η παρούσα εργασία αποτελεί αποκλειστικά προϊόν προσωπικής μου εργασίας, δεν προσβάλλει κάθε μορφής δικαιώματα διανοητικής ιδιοκτησίας, προσωπικότητας και προσωπικών δεδομένων τρίτων, δεν περιέχει έργα/εισφορές τρίτων για τα οποία απαιτείται άδεια των δημιουργών/δικαιούχων και δεν είναι προϊόν μερικής ή ολικής αντιγραφής, οι πηγές δε που χρησιμοποιήθηκαν περιορίζονται στις βιβλιογραφικές αναφορές και μόνον και πληρούν τους κανόνες της επιστημονικής παράθεσης.