

Χάρος αειχώρος

ΚΕΙΜΕΝΑ ΠΟΛΕΟΔΟΜΙΑΣ, ΧΩΡΟΤΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

ΤΟΜΟΣ 4
VOLUME 4

ΤΕΥΧΟΣ 2
ISSUE 2

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2005
NOVEMBER 2005



ΣΥΝΤΑΚΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας
*Τμήμα Μηχανικών Χωροταξίας, Πολεοδομίας
και Περιφερειακής Ανάπτυξης*

ΚΟΚΚΩΣΗΣ ΧΑΡΗΣ

ΜΠΕΡΙΑΤΟΣ ΗΛΙΑΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ ΔΗΜΗΤΡΗΣ

ΠΕΤΡΑΚΟΣ ΓΙΩΡΓΟΣ

ΓΟΥΣΙΟΣ ΔΗΜΗΤΡΗΣ

ΔΕΦΝΕΡ ΑΛΕΞΗΣ

ΨΥΧΑΡΗΣ ΓΙΑΝΝΗΣ

ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΣΥΝΤΑΞΗΣ

Αραβαντινός Αθανάσιος	- ΕΜΠ
Ανδρικόπουλος Ανδρέας	- Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών
Βασενχόβεν Λουδοβίκος	- ΕΜΠ
Γιαννακούρου Τζίνα	- Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας
Γιαννιάς Δημήτρης	- Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας
Δελλαδέτσιμας Παύλος	- Χαροκόπειο Πανεπιστήμιο
Δεμαθάς Ζαχαρίας	- Πάντειο Πανεπιστήμιο
Ιωαννίδης Γιάννης	- Tufts University, USA
Καλογήρου Νίκος	- ΑΠΘ
Καρύδης Δημήτρης	- ΕΜΠ
Κοσμόπουλος Πάνος	- ΔΠΘ
Κουκλέλη Ελένη	- University of California, USA
Λαμπριανίδης Λόης	- Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
Λουκάκης Παύλος	- Πάντειο Πανεπιστήμιο
Λουρή Ελένη	- Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών
Μαντουβάλου Μαρία	- ΕΜΠ
Μελαχροινός Κώστας	- University of London, Queen Mary, UK
Μοδινός Μιχάλης	- Εθν. Κέντρο Περιβ. και Αειφ. Ανάπτυξης (ΕΚΠΙΑΑ)
Μπριασούλη Ελένη	- Πανεπιστήμιο Αιγαίου
Παπαθεοδώρου Ανδρέας	- University of Surrey, UK
Παπτάς Βασίλης	- Πανεπιστήμιο Πατρών
Πρεβελάκης Γεώργιος-Στυλ.	- Universite de Paris I, France
Φωτόπουλος Γιώργος	- Πανεπιστήμιο Πατρών
Χαστάογλου Βίλμα	- ΑΠΘ

Διεύθυνση:

Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

Τμήμα Μηχανικών Χωροταξίας, Πολεοδομίας

και Περιφερειακής Ανάπτυξης

Περιοδικό ΔΕΙΧΩΡΟΣ

Πεδίον Άρεως, 38334 ΒΟΛΟΣ

<http://www.prd.uth.gr/aeihoros> e-mail: aeihoros@prd.uth.gr

τηλ.: 24210 – 74456 fax: 24210 – 74380



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

Επιστημονικό Περιοδικό

αειχώρος

Επιμέλεια έκδοσης: Άννα Σαμαρίνα — Παναγιώτης Πανταζής
Λαγού: Παναγιώτης Πανταζής
Σχεδιασμός εξωφύλλου: Γιώργος Παρασκευάς — Παναγιώτης Πανταζής
Εκτύπωση: Αλέκος Ξουράφας
Κεντρική διάθεση: Πανεπιστημιακές Εκδόσεις Θεσσαλίας

Περιεχόμενα

Τριανταφυλλόπουλος Ν.	4
Η Κρίση της Αγοράς Γραφείων της Αθήνας: Μια Ερμηνευτική Προσέγγιση	
Ζεντέλης Π.	34
Κατεχόμενη Ακίνητη Περιουσία του Δημοσίου. Γεωγραφική Απεικόνιση και Κανόνες Εκποίησης	
Μεταξάς Θ.	62
Μάρκετινγκ του Τόπου (Πόλης): Προσδιορισμός, Σχεδιασμός, Εφαρμογή και Αποτελεσματικότητα	
Μηλιώνης Σ.	100
Προς μια Συνολικότερη Άποψη της Διαδικασίας του Μάρκετινγκ Πόλεων	
Θεοδωρά Γ., Λουκάκης Π.	128
Τυπολόγηση των Ελληνικών Πόλεων με Κριτήρια Περιφερειακής Εμβέλειας	
ΑΠΩΣΕΙΣ	158
Συνέντευξη με τον Harvey Armstrong	160

Η Κρίση της Αγοράς Γραφείων της Αθήνας: Μια Ερμηνευτική Προσέγγιση

Νίκος Τριανταφυλλόπουλος

Εντεταλμένος διδασκαλίας (Π.Δ. 407/80), Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

Περίληψη

Στην εργασία αυτή διερευνώνται οι κύριοι μακροοικονομικοί, μικροοικονομικοί και θεσμικοί παράγοντες που προκάλεσαν την άνοδο και πτώση των τιμών των χώρων γραφείων στη μητροπολιτική Αθήνα κατά την περίοδο 1995-2005. Οι οικονομικές και θεσμικές προϋποθέσεις για τη δόμηση ενός αυτοτροφοδοτούμενου κερδοσκοπικού συστήματος παραγωγής γραφείων που προκάλεσε την άνοδο των τιμών και την υπερ-παραγωγή γραφείων δημιουργήθηκαν σταδιακά. Με την προοδευτική απελευθέρωση της αγοράς κεφαλαίων και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τα επιτόκια βρίσκονταν σε συνεχή πτώση, ενώ το ύψος του τραπεζικού δανεισμού για επενδύσεις σε ακίνητα απελευθερώθηκε. Οι εγγενείς δυσλειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος εντάθηκαν με την επίρρωση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών, ο οποίος οδήγησε σε ευχερείς χορηγήσεις δανείων για την κατασκευή νέων χώρων. Μέσα σε ένα περιβάλλον υψηλής ρευστότητας κεφαλαίων και αισιόδοξης συλλογικής ψυχολογίας αναφορικά με την πορεία της οικονομίας και της κτηματαγοράς, οι μισθωτικές αξίες των γραφείων γνώρισαν συνεχή άνοδο. Οι μηχανισμοί μιας αναποτελεσματικής αγοράς και το ισχύον φορολογικό σύστημα δημιούργησαν ευκαιρίες για επενδύσεις σε γραφεία, μέσω των οποίων ήταν δυνατό να νομιμοποιηθούν σημαντικά κεφάλαια της παραοικονομίας.

Λέξεις κλειδιά

Αγορά ακινήτων, χρηματοπιστωτικό σύστημα, κεντρικές λειτουργίες, φορολογικό σύστημα, ψυχολογία αγοράς, παραοικονομία, Αθήνα.

The Crisis of the Office Market in Athens: An Interpretative Approach

This paper attempts to explore the macroeconomic, microeconomic and institutional factors that played a role in the boom-and-bust in the Athens metropolitan area office market during the 1995-2005 period. Under the gradual deregulation of both the capital market and the financial system, interest rates were continuously decreasing. Due to fierce competition in the banking sector, the dysfunctions of the financial system were accentuated; this led to substantial loans being easily granted for the construction of new offices. Within a context of high fund liquidity, investor's optimism about economy and real estate market, rental values were constantly increased. The inefficient property market and the existing taxation system, created opportunities for investing in offices, through which, the legalization of significant funds resulting from the underground economy activities was possible.

Keywords

Property market, financial system, taxation system, market behaviour, underground economy, Athens.

ΓΕΝΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Έπειτα από μια θεαματική άνοδο των τιμών των γραφείων στη μητροπολιτική Αθήνα κατά τη δεκαετία του 1990, από τα μέσα του 2001 εντοπίζονται σημαντικής συνολικής επιφάνειας κενοί χώροι γραφείων¹, ενώ οι μισθωτικές τους αξίες ακολουθούν συνεχή πτωτική πορεία. Η σημαντική μείωση των τιμών αστικών ακινήτων, αποτελεί νέο φαινόμενο για την ελληνική κτηματαγορά. Το ερώτημα που τίθεται είναι διττό: πρόκειται για μια εξέλιξη η οποία είναι φυσιολογική και εγγενής στην κυκλική πορεία κάθε αγοράς ακινήτων, ή πρόκειται για μια κερδοσκοπική "φούσκα" (*bubble*), όπως αυτές που σημειώθηκαν σε άλλες "ώριμες" αγορές μεγάλων μητροπόλεων όπως του Λονδίνου, του Παρισιού, της Βοστώνης, του Τόκιο, του Σίδνεϋ και άλλων πόλεων, κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1980 έως και τις αρχές της δεκαετίας του 1990;

Η παρούσα εργασία δεν αποσκοπεί σε μια μονοσήμαντη απάντηση του παραπάνω ερωτήματος, το οποίο συνιστά ουσιαστικά μια υπόθεση εργασίας. Επιδίωξη επίσης της εργασίας δεν αποτελεί η προσέγγιση των μηχανισμών της αγοράς γραφείων με στόχο τη διαμόρφωση ενός θεωρητικού μοντέλου. Βασικός σκοπός της είναι ο εντοπισμός και η διερεύνηση εκείνων των κύριων παραγόντων και των μηχανισμών που πιθανότατα

¹ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι γραφειακοί χώροι θεωρούνται στην αγορά εκείνοι που έχουν κατασκευασθεί αποκλειστικά για επαγγελματική χρήση, σε ανάλογη κατασκευής κτίρια, και όχι διαμερίσματα πολυκατοικιών ή χώροι σε άλλα κτίρια μεικτών χρήσεων.

λειτούργησαν και προκάλεσαν την άνοδο και την πτώση των τιμών στην αγορά γραφείων της Αθήνας.

Δύο βασικές συνθήκες, που οριοθετούν και τις ερμηνευτικές δυνατότητες της παρούσας εργασίας πρέπει να διατυπωθούν:

Η πρώτη αφορά την αδιαφάνεια της ελληνικής κτηματαγοράς και της έλλειψης δεδομένων σχετικά με την αγορά γραφείων, και η οποία αποτελεί κύριο στοιχείο της ανωριμότητάς της. Βασικά στοιχεία για την ανάλυση της κτηματαγοράς, όπως οι νέες κατασκευές και η γεωγραφική τους θέση, οι τιμές μίσθωσης και –ιδιαίτερα– τα ποσοστά κενών² δεν είναι διαθέσιμα. Όπως επιβεβαιώνεται και από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF, 2005) καθώς και το IOBE (Μπαλωμένος και Παλάσκας, 2006)³, δεν υπάρχει επίσημη και αξιόπιστη πληροφόρηση για την ελληνική κτηματαγορά, πλην του δείκτη μεταβολής των τιμών των κατοικιών που δημοσιεύεται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Σύμφωνα με έκθεση της Jones Lang LaSalle (JLL, 2006) σχετικά με τη διαφάνεια των αγορών ακινήτων, η Ελλάδα κατατάσσεται στην 34^η θέση μεταξύ 56 χωρών. Η χαμηλή διαφάνεια της ελληνικής κτηματαγοράς είναι αδιαμφισβήτητη, παρά το γεγονός ότι τέτοιες εκθέσεις εξυπηρετούν συχνά τους επιχειρηματικούς σκοπούς πολυεθνικών εταιρειών συμβούλων που διαχειρίζονται και κατευθύνουν μεγάλα κεφάλαια θεσμικών επενδυτών (de Magalhães, 2001) προς επενδύσεις σε ακίνητα επιλεγμένων αγορών, και ιδιαίτερα σε τιτλοποιημένα ιδιοκτησιακά δικαιώματα επί χαρτοφυλακίων ακινήτων, δηλαδή σε διαπραγματευσίμους στο χρηματιστήριο τίτλους Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ακίνητης Περιουσίας (REITs)⁴. Επισημαίνεται ότι η αγορά γραφείων της Αθήνας θεωρείται μικρή και ελάχιστα ελκυστική σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές αγορές, και προσέλκυσε την όποια προσοχή των μεγάλων διεθνών εταιρειών συμβούλων μόλις από τις αρχές της δεκαετίας που διανύεται⁵.

² Ο καλύτερος δείκτης για την παρακολούθηση της πορείας μιας αγοράς ακινήτων είναι το ποσοστό των κενών χώρων (*vacancy rate*) (Prichett, 1984· Hanink, 1996· Pyhr κ.ά., 1999).

³ Οι ερευνητές του IOBE σημειώνουν την έλλειψη στατιστικών στοιχείων, ενώ οι ίδιοι χρησιμοποιούν για την αγορά γραφείων στοιχεία που προέρχονται από εκτιμήσεις εταιρειών που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα (DTZ, Δανός-CB Richard Ellis, DB). Σε ότι αφορά το απόθεμα γραφειακών χώρων στην Αθήνα εκτιμάται σε 3,1 εκατομμύρια τετραγωνικά μέτρα, εκτός των χώρων άλλης χρήσης που μετατράπηκαν σε γραφεία. Η αξιοπιστία των στοιχείων αυτών κρίνεται αμφισβητήσιμη.

⁴ Στην Ελλάδα το θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ακίνητης Περιουσίας (*Real Estate Investment Trusts*) τέθηκε σε ισχύ με το ν. 2778/1999, αλλά ο θεσμός δεν έχει ακόμη αναπτυχθεί σε αξιοσημείωτο βαθμό. Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι θεωρητικά, η τιτλοποίηση της ακίνητης περιουσίας μέσω των REITs ευνοεί τη βελτίωση του επιπέδου διαφάνειας της αγοράς, δεδομένου ότι για την αποτελεσματική διαχείριση των χαρτοφυλακίων ακινήτων υπάρχει αδήρητη ανάγκη για ύπαρξη αξιόπιστων επεξεργασμένων στοιχείων και διάφανου θεσμικού πλαισίου.

⁵ Βλέπε σχετικές περιοδικές εκθέσεις για τις αγορές γραφείων στην Ευρώπη των εταιρειών DTZ, CB Richard Ellis, Savills και Jones Lang LaSalle.

Η δεύτερη συνθήκη αφορά την έλλειψη βιβλιογραφίας ή μελετών σχετικών με την ελληνική κτηματαγορά και ειδικότερα την αγορά γραφείων.

Στην παρούσα εργασία γίνεται αρχικά μια σύντομη θεώρηση των σχετικών με το αντικείμενο της εργασίας νεοκλασικών και θεσμικών θεωρητικών προσεγγίσεων. Ακολουθεί παρουσίαση της εξέλιξης της αγοράς γραφείων στην Αθήνα, και η ανάλυση του (μακρο) και (μικρο) περιβάλλοντος της αγοράς, με την αξιοποίηση δεδομένων προερχόμενων από ίδια έρευνα, καθώς και από φορείς και εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο χώρο. Επισημαίνεται ότι πολλές από τις διαθέσιμες πληροφορίες και δεδομένα που έχουν ληφθεί υπόψη στην προβληματική της εργασίας δεν είναι δυνατό να δημοσιοποιηθούν, επειδή έχουν χαρακτηριστεί ως προσωπικά ή εταιρικά απόρρητα σύμφωνα με το ν. 2472/97⁶.

ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΥΚΛΙΚΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΓΡΑΦΕΙΩΝ

Η έννοια της κυκλικότητας της αγοράς ακινήτων δεν έχει πάντα αποδοθεί με σαφήνεια. Ένας από τους πιο ενδιαφέροντες ορισμούς της έχει δοθεί από το **Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS, 1994)**: *"Οι κύκλοι ακινήτων αποτελούν περιοδικές, αλλά άρρυθμες διακυμάνσεις της συνολικής απόδοσης ακινήτων, η οποία όμως έχει επιπτώσεις και είναι εμφανής και σε άλλους δείκτες που αφορούν τις δραστηριότητες σχετικές με τα ακίνητα, και οι οποίοι απεικονίζουν καταστάσεις που προηγούνται ή ακολουθούν τη συνολική πορεία του κύκλου"*. Κάθε αγορά ακινήτων ακολουθεί τη δική της ανεξάρτητη κυκλική πορεία (Wheaton, 1999), ενώ εντοπίζεται "φούσκα" στην κυκλική κίνησή της όταν οι τιμές των ακινήτων διαφοροποιούνται σημαντικά σε σχέση με τις θεμελιώδεις αξίες τους (Stiglitz, 1990 · Renard, 1993 και 1996 · Shiller, 2006).

Οι περισσότερες μελέτες που έχουν εκπονηθεί ήδη από τη δεκαετία του 1980 και διερευνούν τις συσχετίσεις διαφόρων οικονομικών παραγόντων με την αγορά γραφείων σε διάφορες χώρες, προέρχονται από οικονομολόγους της νεοκλασικής σχολής (Kling και McCue, 1987 · Corcoran, 1987 · Grenadier, 1995 και 1996 · Gordon κ.ά., 1996 · Wheaton, 1987 και 1999 · Hendershott, 1996, Wheaton κ.ά., 1997 · Pyhrr κ.ά., 1999 · Björklund και Söderberg, 1999 · Quan και Titman 1999 · De Wit και Van Dijk, 2003). Τα οικονομετρικά μοντέλα που αναπτύσσουν, διερευνούν τις δυνητικές συσχετίσεις μεταξύ των μικροοικονομικών και μακροοικονομικών παραγόντων, οι οποίοι πιθανότατα επηρεάζουν τις κυκλικές κινήσεις της αγοράς και προκαλούν την εκδήλωση φαινομένων "φούσκας", χωρίς

⁶ Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι σε κάθε επαγγελματική μελέτη όλων των εταιρειών συμβούλων, δηλώνεται ότι απαγορεύεται ρητά η οποιαδήποτε αναφορά στα αποτελέσματα και τα στοιχεία της και συχνά ακόμη και στην εκπόνησή της.

όμως να έχουν καταφέρει έως σήμερα να εντοπίσουν με ασφάλεια τους παράγοντες που τις προκαλούν και τις συσχετίσεις μεταξύ τους. Για παράδειγμα, σύμφωνα με τον **Brown (1984)** υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των κύκλων της οικονομίας και των αποδόσεων του τομέα των ακινήτων, αλλά αντίθετα, κατά τους **Wheaton (1987)** και **Grenadier (1995)** οι κυκλικές κινήσεις των αποδόσεων των επενδύσεων, των κατασκευών και των ποσοστών κενών χώρων τις περισσότερες φορές δεν συμπίπτουν με τις κυκλικές μακροοικονομικές μεταβολές. Οι **Wheaton και Torto (1988)** αδυνατούν να εξηγήσουν ικανοποιητικά στο μοντέλο τους την απότομη συμπεριφορά ανόδου και πτώσης (*boom-and-bust*) της αγοράς γραφείων. Τα νεοκλασικά μοντέλα αδυνατούν επίσης να ενσωματώσουν παράγοντες όπως οι συνθήκες του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος, της εθνικής οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενώ δε λαμβάνουν υπόψη τους τις πολύπλοκες αστικές μεταβολές και λειτουργίες. Πλέον των παραπάνω, σημειώνουμε ότι τα μοντέλα που αναπτύσσονται αφορούν αγορές όπου υπάρχουν διαθέσιμα επίσημα στατιστικά στοιχεία, αν και η ποιότητα αυτών δεν είναι πάντα αδιαμφισβήτητη, γεγονός που υποθηκεύει τις ερμηνευτικές τους δυνατότητες (**Shilton και Tandy, 1993** · **Louargand, 1998** · **Pugh και Dehesh, 2001** · **Ball και Tsolakos, 2002**).

Για την περισσότερο σφαιρική θεώρηση της κτηματαγοράς σε σχέση με τις νεοκλασικές προσεγγίσεις χρησιμοποιούνται, *mutatis mutandis*, προσεγγίσεις των Θεσμικών Οικονομικών (*Institutional Economics*), παρά τα όποια θεωρητικά και μεθοδολογικά προβλήματα εντοπίζονται συχνά σε αυτές (**Healey, 1991** · **Ball κ.ά., 1998** · **Ball, 1998** · **Guy και Henneberry, 2000** · **Samuels, 2000**). Η θεσμική προσέγγιση αναγνωρίζει εν γένει ότι η κτηματαγορά σχετίζεται στενά με τις γενικότερες κρατικές πολιτικές, το εθνικό και τοπικό οικονομικό περιβάλλον, το χρηματοπιστωτικό σύστημα, το φορολογικό σύστημα, τις πολεοδομικές ρυθμίσεις και άλλους, εξωγενείς σε αυτή παράγοντες. Οι επιρροές του θεσμικού πλαισίου στην κτηματαγορά είναι απεριόριστες, και εκτείνονται από τη νομοθεσία περί πτωχεύσεως, τα μέτρα ελέγχου του επιχειρηματικού κινδύνου και της διαφθοράς, έως την πολιτική γης (**Pugh και Dehesh, 2001**). Στα πλαίσια μιας γενικότερης θεώρησης των περι της ακίνητης ιδιοκτησίας θεσμών (**Jütting, 2003** · **Searle, 2005**) δεχόμαστε ότι σε αυτούς συμπεριλαμβάνονται οι ρητοί και άρητοι νόμοι και κανονιστικές ρυθμίσεις, και γενικότερα οι τυπικές και άτυπες σχέσεις της κοινωνίας και της οικονομίας με την ακίνητη ιδιοκτησία.

Δεδομένης της τέλει έλλειψης αξιόπιστων ποσοτικών στοιχείων, αλλά και των αδυναμιών των νεοκλασικών μοντέλων που προαναφέρθηκαν, η οποιαδήποτε διερεύνηση της αγοράς γραφείων στην Αθήνα, μέσα από μια προσέγγιση βασισμένη αποκλειστικά στη σχέση της προσφοράς με τη ζήτηση, ή η ανάπτυξη ενός οικονομετρικού μοντέλου, θεωρούμε ότι θα αποτελούσαν άτοπη μεθοδολογική άσκηση. Αντίθετα, η ανάλυση των

μηχανισμών της αγοράς μέσα από μία θεσμική προσέγγιση στην οποία ενσωματώνονται χρήσιμα αποτελέσματα νεοκλασικών προσεγγίσεων, αποτελεί κατά τη γνώμη μας όχι μόνο τη μοναδική, αλλά και τη ρεαλιστικότερη επιλογή.

ΟΡΙΣΜΕΝΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΓΡΑΦΕΙΩΝ ΤΗΣ ΑΘΗΝΑΣ

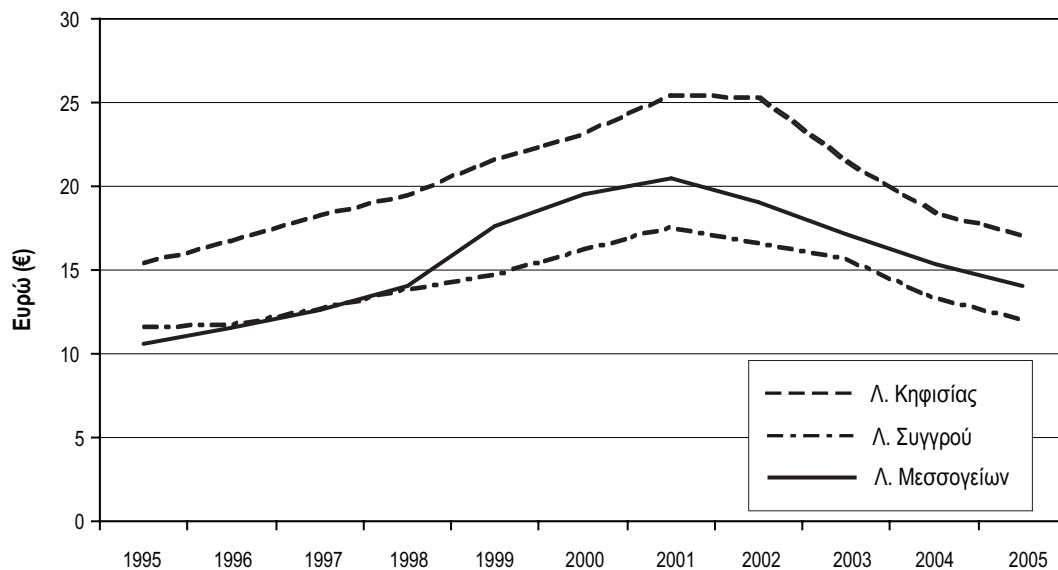
Οι περιοχές της Αθήνας στις οποίες εντοπίζονται οι σημαντικότερες χωρικές συγκεντρώσεις κτιρίων γραφείων, είναι τέσσερις:

- Το ιστορικό κέντρο της Αθήνας, και ιδιαίτερα πλησίον της πλατείας Συντάγματος και κατά μήκος των οδών Ακαδημίας, Σταδίου, Πανεπιστημίου και Αμαλίας. Άλλες περιοχές του κέντρου, όπως η περιοχή της πλατείας Ομονοίας, διαθέτουν ένα μεγάλο αλλά παλαιό και απαξιωμένο απόθεμα κτιρίων γραφείων, κυρίως ως αποτέλεσμα της ανυπαρξίας πολιτικής γης και διαχείρισης ακινήτων, αλλά και της εκτεταμένης συνιδιοκτησίας, η οποία κατέστησε τη διαχείριση και τη συντήρηση πολλών κτιρίων ιδιαίτερα προβληματική.
- Η λεωφόρος Κηφισίας αποτελεί άξονα κατά μήκος του οποίου αναπτύχθηκαν κτίρια γραφείων. Η σημαντικότερη χωρική συγκέντρωση παρατηρείται στο βόρειο τμήμα της, εντός των διοικητικών ορίων του Δήμου Αμαρουσίου.
- Η λεωφόρος Ανδρέα Συγγρού, από την κατασκευή της κατά τη δεκαετία του 1960 αποτέλεσε προνομιακό άξονα εγκατάστασης εμπορικών επιχειρήσεων και γραφείων, αφού εξασφάλιζε ευχερή πρόσβαση προς το εμπορικό και διοικητικό κέντρο της πρωτεύουσας, τα προνομιούχα νότια προάστια, τον Πειραιά και το αεροδρόμιο του Ελληνικού.
- Η λεωφόρος Μεσογείων, μετά τη θεαματική ανάπτυξη δραστηριοτήτων και τη συγκέντρωση πληθυσμού στα Βόρεια και Ανατολικά προάστια της πρωτεύουσας και στα Μεσόγεια, καθώς και την υλοποίηση μεγάλων δημόσιων έργων υποδομής όπως του υπόγειου αστικού σιδηροδρόμου, του προαστιακού σιδηροδρόμου, του νέου αεροδρομίου των Σπάτων και της Αττικής οδού.

Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν για τον προσδιορισμό της μεταβολής των τιμών των γραφείων συλλέχθηκαν από πρωτογενή έρευνα των αγγελιών των εφημερίδων "Τα Νέα" και "Καθημερινή", κατά τους μήνες Απρίλιο, Αύγουστο και Δεκέμβριο των ετών 1995-2005, και αφορούν ζητούμενες τιμές μίσθωσης και εμβαδά των χώρων (686 αγγελίες, επιλεγμένες έτσι ώστε να δημιουργηθεί κατά το δυνατόν ομοιογενές δείγμα). Η έρευνα αγοράς που διενεργήθηκε για τη συγκέντρωση στοιχείων της αγοράς γραφείων αφορά μόνο τις περιοχές των λεωφόρων Κηφισίας, Συγγρού και Μεσογείων. Στις περιοχές αυτών των οδικών αξόνων, το επίπεδο κατασκευής των κτιρίων είναι εν γένει παρόμοιο. Οι

παλαιοί απαξιωμένοι χώροι είναι εκεί ελάχιστοι σε σχέση με το κέντρο της Αθήνας, όπου τα σύγχρονων προδιαγραφών κτίρια γοήτρου που διαθέτονταν προς ενοικίαση κατά την περίοδο μελέτης ήταν ολιγάριθμα. Με την εφαρμογή της Μεθόδου Τιμών Μεταβίβασης (Hoesli και Thion, 1994) υπολογίσθηκαν οι μέσες ετήσιες μισθωτικές αξίες σε τρέχουσες τιμές. Λόγω των ανεπαρκών δεδομένων, δεν ήταν δυνατό να υπολογισθούν με αποδεκτό βαθμό ακρίβειας οι ετήσιοι συντελεστές αγοραίας απόδοσης (*initial yields*) για τις συγκεκριμένες αγορές.

Σχήμα 1. Εξέλιξη μισθωτικών αξιών χώρων γραφείων



Πηγή: Πρωτογενή στοιχεία από αγγελίες εφημερίδων "Τα Νέα" και "Καθημερινή"

Σύμφωνα με τα στοιχεία που προέκυψαν από την έρευνα αγοράς, οι μισθωτικές αξίες των γραφείων κατά την περίοδο 1995-2001 σημείωναν αύξηση περίπου 9% ετησίως (Σχήμα 1), ενώ αντίθετα σημείωσαν πτώση της τάξεως του 10% ετησίως κατά την περίοδο 2002-2005. Οι μεταβολές των μισθωτικών αξιών μπορεί να θεωρηθεί ότι αντιπροσωπεύουν σε ικανοποιητικό βαθμό και τις μεταβολές των αγοραίων αξιών, αφού οι τελευταίες, ιδιαίτερα για τα επαγγελματικά ακίνητα, προκύπτουν από την κεφαλαιοποίηση των μισθωτικών. Εν τούτοις, υπογραμμίζεται ότι οι συντελεστές αγοραίας απόδοσης (*initial yields*) σε κάθε περιοχή έχουν οπωσδήποτε μεταβληθεί (μειωθεί) κατά την περίοδο μελέτης, με συνέπεια τη σχετικά μικρότερη πτώση των αγοραίων αξιών, σε σχέση με εκείνη πτώση των μισθωτικών.

Η ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

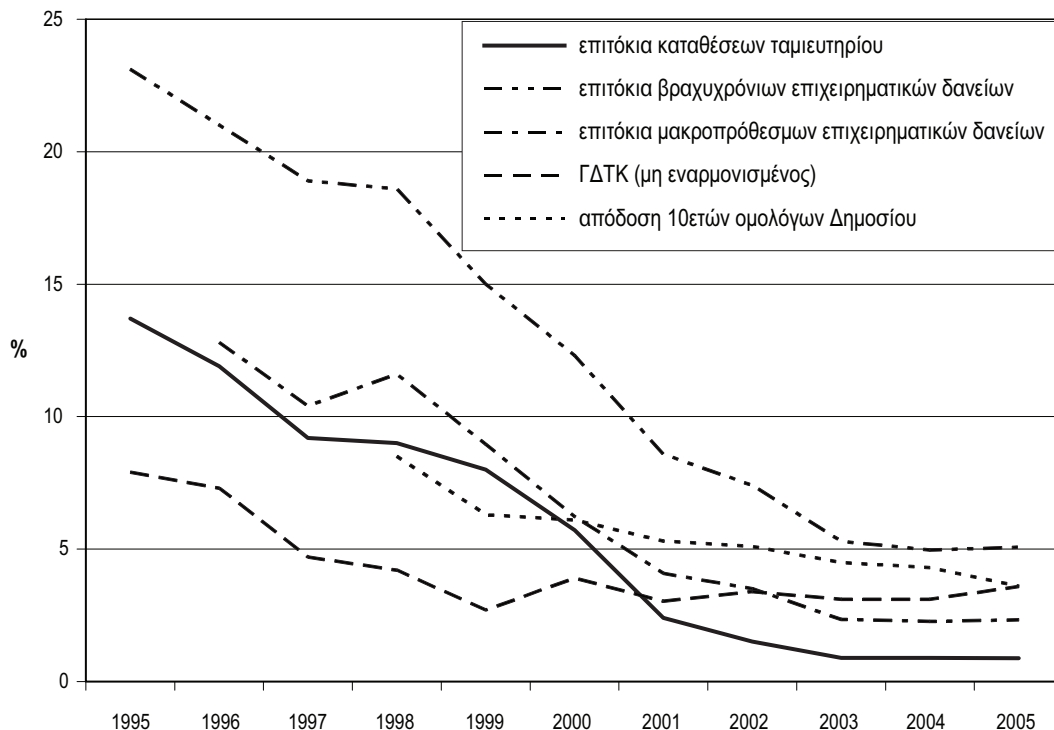
Η απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου και του χρηματοπιστωτικού συστήματος κατά τη δεκαετία του 1980 στις χώρες της ελεύθερης αγοράς, ενείχαν στοιχεία απορρυθμίσεως (ή επαναρρυθμίσεως) των αγορών, αναδιαμόρφωσης των σχέσεων μεταξύ κράτους, αγοράς και κοινωνίας και τη σχετική ένταξη των εθνικών αγορών στο διεθνές οικονομικό σύστημα (Renaud, 1997). Εντούτοις, μόλις κατά τη δεκαετία του 1990 άρχισε να γίνεται αντιληπτό ότι το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα υποφέρει από πολλές ατέλειες, είναι αναποτελεσματικό (Stiglitz, 2000), αλληλεξαρτάται με την αγορά ακινήτων, καθώς και ότι η απελευθέρωσή του οδηγεί προοδευτικά σε αστάθειες των κτηματαγορών σε διεθνές επίπεδο (Coakley, 1994· Aveline, 1995· Nappi-Choulet, 1997· Renaud, 1997· Dehesh και Pugh, 2000· Pugh και Dehesh, 2001).

Η έναρξη της διαδικασίας απελευθέρωσης της αγοράς κεφαλαίων και του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα τοποθετείται στο 1982, όταν καταργήθηκε η Νομισματική Επιτροπή και οι αρμοδιότητές της μεταβιβάστηκαν στην Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία ανεξαρτητοποιήθηκε πλήρως με το ν. 2548/1997. Βασικός σκοπός της Τράπεζας είναι πλέον η επίτευξη της σταθερότητας των τιμών, η παρακολούθηση και η αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου, των δανείων και των άλλων τοποθετήσεων των τραπεζών, η φερεγγυότητα και η εν γένει κεφαλαιακή τους ελάρκεια. Ειδικότερα, η απελευθέρωση της αγοράς κεφαλαίων προωθήθηκε το 1987 με την Οδηγία 566/1987 του Συμβουλίου Υπουργών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (η οποία ενσωματώθηκε στο ΠΔ 207/87), και ολοκληρώθηκε το 1994 (ΠΔ 104/94), ενώ η διαδικασία απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος εντάθηκε από το 1986 και ολοκληρώθηκε όταν η χώρα μπήκε στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ και υιοθέτησε την ενιαία νομισματική πολιτική, τον Ιανουάριο του 2001 (Βορίδης κ.ά., 2003). Στα πλαίσια της απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, σημαντικές παρεμβάσεις διευκόλυναν την τραπεζική χρηματοδότηση του κατασκευαστικού τομέα, όπως η άρση του περιορισμού στην τραπεζική χρηματοδότησή του το 1988, και η κατάργηση του ορίου που ίσχυε έως τότε για την τραπεζική χρηματοδότηση μέχρι του 70% της συνολικής αξίας ενός ακινήτου, τον Αύγουστο του 1990.

Κατά την περίοδο 1996-2000, σε μια προσπάθεια αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, η Τράπεζα της Ελλάδος υιοθέτησε τη στρατηγική της "σκληρής δραχμής". Για να υποστηριχθεί η πολιτική αυτή τα πραγματικά επιτόκια διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα, ενώ η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων χορηγήσεων και των επιτοκίων καταθέσεων κατά την περίοδο 1995-2000 ήταν κατά μέσο όρο 5,4 μονάδες (Gibson και Δεμέννας, 2002). Η πολιτική αυτή αποδείχθηκε επιτυχημένη, αφού προς τα τέλη της δεκαετίας του 1990 ο πληθωρισμός μειώθηκε σε επίπεδα κάτω του 4% (Σχήμα 2) και επιταχύνθηκε σημα-

ντικά ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης; παράλληλα όμως, προκάλεσε σημαντική εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό και καταγράφηκε υψηλή ρευστότητα στην αγορά (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 1999). Η Τράπεζα της Ελλάδος κατάφερε με τους χειρισμούς της να εξουδετερώσει τις επιπτώσεις της εισροής κεφαλαίων απορροφώντας μέρος της υπερβάλλουσας ρευστότητας ιδιαίτερα κατά τα έτη 1998-1999 (Βορίδης κ.ά., 2003).

Σχήμα 2. Μεταβολή βασικών τιμών επιτοκίων, ΔTK και απόδοσης 10ετών ομολόγων του δημοσίου

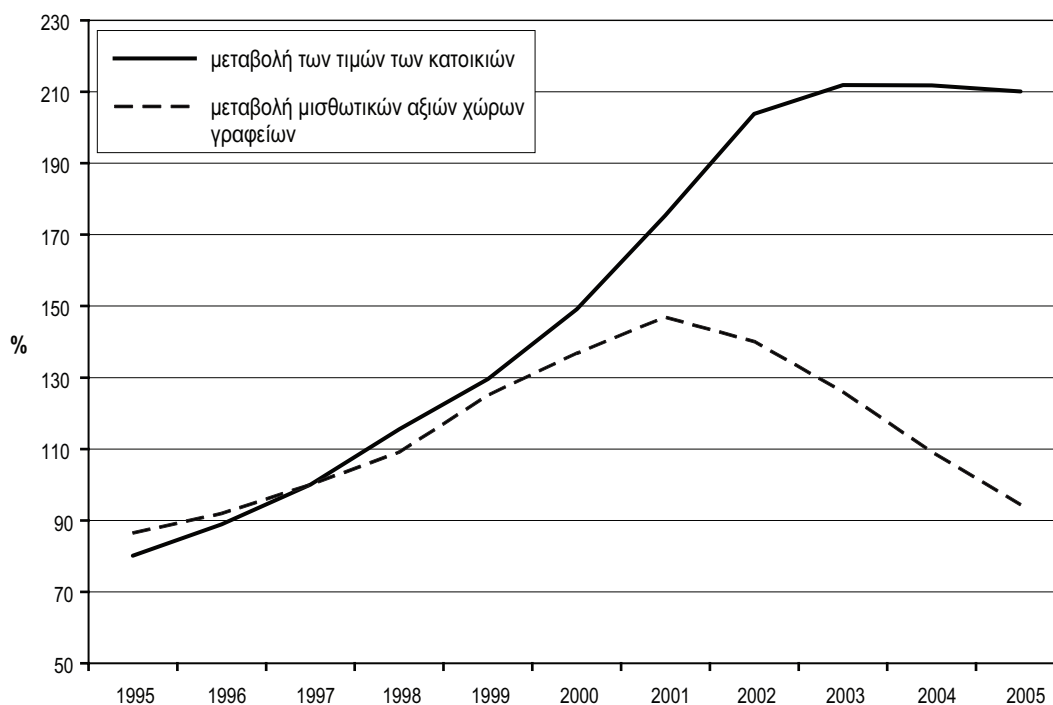


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η ρευστότητα των τραπεζών περιορίστηκε σημαντικά κατά το διάστημα 1999-2000, όταν οι καταθέτες, αναζητώντας μεγαλύτερες αποδόσεις των κεφαλαίων τους, αντιλήφθηκαν ότι μπορούσαν να επιλέξουν και άλλες μορφές επένδυσης, εκτός από τις καταθέσεις σε τράπεζες και ομόλογα (τα οποία φορολογούνταν ήδη από το 1991 και το 1997 αντίστοιχα), όπως το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, του οποίου η πορεία προς την εκδήλωση της "φούσκας" του είχε ήδη αρχίσει. Με την άνοδο των τιμών του, πολλές εταιρείες έσπευσαν να επωφεληθούν και να αντλήσουν κεφάλαια, τα οποία διοχέτευσαν στην αγορά. Σύμφωνα με στοιχεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το 1999 αντλήθηκαν περίπου

€12,9 δις και το 2000 €11,24 δις. Η εικόνα αυτή άλλαξε δραματικά μετά την πτώση του Χρηματιστηρίου. Από το 2001 και έπειτα, το ενδιαφέρον των εταιρειών σχεδόν εξαφανίστηκε, αφού η έκδοση μετοχών είχε μεγάλο κόστος ενώ συγχρόνως τα επιτόκια μειώθηκαν και ο δανεισμός των εταιρειών στην αγορά ομολόγων ή στις τράπεζες έγινε φθηνότερος. Για παράδειγμα, το 2001 αντλήθηκαν μόλις €1,22 δις (Αυλωνίτης και Βαρζελιώτη, 2003). Τέλος, στην ενίσχυση της συνολικής ρευστότητας στην αγορά θα πρέπει επίσης να συνυπολογισθούν και άλλες έμμεσες εισροές κεφαλαίων στη χώρα, όπως αυτές του Β' Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης.

Σχήμα 3. Μεταβολή των τιμών των κατοικιών στην Αθήνα (1) και μέση μεταβολή των μισθωτικών αξιών χώρων γραφείων στις τρεις περιοχές μελέτης (2)



Πηγή: (1) Τράπεζα της Ελλάδος, (2) ίδια έρευνα

Συσχετίσεις μεταξύ των μεταβολών των τιμών των μετοχών στο χρηματιστήριο και των τιμών στην κτηματαγορά, και ιδιαίτερα στην αγορά γραφείων, δεν έχουν εντοπισθεί με βεβαιότητα (Quan και Titman, 1999 · Brown κ.ά., 2001 · Καροπουλος και Siokis, 2005 · Liow, 2006). Οι μεταβολές στις ροές κεφαλαίων έχουν μακροπρόθεσμα πολύ σημαντικές

επιπτώσεις στις κυκλικές κινήσεις της κτηματαγοράς και στα ποσοστά κενών (*vacancy rates*) (Gordon, κ.ά., 1996). Κατά συνέπεια, όπως και στις περισσότερες χώρες (Renaud, 1997· Dehesh και Pugh, 2000· Pugh και Dehesh, 2001), η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η υψηλή ρευστότητα κεφαλαίων ενδέχεται να συνέβαλε στην αύξηση των τιμών των ακινήτων στην Ελλάδα, στην έναρξη της κυκλικής πορείας τους και στην αστάθεια της κτηματαγοράς, που πρώτα εκδηλώθηκε στην αγορά γραφείων της Αθήνας.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η αντιπαραβολή του ρυθμού αύξησης των τιμών της μεγαλύτερης και σημαντικότερης αγοράς ακινήτων –της αγοράς κατοικίας– και των μισθωτικών αξιών των γραφείων, παρά το γεγονός ότι οι δύο αγορές δεν είναι συγκρίσιμες. Σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος (Bank of Greece, 2006) κατά την περίοδο 1995-2002 οι αγοραίες αξίες των κατοικιών στην Αττική υπερδιπλασιάστηκαν. Ο ρυθμός αύξησής τους είναι ανάλογος με εκείνον της αγοράς γραφείων στην Αθήνα κατά τα έτη 1995-2001, όπως προέκυψε από την ίδια έρευνα (Σχήμα 3). Το φαινόμενο αυτό μπορεί να στηρίξει την άποψη ότι η πορεία της αγοράς ακινήτων και συγκεκριμένα της αγοράς γραφείων δεν σχετίζεται οπωσδήποτε με εγγενείς της αγοράς γραφείων εξελίξεις, όπως η ανάπτυξη του τομέα των υπηρεσιών του οποίου συντελεστής παραγωγής είναι οι χώροι γραφείων, αλλά στην επίδραση εξωγενών παραγόντων, όπως η απελευθέρωση της αγοράς κεφαλαίων και του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΓΡΑΦΕΙΩΝ

Όπως επισημαίνουν οι Dehesh και Pugh (2000) ο τομέας των ακινήτων εξαρτάται περισσότερο από άλλους –όπως για παράδειγμα η βιομηχανία– από τον τραπεζικό δανεισμό, και το φαινόμενο των "φουσκών" στην κτηματαγορά είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με την πιστωτική επέκταση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και εγγενή προβλήματα στη λειτουργία τους (Pugh και Dehesh, 2001). Η σημαντική πιστωτική επέκταση των ελληνικών τραπεζών είχε αρχίσει ήδη από τη δεκαετία του 1980 (Βορίδης κ.ά., 2003), ενώ με το ν. 2076/92 επιτράπηκε η εγκατάσταση στην Ελλάδα διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία επιχείρησαν να καλύψουν με ευνοϊκότερους όρους το κόστος και τις ανάγκες των επιχειρήσεων σε δανεισμό (π.χ. οι τράπεζες Credit Lyonnais, Bayerische Hypo-Und Vereinsbank, BNP-Paribas, Citibank, Société Générale, Bank of Cyprus, κ.ά.). Δεν είναι γνωστό το ύψος των χορηγήσεων δανείων για επενδύσεις γραφείων, αφού ο κάθε χρηματοπιστωτικός οργανισμός δεν παρέχει στην Τράπεζα της Ελλάδος στοιχεία σχετικά με τον προορισμό των δανείων που χορηγεί, αφού αυτά θα επέτρεπαν την αποκρυπτογράφηση των στρατηγικής σημασίας κινήσεων και επιλογών του.

Κατά την κρίσιμη περίοδο επέκτασης της αγοράς 1998-2001, τα επιτόκια δανεισμού ήταν χαμηλότερα του ρυθμού αύξησης των τιμών της κτηματαγοράς, κάτι που ισοδυναμούσε με επιδότηση των δανείων για επενδύσεις σε ακίνητα. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την ίδια έρευνα (Σχήμα 1), ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των μισθωτικών αξιών γραφείων ήταν περίπου 9,9%, και ειδικότερα περίπου 8,8% και 13% στις περιοχές των Λεωφόρων Κηφισίας και Μεσογείων αντίστοιχα, όπου σημειώθηκαν και οι περισσότερες αναπτύξεις κτιρίων γραφείων. Κατά την ίδια χρονική περίοδο τα επιτόκια μακροπρόθεσμων επιχειρηματικών δανείων μειώθηκαν κατά περίπου 7,5 μονάδες. Δεδομένης της πτώσης των συντελεστών αγοραίας απόδοσης (*initial yields*) που σημειώθηκε στην κτηματαγορά κατά τη συγκεκριμένη περίοδο, το πραγματικό όφελος από τη διάσταση μεταξύ της αύξησης των αγοραίων τιμών και του χρηματοπιστωτικού κόστους εκτιμούμε ότι κυμαινόταν περίπου στο 5%, γεγονός που ευνοούσε τις επενδύσεις σε χώρους γραφείων με δανεισμό.

Οι κυκλικές κινήσεις και οι φούσκες στην αγορά ακινήτων ενδυναμώνονται από την επίδραση των πρακτικών των επενδυτών και των τραπεζικών ιδρυμάτων στη λειτουργία της αγοράς (Allen και Gale, 2000). Όταν οι επενδυτές είναι δυνατόν να δανείζονται χρήματα υποθηκεύοντας ακίνητα ή να δανείζονται έως και το 100% του κεφαλαίου μιας επένδυσης σε ακίνητα, οι τιμές των ακινήτων εύκολα αυξάνονται. Δια μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος η ακίνητη ιδιοκτησία είναι δυνατό να υπερ-εκτιμηθεί και να υπερ-κεφαλαιοποιηθεί για μακρές περιόδους, και οι αποφάσεις για χορηγήσεις δανείων για επενδύσεις σε ακίνητα να είναι ενστικτώδεις, παρά να βασίζονται πάνω σε ρεαλιστικές μελλοντικές εκτιμήσεις (Renaud, 1997· Pugh και Dehesh, 2001).

Η συμπεριφορά χορηγήσεων δανείων των τραπεζών προς τον τομέα των ακινήτων είναι προ-κυκλική (Catherineau-Rabell κ.ά., 2005) και είναι περισσότερο εύκολο για τους επενδυτές να επιτύχουν υψηλότερο δανεισμό σε περιόδους έκρηξης των τιμών (ανόδου του κύκλου), παρά σε περιόδους πτώσης (καθόδου του κύκλου). Το γεγονός αυτό εντείνει την αστάθεια της αγοράς και ευνοεί την υπερπαραγωγή χώρων. Το εντεινόμενο κλίμα ανταγωνισμού των ελληνικών τραπεζών προς τα τέλη της δεκαετίας του 1990 (Gibson και Δεμέναγας, 2002) και της πίεσης για επίτευξη των στόχων, οδήγησαν σε χαλάρωση των όρων χορήγησης δανείων και στον τομέα των ακινήτων, όπως και στις περισσότερες χώρες (Dehesh και Pugh, 2000).

Οι εργαζόμενοι μιας τράπεζας, δεν έχουν συνήθως ιδιαίτερους προσωπικούς λόγους για να μην προωθήσουν με κάθε τρόπο μια συμφωνία δανείου, από την οποία θα αποκομίσουν επιμίσθιο (*bonus*). Άλλωστε, τα πιθανά αποτελέσματα μιας επιζήμιας χορήγησης δανείου για την τράπεζα θα εκδηλωθούν μερικά χρόνια αργότερα, και αυτό μόνο όταν η πορεία της αγοράς αντιστραφεί (Pavlon και Wachter, 2004), εξέλιξη θεωρούμενη ως απρόβλεπτη, και η οποία συνιστά συχνά το άλλοθι επισφαλών αποφάσεων. Επιπλέον, διευκο-

λύνοντας τη δανειοδότηση του πελάτη, οι τραπεζικοί αποφεύγουν κάθε μορφής δυσαρέσκεις, είτε με εκείνον, είτε –συχνότατα– με τους ανωτέρους τους στην τράπεζα.

Οι επενδυτές, προκειμένου να μεταφέρουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο από αυτούς στις τράπεζες, χρησιμοποιούν περισσότερο το δανεισμό, ιδιαίτερα για επισφαλείς επενδύσεις. Επιδιώκουν να βρίσκονται σε θέση να αθετήσουν τις υποχρεώσεις τους προς τις τράπεζες όταν παρουσιασθεί πρόβλημα στην επένδυσή τους, και να μεταθέσουν έτσι σε αυτές το πρόβλημα (Allen και Gale, 2000). **Οι πρακτικές που καταλήγουν σε ευχερείς χορηγήσεις δανείων είναι πολυάριθμες, και μπορούν να συνδυάζονται με λεπτούς λογιστικούς υπολογισμούς και χειρισμούς. Για παράδειγμα, στους επαγγελματικούς κύκλους είναι γνωστές πολλές περιπτώσεις παροχής μακροπρόθεσμου δανείου για την κατασκευή κτιρίων γραφείων, χωρίς την υποθήκευση περιουσιακών στοιχείων του ιδιοκτήτη (*non-recourse loan*). Αυτό συμβαίνει συχνότερα όταν πρόκειται για ανώνυμη εταιρεία που συστήνεται με ειδικό αντικείμενο τη διαχείριση ενός κτιρίου που πρόκειται να κατασκευασθεί, και η οποία πολλές φορές αποτελεί θυγατρική της εταιρείας που θα το χρησιμοποιήσει (Fraser, 1993). Η τράπεζα επιζητεί την εξασφάλισή της από τα προσδοκώμενα έσοδα από τη χρήση του κτιρίου, δηλαδή από τα έσοδα της διαχειρίστριας εταιρείας που θα μισθώσει το ακίνητο στη "μητρική" της. Εάν η απόδοση, και άρα η αξία του ακινήτου είναι χαμηλότερες των αναμενόμενων, υπάρχει η δυνατότητα ο δανειζόμενος να μεταβιβάσει στην τράπεζα το ακίνητο, προκειμένου να καλύψει μέρος του οφειλόμενου προς αυτή ποσό, σε συγκεκριμένη τιμή. Σε αυτή την περίπτωση, η τράπεζα συντάσσει συμβόλαιο προαίρεσης με δικαίωμα απόκτησης του περιουσιακού στοιχείου (*put option*) ως αποπερατωμένου κτιρίου γραφείων, σε τιμή μικρότερη της αγοραίας τιμής που εκτιμάται ότι αυτό θα έχει ως αποπερατωμένο σε κάποιο συγκεκριμένο χρόνο (Pavlov και Wachter, 2004). Όταν η αξία αυτού του συμβολαίου που αφορά το μέλλον υποεκτιμάται –κάτι εξαιρετικά εύκολο να γίνει αλλά σχετικά δύσκολο να ελεγχθεί– η παρούσα αξία του ακινήτου προκύπτει υπερεκτιμημένη, με αποτέλεσμα τη χορήγηση μεγαλύτερου ύψους δανείου. Πλέον του ότι τέτοιες πρακτικές μεταθέτουν ένα μεγάλο μέρος του επιχειρηματικού κινδύνου στην τράπεζα, είναι προφανές ότι ευνοούν την αύξηση του ύψους των χορηγήσεων για την κατασκευή νέων κτιρίων, την υπερπαραγωγή νέων χώρων και κατά συνέπεια τη δημιουργία συνθηκών "φούσκας" στην αγορά.**

Θεωρητικά, με την απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος οι τράπεζες θα μπορούσαν να ενσωματώσουν τους ασφαλιστικούς κινδύνους των χορηγήσεών τους (*risk premia*) στο ύψος του επιτοκίου, καθώς και να επιλέγουν αυστηρότερα τις χορηγήσεις τους με γνώμονα την ποιότητα και αποδοτικότητα των έργων που χρηματοδοτούν (Βορίδης, 1995), όμως τα θέματα της εσωτερικής λειτουργίας των τραπεζών δεν φαίνεται ότι το επέτρεψαν σε επαρκή βαθμό. Συγκεκριμένες τράπεζες που είχαν ακολουθήσει ιδιαί-

τερα επιθετική πολιτική πιστωτικής επέκτασης με στόχο την κατάκτηση μεγάλου μεριδίου της αγοράς δανείων, ήδη από το 2002 βρέθηκαν να διαθέτουν χαρτοφυλάκια επαγγελματικών ακινήτων τα οποία ήταν αδύνατο να εκποιήσουν στις εκτιμηθείσες αξίες τους, προ της πτώσης των τιμών τους⁷.

Οι επιπτώσεις και τα προβλήματα που προέκυψαν από την απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου και του χρηματοπιστωτικού συστήματος έγιναν πρόσφατα αντιληπτά όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και στις περισσότερες χώρες, και οδήγησαν το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF) στην επεξεργασία ρυθμίσεων με στόχο την προστασία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, τον έλεγχο των εγγενών προβλημάτων του και την αποσόβηση μελλοντικών κρίσεων. Τον Ιούνιο του 2004 η Επιτροπή της Βασιλείας για την εποπτεία του Τραπεζικού Συστήματος (Basel Committee on Banking Supervision) της Bank for International Settlements (BIS) του IMF, δημοσίευσε το Νέο Σύμφωνο της Βασιλείας (New Basel Accord), γνωστό και ως Basel II (BIS 2004). Ιδιαίτερη προσοχή αποδίδεται από το Σύμφωνο στις Υψηλά Ασταθείς Αγορές Εμπορικών Ακινήτων (*High Volatility Commercial Real Estate*), στις οποίες περιλαμβάνεται και η αγορά γραφείων, και προτείνονται μέθοδοι για την περισσότερο ρεαλιστική αντίληψη του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες. Οι αρχές αυτού του Συμφώνου, προσαρμοσμένες στις συνθήκες κάθε χώρας υπό τις οδηγίες των κεντρικών τραπεζών τους, προβλέπεται να υιοθετηθούν από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης μέσα στο 2007 μέσω ειδικής κατευθυντήριας οδηγίας (*Capital Requirements Directive*). Στην πραγματικότητα όμως ο χρόνος υιοθέτησης του συμφώνου μετατίθεται τουλάχιστον για το 2008, λόγω της δυσκολίας προσαρμογής των περισσότερων τραπεζών στις απαιτήσεις του. Όταν οι οδηγίες του Συμφώνου εφαρμοσθούν, αναμένεται ότι θα έχουν επιπτώσεις τόσο στη λειτουργία των τραπεζών όσο και στο κόστος των έργων, αφού τα επιτόκια δανεισμού θα είναι πιθανότατα υψηλότερα, λόγω της προσεκτικότερης αποτίμησης και της επαρκέστερης ενσωμάτωσης σε αυτά του επιχειρηματικού κινδύνου. Τόσο οι τράπεζες, όσο και οι δανειολήπτες θα είναι υποχρεωμένοι να προχωρούν σε λεπτομερέστερες και αντικειμενικότερες τεχνικοοικονομικές μελέτες για κάθε σχεδιαζόμενο έργο (Pitschke και Bone-Winkel, 2006), κάτι το οποίο δεν γίνεται επαρκώς έως σήμερα στην Ελλάδα, αλλά ακόμη και σε άλλες χώρες, με διαφανείς κτηματαγορές.

⁷ Το θεσμικό πλαίσιο για τη χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων που εισήχθη με τους ν. 1665/1986 και ν. 2682/1999 ενδέχεται να είχε κάποιες επιπτώσεις στην ένταση του θέματος που διερευνάται στην εργασία. Παρά την άνηση του θεσμού κατά τα τελευταία χρόνια, δεν είναι γνωστό εάν έχουν πραγματοποιηθεί αξιολογημένες πράξεις πώλησης και επαναμίσθωσης (*sale and lease back*) γραφείων κατά την μετά το 2000 περίοδο, όταν ιδρύθηκαν οι πρώτες εταιρείες Leasing.

ΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Είναι δεδομένο ότι οι αγορές γραφείων είναι διεθνώς οι περισσότερο ασταθείς, μετά τις αγορές εμπορικών καταστημάτων (Pritchett, 1984· Wang, 2000), και είναι επιρρεπείς στην υπερπαραγωγή χώρων (Grenadier, 1996). Οι περισσότεροι επενδυτές αλλά και αναλυτές, επιμένουν να θεωρούν τις κινήσεις της αγοράς ως "τάσεις" και όχι κύκλους, και φαίνεται ότι λησμονούν σύντομα τις εμπειρίες τους από προηγούμενους κύκλους των αγορών ακινήτων (Pyhrn κ.ά., 1999). Λειτουργούν όπως σαν η επέκταση της αγοράς δεν πρόκειται να σταματήσει ποτέ (Herring και Wachter, 1999) και υπερεκτιμούν χονδροειδώς την αξία των ακινήτων, με αποτέλεσμα να ενδυναμώνονται οι πληθωριστικές τάσεις των τιμών (Hendershott και Kain, 1995· Hendershott, 1996). Ειδικότερα στην Ελλάδα, όπου κατά το παρελθόν οι αγοραίες αξίες των ακινήτων βρισκόταν σε πορεία συνεχούς ανόδου, δεν υπήρχε ανάλογη εμπειρία πτώσης των αξιών των ακινήτων. Οι επενδύσεις σε ακίνητα αποτελούσαν παραδοσιακά έναν τρόπο εξασφάλισης του κεφαλαίου ενάντια στην απαξίωσή του από τον πληθωρισμό.

Έχει παρατηρηθεί ότι κατά την περίοδο επέκτασης και κορύφωσης της αγοράς, οι επαγγελματίες της κτηματαγοράς αγνοούν τον παράγοντα της κυκλικότητας της αγοράς επειδή απολαμβάνουν μεγάλων εσόδων από προμήθειες, αμοιβές, επίτευξη στόχων, κ.λπ. Το επαγγελματικό τους συμφέρον προτάσσει τη διάδοση της ιδέας ότι οι τιμές και οι αποδόσεις των ακινήτων θα συνεχίσουν να αυξάνονται στο μέλλον, και επιδιώκουν έτσι την επίτευξη συμφωνιών με όσο το δυνατόν μεγαλύτερα κεφαλαιοποιημένα μελλοντικά κέρδη. Τα ίδια άτομα προπαγανδίζουν επίσης την αντιστροφή του επενδυτικού κλίματος όταν κυριαρχεί η ύφεση, ή η πορεία της κτηματαγοράς είναι πτωτική.

Σε όλες τις μελέτες αποτίμησης προγραμματιζόμενων αναπτύξεων ακινήτων (*development appraisals*), η κυκλικότητα της αγοράς δεν λαμβάνεται υπόψη. Χρησιμοποιούνται στοιχεία της αγοράς που αφορούν το παρόν ή το πρόσφατο παρελθόν, και η αποδοχή της νεοκλασικής υπόθεσης/παραδοχής της αποτελεσματικότητας της αγοράς είναι δεδομένη⁸ (Brown, 1984· Ekelid κ.ά., 1997· Herring και Wachter, 1999· Fraser, 1993 και 2004). Ο κίνδυνος αυτών των επαγγελματικών πρακτικών έγκειται στην ανεπαρκή εκτίμηση του επιχειρηματικού κινδύνου τόσο για τους κατασκευαστές οι οποίοι είναι πολύ πιθανό να διαθέσουν ένα κτίριο στην αγορά όταν η πορεία του κύκλου θα έχει αντιστραφεί (Pitschke και Bone-Winkel, 2006), αλλά και για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που χορηγούν δάνεια για την υλοποίησή του. Είναι γνωστά πολυάριθμα παραδείγματα

⁸ Για μια επισκόπηση της έννοιας/υπόθεσης της αποτελεσματικότητας της αγοράς ακινήτων και των διαφόρων σχετικών ερευνών βλέπε Gatzlaff και Tirtiroglu (1995), και για μια κριτική θεώρηση της έννοιας της αποτελεσματικότητας βλέπε Keogh & D'Arcy (1999).

προβληματικών αναπτύξεων κτιρίων γραφείων λόγω υπερβολικά αισιόδοξων προβλέψεων και υπολογισμών. Εμβληματικό όμως είναι αυτό του έργου αποκατάστασης και αξιοποίησης του κτιρίου του Μετοχικού Ταμείου Στρατού, ωφέλιμης επιφάνειας 65.000 μ², πλησίον της πλατείας Συντάγματος στην Αθήνα. Κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1990, όταν αποφασίσθηκε η ανάληψη του έργου αρχικού προϋπολογισμού €250 εκατομμυρίων και η μακροχρόνια μίσθωσή του για 50 χρόνια από τον όμιλο της Τράπεζας Πειραιώς, η συγκυρία ήταν ευνοϊκή. Πριν όμως το έργο προχωρήσει σε σημαντικό βαθμό, η κατάσταση της κτηματαγοράς είχε μεταβληθεί έτσι ώστε σε συνδυασμό με απρόβλεπτα κατασκευαστικά προβλήματα, το έργο να κινδυνεύσει με αποτυχία. Προκειμένου οι χώροι γραφείων του να παρέμεναν κενοί ή μισθωμένοι σε χαμηλές τιμές, επιλέχθηκε η εγκατάσταση σε αυτούς της διοίκησης της τράπεζας. Άλλο παράδειγμα αποτελεί το πρώην ξενοδοχείο Cecil στην Κηφισιά, τη μετατροπή του οποίου σε κτίριο γραφείων συνολικής επιφάνειας 6.000 μ² ανέλαβε ο όμιλος της **Lamda Development**, και αποτέλεσε ένα από τα πρώτα έργα του. Ήδη κατά τη διάρκεια κατασκευής του, κάθε νεότερη αποτίμηση της αγοραίας αξίας του κτιρίου ως αποπερατωμένου ήταν χαμηλότερη από την προηγούμενη, ενώ όταν αυτό ολοκληρώθηκε το 2002, οι τιμές ενοικίασης των γραφείων του ήταν κατά περίπου 20% χαμηλότερες των προβλεπόμενων κατά τη στιγμή λήψης της απόφασης υλοποίησής του. Πλέον των παραπάνω, θα πρέπει να σημειωθεί ο υψηλός βαθμός επιχειρηματικού κινδύνου επενδύσεων σε κτίρια γραφείων που δεν κατασκευάζονται αποκλειστικά για την κάλυψη των αναγκών μιας συγκεκριμένης επιχείρησης, όταν αντίθετα με ότι προβλέπει η ενδεικνυόμενη επαγγελματική πρακτική –η μίσθωση ή πώληση σημαντικού ποσοστού των χώρων τους δεν είναι προσυμφωνημένη. Κατά συνέπεια, εκείνοι που αναλαμβάνουν την υλοποίηση ενός σημαντικού έργου, βρίσκονται συχνά στην εξαιρετικά δυσμενή θέση να αντιμετωπίσουν ταυτόχρονα το πρόβλημα εύρεσης μισθωτών και το πρόβλημα των χαμηλών μισθωμάτων.

Η πτώση των τιμών της αγοράς γραφείων της Αθήνας ενδέχεται να είναι πράγματι απόρροια των λανθασμένων μακροοικονομικών προβλέψεων των κατασκευαστών σχετικά με τη μεταβολή των επιτοκίων, της οικονομικής ανάπτυξης και της μελλοντικής ζήτησης για χώρους (Kling και McCue, 1987), αφού από την απόφαση της κατασκευής ενός κτιρίου γραφείων έως την προώθησή του στην αγορά, και δεδομένης της διαθεσιμότητας του οικοπέδου, μεσολαβούν περίπου δύο έτη. Επιπλέον, το ισχύον στην Ελλάδα φορολογικό καθεστώς των επαγγελματικών μισθώσεων φαίνεται ότι εντείνει το εύρος των κυκλικών κινήσεων της αγοράς. Με το ΠΔ 34/95 (όπως τροποποιήθηκε με το ν. 2741/99) προστατεύεται εν γένει περισσότερο ο μισθωτής, παρά ο εκμισθωτής ενός ακινήτου, αφού ο πρώτος μπορεί να κάνει χρήση του μισθίου έως και για 15 έτη, με τους όρους του αρχικού συμβολαίου του. Κατά συνέπεια, ο εκμισθωτής ενός επαγγελματικού ακινήτου προτιμά συχνά να

μην μετριάσει τις απαιτήσεις του και να περιμένει την αντιστροφή του κύκλου της αγοράς και την άνοδο των τιμών, θεωρώντας ότι αυτή θα έλθει σύντομα (Renard, 1993), παρά να δεσμευθεί με ένα μακροχρόνιο συμβόλαιο με πιθανότατα δυσμενείς μελλοντικά για αυτόν όρους. Εν τούτοις, είναι γνωστό ότι κατά την τελευταία διετία αρκετές εταιρείες προχώρησαν σε επαναδιαπραγμάτευση και μείωση του μισθώματος των χώρων που καταλάμβαναν, ή μετεγκαταστάθηκαν σε άλλους χώρους, με πιο ευνοϊκούς όρους μίσθωσης, πλέον εκείνων που μετακινήθηκαν σε νέες θέσεις που θεώρησαν ότι διευκόλυναν περισσότερο τη λειτουργία τους, όπως για παράδειγμα σε περιοχές επί ή περί της Αττικής οδού.

Ψυχολογικοί παράγοντες και ανορθολογισμός στη συμπεριφορά των επενδυτών εντείνουν την κυκλικότητα της κτηματαγοράς και προκαλούν την εκδήλωση "φουσκών" (Flood και Hodrick, 1990 · Renaud, 1997 · Schiller, 1990, 1995, 2001 και 2006). Όταν δημιουργείται "φούσκα" σε μια αγορά, οι τιμές αυξάνονται επειδή οι επενδυτές πιστεύουν ότι η αξία των περιουσιακών στοιχείων θα είναι μεγαλύτερη στο μέλλον, ενώ αντικειμενικοί παράγοντες δε συνηγορούν σε αυτή την αντίληψη (Stiglitz, 1990). Σύμφωνα με τους συμπεριφοριστές (*behavioral*) οικονομολόγους, ο άνθρωπος δεν είναι στην πραγματικότητα ον οικονομικό (*homo oeconomicus*) και ψυχολογικοί παράγοντες έχουν μεγάλο βάρος στη λήψη αποφάσεων. Μετά από περιόδους ευημερίας οι άνθρωποι αποκτούν αισιόδοξη ψυχολογία, και αισθάνονται ότι αναλαμβάνουν μικρότερο επιχειρηματικό κίνδυνο λαμβάνοντας κάποιες αποφάσεις, απ'όσο στην πραγματικότητα αναλαμβάνουν. Με βάση μια αισιόδοξη αντίληψη της κατάστασης, οι επενδυτές όταν προεκτιμούν το μέλλον κεφαλαιοποιούν την παρούσα οικονομική συγκυρία στο διηνεκές. Έτσι, λειτουργούν όπως εάν οι παρούσες τάσεις –όποιες και εάν είναι αυτές– θα παρέμεναν οι ίδιες για πάντα. Κατά συνέπεια, οι περισσότεροι επενδυτές κάνουν συχνά τη λάθος σκέψη σε λάθος χρόνο σε σχέση με τον κύκλο της κάθε αγοράς ακινήτων και ενεργούν όπως πράττει το πλήθος, υπακούοντας στο "ένστικτο της αγέλης" (*herd instinct*), ευνοώντας κατ'αυτόν τον τρόπο με τη συμπεριφορά τους την εκδήλωση "φουσκών" (Shiller, 1995).

Αδιαμφισβήτητα κατά τη διάρκεια της ανόδου των χρηματιστηριακών αξιών, καλλιεργήθηκε μεταξύ των επενδυτών ένα κλίμα υπερβολικής ευφορίας και αισιοδοξίας για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2000), αλλά και της αγοράς γραφείων. Η αισιοδοξία για την πορεία της αγοράς ενδυναμώνονταν και συντηρούνταν –κατά παράδοξο τρόπο– από την προοπτική τέλεσης των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004. Σχεδόν όλοι οι επαγγελματίες στο χώρο των ακινήτων, ακόμη και όταν άρχισαν να παρατηρούνται σημαντικές επιφάνειες κενών χώρων, φαινόταν να συμφωνούν ότι η κρίση στην αγορά γραφείων θα είναι σύντομη, και προέβλεπαν ότι η ζήτηση για χώρους θα αυξάνονταν. Έχει πράγματι αποδειχθεί ότι υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ της μεταβολής του εργαζόμενου δυναμικού σε γραφεία καθώς και των συνιστωσών της προσφοράς και της ζήτησης (Wheaton, 1987 · Gordon κ.ά., 1996) και της δυναμικής των επιχειρήσεων στον

τομέα των υπηρεσιών (Wheaton κ.ά., 1997). Όμως στην περίπτωση της Αθήνας δεν τεκμηριώθηκε ποτέ η άποψη που επικρατούσε ότι οι ανάγκες για χώρους γραφείων θα αυξάνονταν λόγω της διόγκωσης της ζήτησης, ως αποτέλεσμα της ανάπτυξης του τριτογενούς τομέα μετά τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Πλέον αυτού, συμβαίνει η άποψη ενός ατόμου εύκολα να διαδίδεται στο στενό κύκλο των τοπικών επαγγελματιών του χώρου, να επιστρέφει σε αυτό ως άποψη άλλου, και με αυτό τον τρόπο να αυτοεπιβεβαιώνεται (Shiller, 1995). Πάντως, δεδομένης της ανωριμότητας της ελληνικής κτηματαγοράς, δεν θα πρέπει οπωσδήποτε να αποκλεισθεί και ενδεχόμενη αδυναμία των επαγγελματιών του χώρου στην Ελλάδα να θεωρήσουν συνολικά τους μηχανισμούς της αγοράς γραφείων, καθώς αυτό φαίνεται ότι έχει συμβεί και σε άλλες αγορές, ώριμες και διαφανείς⁹ (Hendershott, 2000).

Το γενικότερο κλίμα που επικρατούσε στην αγορά κατά την περίοδο της ανόδου των τιμών των γραφείων στην Αθήνα συνηγορεί στο γεγονός ότι η συλλογική συμπεριφορά των επενδυτών και των επαγγελματιών ήταν πιθανότατα ανορθολογική, σε βαθμό ικανό ώστε να δημιουργηθούν συνθήκες "φούσκας". Όμως η κρίση της αγοράς γραφείων στην Αθήνα δεν αρκεί να διερευνηθεί αποκλειστικά στη βάση επιχειρημάτων όπως αυτών της μεταβολής των χρηματοοικονομικών δεδομένων, της αναποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της κτηματαγοράς, ή την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των τραπεζών και των επενδυτών, καθώς και της συμπεριφοράς και των επαγγελματιών πρακτικών τους.

Δεδομένης της υπανάπτυξης θεσμών όπως αυτού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ακίνητης Περιουσίας, τα γραφεία, και ειδικότερα τα κτίρια γραφείων στην Αθήνα, δεν αποτελούν αντικείμενο επένδυσης από μεγάλες ομάδες επενδυτών μικρής ή μεσαίας οικονομικής επιφάνειας. Παράλληλα, μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές, όπως για παράδειγμα τα ασφαλιστικά ταμεία, δεν παίζουν ενεργό ρόλο στην κτηματαγορά. Κατά συνέπεια, τα κτίρια γραφείων ως επενδυτικό προϊόν αφορούν ουσιαστικά ένα μικρό αριθμό ιδιωτικών νομικών ή φυσικών προσώπων, μεγάλης οικονομικής επιφάνειας, που ελπιώθηκαν από το ευνοϊκό θεσμικό περιβάλλον για να επενδύσουν σε γραφεία σημαντικά κεφάλαια, πολλά από τα οποία προέρχονταν πιθανότατα από τη δραστηριοποίησή τους στο χώρο της παραοικονομίας. Λόγω των παραπάνω χαρακτηριστικών της αγοράς γραφείων, η σημασία της συμμετοχής των κεφαλαίων της παραοικονομίας στην ανάπτυξη της συγκεκριμένης αγοράς ενδέχεται να είναι αντιστρόφως ανάλογη με το μικρό μέγεθός της, σε αντιδιαστολή με άλλες, μεγαλύτερες αγορές, και ιδιαίτερα της αγοράς κατοικίας.

⁹ Σύμφωνα με εκτιμήσεις, η παραοικονομία στην Ελλάδα ανέρχεται έως και στο 35% του ΑΕΠ (IMF, 2006), ενώ στις κατασκευές το ποσοστό της παραοικονομίας αγγίζει το 68%, (εφημερίδα Το Βήμα, 1-10-2006, ένθετο Ανάπτυξη, σελ. Δ4).

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΚΤΙΡΙΑ ΓΡΑΦΕΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η παραοικονομία και το ξέπλυμα χρήματος, ιδιαίτερα στον τομέα των ακινήτων, αποτελούν σπάνια αντικείμενο εμπειρικής, αλλά και θεωρητικής έρευνας. Εν τούτοις, τόσο οι επαγγελματίες όσο και οι ερευνητές γνωρίζουν ότι οι κατασκευές και τα ακίνητα αποτελούν κατ'εξοχήν δραστηριότητες της παραοικονομίας (Τάτσος κ.ά., 2001). Ένας από τους κυριότερους λόγους γι' αυτό το κενό έρευνας είναι η έλλειψη στοιχείων διεθνώς (van Duynne, 1998), όπως και στην Ελλάδα, όπου το μέγεθος της παραοικονομίας υπολογίζεται ότι ανέρχεται σε πάνω από 25% του ΑΕΠ¹⁰. Κατά τον Hetzer (2003) η αύξηση των διαστάσεων της παραοικονομίας και του ξεπλύματος χρήματος οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην απελευθέρωση των αγορών και της κίνησης κεφαλαίων. Μια προσπάθεια καθορισμού του όρου "ξέπλυμα χρήματος" έγινε από την Ευρωπαϊκή Ένωση με τις οδηγίες 91/308/ΕΕΚ και 2001/97/ΕΚ, η δεύτερη εκ των οποίων ενσωματώθηκε στο ν. 3424/05. Στις οδηγίες αυτές, μεταξύ άλλων ορίζεται ότι ξέπλυμα χρήματος αποτελεί η ιδιοποίηση ή μεταβίβαση ιδιοκτησίας, γνωρίζοντας ότι αυτή προέρχεται από παράνομη δραστηριότητα, και σκοπό έχει την απόκρυψη της προέλευσης του κεφαλαίου, ή επίσης τη βοήθεια προς τρίτο με την απόκρυψη και αποφυγή των συνεπειών του νόμου. Η νεότερη κοινοτική οδηγία 2005/60/ΕΚ προβλέπει συγκεκριμένες υποχρεώσεις και καθήκοντα του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την πρόληψη και καταστολή του ξεπλύματος χρήματος. Εν τούτοις, εκφράζονται σοβαρές αμφιβολίες σχετικά με την αποτελεσματικότητα του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου στην επίτευξη των στόχων του (Λυκουρέζος, 2007).

Σε μια επιχείρηση ξεπλύματος χρήματος ακολουθείται γενικά η εξής διαδικασία: αρχικά το μαύρο χρήμα μετατρέπεται σε άλλη, λιγότερο ύποπτη μορφή κεφαλαίου, στη συνέχεια με διάφορους τρόπους αποκρύπτεται η αξιόποινη προέλευσή του, και τέλος δημιουργείται μια νόμιμη εξήγηση για την προέλευση και πηγή των κεφαλαίων. Για να επιτύχει αυτή η διαδικασία, πρέπει να πραγματοποιηθούν νόμιμες εμπορικές ή χρηματιστικές πράξεις. Οι περιπτώσεις που ενδεχομένως φθάνουν στη δικαιοσύνη δεν καταγράφονται, δεν αποκτούν δημοσιότητα και έτσι δε συνιστούν επεξεργάσιμα δεδομένα. Όσοι διαθέτουν πληροφορίες περί περιπτώσεων ξεπλύματος χρήματος μέσω επενδύσεων σε ακίνητα, και αυτές είναι ιδιαίτερα πολυάριθμες σε όλες τις χώρες, αποτελούν άμεσα ή έμμεσα μέρος του όλου συστήματος, και κατά συνέπεια δεν αποκαλύπτουν πληροφορίες.

¹⁰ Κατά την έννοια των ν. 2076/1992, ν. 2331/1995 και 3424/2005. Εν γένει χρηματοπιστωτικός οργανισμός είναι επιχείρηση η οποία δεν είναι μόνο πιστωτικό ίδρυμα, αλλά επίσης εταιρείες επενδύσεως χαρτοφυλακίου, διαχειρίσεως αμοιβαίων κεφαλαίων, επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα της καταναλωτικής πίστης, οι ασφαλιστικές εταιρείες, καθώς και τα υποκαταστήματα χρηματοπιστωτικών οργανισμών που έχουν την έδρα τους στην αλλοδαπή.

Τα κτίρια γραφείων, αποτελούν ένα πρόσφορο και σχετικά ασφαλή μέσο για την επένδυση των κεφαλαίων της παραοικονομίας και το ξέπλυμα χρήματος. Βρίσκονται κατά κανόνα σε προνομιούχες θέσεις εντός του αστικού ιστού και κατά συνέπεια έχουν ιδιαίτερα μεγάλη αξία. Για μια και μόνο αγορά ακινήτου είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν τεράστια κεφάλαια, κάτι που δεν ισχύει σε αυτό το βαθμό για τις κατοικίες, την αγροτική γη, τους βιομηχανικούς χώρους, ούτε ίσως τα καταστήματα. Τα βιομηχανικά κτίρια, ενέχουν μεγάλο επιχειρηματικό κίνδυνο, αφού κατά κανόνα κατασκευάζονται προκειμένου να εξυπηρετήσουν μια συγκεκριμένη γραμμή παραγωγής, και μεταβιβάζονται εν γένει δυσχερώς. Η αγροτική γη δεν αποτελούσε, ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 αντικείμενο επένδυσης, λόγω της συνεχούς μείωσης της αξίας της. Αντίθετα, οικόπεδα σε αναπτυσσόμενες αστικές και τουριστικές περιοχές μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο επένδυσης κεφαλαίων προερχόμενα από την παραοικονομία, δεδομένης της μεγάλης αξίας τους και της προσδοκίας επιπλέον αύξησής της, αν και σπάνια η αξία τους προσεγγίζει εκείνη ενός κτιρίου γραφείων σε προνομιούχο θέση.

Η ίδια η πολιτεία ευνοούσε την ένταξη των ακινήτων στους μηχανισμούς της παραοικονομίας και του ξεπλύματος χρήματος κατά την περίοδο έως το 2002, λόγω των ισχυρών εξαιρετικά χαμηλών αντικειμενικών αξιών των ακινήτων. Στο συμβόλαιο μεταβίβασης κάθε ακινήτου δηλώνεται η αντικειμενική αξία του, η οποία και θεωρείται από την οικονομική εφορία ως ίση με την αγοραία, και δεν αμφισβητείται. Εν τούτοις κανείς –συμπεριλαμβανομένων και των τραπεζών που ενδεχομένως χορηγούν δάνειο για την αγορά του ακινήτου– δεν είναι δυνατόν να γνωρίζει την πραγματική τιμή μεταβίβασής του. Κατά την περίοδο της θεαματικής αύξησης των αγοραίων αξιών των γραφείων, οι πραγματικές τιμές που καταγράφονταν ήταν πολλαπλάσιες των αντικειμενικών. Όσο οι αγοραίες αξίες των ακινήτων αυξάνονταν, η διάσταση μεταξύ αυτών και των αντικειμενικών αξιών μεγάλωνε, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται μεγαλύτερες ευκαιρίες για τοποθέτηση κεφαλαίων σε κτίρια γραφείων. Η υψηλή φορολογία μεταβιβάσεων ακινήτων δεν αποτελεί ιδιαίτερο πρόβλημα, δεδομένου του ότι τα κεφάλαια που επενδύονται δεν έχουν υποβληθεί σε κανενός είδους φορολόγηση, ενώ τα έξοδα δικαιοπραξίας στο σύνολό τους είναι χαμηλά σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό όφελος. Ήταν εξαιρετικά εύκολο για το οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο να προβεί σε αγορά ακινήτου χωρίς δανεισμό, ή με δανεισμό στο ύψος της αντικειμενικής αξίας του ακινήτου, επενδύοντας όμως στην πραγματικότητα ένα πολύ υψηλότερο κεφάλαιο. Ακόμη μεγαλύτερο θα μπορούσε να είναι το επενδύόμενο κεφάλαιο, όταν πραγματοποιούνταν βελτιώσεις ή κατασκευαζόταν ένα νέο κτίριο, επειδή το κόστος τους είναι αρκετά δύσκολα προσδιορίσιμο.

Ο τραπεζικός δανεισμός μιας επένδυσης σε ακίνητα αποτελεί το αποτέλεσμα συμφωνίας μεταξύ της τράπεζας και του δανειζόμενου. Η αξιολόγηση και εκτίμηση της αξίας ενός

ακινήτου είναι δυνατό να γίνει από τις υπηρεσίες της τράπεζας, και με την κατάλληλη συμφωνία η αξία του ακινήτου μπορεί να προσδιορισθεί σε πολύ υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με την πραγματική αγοραία αξία της. Αλλά και εάν απαιτηθεί εκτίμηση από ανεξάρτητο σύμβουλο-εκτιμητή, είναι δυνατό να επηρεασθεί ή ακόμη και να προσυμφωνηθεί το ύψος της αξίας του ακινήτου που θα προκύψει από τη μελέτη εκτίμησης (Maroney και Vickory, 1991· Kinnard κ.ά., 1997). **Η αξία ενός ακινήτου αποτυπώνει σε μεγάλο βαθμό, την αίσθηση της αγοράς που έχει ο εκτιμητής.** Ειδικά όταν η εκτιμώμενη αξία αφορά έργο που πρόκειται να κατασκευασθεί, οι παραδοχές που υιοθετούνται είναι πολύ περισσότερες από τα αντικειμενικά δεδομένα (Fraser, 1993 και 2004). **Μικρές διαφοροποιήσεις των τιμών κάποιων παραγόντων που επηρεάζουν την αξία της επένδυσης δίδουν εύκολα το επιθυμητό αποτέλεσμα.** Με βάση αυτή την αξία, μια τράπεζα ή χρηματοπιστωτικός οργανισμός¹¹ είναι δυνατό να χορηγήσει δάνειο πολύ υψηλότερου της πραγματικής αξίας του ακινήτου, νόμιμα και χωρίς να προκαλέσει υποψίες, και να υποθηκεύσει το προς υλοποίηση ακίνητο. Ο δανειζόμενος δεν αναλαμβάνει συχνά κανένα κίνδυνο, αφού μπορεί να αποδείξει την προέλευση των κεφαλαίων που απαιτούνται για την αγορά ή/και κατασκευή του ακινήτου, από τραπεζικό δανεισμό. Όταν ο χρηματοπιστωτικός οργανισμός ενέχεται στην επιχείρηση ξελύματος χρήματος, προσυμφωνείται η αθέτηση των δανειακών υποχρεώσεων του δανειζόμενου –ο οποίος αποτελεί βασικό μοχλό του μηχανισμού– και κατά συνέπεια το ακίνητο κατάσχετα από το δανειστή. Παραλλαγές αυτής της διαδικασίας ξελύματος χρήματος υπάρχουν πολλές, καθώς και πλήθος άλλων.

Στη διαδικασία ξελύματος χρήματος εμπλέκονται πιθανότατα όλοι σχεδόν οι παράγοντες της κτηματαγοράς, πλέον των πωλητών και των αγοραστών: μεσίτες αστικών συμβάσεων, δικηγόροι, σύμβουλοι επιχειρήσεων και επενδύσεων ακινήτων¹², τράπεζες (van Duynne και Miranda, 1999· Broeders, 1999) και άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, ασφαλιστές και ανεπίσημοι διαμεσολαβητές (όπως οι τελευταίοι ορίζονται από το ν. 2076/1992). Ο μηχανισμός που ενεργοποιείται ενδυναμώνει όλες τις οικονομικές δραστηριότητες που βασίζονται στο ξέπλυμα χρήματος, καθώς και τις σχέσεις των συμμετεχόντων μερών, και έτσι αποκτά όλο και μεγαλύτερη ισχύ (Masciandaro, 1999)¹³. Στους καταλόγους

¹¹ Βλέπε ανακοίνωση της 12-2-2004 του βρετανικού Royal Institution of Chartered Surveyors για μέλη του, τα οποία κατηγορήθηκαν ότι ενέχονται σε πράξεις ξελύματος χρήματος.

¹² Στην περίφημη ιαπωνική φούσκα της αγοράς ακινήτων της δεκαετίας του 1980, παράγοντες της παραοικονομίας και του οργανωμένου εγκλήματος έπαιξαν πρωτεύοντα ρόλο. Εκατοντάδες εργολάβοι έχτισαν εκατομμύρια τετραγωνικά μέτρα γραφείων και κατοικιών με χρήματα που δανείστηκαν είτε απευθείας από την οργάνωση Yakuza, είτε με υπερβολικές ή πλασματικές χρηματοδοτήσεις από τράπεζες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα που επιτεύχθηκαν με τη διαμεσολάβηση της οργάνωσης (Shibata, 1996).

¹³ Σύμφωνα με στοιχεία του Σώματος Δίωξης Οικονομικού Εγκλήματος, κατά το 2002 στην Ελλάδα δραστηριοποιούνταν πάνω από 2.500 εξωχώριες εταιρείες που είχαν στην κατοχή τους μόνο ένα ακίνητο. Ενδεικτικά, στο Δήμο Φιλοθέης Αττικής και στη Μύκονο υπήρχαν αντίστοιχα 75 και 260 ακίνητα, ισάριθμων offshore

της Τράπεζας της Ελλάδος υπάρχουν καταχωρημένοι 7.530 επίσημοι διαμεσολαβητές, αλλά οι ανεπίσημοι είναι επίσης πολυάριθμοι. Οι διαμεσολαβητές φέρουν σε επαφή τον αγοραστή και δανειζόμενο με τον οργανισμό που θα χορηγήσει το δάνειο και παράσχουν παράλληλα και άλλες υπηρεσίες. Συχνά, ανεπίσημοι διαμεσολαβητές είναι κάποιои από τους παραπάνω επαγγελματίες, συνήθως μεσίτες, σύμβουλοι επενδύσεων ή δικηγόροι, και ο καθένας τους συνεργάζεται στενά με μικρό αριθμό τραπεζών, πολύ συχνά μόνο μία ή δύο. Η προσφυγή σε διαμεσολαβητή θεωρείται ότι γίνεται για να αυξηθούν οι πιθανότητες παροχής δανείου, καθώς και ότι εξυπηρετεί κυρίως τις μικρές επιχειρήσεις (Diamond, 1984 · Germaise και Moskowitz, 2003). Στην Ελλάδα οι συγκεκριμένοι επαγγελματίες εικάζεται ότι αποτελούν συχνά καθοριστικούς συνδετικούς κρίκους στην αλυσίδα των εμπλεκομένων σε επιχειρήσεις ξελύματος χρήματος. Πίσω από τη δημόσια δεδηλωμένη δραστηριότητα ορισμένων εταιρειών συμβούλων και δικηγορικών γραφείων υποκρύπτεται ενδεχομένως ένας πολύπλοκος μηχανισμός ξελύματος χρήματος προερχομένου συχνά από πρώην ανατολικές χώρες, αλλά και κεφαλαίων εξωχώριων εταιρειών, Ελλήνων μετόχων.

Ένας σχετικά απλός τρόπος επένδυσης κεφαλαίων σε ακίνητα, παρακάμπτοντας την υποχρέωση της δήλωσης της προέλευσής τους, ήταν έως το 2002 η εισαγωγή κεφαλαίων από το εξωτερικό, μέσω εξωχώριων (*offshore*) εταιρειών (όπως αυτές ορίζονται από το ν. 3091/2002). Η λύση της εξωχώριας εταιρείας για επενδύσεις σε ακίνητα επιλέγονταν κυρίως για επενδύσεις σε πολυτελείς κατοικίες για ιδιόχρηση, και ακίνητα με χαμηλές δαπάνες συντήρησης. Οι πολυτελείς κατοικίες προσελκύουν την προσοχή της κοινωνίας και για το λόγο αυτό αποτέλεσαν στόχο των ελεγκτικών αρχών κατά το παρελθόν¹⁴. Αντίθετα, οι επαγγελματικοί χώροι όπως τα κτίρια γραφείων, μπορεί να θεωρούνται συντελεστής παραγωγής και ένδειξη της ευρωστίας μιας επιχείρησης, ή αποτελούν απρόσωπες επενδύσεις και δεν προκαλούν το κοινό αίσθημα αφού δεν συνδέονται άμεσα με έναν ενδεχομένως προκλητικό τρόπο ζωής του ιδιοκτήτη τους. Παράγοντες της κτηματαγοράς γνωρίζουν σημαντικό αριθμό περιπτώσεων κτιρίων γραφείων στην Αθήνα που ανήκουν κατά κυριότητα σε εξωχώριες εταιρείες.

Κατά την περίοδο αύξησης των κατασκευών και των αξιών των γραφείων, το φορολογικό καθεστώς του ν. 2331/95 ευνοούσε ιδιαίτερα την αγορά και κατοχή ακινήτων από εξωχώριες εταιρείες. Η επιλογή της απόκτησης ενός ακινήτου στο όνομα μιας εξωχώριας εταιρείας αποτελούσε μια καθ' όλα σύννομη επιχειρηματική επιλογή, η οποία είχε τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα έναντι άλλων εταιρικών σχημάτων, όπως π.χ. των

εταιρειών (Εφημερίδα Το Βήμα 7/6/2002).

¹⁴ Σύμφωνα με στοιχεία του Σώματος Δίωξης Οικονομικού Εγκλήματος, κατά το 2002 στην Ελλάδα δραστηριοποιούνταν πάνω από 2.500 εξωχώριες εταιρείες που είχαν στην κατοχή τους μόνο ένα ακίνητο. Ενδεικτικά, στο Δήμο Φιλοθέης Αττικής και στη Μύκονο υπήρχαν αντίστοιχα 75 και 260 ακίνητα, ισάριθμων offshore εταιρειών (Εφημερίδα Το Βήμα 7/6/2002).

ΑΕ και ΕΠΕ. Στα πλεονεκτήματά της συγκαταλέγονταν κυρίως οι μειωμένες διατυπώσεις δημιουργίας της, το ελάχιστο λειτουργικό κόστος, καθώς και η μη υποχρέωση ονομαστικοποίησης των μετοχών της, ακόμη και εάν αυτή είχε επενδύσει πλέον του 60% των κεφαλαίων της σε ακίνητα, υποχρέωση που ισχύει για τις Ανώνυμες Εταιρείες από το 1994. Μια εξωχώρια εταιρεία εξασφάλιζε την ανωνυμία του ιδιοκτήτη της και απέκρυπτε την προέλευση των κεφαλαίων της επένδυσης. Επιπλέον, σε περίπτωση κληρονομικής διαδοχής της κυριότητας ενός ακινήτου, δεν καταβάλλονταν ο φόρος, αφού μεταβιβάζονταν μετοχές εταιρείας του εξωτερικού. Στα μειονεκτήματα των εξωχώριων εταιρειών συγκαταλέγονταν η περισσότερο αυστηρή φορολόγησή τους σε σχέση με τις λοιπές εταιρικές μορφές. Οι εξωχώριες εταιρείες υπάγονταν στο Φόρο Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας, φορολογούνταν για τα –πραγματικά ή τεκμαρτά– εισοδήματά τους από ακίνητα και δεν δικαιούνταν να προβαίνουν σε αποσβέσεις παγίων αλλά ούτε και σε εκπτώσεις δαπανών, αφού δεν τους επιτρέπονταν η τήρηση λογιστικών βιβλίων. Εν τούτοις κατά την περίοδο της "φούσκας" της αγοράς γραφείων και έως το 2002, η αγορά ακινήτων από εξωχώριες εταιρείες φαίνεται ότι αποτελούσε μια προσφιλή μέθοδο ξεπλύματος χρήματος. Με την ψήφιση του νέου φορολογικού νόμου 3091/2002 επιβλήθηκε η ονομαστικοποίηση των μετοχών των εξωχώριων εταιρειών και εισάχθηκαν ελαχθείς για αυτές ρυθμίσεις σχετικά με επενδύσεις τους σε ακίνητα.

Οι επιπτώσεις της παραοικονομίας και των μηχανισμών ξεπλύματος χρήματος μέσω επενδύσεων σε ακίνητα κατά την περίοδο επέκτασης της αγοράς γραφείων της Αθήνας ενδέχεται να ήταν σημαντικές. Σε ένα περιβάλλον θεαματικής αύξησης των τιμών, και με το τότε ισχύον θεσμικό πλαίσιο, ευνοήθηκε η κατασκευή νέων κτιρίων γραφείων, ενώ λόγω της αναμικτής ζήτησης παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση των κενών χώρων, όταν η κατασκευή των κτιρίων είχε ολοκληρωθεί.

ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ, ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Από τις αναπτύξεις που προηγήθηκαν, γίνεται αντιληπτό ότι μια μονοσήμαντη απάντηση στο ερώτημα που έθεσε η παρούσα εργασία –η κρίση της αγοράς γραφείων της Αθήνας αποτελεί το αποτέλεσμα της εκδήλωσης μιας κερδοσκοπικής "φούσκας", ή πρόκειται για μια φάση της κυκλικής κίνησης της αγοράς– θα είχε ελάχιστη θεωρητική και πρακτική σημασία. Το ερώτημα αυτό αποτέλεσε το όχημα της προσπάθειας κατανόησης των αιτιών ενός πρωτόγνωρου φαινομένου στην ελληνική κτηματαγορά.

Οι θεσμικές προϋποθέσεις για την υπερπαραγωγή γραφείων είχαν δημιουργηθεί προοδευτικά από τα τέλη της δεκαετίας του 1980, και εντάθηκαν με τη διαδικασία σταδιακής απελευθέρωσης της αγοράς κεφαλαίων και του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα επιτόκια βρίσκονταν σε συνεχή πτώση, το ύψος του τραπεζικού δανεισμού για επενδύσεις

σε ακίνητα απελευθερώθηκε, και οι όροι χορήγησης δανείων χαλάρωσαν. Όμως το χρηματοπιστωτικό σύστημα έπασχε από εγγενείς δυσλειτουργίες, οι οποίες εντάθηκαν με την επίρρωση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών και στήριξαν το μηχανισμό χορηγήσεων δανείων για επενδύσεις σε γραφεία. Μέσα σε ένα περιβάλλον υψηλής ρευστότητας κεφαλαίων, αισιόδοξης συλλογικής ψυχολογίας αναφορικά με την πορεία της οικονομίας και της κτηματαγοράς στην οποία οι τιμές των γραφείων βρίσκονταν σε συνεχή άνοδο, τόσο οι επενδυτές όσο και οι κατασκευαστές προχώρησαν σε τοποθετήσεις σημαντικών κεφαλαίων σε κτίρια γραφείων.

Ένα αυτοτροφοδοτούμενο κερδοσκοπικό σύστημα παραγωγής γραφείων δημιουργήθηκε, όπου οι αγοραίες αξίες των γραφείων αυξάνονταν επειδή το κόστος κατασκευής τους μπορούσε να ικανοποιηθεί με υψηλό δανεισμό, υποθηκεύοντας μεγάλης αξίας ακίνητα. Οι επιχειρήσεις μπορούσαν να δανεισθούν κεφάλαια με ευνοϊκούς όρους, προκειμένου να τα επενδύσουν σε γραφεία που θα ικανοποιούσαν τις λειτουργικές τους ανάγκες. Άλλωστε, η συνεχώς αυξανόμενη αξία των γραφείων τους καταγράφονταν ως αύξηση των παγίων περιουσιακών τους στοιχείων στα λογιστικά τους φύλλα. Οι κατασκευαστές και οι επενδυτές μπορούσαν να δανεισθούν ευκολότερα κεφάλαια για την κατασκευή ή αγορά κτιρίων γραφείων, και προσδοκούσαν σε μια ταχεία αποκόμιση υπεραξιών από τη συνεχή άνοδο των τιμών τους. Τέλος, στην αγορά δραστηριοποιήθηκαν και επενδυτές κεφαλαίων που προέρχονταν από δραστηριότητες της παραοικονομίας. Σημαντικό μέρος αυτών των κεφαλαίων πιθανότατα διακινήθηκε μέσω εξωχώριων εταιρειών. Ενώ οι επιχειρήσεις και οι κατασκευαστές επένδυσαν σε προσδοκίες μεσοπρόθεσμης αποκόμισης υπεραξιών, οι κάτοχοι κεφαλαίων προερχόμενων από δραστηριότητες της παραοικονομίας έσπευσαν να επωφεληθούν –πλέον των συνεχώς αυξανόμενων υπεραξιών των ακινήτων– από το εξαιρετικά ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς. Το σύστημα αντικειμενικών αξιών και οι υπάρχοντες μηχανισμοί επενδύσεων ακινήτων δημιουργούσαν ευκαιρίες για επενδύσεις μέσω των οποίων ήταν δυνατό να νομιμοποιηθούν μεγάλα κεφάλαια της παραοικονομίας. Από το παραπάνω σύστημα απουσίασαν οι τελικοί χρήστες του προϊόντος, οι οποίοι θα είχαν ανάγκη τους παραγόμενους χώρους και τη δυνατότητα να καταβάλουν το τίμημα για τη χρήση ενός υπερτιμημένου προϊόντος. Η υπερβάλλουσα προσφορά οδήγησε σε συνεχή πτώση των μισθωτικών αξιών μετά το 2001, οι οποίες ενδέχεται να μην έχουν ακόμη (2006) προσεγγίσει τις πραγματικές αξίες χρήσεως των χώρων γραφείων. Ταυτόχρονα, η θεαματική αύξηση των τιμών των ακινήτων άλλων αγορών, όπως χαρακτηριστικά της αγοράς κατοικίας κατά την περίοδο 2005-2006 ενώ η αγορά γραφείων παραμένει καθηλωμένη, επιβεβαιώνει την αυτονομία της λειτουργίας της, αλλά και τις διαστάσεις της κρίσης της.

Ο προσδιορισμός των κύριων παραγόντων και μηχανισμών που λειτουργούν σε μια αγορά ακινήτων αποτελεί το βασικότερο βήμα για την κατανόησή της. Η συγκεκριμένη

εργασία αποτελεί μια πρώτη προσπάθεια εμπειρικής διερεύνησης εκείνων των παραγόντων που πιθανότατα προκάλεσαν την κρίση της αγοράς γραφείων στην Αθήνα: η ύπαρξη και λειτουργία και άλλων –πλέον αυτών που διερευνήθηκαν– στην εκδήλωση του φαινομένου, είναι πιθανή. Για την περαιτέρω κατανόηση του συστήματος της ελληνικής αγοράς γραφείων, της δυναμικής έναρξης της κυκλικής κίνησης της και της κρίσης της κατά τα τελευταία χρόνια, θεωρούμε χρήσιμη τη σε μεγαλύτερο βάθος διερεύνηση των μηχανισμών και τρόπων παραγωγής, επένδυσης και διαχείρισης των χώρων γραφείων. Μέσα από την ανάπτυξη ενός συνεκτικού θεωρητικού πλαισίου, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διερεύνηση των εξής επίκαιρων και κρίσιμων θεμάτων:

- των νέων μηχανισμών παραγωγής και ενσωμάτωσης της αστικής γαιοπροσόδου, μέσα στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο οικονομικό σύστημα, με δεδομένο το αποψιλωμένο *imperium* των κρατών,
- των νέων δυναμικών αστικοποίησης των κεφαλαίων, μέσω των επενδύσεων σε επαγγελματικά κτίρια, με δεδομένη την εντεινόμενη τάση τιτλοποίησης των ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων επί των ακινήτων, καθώς και
- τη σχέση των παραπάνω θεμάτων με τους μηχανισμούς διαμόρφωσης του αστικού ιστού και το σύστημα χωρικού σχεδιασμού.

Τέτοιες μελέτες, θα αναδείξουν τη χρησιμότητα στη γεωγραφική ανάλυση της χωρικά στείας προσέγγισης του θέματος της αγοράς γραφείων στην παρούσα εργασία, η οποία δεν υπερέβη τα όρια της οικονομικής λογικής.

Παρά τις όποιες αδυναμίες ή παραλείψεις της, πιστεύουμε ότι η συγκεκριμένη εργασία μπορεί να αποτελέσει αφετηρία για περαιτέρω προβληματισμό και διερεύνηση, όχι μόνο της αγοράς γραφείων της Αθήνας, αλλά και γενικότερα της ελληνικής κτηματογορίας, των προνομιακών της σχέσεων με την οικονομία, το χρηματοπιστωτικό σύστημα, το ευρύτερο θεσμικό περιβάλλον που την επηρεάζει, καθώς και των επιπτώσεων της λειτουργίας της στη ρύθμιση και ανάπτυξη του χώρου.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

- Αυλωνίτης, Ξ. και Βαρζελιώτη Κ. (2003) "Η χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων και οι επενδύσεις από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες: 1999-2002", Αθήνα: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Διεύθυνση Δημοσίων Εγγραφών και Εποπτείας Εισηγμένων Εταιρειών.
- Βορίδης Η. (1995) "Η ειδική φύση των τραπεζών στην Ελλάδα", στο Προβόπουλος Γ. (επ.) *Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τάσεις και προοπτικές*, Αθήνα: IOBE-Alpha Τράπεζα Πίστωσης, 51-78.

- Βορίδης Η., Αγγελοπούλου Ε. και Σκοτίδα Ι. (2003) "Η νομισματική πολιτική μέσα από τα κείμενα της Τράπεζας της Ελλάδος (1990-2003)", *Οικονομικό Δελτίο*, Τράπεζα της Ελλάδος, 20: 7-96.
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (1999 - 2005) *Ετήσιες Εκθέσεις*, Αθήνα.
- Λυκουρέζος Α. (2007) "Κατάχρηση αγοράς και ξέπλυμα χρήματος. Δικαστική και διοικητική αντιμετώπιση και αποτρεπτική ισχύς", εισήγηση στο 3^ο Συνέδριο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών: *Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς*, Αθήνα, 16-18 Ιανουαρίου 2007.
- Μπαλωμένος Π. και Παλάσκας Θ. (2006) "Ο ρόλος του **Real Estate στην εγχώρια οικονομία** και προϋποθέσεις περαιτέρω ανάπτυξης του", *Σειρά Οικονομικά Θέματα*, 16, IOBE, Αθήνα.
- Τάτσος Ν., Γκάνος Γ., Μανίκα Β., Τραγάκη Αλ. και Χριστόπουλος Δ. (2001) *Παραοικονομία και φοροδιαφυγή στην Ελλάδα*, Αθήνα: IOBE - Εκδόσεις Παπαζήση.

Ξενόγλωσση

- Allen F. και Gale G. (2000) "**Bubbles and Crises**", *Economic Journal*, 110(January): 236-255.
- Aveline N. (1995) *La bulle foncière au Japon*, Paris: ADEF.
- Ball M., Lizieri C. και MacGregor B.D. (1998) *The Economics of Commercial Property Markets*, London, New York: Routledge.
- Ball M. (1998) "Institutions in British Property Research: A Review", *Urban Studies*, 35(9): 1501-1517.
- Ball M. & Tsolacos S. (2002) "UK commercial property forecasting: the devil is in the data", *Journal of Property Research*, 19(1): 13-38.
- Ball M. (2003) "Is there an office replacement cycle?", *Journal of Property Research*, 20(2): 173-189.
- Bank of Greece (2006) *Annual Report 2005*, Athens: **Bank of Greece**.
- BIS (Bank for International Settlements), Basel Committee on Banking Supervision (June 2004), *International convergence of capital measurement and capital standards - a revised framework*, 257 p.
- Björklund K. και Söderberg B. (1999) "**Property Cycles, Speculative Bubbles and the Gross Income Multiplier**", *Journal of Real Estate Research*, 18(1): 151-174.
- Broeders J. (1999), "And their right hand is full of bribes. Corruption and real estate", στο *Ethics in Real Estate* (edited by S. Roulac), Boston: Kluwer Academic Press, 109-128.

- Brown G. (1984), "Real Estate Cycles Alter the Valuation Perspective", *Appraisal Journal*, 54(4): 539-49.
- Brown G. και Liow K.H. (2001). "Cyclical relationship between commercial real estate and property stock prices", *Journal of Property Research*, 18(4): 309-320.
- Catarineu-Rabell E., Jackson P. και Tsomokos D. (2005) "Procyclicality and the New Basel Accord – bank's choice of loan rating system", *Economic Theory*, 26(3): 537-557.
- Coakley J. (1994) "The integration of property and financial markets", *Environment and Planning A*, 26(5): 697-713.
- Dehesh A. και Pugh C. (2000) "Property cycles in a global economy", *Urban Studies*, 37(13): 2581-2602.
- De Magalhães S.-C. (2001) "International property consultants and the transformation of local markets", *Journal of Property Research*, 18(1): 99-121.
- De Wit I. και R. Van Dijk (2003) "The Global Determinants of Office Real Estate Returns", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 26(1): 27-45.
- Diamond D. (1984) "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51(3): 393-414.
- Ekelid M., Lind H., Lundström S. και Persson E. (1998) "Treatment of uncertainty in appraisal of commercial properties. Some evidence from Sweden", *Journal of Property Valuation & Investment*, 16(4): 386-396.
- Flood R. και Hodrick R. (1990) "On Testing for Speculative Bubbles", *Journal of Economic Perspectives*, 4(2): 85-101.
- Fraser W.D. (1993) *Principles of Property Investment and Pricing*, London: Macmillan (2nd edition).
- Fraser W. D. (2004) *Cash-Flow Appraisal for Property Investment*, New York: Palgrave Macmillan.
- Garmaise M. και Moskowitz T. (2003) "Informal Financial Networks: Theory and Evidence", *The Review of Financial Studies*, 16(4): 1007-1040.
- Gatzlaff D.H. και Tirtiroglu D. (1995), "Real Estate Market Efficiency: Issues and Evidence", *Journal of Real Estate Literature*, 3(2): 157-189.
- Gordon J., P. Mosbaugh και Canter T. (1999) "Integrating Regional Economic Indicators with Real Estate Cycle", *Journal of Real Estate Research*, 17(1): 3-32.
- Grenadier S. R. (1995) "The Persistence of Real Estate Cycles", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 10(2): 95-119.
- Grenadier S. (1996) "The Strategic Exercise of Options: Development Cascades and Overbuilding in Real Estate Markets", *Journal of Finance*, 51(5): 1653-1677.

- Guy S. & Henneberry J. (2000) "Understanding Urban Development Processes: Integrating the Economic and the Social in Property Research", *Urban Studies*, 37(13): 2399-2416.
- Gibson H. και Δεμένναγας Ν. (2002) "Ο ανταγωνισμός στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα: εμπειρική μελέτη για την περίοδο 1993-1999", *Οικονομικό Δελτίο*, Τράπεζα της Ελλάδος, 19: 7-21.
- Hanink D. M. (1996) "How 'Local' are Local Office Markets?" *Real Estate Economics*, 24(3): 341-358.
- Healey P. (1991) "Models of the development process: a review", *Journal of Property Research*, 8(2): 219-238.
- Hendershott P. και Kain E. (1995) "U.S. Office Market Values During the Past Decade: How Distorted Have Appraisals Been?" *Real Estate Economics*, 23(2): 101-116.
- Hendershott, P. H. (1996) "Rental Adjustment and valuation in Overbuilt Markets: Evidence from the Sidney Office Market", *Journal of Urban Economics*, 39(1): 51-67.
- Hendershott P. (2000) "Property Asset Bubbles: Evidence from the Sydney Office Market", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 20(1): 67-81.
- Herring R. και Wachter S. (1999) "Real Estate Booms and Banking Busts – An International Perspective", *Group of Thirty, Occasional Papers, Washington, DC*.
- Hetzer W. (2003) "Money Laundering and Financial Markets", *European Journal of Crime, Criminal Law and Criminal Justice*, 11(3): 264-277.
- Hoesli M. και Thion B. (1994) *Immobilier et gestion de patrimoine. Théorie et pratique financière*, Paris: Economica, coll. Immobilier et Finances.
- JLL (Jones Lang LaSalle) (2006) *Global Real Estate Transparency Index 2006*. Jones Lang LaSalle, Global Reports.
- Jütting J. (2003) "Institutions and development: A critical review", OECD Development Centre, Working Paper No 210, DEV/DOC (2003)08.
- IMF/BIS (International Monetary Fund/Bank for International Settlements) (April 2005), Papers No 21. "Real estate indicators and financial stability", proceedings of a joint conference organized in Washington DC, 27-28 October 2003.
- IMF (International Monetary Fund) (2006) *Greece, Country Report*, No. 06/5.
- Kapopoulos P. και Siokis, F. (2005) "Stock and real estate prices in Greece: wealth versus 'credit-price' effect", *Applied Economic Letters*, 12(2): 125-128.
- Keogh G. και D'Arcy E. (1999) "Property Market Efficiency: An Institutional Perspective", *Urban Studies*, 36(13): 2401-2414.
- Kinnard Jr. W., Lenk M. και Worzala E. (1997) "Client pressure in the commercial appraisal industry: how prevalent is it?", *Journal of Property Valuation & Investment*, 15(3):

233-243.

- Kling, J. L. και McCue T.E. (1987) "Office Building Investment and the Macro-Economy: Empirical Evidence, 1973-1985", *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 3(2): 234-255.
- Liow K. H. (2006) "Dynamic relationship between stock and property markets", *Applied Financial Economics*, 16(5): 371-376.
- Louargand M. (1998) "Information and Real Estate Markets", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 4(1): 79-81.
- Masciandaro D. (1999) "Money Laundering: the Economics of Regulation", *European Journal of Law and Economics*, 7(1): 225-240.
- Nappi-Choulet I. (1997) *Les bureaux, analyse d'une crise*, Paris: ADEF.
- Pavlov A. και Wachter S. (2004) "Robbing the Bank: Non-recourse Lending and Asset Prices", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 28(2/3): 147-160.
- Pitschke C. και Bone-Winkel S. (2006) "The impact of the New Basel Capital Accord on real estate developers", *Journal of Property Investment and Finance*, 24(1): 7-26.
- Pritchett C. P. (1984) "Forecasting the Impact of Real Estate Cycles on Investment", *Real Estate Review*, 13(1): 85-89.
- Pugh C. και Dehesh A. (2001) "Theory and explanation in international property cycles since 1980", *Property Management*, 19(4): 265-297.
- Pyhrr S. A., Roulac S. E. και Born W.L. (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. και Titman S. (1999) "Do Real Estate Prices and Stock Prices Move Together? An International Analysis", *Real Estate Economics*, 27(2): 183-207.
- Renard V. (1993) "Bulles spéculatives, prix immobiliers, prix fonciers", στο J.-J. Granelle και T. Vilmin (επ.) *L'articulation du foncier et de l'immobilier*, Paris: ADEF.
- Renard V. (1996) "Quelques caractéristiques des marchés fonciers et immobiliers", *Economie et Statistique*, 294/295: 89-97.
- Renaud B. (1997) "The 1985 to 1994 Global Real Estate Cycle: An Overview", *Journal of Real Estate Literature*, 5(1): 13-44.
- RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) Report (1994) "Understanding the Property Cycle", Main Report: Economic Cycles and Property Cycles, London: The Royal Institution of Chartered Surveyors.
- Sai-Fan Chan T. (1999) "Residential Construction and Credit Market Imperfection", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 18(1): 125-139.
- Samuels W. (2000) "Institutional Economics after One Century", *Journal of Economic Issues*, 43: 305-315.

- Searle J. (2005) "What is an institution?", *Journal of Institutional Economics*, 1(1): 1-22.
- Shibata Y. (1996) "Quaking lenders: how gangsters complicate Japan's banking crisis", *Global Finance*, 10 January: 40-41.
- Shiller R. (1990) "Speculative Prices and Popular Models", *Journal of Economic Perspectives*, 4(1): 55-65.
- Shiller R. (1995) "Conversation, Information, and Herd Behavior", *American Economic Review*, 85(2): 181-185.
- Shiller R. (2001) "Human behavior and the efficiency of the financial system", Cowles Foundation Paper No. 1025, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University.
- Shiller R. (2006) *Irrational Exuberance*. Princeton University Press (2nd edition).
- Shilton L. και Tandy J. K. (1993) "The Information Precision of CBD Office Vacancy Rates", *Journal of Real Estate Research*, 8(3): 421-440.
- Stiglitz J. (1990) "Symposium on bubbles", *Journal of Economic Perspectives*, 4(1): 13-18.
- Stiglitz J. (2000) "Capital Market liberalization, economic growth and instability", *World Development*, 28(6): 1075-1086.
- van Duyne P. (1998) "Money-Laundering: Pavlov's Dog and Beyond", *The Howard Journal*, 37(4): 359-374.
- van Duyne P. και de Miranda H. (1999) "The emperor's clothes of disclosure : Hot money and suspect disclosures", *Crime Law & Social Change*, 31(2): 245-271.
- Wang P. (2000) "Market Efficiency and Rationality in Property Investment", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 21(2), 185-201.
- Wheaton W. C. (1987) "The Cyclic Behavior of the National Office Market", *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 15(4): 281-99.
- Wheaton W. C. και Torto R.G. (1988) "Vacancy Rates and the Future of Office Rents", *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 16(4): 430-55.
- Wheaton W. C., Torto R.G. και Evans P. (1997) "The cyclic Behavior of the Greater London Office Market", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 15(1): 77-92.
- Wheaton W. C. (1999) "Real Estate 'Cycles': Some Fundamentals", *Real Estate Economics*, 27(2): 209-230.

Νίκος Τριανταφυλλόπουλος

Τμήμα Μηχανικών Χωροταξίας, Πολεοδομίας και Περιφερειακής Ανάπτυξης, Πανεπιστήμιο
Θεσσαλίας, Πεδίον Άρεως, 383 34 Βόλος,
e-mail: ntriant@tellas.gr