

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοίκησης

Πρόγραμμα: Μεταπτυχιακών Σπουδών στη “ Χρηματοοικονομική Ανάλυση ”



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

του

Αγαμέμνονα Μάρκου

ΘΕΜΑ

“REITs: Ένας νέος θεσμός στην Ελλάδα”

Επιβλέπων Καθηγητής: Ν. Φίλιππας

Μάρτιος 2006

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<u>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</u>	11
------------------------------	----

ΜΕΡΟΣ Α: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ακίνητη περιουσία</i>	13
---	----

<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η επένδυση σε ακίνητα</i>	16
---	----

2.1 Επενδυτικοί στόχοι

2.2 Κίνδυνοι από την επένδυση σε ακίνητα

<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η επανάσταση της χρηματοοικονομικής Ακινήτων</i>	19
--	----

ΜΕΡΟΣ Β: ΓΝΩΡΙΖΟΝΤΑΣ ΤΑ REITs

<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Τι είναι και πως δουλεύουν τα REITs</i>	22
---	----

4.1 Γενικά

4.2 Βασικά χαρακτηριστικά

<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Τα REITs σε σχέση με άλλες ανταγωνιστικές μορφές επένδυσης</i>	25
--	----

5.1 Αναμενόμενες αποδόσεις και κίνδυνος

5.2 Συσχέτιση των αποδόσεων των REIT με τις μετοχές και τα ομόλογα

5.3 Σύγκριση ιστορικών αποδόσεων REITs με ομόλογα

5.4 Διαφορές των REIT με τις ετερόρρυθμες εταιρείες (Limited Partnerships)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Τα είδη των REITs.....33

- 6.1 Κατηγοριοποίηση με βάση την επενδυτική πολιτική
- 6.2 Κατηγοριοποίηση με βάση τη γεωγραφική κατανομή
- 6.3 Κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Η φορολογική αντιμετώπιση των REITs.....36

- 7.1 Φορολογία ακινήτων στις ΗΠΑ
- 7.2 Η φορολόγηση των REITs
- 7.3 Η φορολόγηση των μετόχων των REITs

ΜΕΡΟΣ Γ: Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ REITs

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Οι κύκλοι της αγοράς ακινήτων.....41

- 8.1 Σχέση μεταξύ τιμών ακινήτων και οικονομικής δραστηριότητας
- 8.2 Άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τις διεθνείς τιμές ακινήτων
- 8.3 Πόσο φυσιολογική είναι η αύξηση των διεθνών τιμών των ακινήτων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: REITs: Ιστορική αναδρομή.....50

ΜΕΡΟΣ Δ: ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: Το ρίσκο από την επένδυση σε REITs.....54

- 10.1 Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ο επενδυτής ενός REIT
- 10.2 Βασικά κριτήρια επιλογής των REITs

- 10.3 Ποσοτικά κριτήρια επιλογής
 - 10.3.1 Δείκτης NAV
 - 10.3.2 Funds from Operations
 - 10.3.3 Συντελεστής απόδοσης (Rate of Return) και μερίσματα
 - 10.3.4 Έξοδα που βαρύνουν το REIT
 - 10.3.5 Πηγές Κεφαλαίου
- 10.4 Ποιοτικά κριτήρια επιλογής

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των REITs.....62

- 11.1 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των εταιρειών
- 11.2 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα για τον επενδυτή

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12: Οι προοπτικές των REITs παγκοσμίως.....65

- 12.1 Η παγκόσμια αγορά των REITs
- 12.2 Η κεφαλαιοποίηση των REITs ως προς την συνολική ακίνητη περιουσία

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13: Οι αποδόσεις των REITs.....74

- 13.1 Οι μερισματικές αποδόσεις
- 13.2 Οι συνολικές αποδόσεις των REITs

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14: Οι προοπτικές των REITs το 2006.....78

- 14.1 Οι αγορές της Αμερικής
 - 14.1.1 Βόρειος Αμερική
 - 14.1.2 Λατινική Αμερική – Αργεντινή
- 14.2 Οι αγορές της Ασίας
 - 14.2.1 Ιαπωνία
 - 14.2.2 Hong Kong
 - 14.2.3 Κίνα

- 14.2.4 Σιγκαπούρη
- 14.2.5 Ταϊλάνδη και της Μαλαισία
- 14.3 Οι αγορές της Ωκεανίας
 - 14.3.1 Αυστραλία
 - 14.3.2 Νέα Ζηλανδία
- 14.4 Οι αγορές της Ευρώπης

ΜΕΡΟΣ Ε: ΤΟ REAL ESTATE ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

***ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15: ΑΕΕΑΠ: Τα ελληνικά REITs*.....84**

- 15.1 Γενικά
- 15.2 Το θεσμικό πλαίσιο των ΑΕΕΑΠ
- 15.3 Τα βασικά πλεονεκτήματα των ΑΕΕΑΠ

***ΚΕΦΑΛΑΙΟ 16: Ελληνική αγορά ακινήτων: Επιδόσεις και προοπτικές*.....91**

- 16.1 Γενικά
- 16.2 Οι προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων
 - 16.2.1 Κατοικίες
 - 16.2.2 Η ελληνική αγορά επαγγελματικής στέγης

ΜΕΡΟΣ ΣΤ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ REITs

***ΚΕΦΑΛΑΙΟ 17: Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν τις αποδόσεις των REITs διεθνώς*.....104**

- 17.1 Η βάση της ανάλυσης
- 17.2 Διεθνής Διαφοροποίηση της Αγοράς Ακινήτων

- 17.3 Τα δεδομένα
- 17.4 Αξιολόγηση του κινδύνου των χαρτοφυλακίων ακίνητης περιουσίας
- 17.5 Τα αποτελέσματα
- 17.6 Συμπεράσματα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 18: Πώς επιδρούν στα REITs αναπάντεχες μεταβολές των μακροοικονομικών δεδομένων.....144

- 18.1 Σύνοψη
- 18.2 Εισαγωγή
- 18.3 Μακροοικονομικοί παράγοντες και η αγορά των REITs
- 18.4 Τα Δεδομένα
- 18.5 Συμπεράσματα

ΜΕΡΟΣ Ζ: ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 19: Οι προοπτικές των ελληνικών εταιρειών επενδύσεως σε ακίνητη περιουσία.....165

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 20: Οι κίνδυνοι μείωσης των αποδόσεων των ΑΕΕΑΠ από αναπάντεχες μεταβολές στις οικονομικές συνθήκες της χώρας.....168

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 21: Συμπεράσματα για τις ελληνικές ΑΕΕΑΠ.....170

ΠΗΓΕΣ.....172

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 1: Σχέση κινδύνου απόδοσης εναλλακτικών μορφών επένδυσης.....	25
Πίνακας 2: Συσχέτιση αποδόσεων REITs με μετοχές και ομόλογα.....	27
Πίνακας 3: Συσχέτιση μεταξύ ομολόγων, μετοχών και Real Estate.....	28
Πίνακας 4: Η δομή των REITs ανά χώρα.....	66
Πίνακας 5: Τα ειδικά χαρακτηριστικά των REITs ανά αγορά.....	69
Πίνακας 6: Εισηγμένες εταιρείες real estate ως ποσοστό της συνολικής προσφοράς ακινήτων και της κεφαλαιοποίησης των χρηματιστηρίων.....	72
Πίνακας 7: Οι αποδόσεις των REITs ανά περιοχή.....	77
Πίνακας 8: Συνοπτική στατιστική, Φεβρουάριος 1990 - Απρίλιος 2003.....	114
Πίνακας 9: Συνοπτική στατιστική για τον κοινό παράγοντα και τους αμιγείς παράγοντες. Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.....	129
Πίνακας 10: Συντελεστές συσχέτισης των αποδόσεων του κοινού παράγοντα και των αμιγών παραγόντων, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.....	132
Πίνακας 11: Περιγραφική στατιστική (Περίοδος Δείγματος Φεβρουάριος 1980 – Σεπτέμβριος 2000).....	151
Πίνακας 12: Πίνακας συσχέτισης (Περίοδος Δείγματος Φεβρουάριος 1980 – Σεπτέμβριος 2000).....	151
Πίνακας 13: Πίνακας συσχέτισης (Περίοδος Δείγματος Φεβρουάριος 1980 – Σεπτέμβριος 2000).....	155

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 1: Σχέση απόδοσης κινδύνου διαφόρων επενδύσεων.....	26
Διάγραμμα 2: Διαφορά αποδόσεων REITs – 10ετων ομολόγων Δημοσίου.....	29
Διάγραμμα 3: Η κατανομή των REITs με βάση την επενδυτική πολιτική.....	34
Διάγραμμα 4: Η κατανομή των REITs με βάση τον τύπο ιδιοκτησίας.....	35
Διάγραμμα 5: Επίδραση ανόδου πληθωρισμού στις τιμές κατοικιών ανά ομάδα χωρών.....	44
Διάγραμμα 6: Αγορά κατοικίας και οικονομικός κύκλος: ΗΠΑ.....	45
Διάγραμμα 7: Αγορά κατοικίας και οικονομικός κύκλος: Ισπανία.....	46
Διάγραμμα 8: Τιμή κατοικιών προς ενοίκια (1995=100).....	47
Διάγραμμα 9: Τιμή κατοικιών προς ενοίκια: ΗΠΑ.....	49
Διάγραμμα 10: Η βαρύτητα των τοπικών αγορών στον παγκόσμιο δείκτη EPRA/NAREIT.....	68
Διάγραμμα 11: Οι μερισματικές αποδόσεις ανά περιοχή.....	75
Διάγραμμα 12: Οι συνολικές αποδόσεις το 2005 ανά χώρα.....	76
Διάγραμμα 13: Ετησιοποιημένες συνολικές αποδόσεις ανά περιοχή (σε τοπικά νομίσματα).....	77
Διάγραμμα 14: Ιστορικό δόμησης – αγοράς κατοικίας.....	93

Διάγραμμα 15: Προοπτικές ανάπτυξης της αγοράς κατοικίας.....	94
Διάγραμμα 16: Η αγορά κατοικίας ως επένδυση.....	95
Διάγραμμα 17: Αντιλαμβανόμενες προοπτικές τιμές ακινήτων στο έτος.....	96
Διάγραμμα 18: Αντιλαμβανόμενες προοπτικές τιμές ακινήτων στην 5ετία.....	96
Διάγραμμα 19: Προοπτικές πώλησης ακινήτων ως επενδυτική κίνηση.....	97
Διάγραμμα 20: Ρυθμός αύξησης ενοικίων επαγγελματικής στέγης στο κέντρο της Αθήνας και στη Λ. Κηφισίας.....	101
Διάγραμμα 21: Επίπεδα ενοικίων επαγγελματικής στέγης των κυριότερων ευρωπαϊκών πρωτευουσών.....	102
Διάγραμμα 22: Ο αριθμός των μετοχών ακίνητης περιουσίας του δείγματος και η κεφαλαιοποίησή τους καθώς και η κεφαλαιοποίηση των εταιριών για τις οποίες είναι διαθέσιμοι οι συντελεστές στάθμισης της αξίας/ανάπτυξης. Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.....	116
Διάγραμμα 23: Μέσος δείκτης έκθεσης στην ανάπτυξη (average growth exposure) για τις μετοχές ακίνητης περιουσίας στην Ευρώπη, Ασία, Βόρεια Αμερική, Ωκεανία και Διεθνώς, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.....	120
Διάγραμμα 24: Ο δείκτης (exposure) ανάπτυξης για τα γραφεία, λιαν εμπόριο και κατοικίες, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.....	121
Διάγραμμα 25: Ο δείκτης των αθροιστικών αποδόσεων του κοινού παράγοντα και του αμιγούς παράγοντα μεγέθους, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.....	133
Διάγραμμα 26: Ο δείκτης των αθροιστικών αποδόσεων του παράγοντα ανάπτυξης κατά χώρες ή ηπείρους, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.....	134

Διάγραμμα 27: Ο δείκτης των αθροιστικών αποδόσεων για τους αμιγείς παράγοντες της χώρας, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.....	135
Διάγραμμα 28: Ο δείκτης των αθροιστικών αποδόσεων για τους αμιγείς παράγοντες του ακινήτου, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.....	136
Διάγραμμα 29: Μέσες απόλυτες αποδόσεις για κάθε παράγοντα ως ποσοστό του αθροίσματος των απόλυτων αποδόσεων, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003 (12μηνια μετακίνηση κατά μέσο όρο).....	137
Διάγραμμα 30: Οι αθροιστικές αποδόσεις out-of-sample των πρώτων τριών παραγόντων συστάδων, Φεβρουάριος 1993 - Απρίλιος 2003.....	140
Διάγραμμα 31: Οι μέσες απόλυτες αποδόσεις για κάθε παράγοντα συστάδας και για τις υπολειπόμενες αποδόσεις (residual returns) ως ποσοστό των συνολικών απόλυτων αποδόσεων, Φεβρουάριος 1994 – Απρίλιος 2003 (12μηνος μέσος όρος μετακίνησης).....	141
Διάγραμμα 32: Οι αποδόσεις των REITs.....	152
Διάγραμμα 33: Γενικευμένη κρουστική απόκριση των ΕΕΑΠ (ΔR) σε διαταράξεις της νομισματικής πολιτικής (ΔFF).....	159
Διάγραμμα 34: Γενικευμένη κρουστική απόκριση των ΕΕΑΠ (ΔR) σε διαταράξεις της πραγματικής αποδοτικότητας (ΔY).....	159
Διάγραμμα 35: Γενικευμένη κρουστική απόκριση των ΕΕΑΠ (ΔR) σε διατάραξη των αποδόσεων του κινδύνου αθέτησης πληρωμής (default risk premium) (ΔFF).....	160
Διάγραμμα 36: Γενικευμένη κρουστική απόκριση των ΕΕΑΠ (ΔR) σε διατάραξη των αυξήσεων του πληθωρισμού (ΔP).....	161

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η διπλωματική εργασία με τίτλο «REITs: Ένας νέος θεσμός στην Ελλάδα» πραγματεύεται το θεσμό της συλλογικής επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, ο οποίος εισήχθη πρόσφατα και βρίσκεται σε «νηπιακά» στάδια ανάπτυξης στη χώρα μας. Στόχος της εργασίας είναι να παρουσιαστούν όλες οι πτυχές των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και να διατυπωθεί μία εκτίμηση για τις προοπτικές τους στην Ελλάδα.

Το **Α΄ μέρος** εισαγάγει τον αναγνώστη στις βασικές αρχές που διέπουν την ακίνητη περιουσία και κατ' επέκταση τη χρηματοοικονομική ακινήτων. Γίνεται αναφορά στους στόχους και τους κινδύνους της επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, καθώς και στα πρώτα βήματα ανάπτυξης της χρηματοοικονομικής ακινήτων.

Στο **Β΄ Μέρος** πραγματοποιείται η πρώτη γνωριμία με τον θεσμό των REITs, όπως αυτός αναπτύχθηκε στις ΗΠΑ. Παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά τους, τα είδη που υπάρχουν σήμερα στην αγορά, ενώ γίνεται μία σύγκριση με τις εναλλακτικές μορφές επένδυσης, όσον αφορά τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση.

Στο **Γ΄ Μέρος** γίνεται μία πλήρης καταγραφή της ιστορίας των REITs, η οποία είναι άμεσα συνδεδεμένη με τους κύκλους της αγοράς των ακινήτων. Πραγματοποιείται μία εκτενής παρουσίαση της πορείας των τιμών της ακίνητης περιουσίας διεθνώς και της ιστορίας των REITs από το 1960 έως σήμερα.

Στο **Δ΄ Μέρος** παρουσιάζονται οι ευκαιρίες και οι κίνδυνοι της επένδυσης σε REITs, καθώς και τα βασικά ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια που πρέπει να εξετάζουν οι επενδυτές κατά τη διαδικασία επιλογής τους. Επίσης, γίνεται αναφορά στα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των REITs. Το μέρος αυτό

ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των επιδόσεων των REITs την τελευταία 5ετία, καθώς και των προοπτικών τους στις μεγαλύτερες αγορές της υφηλίου.

Στο **Ε΄ Μέρος** αναπτύσσεται η ελληνική εκδοχή των REITs, οι εταιρείες επενδύσεως σε ακίνητη περιουσία (ΕΕΑΠ). Γίνεται αναφορά στο θεσμικό πλαίσιο που διέπει τις εν λόγω εταιρείες, ενώ παρουσιάζεται μία πρωτοποριακή έρευνα για τις προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων.

Στο **ΣΤ΄ Μέρος** παρουσιάζονται δύο πολύ ενδιαφέρουσες εμπειρικές μελέτες, που καταλήγουν σε συμπεράσματα ως προς τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των REITs.

Στο **Ζ΄ Μέρος**, με τη χρήση των δεδομένων που παρουσιάστηκαν στα προηγούμενα κεφάλαια, γίνεται μία ανάλυση για τις προοπτικές των ΕΕΑΠ στην ελληνική αγορά. Με βάση τις δύο εμπειρικές μελέτες που περιλαμβάνονται στο προηγούμενο μέρος της εργασίας, πραγματοποιείται μία αναφορά στο μέγεθος των κινδύνων που ενέχει η επένδυση σε ΕΕΑΠ. Τέλος, εξάγονται τα βασικότερα συμπεράσματα για την πορεία του νέου θεσμού στη χώρα μας.

ΜΕΡΟΣ Α

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η Ακίνητη περιουσία

Η ακίνητη περιουσία αποτελεί μία διαχρονική αξία στη σκέψη των περισσότερων ανθρώπων ανεξαρτήτως ηλικίας, περιουσιακής κατάστασης και γεωγραφικής τοποθέτησης. Αποτελεί για όλους κάτι σίγουρο, σταθερό, χειροπιαστό, μια απτή ιδιοκτησία.

Συγκεκριμένα:

Με τον όρο ακίνητη περιουσία (real estate) εννοούμε ένα κομμάτι γης και κάθε φυσική ιδιοκτησία που σχετίζεται με αυτή, όπως φράχτες, κατοικίες, διαμόρφωση χώρου και όλα τα δικαιώματα στον «αέρα» και στη γη των προαναφερθέντων ¹.

Η εμπιστοσύνη, η αξιοπιστία, αλλά και οι προοπτικές που ενέχει ο θεσμός αυτός προσέλκυσε το ενδιαφέρον αρκετών κλάδων, όπως αυτός των οικονομικών και των χρηματοοικονομικών. Με επίκεντρο τις ΗΠΑ, όπου έχει εξαπλωθεί ιδιαίτερα το real estate, η χρηματοοικονομική επί ακινήτων έχει αναπτυχθεί και πλέον υπάρχουν όχι μόνο ειδικά μαθήματα, αλλά και ολόκληρα μεταπτυχιακά προγράμματα που ασχολούνται με το αντικείμενο.

Η χρηματοοικονομική ακινήτων (real estate finance) κινείται σε δύο βασικούς άξονες:

Α) ΔΑΝΕΙΑ – ΥΠΟΘΗΚΕΣ: Τα τελευταία χρόνια τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν αναπτύξει ιδιαίτερα την τυποποίηση και πώληση δανείων που βασίζονται σε χρεόγραφα (securitization), δημιουργώντας συνεχώς νέες μορφές στεγαστικών δανείων και δίνοντας δυνατότητες ακόμα και σε χαμηλούς

¹ Ορισμός Baring

εισοδηματίες να πάρουν δάνειο προκειμένου να αποκτήσουν στέγη. Στην προκειμένη περίπτωση, διάφοροι κρατικοί ή ιδιωτικοί οργανισμοί (GNMA, FNMA) αγοράζουν τα πακέτα δανείων από τις τράπεζες και με συγκεκριμένες προϋποθέσεις τα διαθέτουν σε ιδιώτες.

B) ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ: Οι επενδύσεις επί ακίνητης περιουσίας τα τελευταία χρόνια παρουσιάζουν ιδιαίτερη άνθηση και προσελκύουν το ενδιαφέρον των επενδυτών. Κυριότερος λόγος είναι η εξασφάλιση της αξίας των επενδύσεων σε μακροχρόνιο ορίζοντα ανεξαρτήτως των διακυμάνσεων του πληθωρισμού. Για παράδειγμα εάν ο πληθωρισμός είναι κατά μέσο όρο 5% για τα επόμενα 30 χρόνια, η αγοραστική αξία ενός εκατομμυρίου δολαρίων θα είναι μόλις 231.337 δολάρια. Αυτό ακριβώς το κενό καλύπτει η επένδυση στην ακίνητη περιουσία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η επένδυση σε ακίνητα

2.1 Επενδυτικοί στόχοι

Οι επενδυτικοί στόχοι από την απόκτηση ακινήτων συνοψίζονται στα εξής:

- Αύξηση του τρέχοντος ή του μελλοντικού εισοδήματος (ή και των δύο). Τα ακίνητα παράγουν εισόδημα (ενοίκια), τα οποία προσδοκά ο ιδιοκτήτης ενός ακινήτου. Το μελλοντικό εισόδημα μπορεί να προορίζεται για προσωπική κατανάλωση στο μέλλον ή για τις μελλοντικές γενιές

Η επιδίωξη τρέχοντος εισοδήματος μπορεί να επιτευχθεί με την επένδυση σε ακίνητα με αποδόσεις που έχουν σταθεροποιηθεί και είναι στο επίπεδο της αγοράς. Από την άλλη, η επιδίωξη μελλοντικού εισοδήματος μπορεί να επιτευχθεί με την επένδυση σε ακίνητα με ενοίκια χαμηλότερα από τα επικρατούντα στην αγορά ή σε οικόπεδα ή σε υπέργειους χώρους στάθμευσης ή σε νέες κατασκευές (development projects).

- Αύξηση αξίας (υπεραξία). Ο επενδυτής στοχεύει στη δημιουργία υπεραξιών που θα προέλθουν από την αύξηση της τιμής του και την πώλησή του για την κατοχύρωση των κερδών.

Σε γενικές γραμμές οι πηγές των αποδόσεων της ακίνητης περιουσίας είναι οι εξής:

- Χρηματικές εισροές (Cash Flow): Προέρχονται από τα μισθώματα μείον τις λειτουργικές δαπάνες και την εξυπηρέτηση του χρέους.

- Φορολογικές απαλλαγές (Tax Shelter): Απαλλαγή των πληρωμών των τόκων ή κρατικές επιδοτήσεις

- Δημιουργία ιδίων κεφαλαίων (Equity Buildup) από την πληρωμή των χρεολυσίων

- Δημιουργία υπεραξίας (Equity Gains) από την αύξηση της τιμής του ακινήτου

Από τη σκοπιά του χρόνου πραγματοποίησης, μπορούμε να συγχωνεύσουμε τους προηγούμενους 4 τύπους αποδόσεων, στους εξής:

- **Χρηματικές εισροές (μετά φόρων).** Εάν στις προ φόρων εισροές προστεθούν οι φορολογικές απαλλαγές και αφαιρεθούν οι πληρωτέοι φόροι, το σύνολο μπορεί να θεωρηθεί ως μία τελική πηγή εσόδων από το ακίνητο.
- **Υπόλοιπες εισροές (μετά φόρων).** Η υπεραξία και τα πληρωθέντα χρεολύσια (equity buildup) ως άθροισμα, αποτελούν την προ φόρων είσπραξη κατά την πώληση του ακινήτου.

2.2 Κίνδυνοι από την επένδυση σε ακίνητα

Οι επενδύσεις σε ακίνητα προσφέρουν ένα αποδεκτό μίγμα απόδοσης – κινδύνου.

Σύμφωνα με τη θεωρία, υπάρχουν πέντε (5) **είδη κινδύνων** από την επένδυση σε ακίνητη περιουσία:

1. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ: Προέρχεται από τις αλλαγές στη ζήτηση ή προσφορά ακινήτων. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος δεν μπορεί να αντιμετωπιστεί.

2. ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ – ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΟΣ: Πηγάζει από τις αποφάσεις που αφορούν την ανάπτυξη, λειτουργία, αναχρηματοδότηση ή πώληση του ακινήτου. Η αντιμετώπισή του επιτυγχάνεται με τη βελτίωση της διαχείρισης. Σε μερικές περιπτώσεις όμως (πχ. μακροχρόνιες μισθώσεις) απαιτείται χρόνος.

3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ: Εξαρτάται από το βαθμό της μόχλευσης και είναι απολύτως διαχειρίσιμος.

4. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ: Αφορά στην αδυναμία γρήγορης ρευστοποίησης του ακινήτου.

5. ΠΟΛΙΤΙΚΟΣ: Νέοι νόμοι, κανόνες, ρυθμίσεις που αφορούν την ακίνητη περιουσία και οι οποίοι δεν είναι προβλέψιμοι.

Οι κίνδυνοι που δεν είναι δυνατόν να μετακυλιστούν, τιμολογούνται. Αυτό σημαίνει ότι ο επενδυτής πρέπει να προσδιορίσει πόση πρόσθετη απόδοση απαιτείται για να αναληφθεί ο επιπλέον κίνδυνος. Αυτή η πρόσθετη απόδοση ονομάζεται "*risk premium*".

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η επανάσταση της χρηματοοικονομικής ακινήτων

Ο θεσμός της ακίνητης περιουσίας έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα στις ΗΠΑ και στις αρχές της δεκαετίας του '90 συνέβησαν ορισμένες σημαντικές μεταβολές:

- Ο δανεισμός από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα,
- Οι ξένες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία και η έκρηξη της αγοράς των κατοικιών παρουσίασαν σημαντική πτώση.

Επιπλέον, οι αποθαρρυντικές φορολογικές αλλαγές του 1986, αλλά και η κάμψη της αισιοδοξίας για την ανάπτυξη της οικονομίας, οδήγησαν σε δραματική μείωση της ζήτησης για ακίνητη περιουσία, ενώ ταυτόχρονα παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση των χαρτοφυλακίων προβληματικών δανείων.

Έτσι λοιπόν, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στο real estate συρρικνώθηκαν, ανάλογα και με τη ρευστότητα που είχαν, και όσες έμειναν αναζήτησαν τρόπους να βγουν από το αδιέξοδο. Οι αρκετά χαμηλές τιμές προσέλκυσαν ευκαιριακούς επενδυτές και τότε παρατηρήθηκε η μεγάλη ανάπτυξη των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, με επικεφαλής τα REITs (Real Estate Investment Trusts) και τα CMBSs (Commercial Mortgage Backed Securities).

Αξίζει να σημειωθεί ότι η αγορά των REITs από 8,7 δις δολάρια κεφαλαιοποίηση στο τέλος του 1990, έφτασε τα 155 δις δολάρια στα τέλη του 1998, ενώ τα αντίστοιχα νούμερα για τα CMBSs είναι από 6,5 δις δολάρια στα 65 δις δολάρια.

Τα τελευταία χρόνια υπάρχει μία ιδιαίτερη κινητικότητα στο χώρο των επενδύσεων ακίνητης περιουσίας, και σε αυτό συμβάλλουν ιδιαίτερα τα ασφαλιστικά ταμεία που τοποθετούν ένα σημαντικό κομμάτι των διαθεσίμων τους σε αυτής της μορφής επένδυση. Πλέον, η σύγχρονη τάση στο real estate finance κάνει επιτακτική την ανάγκη να ακολουθήσει τις υπόλοιπες μορφές επενδύσεων. Δηλαδή απαιτεί τον κατακερματισμό της αγοράς σε πολλά μικρότερα τμήματα και την ανάπτυξη προϊόντων που να βασίζονται σε συμφωνίες leasing, σε επενδύσεις αξιοποίησης ευκαιριών και σε joint ventures.

ΜΕΡΟΣ Β:

ΓΝΩΡΙΖΟΝΤΑΣ ΤΑ REITs

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Τι είναι και πως δουλεύουν τα REITs

4.1 Γενικά

Στο εξωτερικό και ιδιαιτέρως στις ΗΠΑ, η πιο διαδεδομένη μορφή επένδυσης επί ακίνητης περιουσίας είναι τα τελευταία χρόνια τα Real Estate Investment Trusts (REITs).

Το REIT είναι μια εταιρεία που κατέχει, διαχειρίζεται και /ή υπενοικιάζει εμπορικά ακίνητα και μπορεί να επενδύει σε χρεόγραφα επί ακίνητης περιουσίας, όπως χρεόγραφα επί υποθηκών (mortgage – backed securities) και ολόκληρα δάνεια.²

Τα REITs αποτελούν έναν αποτελεσματικό τρόπο επένδυσης σε εμπορικές εταιρείες και σε εταιρείες ακινήτων. Ως επένδυση, τα REITs συνδυάζουν τα καλύτερα χαρακτηριστικά των ακινήτων και των μετοχών, εξασφαλίζοντας στους επενδυτές ένα πρακτικό και αποτελεσματικό τρόπο να συμπεριλάβουν επαγγελματικά διαχειριζόμενη ακίνητη περιουσία σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων.

Το REIT, όπως προαναφέρθηκε στον ορισμό του, αποτελεί μια εταιρεία που αγοράζει, αναπτύσσει, διαχειρίζεται και πουλάει στοιχεία ακίνητης περιουσίας. Με αυτόν τον τρόπο επιτρέπει στους μετόχους του να επενδύσουν σε ένα επαγγελματικά διαχειριζόμενο χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από περιουσιακά στοιχεία ακινήτων.

² Πηγή: Bloomberg

Τα REITs, ως εταιρείες των οποίων η κύρια λειτουργία είναι να μεταφέρουν κέρδη στους επενδυτές, έχουν πολλά πλεονεκτήματα. Ένα από αυτά είναι η ρευστότητά τους (ευκολία ρευστοποίησης στοιχείων σε μετρητά) σε σύγκριση με παραδοσιακές ιδιωτικές ακίνητες περιουσίες. Ο λόγος είναι ότι οι μετοχές των REITs διακινούνται σε μεγάλα χρηματιστήρια, γεγονός που καθιστά ευκολότερη την αγοραπωλησία τους, σε σχέση με την αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων σε ιδιωτικές αγορές.

Η επένδυση μέσω των κεφαλαιαγορών σε REIT προσφέρει στους επενδυτές ένα μερίδιο από τα εισοδήματα και τα κεφαλαιακά κέρδη του χαρτοφυλακίου ακινήτων του. Δηλαδή οι επενδυτές αποκτούν όλα τα πλεονεκτήματα της ιδιοκτησίας ακίνητης περιουσίας, χωρίς να απασχολούνται με τη διαχείρισή της. Έτσι, υπάρχει πλεονέκτημα ως προς την ευκολία ρευστοποίησης σε σχέση με την άμεση επένδυση σε ακίνητα, αλλά και το μειονέκτημα ότι εκχωρείται η διαχείριση των ακινήτων στη διοίκηση του REIT.

Βέβαια, υπάρχει έλεγχος της διοίκησης των REIT από ανεξάρτητες αρχές και θεσμούς, όπως είναι οι ανεξάρτητοι διευθυντές τους και οι ανεξάρτητοι ελεγκτές λογιστές.

4.2 Βασικά Χαρακτηριστικά

Για να κατηγοριοποιηθεί μία εταιρεία ως REIT θα πρέπει να ισχύουν τα ακόλουθα:

- Να είναι μία νομική οντότητα που θα φορολογείται ως ανώνυμη εταιρεία
- Να διαχειρίζεται από ένα διοικητικό συμβούλιο
- Να έχει μετοχές πλήρως μεταβιβάσιμες

- Να αποτελείται από τουλάχιστον 100 μετόχους
- Δεν επιτρέπεται να κατέχουν πάνω από το 50% των μετοχών της πέντε ή λιγότερα άτομα κατά τη διάρκεια του τελευταίου εξαμήνου του οικονομικού έτους
- Να επενδύει τουλάχιστον το 75% του συνολικού ενεργητικού σε περιουσιακά στοιχεία ακινήτων
- Να παράγει τουλάχιστον 75% του ακαθάριστου εισοδήματός της από τα ενοίκια των ακινήτων ή από τόκους υποθηκών επί ακίνητης περιουσίας
- Μέχρι 20% του ενεργητικού της να αποτελείται από μετοχές φορολογούμενων θυγατρικών κάποιας REIT
- Να καταβάλλει ως μέρισμα τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός της στους μετόχους

Η πλειοψηφία των μετοχών των REITs μπορούν να αγοραστούν στα μεγάλα χρηματιστήρια και οι εντολές αγοράς πραγματοποιούνται μέσω των χρηματομεσιτών (brokers).

Μέτοχοι των REITs είναι τόσο μικροεπενδυτές, όσο και μεγάλα θεσμικά χαρτοφυλάκια, στα οποία συμπεριλαμβάνονται συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, μονοπωλιακά καταστήματα τραπεζών και αμοιβαία κεφάλαια. Οι επενδυτικοί στόχοι στην περίπτωση των REIT δεν διαφέρουν σε σχέση με τις υπόλοιπες μετοχές. Δηλαδή, υπάρχει η προσδοκία πρώτον για μερισματική απόδοση και δεύτερον για μακροχρόνια καταγραφή κεφαλαιακών κερδών.

Για την πληροφόρηση του επενδυτή, τα REITs εκδίδουν μια ετήσια έκθεση, καθώς και ενημερωτικά φυλλάδια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Τα REITs σε σχέση με άλλες ανταγωνιστικές μορφές επένδυσης

5.1 Αναμενόμενες αποδόσεις και κίνδυνος

Τα αποτελέσματα της επένδυσης σε REITs εξαρτώνται άμεσα από την πορεία της αγοράς ακινήτων, διότι το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων τους είναι επενδεδυμένα σε ακίνητη περιουσία. Έτσι, τόσο η αναμενόμενη απόδοση όσο και ο κίνδυνος της επένδυσης είναι άμεσα συνδεδεμένος με την κτηματαγορά. Στον παρακάτω πίνακα φαίνεται η σχέση κινδύνου και απόδοσης μεταξύ των ακινήτων, των ομολόγων και των μετοχών.

Πίνακας 1

Σχέση κινδύνου - απόδοσης εναλλακτικών μορφών επένδυσης

ΚΙΝΔΥΝΟΣ / ΑΠΟΔΟΣΗ	ΟΜΟΛΟΓΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΑΚΙΝΗΤΑ
ΚΙΝΔΥΝΟΣ	+	+++	+
ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	+++	+	++
ΥΠΕΡΑΞΙΑ	+	+++	++
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	++	+++	++
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	+	++	+++

Όσον αφορά τον **κίνδυνο**, η επένδυση σε ακίνητα ενέχει το ίδιο ρίσκο με τα ομόλογα, αλλά μικρότερο σε σχέση με τις μετοχές. Θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η επένδυση σε REITs είναι πιο επικίνδυνη σε σχέση με τα ομόλογα, διότι τα πρώτα διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια και ως εκ τούτου ενδέχεται να επηρεαστούν από το γενικό κλίμα των κεφαλαιαγορών. Ωστόσο, όπως θα δούμε παρακάτω, υπάρχει χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχικών αγορών και των REITs.

Σχετικά με την **τρέχουσα απόδοση**, δηλαδή την απόδοση μίας περιόδου που προκύπτει από τα εισοδήματα που παράγει η κάθε μορφή επένδυσης, την πρώτη θέση καταλαμβάνουν τα ομόλογα (κουπόνι / τιμή) και ακολουθούν τα ακίνητα (εισόδημα / τιμή) και οι μετοχές (μέρισμα / τιμή). Την υψηλότερη δυνατή **υπεραξία**, εμφανίζουν οι μετοχές και ακολουθούν τα ακίνητα και τα ομόλογα. Και στη **συνολική απόδοση** (τρέχων εισόδημα + κεφαλαιακά κέρδη), στην πρώτη θέση βρίσκονται και σε αυτήν την περίπτωση οι μετοχικές αγορές, ενώ ομόλογα και ακίνητα κατηγοριοποιούνται στην ίδια ακριβώς κλίμακα. Τέλος, στην **πραγματική απόδοση** (συνολική απόδοση μείον τον πληθωρισμό), η κατάσταση διαφοροποιείται, καθώς την πρώτη θέση καταλαμβάνουν τα ακίνητα και ακολουθούν διαδοχικά οι μετοχές και τα ομόλογα.

Διάγραμμα 1: Σχέση απόδοσης κινδύνου διαφόρων επενδύσεων



5.2 Συσχέτιση των αποδόσεων των REITs με τις μετοχές και τα ομόλογα

Τα τελευταία τρία χρόνια υπάρχει χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των REITs, τόσο με τις μετοχές όσο και με τα ομόλογα. Αυτό προκύπτει από τη μελέτη που διενήργησε η *Citigroup*, χρησιμοποιώντας τα δεδομένα των αποδόσεων των REITs, των μετοχών και των ομολόγων της περιόδου (2002 – 2005).

Τα αποτελέσματα που εξήχθησαν φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 2: Συσχέτιση αποδόσεων REITs με μετοχές και ομόλογα

	Global Real Estate	Europe Real Estate	North America Real Estate	Asia Real Estate	Global Equities	Europe Equities	North America Equities	Asia Equities	Global Bonds
Global Real Estate	1.00								
Europe Real Estate	0.75	1.00							
North America Real Estate	0.93	0.55	1.00						
Asia Real Estate	0.76	0.55	0.51	1.00					
Global Equities	0.63	0.64	0.49	0.56	1.00				
Europe Equities	0.64	0.69	0.39	0.44	0.94	1.00			
North America Equities	0.49	0.39	0.49	0.44	0.97	0.88	1.00		
Asia Equities	0.56	0.44	0.44	0.81	0.70	0.52	0.57	1.00	
Global Bonds	0.28	0.39	0.20	0.20	(0.11)	(0.06)	(0.17)	(0.04)	1.00

Source: ERPA/NAREIT and Citigroup Investment Research, as of December 31, 2005.

Όπως προκύπτει από αυτά, οι αποδόσεις των REITs στις ΗΠΑ παρουσιάζουν χαμηλή συσχέτιση με τη χρηματιστηριακή της αγορά, η οποία ανέρχεται σε 0,49. Υψηλότερη είναι η αντίστοιχη συσχέτιση σε Ευρώπη και Ασία, η οποία φτάνει το 0,69 και 0,81. Ακόμα πιο χαμηλή είναι η συσχέτιση των αποδόσεων των REITs σε όλες τις περιοχές του πλανήτη (ΗΠΑ, Ευρώπη, Ασία) σε σχέση με την παγκόσμια αγορά ομολόγων, η οποία κυμαίνεται από 0,20 έως 0,39.

Στον πίνακα 3 που ακολουθεί παρουσιάζεται επίσης η συσχέτιση των αποδόσεων των REITs, με τις μετοχές και τα ομόλογα σε μία περίοδο 25 ετών (1978 – 2003). Από αυτόν τον πίνακα εξάγεται το συμπέρασμα ότι τα REITs προσφέρουν τη δυνατότητα διαφοροποίησης σε σχέση με άλλα επενδυτικά προϊόντα. Διαφοροποιούν τον κίνδυνο επειδή έχουν χαμηλή συσχέτιση με άλλες επενδυτικές επιλογές και, έτσι, μπορούν να προσφέρουν αξία στο συνολικό επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Παρατηρούμε ότι η συσχέτιση των REITs με τα ομόλογα ανέρχεται σε 0,33 και με τις μετοχές διεθνώς σε 0,29, γεγονός που επιβεβαιώνει τη δυνατότητα διαφοροποίησης που μπορούν να προσφέρουν σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Πίνακας 3

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

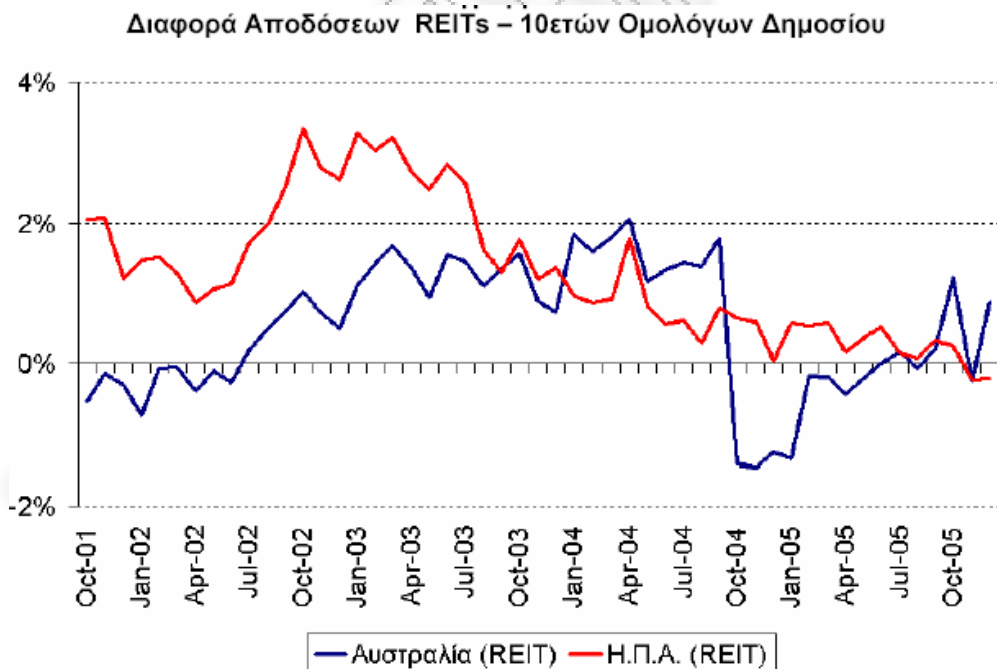
	Πληθωρισμός	Ομόλογα	Διεθνείς Μετοχές	Μετοχές Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης	Μετοχές Μικρής Κεφαλαιοποίησης	REITs	Private Equity Real Estate Funds
Πληθωρισμός	1.00						
Ομόλογα	-0.33	1.00					
Διεθνείς Μετοχές Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης	-0.08	0.15	1.00				
Μετοχές Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-0.05	0.27	0.62	1.00		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

5.3 Σύγκριση ιστορικών αποδόσεων REITs με ομόλογα

Η παρουσία των REITs είναι περισσότερο αισθητή στις Η.Π.Α. και την Αυστραλία, με αποδόσεις που ξεπερνούν εκείνες των 10-ετών κρατικών ομολόγων, όπως φαίνεται από το διάγραμμα 2.

Βεβαίως, οι υψηλότερες αποδόσεις πρέπει να συγκριθούν και με τον υψηλότερο κίνδυνο, που φυσιολογικά διατρέχουν οι επενδυτές. Η ανάπτυξη των REITs περιόρισε και τη διακύμανση στην αγορά ακινήτων, ενώ βοήθησε τον κατασκευαστικό κλάδο, δημιουργώντας νέες επενδυτικές ευκαιρίες για επιχειρήσεις και ασφαλιστικούς φορείς και αύξησε τα φορολογικά έσοδα των δημοσιονομικών αρχών.

Διάγραμμα 2



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

5.4 Διαφορές των REITs με τις ετερόρρυθμες εταιρείες (Limited Partnerships)

Η αποδοχή των REITs αντιμετώπισε στην αρχή πολλές δυσκολίες εξαιτίας του στίγματος που είχαν προκαλέσει στην αγορά ακινήτων οι προβληματικές ετερόρρυθμες εταιρείες ακίνητης περιούσιας κατά τη δεκαετία του 1980.

Τα προβλήματα έχουν σήμερα περιοριστεί σημαντικά λόγω των ακόλουθων αρχών και κανόνων που διέπουν τη δομή και τη λειτουργία των REITs:

- Περιορισμένη κερδοσκοπική αξιοποίηση.
- Τα ακίνητα αποκτώνται, αναπτύσσονται και λειτουργούν με βάση την οικονομική πραγματικότητα (αυξάνονται οι ταμειακές ροές και όχι τα φορολογικά κίνητρα).
- Ρευστότητα και ακέραιη αποτίμηση ενός κοινά διαπραγματεύσιμου χρηματιστηριακού τίτλου χωρίς να απαιτείται ελάχιστη επένδυση.
- Η διοίκηση του REIT συχνά κατέχει ένα σημαντικό ποσό σε τίτλους, άρα έχει κίνητρο για να αυξηθεί η απόδοση του REIT. Επομένως η διοίκηση του REIT και οι επενδυτές του έχουν κοινούς στόχους.
- Εταιρική διακυβέρνηση με τη μορφή διοικητικού συμβουλίου, το οποίο περιλαμβάνει ανεξάρτητους διευθυντές.
- Συστηματικός και ουσιαστικός έλεγχος από τις αρμόδιες αρχές.
- Σχετικά χαμηλός δανεισμός και συντηρητική αναλογία εξόδων.

Τα REITs έχουν αρκετές ομοιότητες με τις ετερόρρυθμες εταιρείες ακινήτων, όπως είναι η χαμηλότερη φορολόγησή τους. Αλλά υπάρχουν σημαντικές οργανωτικές και λειτουργικές διαφορές μεταξύ των REITs και των ετερόρρυθμων εταιρειών.

Μια από τις βασικές διαφορές τους αποτελεί η ετήσια φορολογική ενημέρωση. Ο επενδυτής των REITs λαμβάνει μια παραδοσιακή δήλωση της εφορίας, στην οποία αναφέρεται το ποσό και ο τύπος του εισοδήματος που έλαβε κατά τη διάρκεια του έτους, ενώ ένας επενδυτής σε μια εταιρεία λαμβάνει το πολύπλοκο IRS Schedule.

Επίσης, ο επενδυτής του REIT πρέπει να υποβάλει μικρότερη φορολογική δήλωση από αυτή που απαιτείται για μια επένδυση σε εταιρεία. Οι ετερόρρυθμες εταιρείες δεν υποχρεούνται από κάποια αρχή να διανέμουν τα κέρδη τους στους εταίρους. Εάν επιθυμούν, μπορούν να παρακρατήσουν τα κέρδη για επανεπένδυση ή για άλλους σκοπούς.

Η εποπτεία και τα χαρακτηριστικά της διοίκησης του REIT θεωρούνται ανώτερα από τα αντίστοιχα μιας ετερόρρυθμης εταιρείας. Οι επενδυτές της ετερόρρυθμης εταιρείας δεν έχουν εγγυήσεις, που οι επενδυτές ενός REIT απολαμβάνουν. Η έλλειψη αυστηρών κανόνων ελέγχου, όσον αφορά τον τρόπο που οργανώνονται και διενεργούν τις επαγγελματικές τους δραστηριότητες οι ετερόρρυθμες εταιρείες, από τη μια τις καθιστά πιο ευέλικτες από ένα REIT και από την άλλη μειώνει τη ρευστότητά τους. Συγκεκριμένα, η έλλειψη θεσπισμένων απαιτήσεων σχετικά με ανεξάρτητη διοίκηση και την ελάχιστη διανομή των κερδών, αυξάνει τον κίνδυνο που προκύπτει από μια σύγκρουση συμφερόντων και έτσι μειώνει τη ρευστότητα.

Ακόμα, τα αμοιβαία κεφάλαια που εκδίδουν οι ετερόρρυθμες εταιρείες ακινήτων είναι ανοικτού τύπου. Αυτό σημαίνει ότι ο επενδυτής μπορεί να απαιτήσει από την εταιρεία να εξαγοράσει το μερίδιό του όποια στιγμή αυτός επιθυμεί. Από την

άλλη, τα REITs είναι κλειστού τύπου επένδυση, που σημαίνει ότι προκειμένου κάποιος να πουλήσει τις μετοχές του, θα πρέπει να εκδηλωθεί ενδιαφέρον αγοράς από άλλους επενδυτές. Το REIT δεν έχει την υποχρέωση να εξαγοράσει τον τίτλο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Τα είδη των REITs

Η βιομηχανία των REITs έχει ένα διαφοροποιημένο προϊόν που προσφέρει ελαστικές ευκαιρίες στους επενδυτές. Η κατηγοριοποίηση των REITs γίνεται με βάση την ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική, τη γεωγραφική περιοχή και το είδος των ακινήτων.

6.1 Κατηγοριοποίηση με βάση την επενδυτική πολιτική

Οι ειδικοί αναλυτές συχνά κατηγοριοποιούν τα REITs σε μια από τις τρεις επενδυτικές προσεγγίσεις, με βάση την πολιτική διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους. Συγκεκριμένα:

- Μετοχικά REITs - Equity REITs

Τα μετοχικά REITs έχουν στην ιδιοκτησία τους και χειρίζονται εισόδημα που παράγεται από τα ακίνητα. Οι πρόσοδοί τους προέρχονται πρωταρχικά από τα ενοίκια των ιδιοκτησιών που κατέχουν. Τα μετοχικά REITs εξελίσσονται όλο και περισσότερο σε εταιρείες ακινήτων που υιοθετούν ένα μεγάλο εύρος δραστηριοτήτων, όπως είναι το leasing, η ανάπτυξη της ιδιοκτησίας και οι υπηρεσίες που αφορούν την ενοικίαση.

Η μεγάλη διαφορά μεταξύ των REITs και άλλων εταιρειών ακινήτων είναι ότι το REIT πρέπει να αποκτά, να αναπτύσσει τις ιδιοκτησίες του και να τις χειρίζεται σαν μέρος του δικού του χαρτοφυλακίου και όχι να προχωρεί σε μεταπώληση των ακινήτων όταν αυτά αναπτυχθούν κατάλληλα.

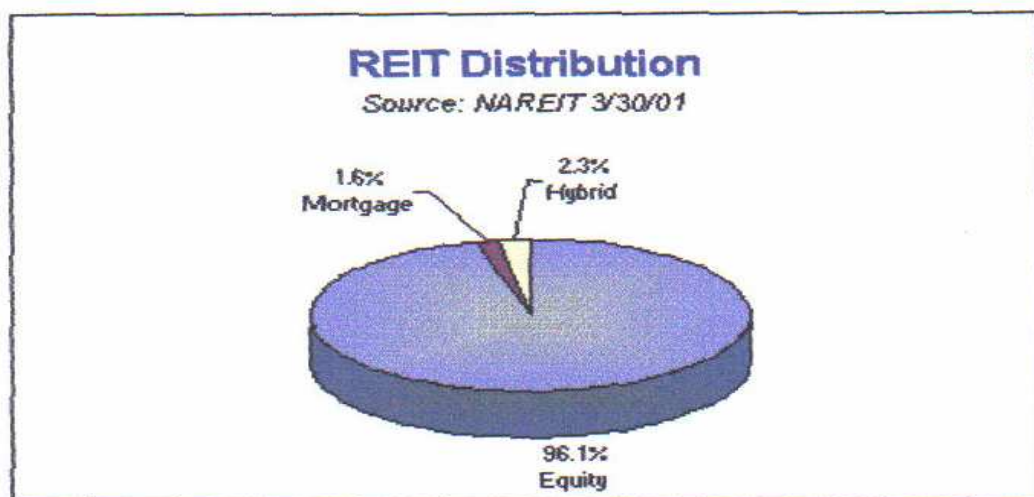
- Ενυπόθηκα REITs - Mortgage REITs

Τα ενυπόθηκα REITs ασχολούνται με την επένδυση και την κατοχή ενυπόθηκων ιδιοκτησιών. Συγκεκριμένα, δανείζουν χρήματα απευθείας στους ιδιοκτήτες ακινήτων και στους επιχειρηματίες ή αυξάνουν το όριο της πίστωσης έμμεσα μέσω της απόκτησης δανείων ή ενυπόθηκων χρεογράφων. Τα σύγχρονα ενυπόθηκα REITs γενικά παρατείνουν την πίστωση μόνο σε υπάρχουσες ιδιοκτησίες. Οι πρόσοδοί τους παράγονται πρωτίστως από τον τόκο που κερδίζουν στα ενυπόθηκα δάνεια, ενώ διαχειρίζονται αποτελεσματικά τον επιτοκιακό κίνδυνο με τεχνικές δυναμικής αντιστάθμισης κινδύνου και επενδύσεις σε υποθήκες.

- Παράγωγα REITs - Hybrid REITs

Τα παράγωγα REITs συνδυάζουν τις επενδυτικές στρατηγικές των δύο άλλων κατηγοριών με το να κατέχουν ιδιοκτησίες και να παρέχουν δάνεια σε ιδιοκτήτες ακινήτων και σε επιχειρηματίες. Η κατηγοριοποίηση των REITs που υπάρχουν σήμερα στην αγορά με βάση τη επενδυτική τους πολιτική έχει ως εξής:

Διάγραμμα 3: Η κατανομή των REITs με βάση την επενδυτική πολιτική



Πηγή: www.nareit.com

6.2 Κατηγοριοποίηση με βάση τη γεωγραφική κατανομή

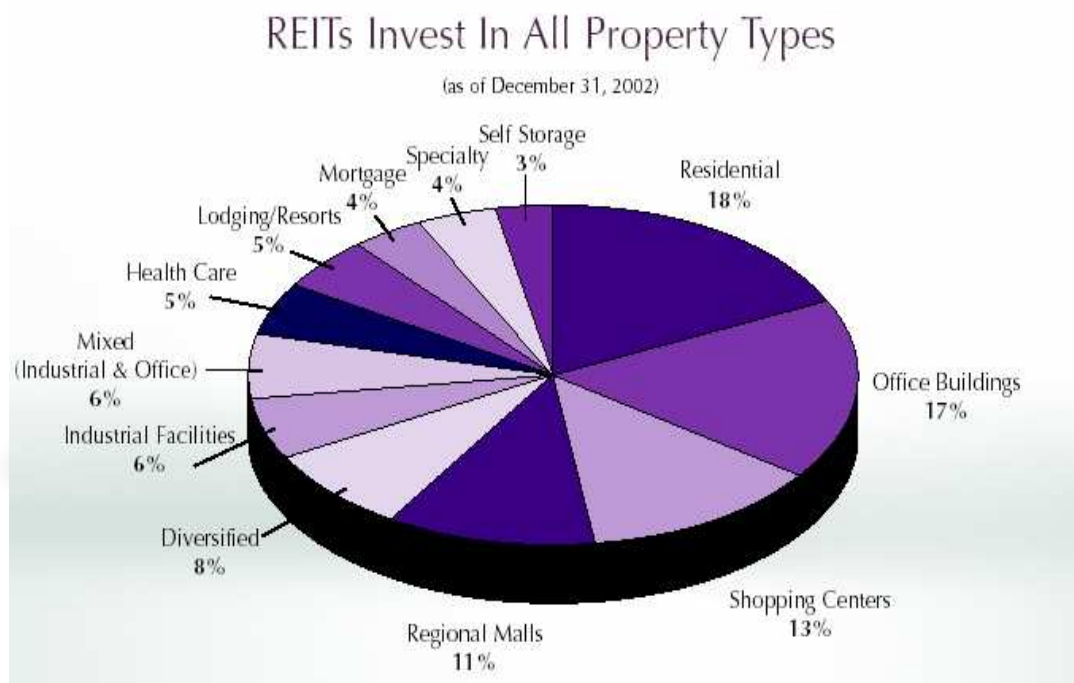
Μερικά REITs επενδύουν σε όλη τη χώρα ή σε συγκεκριμένες άλλες χώρες. Αλλά εξειδικεύονται σε μια περιοχή της χώρας, ή ακόμη και σε μια μητροπολιτική περιοχή.

6.3 Κατηγοριοποίηση με βάση τον τύπο της ιδιοκτησίας

Μερικά REITs επενδύουν σε μια ποικιλία από περιουσιακά είδη, όπως είναι τα εμπορικά κέντρα, τα διαμερίσματα, οι αποθήκες, τα γραφεία, τα ξενοδοχεία, τα ακίνητα υγείας, οι προκατασκευασμένες κατοικίες, οι βιομηχανικές περιοχές.

Διαγραμματικά, η κατηγοριοποίηση των REIT που υπάρχουν σήμερα στην αγορά, με βάση το είδος της ιδιοκτησίας τους, είναι η εξής:

Διάγραμμα 4: Η κατανομή των REITs με βάση τον τύπο ιδιοκτησίας



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Η φορολογική αντιμετώπιση των REITs

7.1 Φορολογία ακινήτων στις ΗΠΑ

Πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ το 1986, οι επενδύσεις στα ακίνητα αποτελούσαν ένα φορολογικό καταφύγιο για τους φορολογούμενους με υψηλό εισόδημα, διότι τα χρησιμοποιούσαν για να δημιουργούν απώλειες με στόχο την αντιστάθμιση του εισοδήματός τους από άλλες πηγές. Με το νόμο TRA 86, μειώθηκε το ποσό των απωλειών από τέτοιες δραστηριότητες που εκπίπτουν από το εισόδημα και προέρχονταν από παθητικές δραστηριότητες. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι ετερόρρυθμες εταιρείες ακινήτων να μην θεωρούνται πλέον φορολογικά καταφύγια. Αυτές οι αλλαγές μετακίνησαν το ενδιαφέρον των επενδυτών σε μια άλλη μορφή επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, τα REITs.

7.2 Η φορολόγηση των REITs

Τα REITs υπάρχουν από τις αρχές της δεκαετίας του '60, αλλά η αστάθεια των επιτοκίων και μερικές επικίνδυνες επενδύσεις κράτησαν το ενδιαφέρον των επενδυτών στις ετερόρρυθμες εταιρείες. Τα REITs με τον καιρό βελτιώθηκαν και μείωσαν τον κίνδυνο και έτσι έγιναν πιο ελκυστικά για το ευρύ επενδυτικό κοινό. Ακόμα, ο νόμος TAMRA 88 κατήργησε πολλούς από τους περιορισμούς σχετικά με τη δημιουργία και τη διατήρηση ενός REIT.

Τα REITs υποχρεώνονται από το νόμο να διαθέτουν κάθε χρόνο στους μετόχους τους τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους. Για αυτό το λόγο τα REITs συγκαταλέγονται στις εταιρείες που πληρώνουν τα μεγαλύτερα μερίσματα. Τα μερίσματα προέρχονται από τη σχετική σταθερή και προβλέψιμη

ροή συμβατικών ενοικίων, που πληρώνουν οι ένοικοι που μένουν στο ακίνητο του REIT.

Επειδή τα επιτόκια ενοικίου έχουν την τάση να αυξάνονται σε περιόδους έντονου πληθωρισμού, τα μερίσματα του REIT προστατεύονται από το μακροπρόθεσμο διαβρωτικό φαινόμενο της ανόδου των τιμών.

Για τα REITs η διανομή μερισμάτων για φορολογικούς σκοπούς επιμερίζεται ως κανονικό εισόδημα, κεφαλαιακά κέρδη και κεφαλαιακή απόδοση, καθένα από τα οποία ενδέχεται να φορολογηθεί με διαφορετικό συντελεστή. Τα REITs υποχρεώνονται να προμηθεύουν στις αρχές του έτους τους μετόχους τους με πληροφορίες, οι οποίες διευκρινίζουν πως τα μερίσματα του προηγούμενου έτους πρέπει να καταμεριστούν για φορολογικούς σκοπούς.

Αυτή η πληροφόρηση διανέμεται από κάθε εταιρεία στους εγγεγραμμένους της μετόχους. Η απόδοση της κεφαλαιακής διανομής ορίζεται ως το μέρος του μερίσματος που υπερβαίνει το φορολογητέο εισόδημα του REIT. Επειδή η απαξίωση των ακινήτων είναι ένα σημαντικό μη χρηματικό έξοδο, το οποίο πιθανόν μεγαλοποιεί την πτώση των περιουσιακών αξιών, χρησιμοποιούμε την τιμή σε μέρισμα διαιρούμενη με το FFO, ως το πιο κατάλληλο μέτρο για την ικανότητα ενός REIT να πληρώνει μέρισμα.

Η απόδοση της κεφαλαιακής διανομής δεν φορολογείται ως κανονικό εισόδημα. Αντί αυτού, η βάση κόστους του επενδυτή στη μετοχή μειώνεται με το ποσό της διανομής. Όταν οι μετοχές πωλούνται, το επιπλέον ποσό της τιμής των καθαρών πωλήσεων σε σχέση με τη μειωμένη φορολογική βάση αντιμετωπίζεται ως κεφαλαιακό κέρδος για φορολογικούς σκοπούς.

Για όσο καιρό ο τρέχων συντελεστής κεφαλαιακών κερδών είναι χαμηλότερος από τον οριακό κανονικό φορολογικό συντελεστή του επενδυτή, η υψηλή

απόδοση της κεφαλαιακής διανομής θα προσελκύει επενδυτές που ανήκουν σε υψηλές φορολογικές βαθμίδες.

Τα REITs δεν φορολογούνται για τα μερίσματα που διανέμουν, αρκεί να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις του φορολογικού κώδικα:

1. Τουλάχιστον 90% από το καθαρό φορολογητέο εισόδημα διανέμεται στους μεριδιούχους ως μέρισμα.
2. Τουλάχιστον το 75% από τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται με ακίνητη περιουσία και
3. Τουλάχιστον το 75% του ακαθάριστου εισοδήματος προέρχεται από ενοίκια ακινήτων ή επιτόκιο υποθήκης.

Ως εταιρείες χρηματοδότησης, δεν υπόκεινται σε υψηλούς εταιρικούς ή κεφαλαιακούς φόρους.

Το REIT μπορεί να ισχυριστεί μειώσεις επιχειρηματικών εξόδων, όπως το επίδομα κεφαλαιακού κόστους (υποτίμηση για φορολογικούς σκοπούς) και λογικά ποσά διοικητικών αμοιβών και συγκεκριμένα κόστη. Αυτές οι μειώσεις περιορίζουν το φορολογητέο μέρος της διανομής μετρητών στους μετόχους.

Ένας έμμεσος φόρος της τάξεως του 4% του επιπλέον ποσού της απαιτούμενης διανομής σε σχέση με το ποσό που διανεμήθηκε το έτος, επιβάλλεται στα REITs που αποτυγχάνουν να διανέμουν το 85% του κανονικού εισοδήματος και το 90% του καθαρού εισοδήματος από κεφαλαιακό κέρδος στο τέλος του έτους. Αυτός ο φόρος επιβάλλεται για να «τιμωρήσει» τα REITs που μεταχειρίζονται το χρονικό διάστημα διανομής των μερισμάτων, για να καθυστερήσουν την αναγνώριση εισοδήματος από συγκεκριμένους μεριδιούχους.

7.3 Η φορολόγηση των μετόχων των REITs

Ο μεριδιούχος μεταχειρίζεται τη διανομή μερίσματος του REIT ως κανονικό εισόδημα, εκτός εάν έχει οριστεί ως κεφαλαιακό κέρδος μέρισμα. Ένα κεφαλαιακό κέρδος μέρισμα είναι ένα μακροπρόθεσμο κεφαλαιακό κέρδος για τον μεριδιούχο, ακόμα και εάν η πώληση των μεριδίων του REIT δεν οδηγεί σε μακροπρόθεσμο κεφαλαιακό κέρδος ή ζημιά. Ο καθορισμός του ποσοστού της διανομής που φορολογείται ως μέρισμα και του αντίστοιχου ποσοστού ως απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου, βασίζεται στα έσοδα και κέρδη του REIT και στο φορολογητέο εισόδημα. Εάν η διανομή μερίσματος στους μεριδιούχους του REIT υπερβαίνει τα κέρδη και έσοδά του, η διανομή θεωρείται ως απόδοση κεφαλαίου. Τέτοιες διανομές είναι απαλλαγμένες από φόρο για τον μεριδιούχο και μειώνουν την προσαρμοσμένη βάση.

Φορολογούνται ως κεφαλαιακό κέρδος εάν υπερβαίνουν την προσαρμοσμένη βάση του μεριδιούχου. Οι απαλλασσόμενοι από φόρο οργανισμοί μπορούν έμμεσα να επενδύσουν σε ακίνητα μέσω των REITs χωρίς να υπόκεινται σε φόρο ασυσχέτιστου επιχειρηματικού φορολογητέου εισοδήματος. Οι διανομές από τα έσοδα και κέρδη του REIT θεωρούνται ως μερίσματα και έτσι δεν υπόκεινται στο φόρο.

ΜΕΡΟΣ Γ

Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ REITs

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Οι κύκλοι της αγοράς ακινήτων

8.1 Σχέση μεταξύ τιμών ακινήτων και οικονομικής δραστηριότητας

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

Τους τελευταίους μήνες έχει ενταθεί η συζήτηση για την αγορά ακινήτων. Στις περισσότερες χώρες η συζήτηση επικεντρώνεται στο ερώτημα αν οι τιμές των ακινήτων έχουν φτάσει σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα, αν δηλαδή αναμένεται ή όχι σύντομα μια μεγάλη διόρθωση. Μια επικείμενη διόρθωση στις διεθνείς τιμές των ακινήτων πιθανόν να έχει άμεσες επιπτώσεις στη διεθνή οικονομική ανάπτυξη.

Η σχέση μεταξύ τιμών κατοικιών και οικονομικής δραστηριότητας είναι θετική και αμφίδρομη. Οι τιμές των ακινήτων επιδρούν άμεσα και θετικά στην οικονομική δραστηριότητα μιας χώρας, αλλά και αντιστρόφως, η οικονομική δραστηριότητα επηρεάζει θετικά τις τιμές ακινήτων. Οι τιμές των ακινήτων επιδρούν στην οικονομική δραστηριότητα κυρίως μέσω της επίδρασής τους στον πλούτο των νοικοκυριών και την κατανάλωσή τους, αλλά και μέσω της επενδυτικής

δραστηριότητας των επιχειρήσεων, καθώς οι τελευταίες χρησιμοποιούν τα ακίνητα ως ενέχυρο για τραπεζικό δανεισμό, που χρηματοδοτεί τα επενδυτικά τους σχέδια. Τα τελευταία χρόνια στο εξωτερικό, οι τράπεζες δανείζουν τα νοικοκυριά με βάση την υπεραξία της κατοικίας τους (το λεγόμενο mortgage equity withdrawal).

Ο δανεισμός αυτός επιτείνει τη θετική σχέση μεταξύ τιμής κατοικίας και οικονομικής δραστηριότητας, αφού επιτρέπει στα νοικοκυριά επιπλέον κατανάλωση όταν οι τιμές των σπιτιών τους ανεβαίνουν. Η νέα αυτή μορφή δανεισμού έχει αυξήσει θεαματικά την ιδιωτική κατανάλωση στις Η.Π.Α., σε σημείο που τα νοικοκυριά να καταναλίσκουν σχεδόν ολόκληρο το καθαρό μηνιαίο εισόδημά τους και να μην αποταμιεύουν, δημιουργώντας μεγάλα ερωτηματικά για το τι μπορεί να συμβεί στην αμερικανική οικονομία αν σταθεροποιηθούν οι τιμές των ακινήτων ή και πέσουν. Αυτά τα εύλογα ερωτήματα απασχολούν και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. Σχετική μελέτη της, υπογραμμίζει ότι η υπεραξία της κατοικίας που ρευστοποιείται στις Η.Π.Α. με τη χρήση τέτοιων τραπεζικών προϊόντων αυξήθηκε από 1,5% του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών το 1991 στο 7% το 2004.

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς, περισσότερα νοικοκυριά κατέχουν σπίτι απ' ότι μετοχές, με αποτέλεσμα οι συνέπειες στον πλούτο του νοικοκυριού και άρα στην κατανάλωση από μια πτώση στις τιμές κατοικιών να είναι πολύ μεγαλύτερες από μια αντίστοιχη πτώση των τιμών των μετοχών. Επίσης, τα νοικοκυριά είναι πολύ πιο πιθανόν να έχουν δανειστεί προκειμένου να αγοράσουν σπίτι απ' ότι για να αγοράσουν μετοχές με αποτέλεσμα μια πτώση στις τιμές των ακινήτων να οδηγεί σε φαινόμενα χρεοκοπίας νοικοκυριών με υψηλό δανεισμό σε σχέση με την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων. Μελέτες του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου υπογραμμίζουν ότι μια μείωση της αξίας των ακινήτων κατά €100 προκαλεί μείωση της οικονομικής δραστηριότητας κατά €8, ενώ αντίστοιχη μείωση της αξίας των μετοχών μειώνει την οικονομική δραστηριότητα μόνο κατά €4.

Σύμφωνα με τον κ. Matteo Iacoviello, Επίκουρο Καθηγητή στο Πανεπιστήμιο Boston College στις Η.Π.Α. και ομιλητή σε διεθνές συνέδριο της Eurobank EFG που πραγματοποιήθηκε το 2006 στην Αθήνα, μια πτώση κατά 20% της τιμής των κατοικιών στις Η.Π.Α. στα επόμενα δύο χρόνια θα προκαλέσει μείωση της οικονομικής δραστηριότητας, σωρευτικά κατά 3%. Αυτή δεν είναι μια αμελητέα επίδραση.

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

8.2 Άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τις διεθνείς τιμές ακινήτων

Η οικονομική δραστηριότητα δεν είναι ο μόνος προσδιοριστικός παράγοντας της ζήτησης κατοικιών. Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει και ο πληθωρισμός. Σύμφωνα με τον κ. Τσατσαρώνη, Διευθυντή του τμήματος International Institutions της Bank for International Settlements (BIS), το 53% της διακύμανσης των τιμών των κατοικιών σε ένα σύνολο 17 χωρών, οφείλεται μακροπρόθεσμα στον πληθωρισμό.

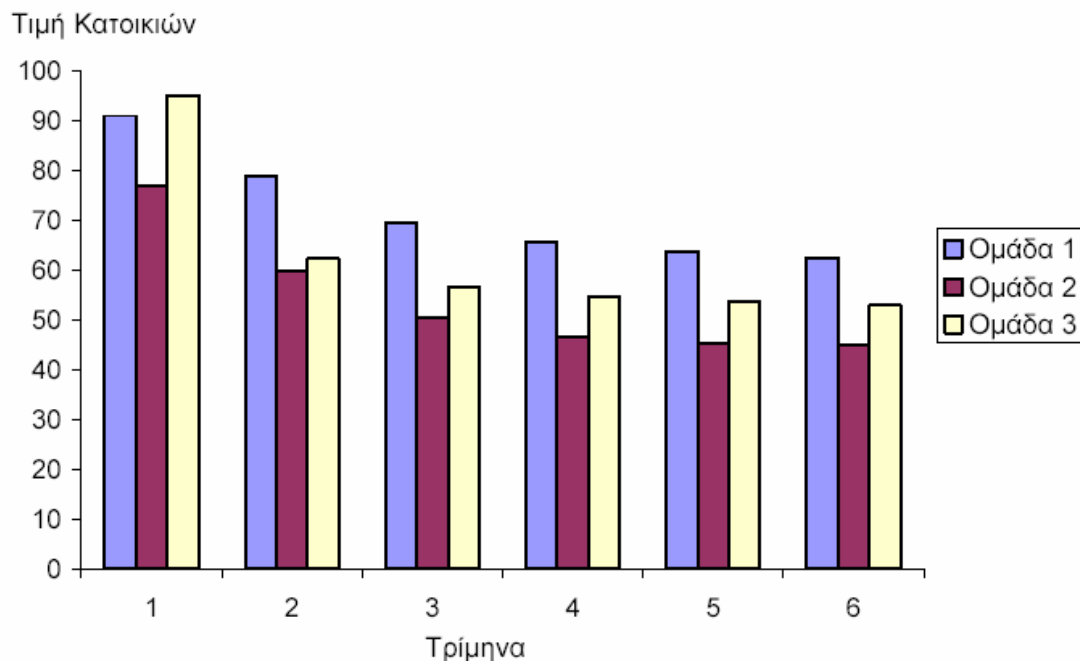
Ο πληθωρισμός μπορεί να επιδράσει αρνητικά ή θετικά στις τιμές των ακινήτων. Ο υψηλός πληθωρισμός αυξάνει τα επιτόκια και επιδρά αποτρεπτικά στο δανεισμό για αγορά κατοικίας. Συγχρόνως, όμως, είναι πιθανόν πολλά νοικοκυριά να αγοράζουν σπίτι προκειμένου να προστατεύσουν την αξία των αποταμιεύσεων τους από ενδεχόμενη περαιτέρω άνοδο του πληθωρισμού.

Σύμφωνα με το διάγραμμα 5, οι τιμές των ακινήτων συμβαδίζουν με τον πληθωρισμό σε όλες τις χώρες ανεξάρτητα από τα χαρακτηριστικά του τραπεζικού τους συστήματος.

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

Διάγραμμα 5

Επίδραση ανόδου πληθωρισμού στις τιμές κατοικιών ανά ομάδα χωρών



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

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

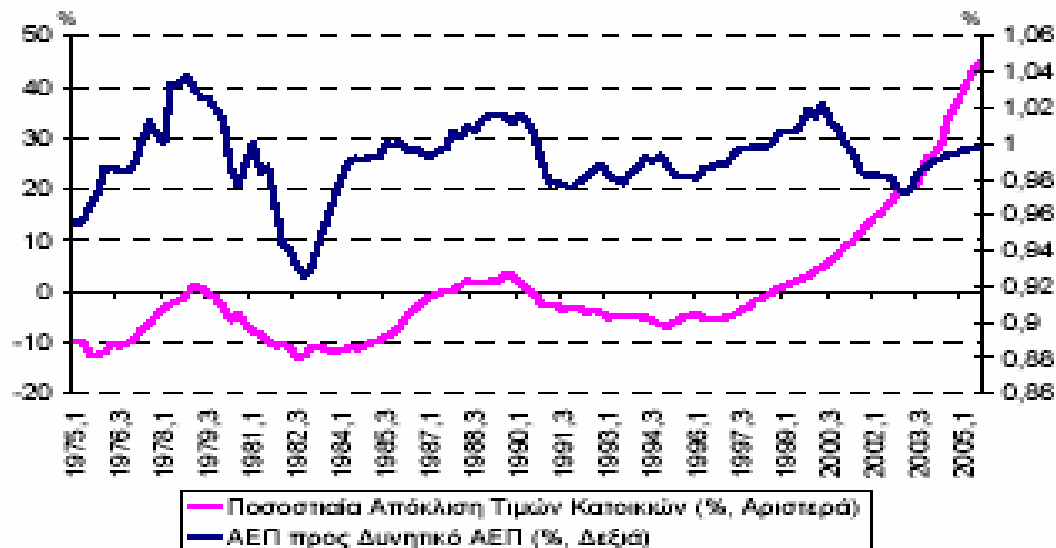
8.3 Πόσο φυσιολογική είναι η αύξηση των διεθνών τιμών των ακινήτων

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

Το χαρακτηριστικό αυτό αποτυπώνεται στα διαγράμματα 6-7, όπου παρουσιάζεται ανά τρίμηνο η ποσοστιαία απόκλιση της οικονομικής δραστηριότητας από το μέγιστο δυνατό της σημείο, καθώς και η ποσοστιαία απόκλιση των τιμών των κατοικιών από το μέσο όρο της περιόδου.

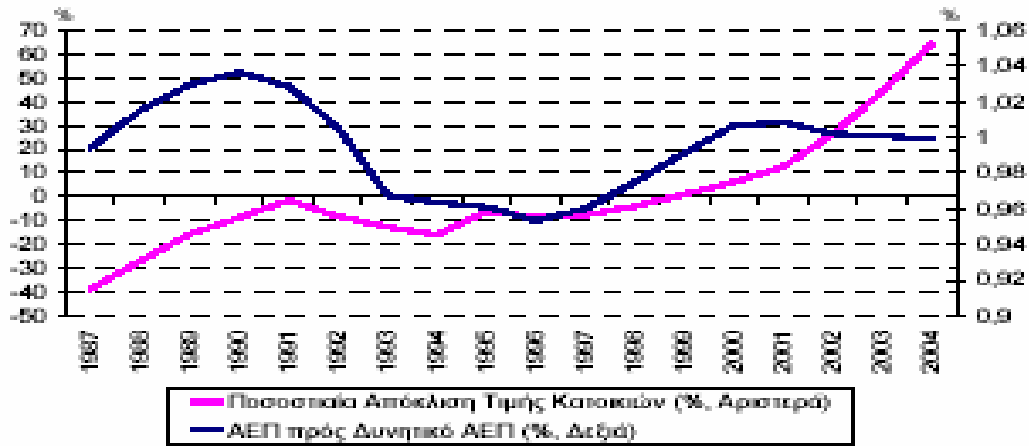
Διάγραμμα 6

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



Διάγραμμα 7

Αγορά Κατοικίας και Οικονομικός Κύκλος: Ισπανία



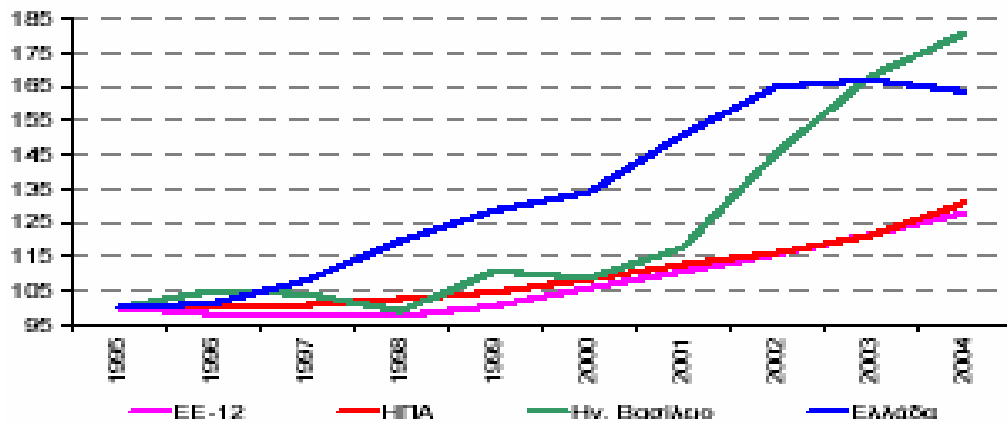
Παρατηρείται μια θετική ιστορική συσχέτιση του οικονομικού κύκλου και της πορείας των τιμών των κατοικιών, η οποία όμως έχει διαταραχθεί τελευταία σε χώρες, όπως οι Η.Π.Α., το Ην. Βασίλειο και η Ισπανία. Οι τιμές κατοικίας δεν διορθώθηκαν την περίοδο 2000-2002, παρά την οικονομική ύφεση στις οικονομίες των Η.Π.Α., Ηνωμένου Βασιλείου και Ισπανίας. Στη συνέχεια, η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας στις χώρες αυτές επέτεινε την άνοδο στις τιμές των ακινήτων. Το τελικό αποτέλεσμα είναι μια συνεχής και παρατεταμένη άνοδος των τιμών των ακινήτων για πολλά έτη, η οποία γεννά ερωτηματικά για τη βιωσιμότητα της ανόδου και την πιθανή επίπτωση στην οικονομία από μια διόρθωση των τιμών.

Για να απαντηθεί το ερώτημα αν οι αυξήσεις των τιμών των ακινήτων είναι φυσιολογικές ή όχι, είναι σημαντικό να γίνει μια σύγκριση των τιμών των ακινήτων με την αξία των υπηρεσιών που προσφέρουν. Οι τιμές των ακινήτων μπορεί να αυξάνονται, χωρίς παράλληλη άνθηση της οικονομίας, αν οι υπηρεσίες που προσφέρουν βελτιώνονται με υψηλούς ρυθμούς, ενάντια στη γενικότερη τάση της οικονομίας. Ο συνήθης τρόπος μέτρησης της αξίας των υπηρεσιών αυτών είναι το ύψος του ενοικίου.

Στο Διάγραμμα 8 παρουσιάζεται ένας δείκτης της διαχρονικής εξέλιξης του λόγου τιμών προς ενοίκια.

Διάγραμμα 8

Τιμή Κατοικιών προς Ενοίκια, (1995=100)



Πηγή: Ecwin, Eurobank EFG Research

Στη χώρα μας, η αύξηση των τιμών ως προς τα ενοίκια κατά την διάρκεια των τελευταίων 10 ετών μπορεί να δικαιολογηθεί από την πτώση των επιτοκίων, ενώ μετά το 2002 παρατηρείται μια ισχυρή σταθεροποίησή τους. Αντίθετα, σε άλλες χώρες (Η.Π.Α., Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρωζώνη) η ανοδική τάση συνεχίζεται, χωρίς τα επιτόκια να συνεχίζουν την πτωτική τους πορεία.

Όταν ο δείκτης τιμών προς ενοίκια ανεβαίνει χωρίς μεταβολές σε μεταβλητές της αγοράς, όπως τα επιτόκια, αυτό συνήθως σημαίνει ότι η αγορά κατοικίας γίνεται περισσότερο δαπανηρή από την ενοικίαση, με αποτέλεσμα τα νοικοκυριά σταδιακά να στρέφονται προς την ενοικίαση, γεγονός που προκαλεί στη συνέχεια αύξηση των ενοικίων και σταθεροποίηση του δείκτη τιμών προς ενοίκια χωρίς απαραίτητη πτώση στις τιμές των κατοικιών.

Σύμφωνα με τον κ. Restoy, Διευθυντή του Τμήματος Νομισματικών και Χρηματοοικονομικών Ερευνών της Τράπεζας της Ισπανίας, ο δείκτης τιμής κατοικιών προς ενοίκια στην Ισπανία βρίσκεται σήμερα 24- 32% πάνω από την τιμή ισορροπίας του. Ένα μεγάλο μέρος της αύξησης του δείκτη τιμών κατοικιών οφείλεται σε ανοδική διόρθωση από τις πολύ χαμηλές τιμές της δεκαετίας του 1980 στην Ισπανία. Ένα άλλο μέρος οφείλεται στην πτώση των επιτοκίων κατά την δεκαετία του 1990. Αλλά και μεγάλο μέρος, αποτελεί υπερτίμηση.

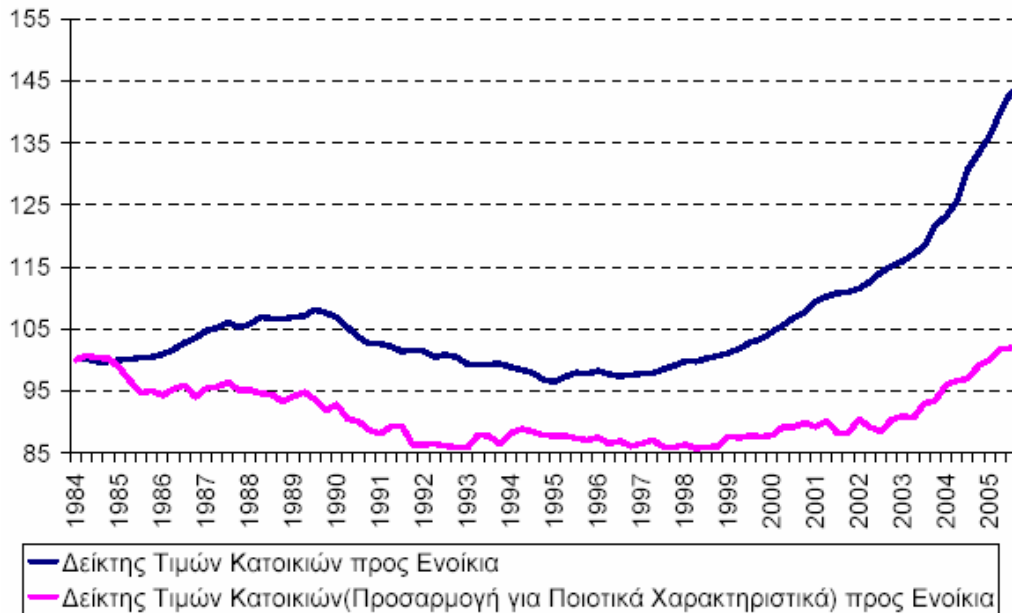
Σύμφωνα με τον κ. Restoy όμως, η υπερτίμηση αυτή δεν αποτελεί «φούσκα» και αναμένεται να διορθωθεί βαθμιαία χωρίς απότομη πτώση των τιμών στα επόμενα χρόνια, καθώς η προσφορά νέων κατοικιών θα αυξηθεί σταδιακά.

Η ανάλυση τιμών προς ενοίκια δίνει μια αίσθηση των τάσεων της αγοράς, αλλά δεν μπορεί να τεκμηριώσει την ύπαρξη ή όχι υπερτιμολόγησης, αφού δεν λαμβάνει υπόψη της παράγοντες όπως το ύψος των επιτοκίων, τα ασφάλιστρα κινδύνου των επενδυτών, τις συνθήκες προσφοράς στην αγορά ακινήτων (τιμές υλικών, προσφορά εργατικού δυναμικού, περιοχή, κενά κτήρια, κλπ.), τις συνθήκες ρευστότητας της αγοράς, αλλά και ποιοτικά χαρακτηριστικά της κατοικίας, όπως το περιβάλλον, η πρόσβαση σε μέσα συγκοινωνίας, εμπορικά κέντρα, σχολεία κλπ.

Σύμφωνα με τον κ. Jonathan McCarthy, Senior Economist στο Macroeconomic and Monetary Studies Function της Federal Reserve Bank της Ν. Υόρκης, αν οι τιμές διορθωθούν για τη μεταβολή στα ποιοτικά χαρακτηριστικά της κατοικίας στις Η.Π.Α., η απόκλιση μεταξύ της διορθωμένης τιμής κατοικίας και ενοικίων δεν είναι σημαντική και η διαχρονική εξέλιξη των τιμών συμβαδίζει με εκείνη των ενοικίων (Διάγραμμα 9).

Διάγραμμα 9

Τιμή Κατοικιών προς Ενοίκια: Η.Π.Α.



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

Επιπλέον, ο κ. McCarthy υποστηρίζει ότι ακόμα και αν οι τιμές των κατοικιών στις Η.Π.Α. δεν προσαρμοσθούν για τις αλλαγές στα ποιοτικά χαρακτηριστικά της κατοικίας, αλλά ληφθεί υπόψη απλώς η μείωση των επιτοκίων, το συμπέρασμα της μη υπερτίμησης στις Η.Π.Α. παραμένει.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

REITs: Ιστορική αναδρομή

Το Κογκρέσο δημιούργησε τα REITs το 1960 για να δώσει την δυνατότητα στους μικροεπενδυτές να επενδύσουν σε εμπορικά ακίνητα που παράγουν υψηλά εισοδήματα. Αποφάσισε ότι ο μόνος τρόπος για το μέσο επενδυτή να επενδύσει σημαντικά ποσά ήταν μέσω διακανονισμών για συνένωση κεφαλαίων. Έτσι, το Κογκρέσο δημιούργησε τα REITs για να ενώσει το κεφάλαιο πολλών σε μία μοναδική οικονομική επιχείρηση.

Τα REITs είχαν πολύ περιορισμένο ρόλο στην αγορά ακινήτων για περισσότερο από 30 χρόνια. Αρχικά ήταν περιορισμένα γιατί μπορούσαν μόνο να έχουν στην ιδιοκτησία τους ακίνητα και όχι να τα διαχειρίζονται. Ωστόσο από το 1992 η αγορά τους αναπτύχθηκε σημαντικά.

Η ιστορία των REITs είναι μια οικονομική επιτυχία. Τα REITs υλοποιούν ακριβώς όσα το Κογκρέσο επιθυμούσε όταν τα δημιούργησε το 1960. Έχουν κάνει την πρόσβαση σε εμπορικά ακίνητα παραγωγής εισοδήματος μια πραγματικότητα για τους επενδυτές. Και η ρευστότητά τους δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές να αγοράσουν ή να πουλήσουν μετοχές που ανήκουν σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Για περισσότερο από 25 χρόνια, η ανάπτυξη των REITs συναντούσε εμπόδια, λόγω της φορολογικής νομοθεσίας, καθώς με απευθείας αγορά ακινήτου οι ιδιοκτήτες είχαν τη δυνατότητα να αφαιρέσουν από το εισόδημά τους αποσβέσεις και τόκους, με αποτέλεσμα να μειώνεται πολύ το φορολογητέο εισόδημα. Αντιθέτως η νομοθεσία απαγόρευε στα REITs να διοχετεύσουν τις απαλλαγές αυτές στους επενδυτές.

Η σημαντική ενίσχυση στα REITs δόθηκε με την Αναδιάρθρωση της Φορολογικής Νομοθεσίας το 1986, καθώς περιορίστηκαν οι δυνατότητες μείωσης του φορολογητέου εισοδήματος και δόθηκε η δυνατότητα να διαχειρίζονται και να αξιοποιούν την ακίνητη περιουσία.

Ενώ αρχικά ευνοήθηκαν οι επενδύσεις επί ακίνητης περιουσίας, στις αρχές της δεκαετίας του 1990 οι νομικοί περιορισμοί στις τράπεζες και τα ασφαλιστικά ταμεία, σε συνδυασμό με την υπερβάλλουσα δόμηση της δεκαετίας του '80, οδήγησε σε κατακόρυφη πτώση των τιμών από 30% έως 50%. Τότε ορισμένες εταιρείες, αλλά και επενδυτές, θεώρησαν τα επίπεδα τιμών ιδιαίτερα ελκυστικά, δίνοντας μία σχετική ώθηση στην αγορά, η οποία φαίνεται να περνάει μια περίοδο άνθησης τα τελευταία χρόνια.

Αξίζει να αναφερθεί ότι τον Ιανουάριο του 2001 τέθηκε σε ισχύ η REIT Modernization Act (RMA) που επιτρέπει στα REITs να έχουν στην ιδιοκτησία τους φορολογούμενες θυγατρικές εταιρείες, οι οποίες θα μπορούν να παρέχουν διάφορες υπηρεσίες στους ενοικιαστές και σε τρίτα μέρη, αξιοποιώντας περαιτέρω τις δραστηριότητες στο κομμάτι της ακίνητης περιουσίας.

Σύμφωνα με στοιχεία της NAREIT³ (Δεκέμβριος 2001) σήμερα υπάρχουν 300 REITs στις ΗΠΑ, εισηγμένα στις χρηματιστηριακές αγορές, με συνολικό ενεργητικό πάνω από 300 δις δολάρια. Επιπλέον, υπάρχουν ακόμα αρκετά που διαπραγματεύονται over-the-counter.

Η χρηματοδότηση των REITs διαχρονικά

Ιστορικά η αγορά ακινήτων χρηματοδοτήθηκε με υψηλά επίπεδα χρέους. Οι ιδιοκτησίες που παρείχαν πραγματική ασφάλεια για το ενυπόθηκο χρέος και το εισόδημα από την ενοικίασή τους ήταν μία ξεκάθαρη πηγή εσόδων για την πληρωμή του τόκου του δανείου. Πριν την υποχώρηση των τιμών των ακινήτων

³ National Association of Real Estate Investment Trusts

στις αρχές του 1990, δεν ήταν ασυνήθιστο για τις ατομικές ιδιοκτησίες ακινήτων να υποθηκεύουν πάνω από το 90% της υπολογισθείσας αγοραίας αξίας τους ή του κόστους κατασκευής τους. Περιστασιακά, ο λόγος δανείων - αξίας αυξανόταν ακόμη περισσότερο. Η μεγάλη υποχώρηση των ακινήτων στις αρχές του 1990 ανάγκασε πολλούς δανειστές, εργολήπτες και ιδιοκτήτες ακινήτων να αναθεωρήσουν την κατάλληλη χρήση της χρηματοδότησης του χρέους των ακινήτων.

Σήμερα οι περιουσίες που ανήκουν σε REITs χρηματοδοτούνται σε μια πιο συντηρητική βάση. Κατά μέσο όρο τα REITs ασκούν μετοχική και χρεωστική χρηματοδότηση, γεγονός που μειώνει σημαντικά την έκθεση των ακινήτων στον κίνδυνο και δημιουργεί μια πολύ πιο ισχυρή επιχείρηση.

ΜΕΡΟΣ Δ

ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

Το ρίσκο από την επένδυση σε REITs

10.1 Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ο επενδυτής ενός REIT

Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ο μέτοχος ενός REIT είναι τέσσερις και διακρίνονται με βάση την πηγή τους.

Συγκεκριμένα:

1. Οικονομικός κίνδυνος: Πηγάζει από τις αλλαγές, ιδιαίτερα τις αναπάντεχες, στη ζήτηση και στην προσφορά ακινήτων. Σε περίπτωση πτώσης των τιμών των ακινήτων και των ενοικίων, οι αποδόσεις του REIT μειώνονται σημαντικά. Η εκτίμηση για τις βραχυπρόθεσμες μεταβολές στην αγορά των ακινήτων είναι από πολύ δύσκολη έως αδύνατη.

2. Επιχειρηματικός - Διαχειριστικός: Ο συγκεκριμένος κίνδυνος προέρχεται από την ορθότητα ή μη των αποφάσεων που παίρνει η διοίκηση του REIT, όσον αφορά στην ανάπτυξη, λειτουργία, αναχρηματοδότηση ή πώληση των ακινήτων που έχει στο χαρτοφυλάκιο της. Για το λόγο αυτό ο επενδυτής προτού επιλέξει το REIT στο οποίο θα τοποθετήσει τα κεφάλαιά του, θα πρέπει να μελετά μία σειρά από δείκτες, που αποτυπώνουν την αποτελεσματικότητα της διοίκησης του REIT, και οι οποίοι θα εξεταστούν στο επόμενο κεφάλαιο.

3. Ρευστότητας: Αν και στις περισσότερες περιπτώσεις είναι μικρός και εύκολα αναγνωρίσιμος, ο κίνδυνος ρευστότητας παραμένει, εφόσον πρόκειται για επένδυση κλειστού τύπου, με τις μετοχές του REIT να διαπραγματεύονται στα

χρηματιστήρια. Η ευκολία ρευστοποίησης στην προκειμένη περίπτωση εξαρτάται από το «βάθος» της μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά.

4. Πολιτικός: Ο κίνδυνος αυτός προέρχεται από την πιθανότητα εφαρμογής νέων νόμων, κανόνων, καθώς και ρυθμίσεων που αφορούν στην ακίνητη περιουσία και οι οποίοι δεν είναι προβλέψιμοι, καθώς προωθούνται από την εκάστοτε πολιτική εξουσία.

5. Χρηματιστηριακός: Ο συγκεκριμένος κίνδυνος αφορά στη γενικότερη πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές ενός REIT. Αν και υπάρχει σχετικά χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των REITs και των υπόλοιπων μετοχών, ο κίνδυνος αυτός δεν παύει να υφίσταται.

10.2 Βασικά κριτήρια επιλογής των REITs

Η αγορά συνήθως ανταμείβει εταιρείες που επιδεικνύουν συνεχή κέρδη και υψηλή μερισματική. Για το λόγο αυτό, οι επενδυτές θα πρέπει να επιλέγουν REITs που έχουν όσο το δυνατόν περισσότερα από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- Μία επιδεικτική ικανότητα να αυξάνουν τα κέρδη τους με ένα υπεύθυνο τρόπο. Για παράδειγμα, είναι προτιμότερες οι εταιρείες με περιουσιακά στοιχεία, στα οποία το μίσθωμα είναι κάτω από αυτό της τρέχουσα αγοράς.
- Ομάδες management ικανές να επενδύσουν γρήγορα και αποτελεσματικά την ταμειακή ροή.
- Ικανότητα συνεχούς ολοκλήρωσης καινούριων projects εντός χρόνου και προϋπολογισμού.

- Δημιουργικές ομάδες management με ορθές στρατηγικές για ανάπτυξη καινούριων ευκαιριών για αποδόσεις.

- Ισχυρά λειτουργικά χαρακτηριστικά, συμπεριλαμβανομένων αποτελεσματικών διαδικασιών διακυβέρνησης, συγκριτικό πλεονέκτημα, ευρέως αποδεκτές λογιστικές πρακτικές και ξεκάθαρα προσδιορισμένη λειτουργική στρατηγική για επιτυχία στις ανταγωνιστικές αγορές.

10.3 Ποσοτικά κριτήρια επιλογής

10.3.1 Δείκτης NAV

Οι επενδυτές σε REITs συχνά συγκρίνουν τις τρέχουσες χρηματιστηριακές τιμές με την καθαρή αξία του ενεργητικού των μετοχών μιας εταιρείας (NAV). Ο δείκτης αυτός δείχνει την ανά μετοχή αγοραία αξία του καθαρού ενεργητικού μιας εταιρείας. Κατά καιρούς, η χρηματιστηριακή τιμή ενός REIT μπορεί να είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την καθαρή του αξία. Οι επενδυτές θα πρέπει να κατανοούν κάποιους από τους βασικούς παράγοντες που επιδρούν στην αξία της περιουσίας ενός REIT.

Ένας σημαντικός παράγοντας είναι το πόσο καλά ισορροπημένη είναι η παροχή νέων κτιρίων, σε συνδυασμό με τη ζήτηση για νέο χώρο. Όταν η οικοδόμηση προσθέτει καινούργιο χώρο σε μια αγορά, πιο γρήγορα από αυτόν που μπορεί να απορροφηθεί, οι τιμές κατασκευής δωματίων για ενοικίαση αυξάνονται, τα ενοίκια μπορεί να μειωθούν και οι περιουσιακές αξίες να πέσουν, και ως εκ τούτου ρίχνουν τις τιμές στις καθαρές αξίες περιουσιακών στοιχείων.

Σε μια ισχυρή οικονομία, η ανάπτυξη στην απασχόληση, η επένδυση κεφαλαίου και οι ανάγκες των νοικοκυριών, αυξάνουν τη ζήτηση για νέα γραφεία, διαμερίσματα, βιομηχανικά συγκροτήματα και μαγαζιά λιανικής πώλησης. Η πληθυσμιακή ανάπτυξη αυξάνει τη ζήτηση για διαμερίσματα.

Ωστόσο, η οικονομία δεν είναι πάντα το ίδιο ισχυρή σε όλες τις γεωγραφικές περιοχές, και η οικονομική ανάπτυξη μπορεί να μην αυξάνει τη ζήτηση για όλα τα περιουσιακά είδη ταυτόχρονα. Γι' αυτό, οι επενδυτές θα πρέπει να συγκρίνουν τις τοποθεσίες των περιουσιακών στοιχείων διαφορετικών εταιρειών με τη σχετική δύναμη ή αδυναμία της αγοράς ακινήτων σε αυτές τις περιοχές.

10.3.2 Funds from Operations

Τα «Έσοδα Λειτουργίας» ή στα αγγλικά «Funds from Operation (FFO)» είναι το πιο κοινό αποδεκτό εργαλείο για τη μέτρηση της αποδοτικότητας ενός REIT. Το FFO ορίζεται ως το καθαρό εισόδημα του REIT μειωμένο κατά τα κέρδη ή τις ζημιές που προέκυψαν από την πώληση ακινήτου ή την επαναδιαπραγμάτευση δανείου και αυξημένο κατά την απόσβεση του ακινήτου.

Δηλαδή το FFO υπολογίζεται ως εξής:

ΜΕΙΟΝ:	ΚΑΘΑΡΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ / ΖΗΜΙΕΣ ΑΠΟ ΠΩΛΗΣΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Ή ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΡΕΟΥΣ
ΠΛΕΟΝ:	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Το FFO αυξάνει όταν αυξάνονται τα έσοδα, μειώνονται τα έξοδα και δημιουργούνται ευκαιρίες για νέες δραστηριότητες. Υπάρχουν διάφοροι τρόποι να αυξηθούν τα έσοδα. Όταν υπάρχει ισορροπία προσφοράς και ζήτησης στην αγορά ακινήτων, υπάρχει τάση αύξησης των ενοικίων. Επιπλέον όταν δεν υπάρχει πληρότητα στα ακίνητα, οι διαχειριστές αναλαμβάνουν να κάνουν επενδύσεις για αύξηση των παροχών των κτιρίων και δημιουργία ακινήτων, που απευθύνονται σε νέου τύπου ενοικιαστές.

Τέλος, τα διάφορα προγράμματα απόκτησης κατοικίας ή επισκευών για ανάπτυξη των ακινήτων δημιουργούν έσοδα, με την προϋπόθεση πάντα ότι καλύπτουν το κόστος κεφαλαίου.

10.3.3 Συντελεστής απόδοσης (Rate of Return) και μερίσματα

Τα REITs προσφέρουν ένα σχετικά υψηλό συντελεστή απόδοσης, αφού τα μερίσματα προέρχονται από ενοίκια και άλλα εισοδήματα από ακίνητα. Για το λόγο αυτό, ο συντελεστής απόδοσης (μέρισμα / τιμή) είναι άλλος ένας παράγοντας που πρέπει να λάβει κανείς υπόψη του κατά την επιλογή του REIT.

Μια αύξηση του μερίσματος της τάξεως του 9-10% θεωρείται ικανοποιητική και τα μερίσματα θα πρέπει να αποτελούν το κύριο μέρος της απόδοσης. Η υπερβολική διανομή κερδών μπορεί να αποτελέσει ένδειξη ότι το εισόδημα του REIT προέρχεται από έκτακτα γεγονότα και δεν μπορεί να διατηρηθεί στο μέλλον. Εάν για παράδειγμα, η περιουσία πωλείται για την απόκτηση εισοδήματος, τότε θα χαθεί το εισόδημα που προέρχεται από τα ενοίκια και το οποίο είναι απαραίτητο για την συνέχεια.

Οι επενδυτές θα πρέπει να αναλογιστούν τα μερίσματα του παρελθόντος, αλλά και τα προβλεπόμενα του μέλλοντος και να τα συγκρίνουν με τις αποδόσεις άλλων προϊόντων, με δεδομένο όμως το κίνδυνο που αναλαμβάνουν σε κάθε περίπτωση.

10.3.4 Έξοδα που βαρύνουν το REIT

Η ύπαρξη εξόδων περιορίζει τις αποδόσεις των REITs. Επομένως, ο λόγος των εξόδων είναι ένα μέτρο της αποτελεσματικότητας του REIT, ο οποίος δείχνει την ικανότητα της εταιρείας να κρατά τα κόστη χαμηλά.

Εάν το συνολικό ύψος της αμοιβής διαχείρισης ξεπερνά το 1% των ακαθάριστων περιουσιακών στοιχείων, τότε αυτή θεωρείται ότι είναι υψηλή. Σημειώνεται ότι τα αυτοδιοικούμενα REITs έχουν χαμηλότερα έξοδα.

10.3.5 Πηγές Κεφαλαίου

Επειδή τα REITs είναι εκ του νόμου υποχρεωμένα να διανέμουν το 90% από το φορολογητέο εισόδημά τους στους επενδυτές, θα πρέπει να βασίζονται σε εξωτερική χρηματοδότηση ως τη βασική τους πηγή κεφαλαίου.

Οι επενδυτές είναι αναγκαίο να διερευνούν τη δυνατότητα των REITs για μελλοντική επιτυχία, αξιολογώντας εάν έχουν πρόσβαση σε δανεισμό ή ίδια κεφάλαια ικανά να χρηματοδοτήσουν τα μελλοντικά τους αναπτυξιακά προγράμματα. Τα REITs που έχουν την ικανότητα να αυτοχρηματοδοτηθούν, συνήθως προσφέρουν ανώτερες αποδόσεις.

Η δανειοδότηση του REIT πρέπει να γίνει προσεκτικά. Όσο μικρότερη μόχλευση έχει, τόσο πιο ασφαλές είναι και τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητά του να εκμεταλλευτεί μια ενδεχόμενη πτώση των επιτοκίων, δανειζόμενο για να διευρύνει το χαρτοφυλάκιό του.

Ο συνολικός δανεισμός του REIT πρέπει να είναι λιγότερος από το 5% της τρέχουσας αξίας του στην ελεύθερη αγορά, η οποία υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας την τιμή της μετοχής με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία.

10.4 Ποιοτικά κριτήρια επιλογής

Για την αξιολόγηση ενός REIT απαιτείται η αυστηρή μελέτη δύο βασικών ποιοτικών κριτηρίων.

Συγκεκριμένα:

- Εμπειρία διοίκησης

Όπως και σε οποιαδήποτε άλλη επιχείρηση έτσι και στην περίπτωση των REITs, κλειδί για μια επιτυχημένη απόδοση είναι η ικανότητα και η πείρα της διοίκησης. Αν και είναι δύσκολο για έναν απλό επενδυτή να συγκεντρώσει τις απαραίτητες πληροφορίες για τη διοίκηση της εταιρείας, κρίσιμο στοιχείο αποτελεί η σταθερότητα της ομάδας των στελεχών που διαχειρίζεται το REIT, δηλαδή πόσο καιρό η ομάδα αυτή συνεργάζεται.

Η διοικητική ομάδα είναι σημαντικό να μπορεί να επανεπενδύει τα χρηματικά διαθέσιμα γρήγορα και αποτελεσματικά, να ολοκληρώνει με συνέπεια τα σχέδια της και να διαμορφώνει στρατηγικές για τη εκμετάλλευση νέων ευκαιριών για τη δημιουργία προσόδου.

Εάν για παράδειγμα ένα REIT έχει πρόσφατα βρει μια καινούρια πηγή κεφαλαίου, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι ο οργανισμός - ίδρυμα που προσφέρει το κεφάλαιο, αισθάνεται άνετα με τις δυνατότητες και τις στρατηγικές της διοίκησης του REIT.

- Τρόπος αποζημίωσης της διοίκησης

Τα REITs μπορούν να ικανοποιήσουν την ανάγκη για τρέχον εισόδημα ή για μακροπρόθεσμη κεφαλαιακή αύξηση. Εάν η μία ή η άλλη επιλογή είναι προτιμότερη, είναι σημαντικό να εξετάσει κανείς το πως αποζημιώνεται η διοίκηση του REIT για τον προσδιορισμό των στόχων της και των κινδύνων που αναλαμβάνει.

Εάν η αποζημίωση βασίζεται μόνο στις περιουσιακές αξίες, η διοίκηση είναι πιθανό να επικεντρωθεί στην επένδυση σε πρόσθετα ακίνητα και την κεφαλαιακή

αύξηση. Εάν η βάση για τον καθορισμό της αντιστάθμισης περιλαμβάνει μερίσματα ή τρέχοντα κέρδη, η διοίκηση μπορεί να έχει κίνητρο να αυξήσει την μερισματική απόδοση, πιθανόν εις βάρος της μακροπρόθεσμης κεφαλαιακής αύξησης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των REITs

11.1 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των εταιρειών

Τα βασικά πλεονεκτήματα των REIT είναι τα εξής:

- 1. Ευνοϊκό Φορολογικό Καθεστώς:** Οι εκδιδόμενες μετοχές από το REIT απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων. Επίσης δεν επιβάλλεται Φόρος Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας για τα ακίνητα που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο και δεν υπάρχει φόρος μεταβίβασης ακινήτων από αυτήν.
- 2. Αποσβέσεις:** Η εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων έχει τη δυνατότητα διενέργειας αποσβέσεων επί της ακίνητης περιουσίας που έχει στο χαρτοφυλάκιο της.
- 3. Δανεισμός:** Δίνεται η δυνατότητα στην εταιρεία για παροχή πιστώσεων μέχρι ενός ποσοστού των επενδύσεών της σε ακίνητη περιουσία, προκειμένου να αξιοποιηθούν τα ακίνητά της.

Το μοναδικό μειονέκτημα, το οποίο θα μπορούσαμε να αναφέρουμε σχετικά με τα REITs, είναι το θέμα της διαχείρισης. Δηλαδή απαιτείται συνεχής έρευνα για την αξιοποίηση και τη διαχείριση ακινήτων.

11.2 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα για τον επενδυτή

Όπως κάθε επένδυση, έτσι και τα REITs έχουν τόσο αρνητικά όσο και θετικά για τους επενδυτές που τα επιλέγουν.

Αναλυτικά, τα πλεονεκτήματα των REITs για τους μετόχους τους, συνοψίζονται στα εξής:

- 1. Διαφοροποίηση:** Τώρα περισσότερο από ποτέ, οι επενδυτές έχουν συνειδητοποιήσει τη σημαντικότητα της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους. Από τους συντηρητικούς επενδυτές που επιθυμούν να αυξήσουν το εισόδημά τους και ταυτόχρονα να προστατεύονται από τον μελλοντικό πληθωρισμό, μέχρι τους επενδυτές μετοχών και ομολογιών που επιθυμούν να διαφοροποιήσουν το ευμετάβλητο χαρτοφυλάκιό τους, τα REITs προσφέρουν στους επενδυτές έναν τρόπο να αυξήσουν τις αποδόσεις τους, χωρίς να αυξήσουν σημαντικά τον κίνδυνο της επένδυσής τους.

Τα REITs προσφέρουν μια ελκυστική σχέση κινδύνου – απόδοσης. Η αντιστοιχία των αποδόσεών τους με άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων έχει μειωθεί τα τελευταία 30 χρόνια. Εξάλλου, μπορούν να προσφέρουν αυξημένες αποδόσεις ή μειωμένο κίνδυνο όταν προστεθούν σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

- 2. Ευνοϊκή Φορολογική Μεταχείριση:** Το εισόδημα από την επένδυση σε REIT δεν φορολογείται διπλά, καθώς φορολογείται στην «πηγή».
- 3. Μερίσματα:** Ένα από τα πιο ελκυστικά χαρακτηριστικά της επένδυσης σε REIT είναι τα υψηλά μερίσματα, καθώς οι εταιρείες είναι υποχρεωμένες να πληρώσουν τουλάχιστον το 90% του φορολογητέου εισοδήματός τους στους μετόχους, με τη μορφή μερισμάτων κάθε χρόνο.

- 4. Ρευστότητα:** Τα REITs προσφέρουν ρευστότητα στους επενδυτές, καθώς διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια, με αποτέλεσμα να υπάρχει η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης της επένδυσης, σε αντίθεση με την πώληση ενός ακινήτου στην spot αγορά.
- 5. Πρόσβαση στο κεφάλαιο:** Επιτρέπει στους μικροεπενδυτές να επενδύσουν με πολύ μικρά ποσά σε ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει ακίνητα ακόμη και από πολλές περιοχές. Έτσι συμμετέχουν σε μία πολύ μεγάλη επένδυση, η οποία διαχειρίζεται από επαγγελματίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12

Οι προοπτικές των REITs παγκοσμίως

12.1 Η παγκόσμια αγορά των REITs

Τα τελευταία χρόνια οι αγορές ακίνητης περιουσίας βρίσκονται σε φάση συνεχών εξελίξεων και μεταβολών, από τις αναπτυσσόμενες αγορές της Ινδίας, της Κίνας και της Ανατολικής Ευρώπης μέχρι τις μεταρρυθμίσεις στη φορολογία των ανεπτυγμένων χωρών.

Σε αυτή την περίοδο έντονης δραστηριότητας για εταιρείες και επενδυτές η δυναμική του κλάδου ενισχύεται, καθιστώντας τον αναπόσπαστο τμήμα της ευρύτερης επενδυτικής στρατηγικής, από την άμεση επένδυση και την χρήση μη εισηγμένων σχημάτων, μέχρι τις επενδυτικές ακινήτων που διαπραγματεύονται στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Με δεδομένο λοιπόν το τεράστιο επενδυτικό ενδιαφέρον, είναι σημαντικό να υπάρχει μία σαφής εικόνα για το μέγεθος και το μερίδιο της παγκόσμιας αγοράς που κατέχουν οι επενδύσεις σε ακίνητα.

Σε παγκόσμια βάση η επέκταση των συλλογικών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι τρομακτική τα τελευταία 20 χρόνια. Όπως φαίνεται και στον πίνακα 4 που ακολουθεί, αρκετές χώρες έχουν δημιουργήσει «οχήματα» για επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία προσβάσιμες από το ευρύ επενδυτικό κοινό.

Πίνακας 4: Η δομή των REITs ανά χώρα

	Country	REIT Structure	REIT Legislation Enacted
N. Amer	USA	Real Estate Investment Trust (REIT)	1960
	Canada	Income Trusts	1993
Latin Amer	Mexico	Fibras	2004
	Brazil	FII	1993
Europe & Africa	Belgium	Societe d'Investissement a Capital Fixe Immobiliere (SICAFI)	1995
	France	Societes D'Investissements Immobiliers Cotes (SIIC)	2003
	Netherlands	Fiscal Investment Institution (FBI)	1969
	Spain	Fondos / Sociudades de Inversion Inmobiliaria	1994
	Italy	Fondi di Investimento Immobiliare	1994
	Luxembourg	FCP, SICAV, SICAF	
	Turkey	Real Estate Investment Companies	
	South Africa	South African Property Trust	
	United Kingdom	Real Estate Investment Trust (REIT)	Pending
	Germany	Real Estate Investment Trust (REIT)	Pending
Asia	Australia	Listed Property Trust (LPT)	1971
	Hong Kong	Real Estate Investment Trust (REIT)	2003
	Japan	Japanese Real Estate Investment Trust (J-REIT)	2001
	New Zealand	Predominantly Listed Property Trust (LPT)	
	Singapore	Singapore Real Estate Investment Trust (S-REIT)	2002
	South Korea	CR-REIT, K-REIT	2001
	Thailand	Thai Property Trust	
	Malaysia	Real Estate Investment Trust	Late Eighties
	Taiwan	Real Estate Investment Trust	2003

Source: Rogers and Casey and Citigroup Investment Research

Η εξάπλωση αυτή των REITs δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές να πετύχουν διαφοροποίηση, δηλαδή να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε διάφορες αγορές, που βρίσκονται σε διαφορετική φάση του οικονομικού τους κύκλου, καθώς και σε περιοχές όπου εισηγμένες εταιρείες real estate είναι υποανάπτυκτες και προσφέρουν σημαντικές ευκαιρίες αποδόσεων.

Στο τρέχον επενδυτικό τοπίο, ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις και σχήματα προχωρούν σε εκτός των συνόρων συμφωνίες και, επιπρόσθετα, οι διαχειριστές επενδύσεων εισηγμένων επενδυτικών σε ακίνητη περιουσία, σταθερά δημιουργούν προϊόντα που συνδυάζουν αναπτύξεις σε διάφορες χώρες ή και ηπείρους. Με αυτές τις διασυνοριακές επενδύσεις την ίδια στιγμή εδραιώνεται σταδιακά η διαφάνεια στις αγορές που μέχρι σήμερα λειτουργούσαν υπό πιο...

αμφιλεγόμενες συνθήκες, όπως στις χώρες του πρώην ανατολικού μπλοκ, ή και την Κίνα, την Ινδία ή και κάποιες από τη Λατινική Αμερική.

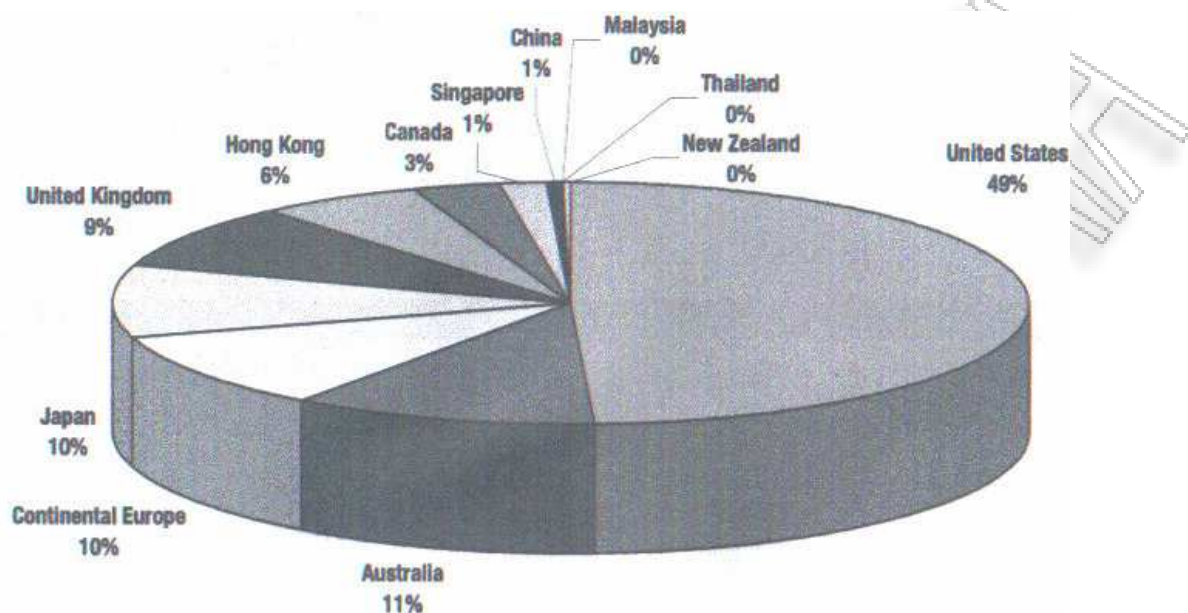
Σε αυτές ακριβώς τις χώρες οι αναλυτές αναμένουν μεγάλη αύξηση της επενδυτικής δραστηριότητας, που θα προκαλέσει εντυπωσιακή αύξηση της συμμετοχής τους στην παγκόσμια αγορά και κατακόρυφη αύξηση των ποιοτικών εμπορικών ακινήτων που προσφέρουν. Αυτός είναι άλλωστε ένας ακόμη λόγος για τον οποίο οι μεγάλες εταιρείες στρέφονται πλέον από τις ώριμες αγορές προς τις αναπτυσσόμενες περιοχές.

Όπως προκύπτει από τα τελευταία στοιχεία, η παγκόσμια αγορά ακίνητης περιουσίας σήμερα εκτιμάται στα \$14,5 τρις, με πρώτες άνευ ανταγωνισμού τις ΗΠΑ, που διαθέτουν το ένα τρίτο των ποιοτικών εμπορικών χώρων παγκοσμίως, αξίας \$5 τρις περίπου. Ακολουθεί η Ιαπωνία (\$2 τρις) και στη συνέχεια η Ευρώπη, με Γερμανία (\$1,1 τρις), Βρετανία (\$1 τρις), Γαλλία (\$800 δις), Ιταλία (\$660 δις).

Οι πρώτοι πέντε συγκεντρώνουν το 68% της αγοράς παγκοσμίως, οι επόμενοι δέκα ένα 20% επιπλέον και αφήνουν σε 34 ακόμη χώρες το υπόλοιπο 12%. Η Ευρώπη συγκεντρώνει το 38% και η Βόρειος Αμερική ακολουθεί κατά πόδας με 37%, ενώ η Ασία ελέγχει ένα 22% και η Λατινική Αμερική ένα «φτωχό» 3%.

Σε επίπεδο εισηγμένων επενδύσεων ακινήτων (και χωρίς να υπολογίζεται στα μεγέθη ο δανεισμός λόγω διαφορετικών πλαισίων) η Βόρειος Αμερική περνάει στην κορυφή με 48% και η Ασία ακολουθεί με 34%, ενώ η Ευρώπη υπολείπεται σημαντικά με 18%. Εάν μάλιστα υπολογιστούν μόνο οι τίτλοι σε free float που παρακολουθεί ο FTSE EPRA/NAREIT, η Βόρειος Αμερική επεκτείνει την κυριαρχία της με 52% της παγκόσμιας αγοράς κυρίως έναντι της Ασίας που υποχωρεί στο 27%, ενώ η Ευρώπη ενισχύεται ελαφρά στο 19%.

Διάγραμμα 10: Η βαρύτητα των τοπικών αγορών στον παγκόσμιο δείκτη EPRA/NAREIT



Source: Citigroup Investment Research

Οι προσαρμογές σχετικά με το free float είναι σημαντικές προκειμένου να διαμορφωθεί μία σαφής εικόνα, καθώς στη Βόρειο Αμερική αποτελούν το 96% του συνόλου των εισηγμένων, ενώ στην Ευρώπη και την Ασία είναι πολύ χαμηλότερα, στο 82% και 78% αντίστοιχα. Αυτές οι αποκλίσεις καταδεικνύουν και την μεγαλύτερη ωριμότητα της αμερικάνικης και канаδικής αγοράς των REITs.

Στον πίνακα 5 που ακολουθεί απεικονίζεται το σύνολο σχεδόν των αγορών, στις οποίες δραστηριοποιούνται REITs, με τα ειδικά χαρακτηριστικά που έχει κάθε μία από αυτές. Τα περισσότερα REITs εντοπίζονται στις ΗΠΑ, όπου υπάρχουν 146 εταιρείες και ακολουθούν η Αυστραλία με 29, ο Καναδάς με 24, η Ιαπωνία με 14, το Βέλγιο με 10, η Γαλλία με 9, η Ολλανδία με 9, η Σιγκαπούρη με 7 και το Hong Kong με 1.

Πίνακας 5: Τα ειδικά χαρακτηριστικά των REITs ανά αγορά

Country	No. of REITs ⁺	Mgmt Type	Investment Activity	Foreign Investment		Minimum Dividend Payout	Leverage Restrictions	Conversion Tax
				Investment	Sector Investment			
United States	146	Internal	Development allowed	Foreign assets allowed	Specialized. All property sectors represented	90% after depr	None	None with UPREIT
Canada	24	Internal/external	Development allowed	Foreign assets allowed	Specialized	Up to 100% after depr	None	24.3% capital gains tax
France	9	Internal	Development allowed	Foreign assets allowed but may be taxed at source	Cover three sectors but Paris office and French retail account for 90%. Also includes residential	85% after depr + 50% sales gain	None	16.5% exit tax
Netherlands	9	Internal	Development prohibited	Foreign assets allowed but may be taxed at source	Heavily weighted towards retail vs office, the remainder being domestic office/other. Largely pan-European	100% after depr	Limited to 60% of book value	34.5% exit tax
Belgium	10	Internal / external	Development allowed but restricted	Foreign assets allowed but may be taxed at source	Diversified	80%, no depr	Limited to 50% of asset value	20.1% exit tax
Australia	29	Historically external—shifting towards internal mgmt.	Development allowed	Foreign assets allowed	Some specialized, some diversified. Primarily retail, office, & industrial. Concentrated in Melbourne and Sydney	95% no depr	None	30.0% capital gains tax
Japan	14	External	Development and allowed and > 75% of assets must be real estate income producing	Foreign assets allowed	The introduction of J-REITs has led to increased portfolio specialization. Largest REITs focused on mainly Tokyo office, retail & residential	90% after depr + 100% sales gain	None	42.1% capital gains tax
Hong Kong	1	Internal / External	Development prohibited	Foreign assets prohibited	Retail, residential & office	90% after tax, no depr	Limited to 35% of total assets	None
Singapore	7	External	Development allowed up to 20% of total assets	Foreign assets allowed	Diversified portfolios. Office, retail & residential	90% taxable income, no depr	Limited to 60% of total assets	None

Source: Rogers and Casey and Citigroup Investment Research, as of February 2005.

Στον παραπάνω πίνακα φαίνονται και οι διαφορές που υπάρχουν μεταξύ των συγκεκριμένων αγορών, όσον αφορά στο είδος δανεισμού των εταιρειών, στον επιτρεπόμενο βαθμό ανάπτυξής τους, στις ξένες επενδύσεις, στο είδος της ακίνητης περιουσίας στον οποίο επενδύουν, στο ελάχιστο ποσοστό διανομής των φορολογητέων κερδών και στη φορολογική νομοθεσία. Παρατηρείται ότι όσο πιο απελευθερωμένη είναι μία αγορά, τόσο πιο ανεπτυγμένη και τόσο πιο μεγάλος είναι ο αριθμός των εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε αυτήν.

Η μεγάλη απόσταση που έχει ακόμη να διανύσει η Ασία οφείλεται κυρίως στα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων του Χονγκ Κονγκ, καθώς η δραστηριοποίησή τους και εκτός του real estate τις αποκλείει από τους σχετικούς δείκτες. Η «ανωμαλία» αυτή αναμένεται να εξαλειφτεί με την αναδιάρθρωση του εκεί θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των REITs.

Η Ευρώπη παραμένει σημαντικά πίσω στην ανάπτυξη επενδυτικών σε ακίνητη περιουσία, εισηγμένων και μη, σε σύγκριση με την Ασία και τη Βόρειο Αμερική. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι το ότι στη Γερμανία, μόνο ένα στα δύο υψηλής ποιότητας εμπορικά ακίνητα είναι προσπελάσιμο σε υποψήφιους επενδυτές των κεφαλαιαγορών, αν και η τρέχουσα αναμόρφωση του φορολογικού πλαισίου εκτιμάται ότι θα βελτιώσει αυτή την εικόνα.

Σε επίπεδο εισηγμένων εταιρειών ακινήτων η νομοθετική μεταρρύθμιση αναμένεται να τροφοδοτήσει την ανάπτυξη στην Ευρώπη, σύμφωνα με την βορειοαμερικανική εμπειρία της δεκαετίας του 1990, αλλά και τις τρέχουσες εξελίξεις στην Ασία. Διεθνώς, οι προοπτικές είναι εξαιρετικές, με τις εκτιμήσεις να θέλουν διπλασιασμό της κεφαλαιοποίησης την επόμενη πενταετία (για τον EPRA/NAREIT από τα \$800 δισ. στο \$1 τρις).

Στις ώριμες αγορές όπως οι ΗΠΑ, η Ολλανδία ή η Αυστραλία, η συγκέντρωση κεφαλαίων ενισχύει την τάση για αναζήτηση ευκαιριών εκτός των εκάστοτε συνόρων, όπως π.χ. συμβαίνει με την αυστραλιανή Westfield που επενδύει

διεθνώς. Παρά το ότι η μετοχή της είναι εισηγμένη στο Σίδνεϋ, το 60% του χαρτοφυλακίου της αφορά ακίνητα εκτός της Αυστραλίας.

Ο μεγάλος δρόμος που έχει ακόμη να διανύσει η ευρωπαϊκή αγορά γίνεται καλύτερα αντιληπτός εάν συγκριθούν οι σταθμίσεις για το ΑΕΠ με τις αντίστοιχες για την αγορά ακινήτων. Σε γενικό πλαίσιο (όπως και η Β. Αμερική) η στάθμιση είναι 3% ψηλότερη της αντίστοιχης του ΑΕΠ, ενώ αντίθετα Λατινική Αμερική και Ασία παρουσιάζουν χαμηλότερες σταθμίσεις κατά 3% και 2% αντίστοιχα.

Εστιάζοντας όμως στις εισηγμένες, ενώ σε Β. Αμερική και Ασία καταγράφεται σαφής βελτίωση (13% και 9% αντίστοιχα), για την Ευρώπη τα στοιχεία είναι κόλαφος, αφού η αγορά ακινήτων υπολείπεται πλέον κατά 17% της γενικής στάθμισης, ενώ η Λατινική Αμερική μόλις κατά 5%! Η ίδια εικόνα με ελάχιστες αποκλίσεις παρουσιάζεται και στις εταιρείες του EPRA/NAREIT GLOBAL.

12.2 Η κεφαλαιοποίηση των REITs ως προς την συνολική ακίνητη περιουσία

Καθώς η επένδυση σε παγκόσμια βάση καθίσταται μία συνήθης πρακτική, αξίζει να σημειωθεί ότι η συνολική αξία των REITs που είναι εισηγμένα στα χρηματιστήρια αντιπροσωπεύει ένα μικρό ποσοστό της συνολικής προσφοράς ακινήτων, καθώς προσεγγίζει μόλις το 7%.

Οι συλλογικές μορφές επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, με δομή που μοιάζει σε σημαντικό βαθμό με τα REITs, βρίσκονται στα πρώιμα στάδια ανάπτυξής τους σε αρκετές περιοχές. Επιπλέον, ένα σημαντικό μέρος της προσφοράς ακινήτων δεν έχει ακόμη εισαχθεί μέσω εταιρειών στα χρηματιστήρια.

Πίνακας 6: Εισηγμένες εταιρείες real estate ως ποσοστό της συνολικής προσφοράς ακινήτων και της κεφαλαιοποίησης των χρηματιστηρίων

Countries	Total Real Estate (\$ Bn)	Total Listed Real Estate (\$ Bn)	Quoted RE Sector as a % Of Total Real Estate	Total Stock Market (\$ Bn)	Real Estate as a % Of Total Stock Mkt
United Kingdom	1,043	63.2	6.1%	3,053	2.1%
France	803	23.7	3.0%	1,861	1.3%
Spain	396	17.8	4.5%	670	2.7%
Netherlands	240	15.8	6.6%	342	4.6%
Sweden	135	15.5	11.5%	419	3.7%
Austria	115	9.2	8.0%	141	6.5%
Germany	1,094	7.6	0.7%	1,286	0.6%
Italy	657	6.1	0.9%	812	0.8%
Switzerland	144	5.4	3.8%	797	0.7%
Belgium	137	3.8	2.8%	283	1.3%
Norway	100	1.9	1.9%	202	0.9%
Denmark	95	1.7	1.8%	184	0.9%
Luxembourg	12	1.5	12.5%	25	6.0%
Finland	73	1.3	1.8%	213	0.6%
Turkey	62	1.1	1.8%	161	0.7%
Poland	64	1.0	1.6%	95	1.1%
Greece	78	0.6	0.8%	142	0.4%
Russia	112	0.5	0.4%	545	0.1%
Hungary	28	0.1	0.4%	33	0.3%
Ireland	70	-	N/A	107	N/A
Portugal	59	-	N/A	71	N/A
Czech Republic	31	-	N/A	41	N/A
Romania	13	-	N/A	16	N/A
Ukraine	9	-	N/A	21	N/A
Slovakia	10	-	N/A	5	N/A
Slovenia	11	-	N/A	7	N/A
Bulgaria	5	-	N/A	4	N/A
Total Europe	5,596	177.8	3.2%	11,536	1.5%
Japan	1,967	116.2	5.9%	4,950	2.3%
Australia	232	83.0	35.8%	706	11.8%
Hong Kong/China	289	74.2	25.7%	1,470	5.0%
Singapore	87	21.8	25.1%	246	8.9%
Malaysia	29	7.0	24.1%	179	3.9%
Taiwan	113	5.1	4.5%	515	1.0%
Philippines	13	4.9	37.7%	40	12.3%
Thailand	31	3.5	11.3%	120	2.9%
New Zealand	35	2.4	6.9%	38	6.3%
Indonesia	38	1.4	3.7%	81	1.7%
South Korea	237	0.9	0.4%	695	0.1%
India	79	0.6	0.8%	546	0.1%
Vietnam	5	-	N/A	0	-
Total Asia-Pacific	3,155	321.0	10.2%	9,586	3.3%
Brazil	127	0.6	0.5%	460	0.1%
Argentina	38	0.6	1.6%	70	0.9%
Chile	23	0.4	1.7%	131	0.3%
Mexico	199	0.1	N/A	251	N/A
Peru	14	0.1	0.7%	25	0.4%
Venezuela	26	-	N/A	6	N/A
Colombia	18	-	N/A	42	N/A
Total Latin America	445	1.8	0.4%	985	0.2%
United States	4,991	525.1	10.5%	15,708	3.3%
Canada	395	29.9	7.6%	1,275	2.3%
Total Nth America	5,386	555.0	10.3%	16,983	3.3%
World	14,582	1055.6	7.2%	39,090	2.7%

Source: EPRA and Citigroup Investment Research, as of December 31, 2005.

Σύμφωνα με τα δεδομένα του πίνακα 6, η συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών ανέρχεται στο 7,2% της συνολικής αξίας της ακίνητης περιουσίας παγκοσμίως, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό ως προς τη χρηματιστηριακή αξία του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών φτάνει το 2,7%.

Τα υψηλότερα ποσοστά εντοπίζονται στη Βόρειο Αμερική (ΗΠΑ, Καναδάς) και στην Ασία, με την Ευρώπη να μένει αρκετά πίσω.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13

Οι αποδόσεις των REITs

13.1 Οι μερισματικές αποδόσεις

Σε παγκόσμια βάση, οι μερισματικές αποδόσεις των REITs έχουν μειωθεί τα τελευταία χρόνια, ωστόσο παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Όσον αφορά τις αποδόσεις αυτές, οι δύο πιο συχνές ερωτήσεις που διατυπώνουν οι επενδυτές είναι οι εξής:

1) Είναι τα μερίσματα «ασφαλή»; και

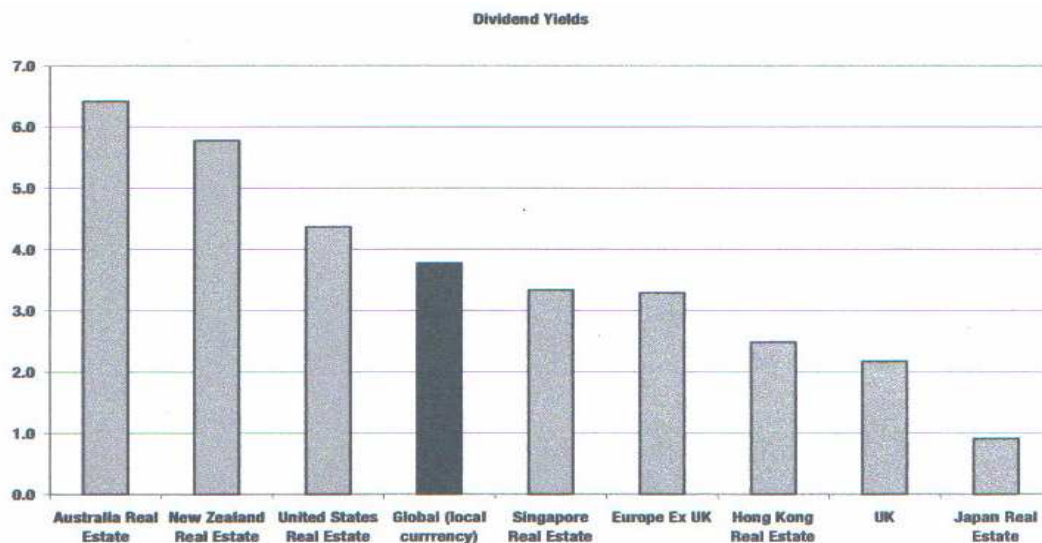
2) Αναμένεται άνοδος τους;

Η απάντηση του τραπεζικού οίκου Citigroup και στις δύο παραπάνω ερωτήσεις είναι καταφατική.

Η μέση ετήσια μερισματική απόδοση των REITs παγκοσμίως ανήλθε το 2005 σε 3,8%, όπως προκύπτει από το διάγραμμα 11 που ακολουθεί. Στις τρεις πρώτες θέσεις, με βάση τις μερισματικές αποδόσεις βρέθηκαν η Αυστραλία με 6,4%, η Νέα Ζηλανδία με 5,8% και οι ΗΠΑ με 4,3%.

Από την άλλη, μέση μερισματική απόδοση χαμηλότερη του παγκόσμιου μέσου όρου εμφανίζουν οι Σιγκαπούρη, Ευρώπη, Hong Kong, Μεγάλη Βρετανία και Ιαπωνία.

Διάγραμμα 11: Οι μερισματικές αποδόσεις ανά περιοχή



Source: EPRA/NAREIT and Citigroup Investment Research, as of December 31, 2005

13.2 Οι συνολικές αποδόσεις των REITs

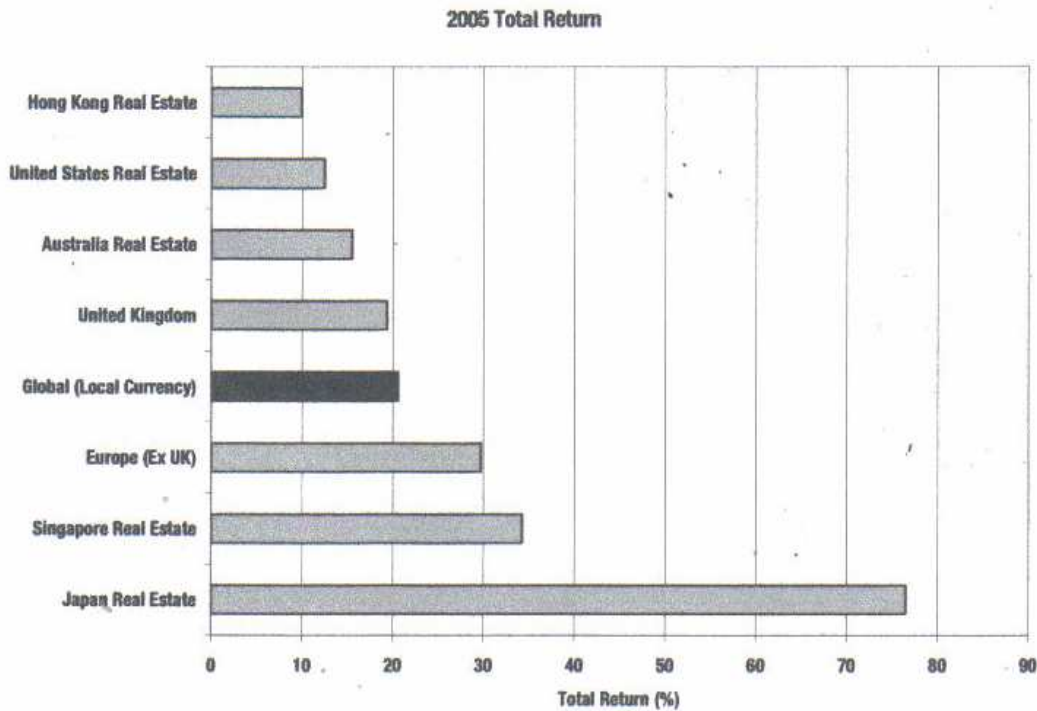
Οι εισηγμένες εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία προσέφεραν το 2005 κατά μέσο όρο παγκοσμίως συνολική απόδοση, δηλαδή μερισματική και κεφαλαιακή, της τάξης του 21%.

Οι αποδόσεις που φαίνονται στο διάγραμμα 12 εξάγονται από τον δείκτη EPRA/NAREIT Global Real Estate. Βλέπουμε ότι τη μεγαλύτερη συνολική απόδοση που έφτασε το 76,5% προσέφερε η αγορά της Ιαπωνίας, η οποία ήταν αποτέλεσμα και της απόδοσης 38% του τέταρτου τριμήνου του 2005, λόγω μίας μεταβίβασης ακινήτου που έλαβε χώρα.

Στην Ευρώπη οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στον κλάδο οδήγησαν τις αποδόσεις στα επίπεδα του 30%, ενώ η αναμονή για τη δημιουργία νέου θεσμικού πλαισίου για τα REITs στη Μεγάλη Βρετανία, ανέβασε την ετήσια συνολική απόδοση του κλάδου των εταιρειών ακίνητης περιουσίας στο 19%. Τέλος, ο τομέας των REITs

στις ΗΠΑ, ο οποίος έχει στάθμιση σχεδόν 50% στο δείκτη EPRA/NAREIT, προσέφερε συνολικές αποδόσεις της τάξης του 12,4%.

Διάγραμμα 12: Οι συνολικές αποδόσεις το 2005 ανά χώρα

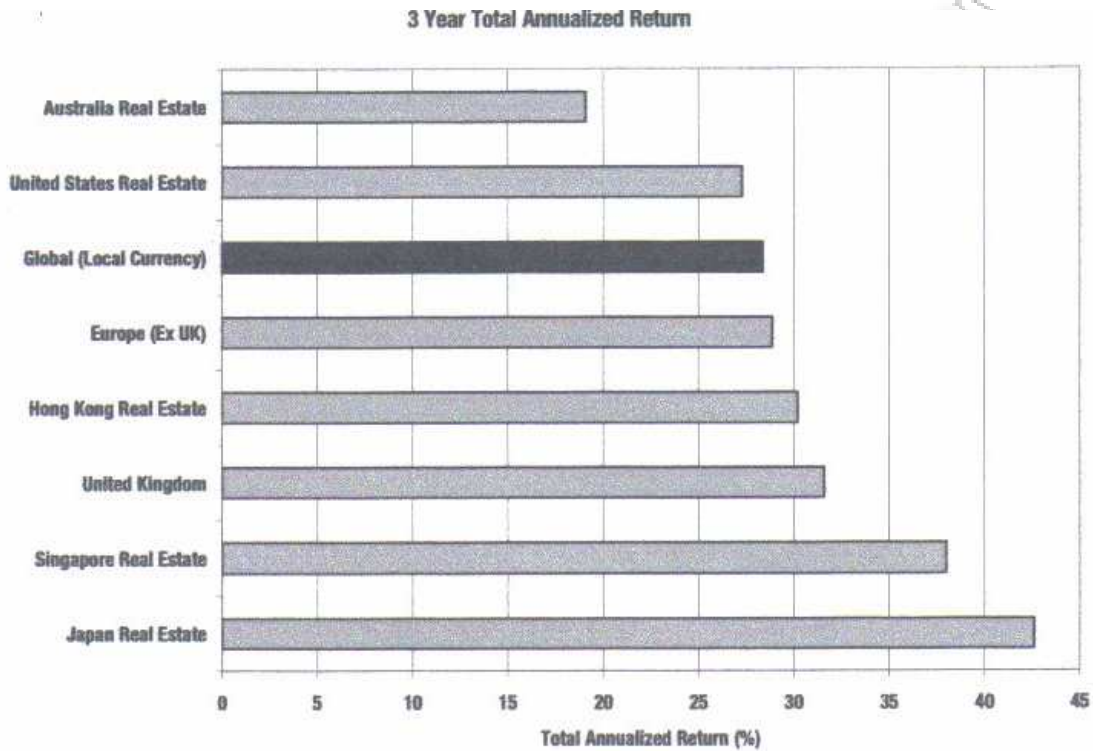


Source: EPRA and Citigroup Investment Research

Στο διάγραμμα 13 και στον πίνακα 7 που ακολουθούν, φαίνονται οι ετησιοποιημένες αποδόσεις των εισηγμένων εταιρειών Real Estate την τελευταία τριετία, εκπεφρασμένες στο τοπικό νόμισμα της κάθε αγοράς.

Σε παγκόσμια βάση η ετησιοποιημένη απόδοση έφτασε το 28%, ενώ αποδόσεις άνω του 30% εμφανίζουν οι αγορές της Μεγάλης Βρετανίας, της Σιγκαπούρης και της Ιαπωνίας.

Διάγραμμα 13: Ετησιοποιημένες συνολικές αποδόσεις ανά περιοχή (σε τοπικά νομίσματα)



Source: EPRA and Citigroup Investment Research (Past performance no guarantee of future results.)

Πίνακας 7: Αναλυτικά οι αποδόσεις ανά περιοχή

Region	Dividend Yield	Total Return				36 Month Vity (%)
		5 Yr. Ann.	3 Yr. Ann.	4Q05	2005	
Global (local currency)	3.8	15.3	28.4	6.1	20.6	12.4
United States Real Estate	4.4	18.3	27.3	2.4	12.4	15.1
Japan Real Estate	0.9	17.4	42.6	37.9	76.5	24.3
Hong Kong Real Estate	2.5	6.5	30.2	1.2	9.9	25.2
Singapore Real Estate	3.3	5.9	38.0	-0.9	34.2	18.9
Australia Real Estate	6.4	13.7	19.1	7.0	15.5	8.8
New Zealand Real Estate	5.8	15.1	17.7	13.8	21.7	N/A
Europe Ex UK	3.3	19.8	28.9	-3.2	29.7	8.8
UK	2.2	16.9	31.6	10.3	19.3	15.1

Source: EPRA and Citigroup Investment Research

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14

Οι προοπτικές των REITs το 2006

14.1 Οι αγορές της Αμερικής

14.1.1 Βόρειος Αμερική

Οι εκτιμήσεις της Citigroup για τα REITs στις ΗΠΑ το 2006 κάνουν λόγο για συνολικές αποδόσεις που θα κυμαίνονται από -5% έως +5%. Καθώς βελτιώνονται τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών, η σταθεροποίηση των επιτοκίων και οι συνεχιζόμενες εξαγορές και συγχωνεύσεις στον κλάδο θα λειτουργήσουν υποστηρικτικά για τα REITs το 2006.

Από την άλλη, οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ο κλάδος εντοπίζονται στο ενδεχόμενο μεγάλης ανόδου των επιτοκίων, η οποία θα προκαλέσει πτώση στις αξίες των ακινήτων και θα καταστήσει τις μερισματικές αποδόσεις των REITs λιγότερο ελκυστικές.

14.1.2 Λατινική Αμερική - Αργεντινή

Η Citigroup αναμένει ότι η αγορά ακινήτων στην Αργεντινή θα συνεχίσει να γνωρίζει λειτουργική ανάπτυξη το 2006, όχι μόνο επειδή τα ενοίκια και οι αξίες αναμένεται να επανέλθουν στα προ της νομισματικής κρίσης επίπεδά τους, αλλά θα ενισχυθεί σημαντικά από τις εκτιμήσεις για την πορεία του ΑΕΠ της χώρας, το οποίο αναμένεται να αναπτυχθεί με ρυθμό της τάξης του 6% το 2006.⁴

⁴ Εκτιμήσεις Citigroup

Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος θα βρεθούν οι μεγάλες υπεραγορές (shopping malls), ενώ ικανοποιητική άνοδο αναμένεται για τα ενοίκια γραφείων και τα ξενοδοχεία. Από την άλλη, οι προοπτικές για τις παραδοσιακές μορφές ακινήτων, δεν αναμένεται να μεταβληθεί το 2006, κυρίως λόγω των χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης της στεγαστικής πίστης.

14.2 Οι αγορές της Ασίας

Η Ασία είναι η δεύτερη στον κόσμο περιοχή με βάση την αξία των εισηγμένων επιχειρήσεων ακίνητης περιουσίας. Οι περισσότερες αγορές αναμένεται το 2006 να αποδώσουν ικανοποιητικά, καθώς η οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να είναι υψηλότερη σε σχέση με άλλες περιοχές. Στις περισσότερο ώριμες αγορές, οι κεφαλαιαγορές και οι εισηγμένες εταιρείες ακίνητης περιουσίας προσελκύουν σημαντικά κεφάλαια. Σε άλλες χώρες της Ασίας, οι ταχείς ρυθμοί ανάπτυξης δημιουργεί ώθηση για την αγορά των ακινήτων, παρά τους κινδύνους που υπάρχουν σε αυτές τις αγορές, όπως είναι ο πολιτικός και ο συναλλαγματικός κίνδυνος.

14.2.1 Ιαπωνία

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των αναλυτών της Citigroup, οι εταιρείες real estate θα πραγματοποιήσουν το 2006 αποδόσεις μικρότερες του 10%. Οι μερισματικές αποδόσεις των REITs στην Ιαπωνία κυμαίνονται μεταξύ 3% - 4%, καθώς καταβάλουν ως μέρισμα στους μετόχους τους το 100% της προ φόρων κερδοφορίας τους και δεν πληρώνουν εταιρικούς φόρους.

Από το Σεπτέμβριο του 2001 όταν δημιουργήθηκε το πρώτο ιαπωνικό REIT, η συγκεκριμένη αγορά στην Ιαπωνία έχει αναπτυχθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό. Τα εισηγμένα REITs ανέρχονται σήμερα σε 28 και η κεφαλαιοποίησή τους φτάνει τα 25 δις δολάρια, ενώ υπάρχει περιθώριο για αύξηση της κεφαλαιοποίησής τους

τουλάχιστον κατά 61 δις δολάρια. Για τα επόμενα έτη αναμένεται πολλές νέες εισαγωγές εταιρειών στο χρηματιστήριο της Ιαπωνίας.

14.2.2 Hong Kong

Οι εταιρείες ακινήτων διαπραγματεύονται με discount στις χρηματιστηριακές αγορές, λόγω της ύφεσης που παρουσιάζει η αγορά ακινήτων. Η Citigroup για το 2006 αναμένει περεταίρω ανάπτυξη της αγοράς των REITs, ωστόσο δεν είναι αισιόδοξη για τη χρηματιστηριακή τους πορεία, παρά το γεγονός ότι αναμένει ικανοποιητικές μερισματικές αποδόσεις. Ο προβληματισμός των αναλυτών της τράπεζας είναι αποτέλεσμα του αυξανόμενου κόστους δανεισμού, της πτώσης των τιμών των ακινήτων, της πίεσης των ενοικίων, αλλά και της ανησυχίας που δημιουργεί η γρίπη των πτηνών.

14.2.3. Κίνα

Η ισχυρή ζήτηση για κατοικίες στην Κίνα αναμένεται να διατηρηθεί και το 2006, καθώς οι ρυθμοί ανάπτυξης της οικονομίας της θα παραμείνουν υψηλοί. Η Citigroup εκτιμά ότι το μεγαλύτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα REITs που επενδύουν σε εμπορικά ακίνητα, καθώς η αγορά της χώρας μπαίνει σε μία φάση όπου πρωταρχικός στόχος θα είναι η κατασκευή κτιρίων υψηλών προδιαγραφών, τα οποία θα διαχειρίζονται με βάση τα διεθνή στάνταρ διοίκησης.

14.2.4 Σιγκαπούρη

Συνολικές αποδόσεις που θα κυμαίνονται από 5% έως 20% αναμένει για τα REITs που είναι εισηγμένα στην κεφαλαιαγορά της Σιγκαπούρης, η Citigroup. Η εκτίμησή της αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η αγορά ακινήτων στη χώρα βρίσκεται σε φάση ανάκαμψης, τόσο σε επίπεδο κατοικιών, όσο και στις βιομηχανικές και εμπορικές κατασκευές. Επιπλέον, οι προοπτικές για περεταίρω ανάπτυξη του κλάδου των REITs είναι ευοίωνες.

Το 2006 αναμένεται να εισαχθούν 3 ή 4 REITs, με αποτέλεσμα έως και το τέλος του χρόνου να διαπραγματεύονται τουλάχιστον 10 εταιρείες στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης. Η Citigroup εκτιμά ότι στο επίκεντρο του αγοραστικού ενδιαφέροντος θα βρεθούν τα REITs που θα αποκομίσουν τα μεγαλύτερα κέρδη από την ανάκαμψη της κτηματαγοράς, που έχουν σκοπό να αναπτυχθούν μέσω συγχωνεύσεων και ανήκουν σε μητρικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τομέα των κατασκευών.

14.2.5 Ταϊλάνδη και της Μαλαισία

Σταθερότητα στην αγορά των REITs στην Ταϊλάνδη αναμένει η Citigroup, κυρίως λόγω της πολυπλοκότητας και της έλλειψης ευελιξίας που παρουσιάζει το θεσμικό τους πλαίσιο, το οποίο είναι υπεύθυνο για την πολύ χαμηλή κεφαλαιοποίηση των REITs στη χώρα.

Στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας είναι εισηγμένα 6 REITs, η κεφαλαιοποίηση των οποίων ανέρχεται σε 7,9 δις δολάρια.

14.3 Οι αγορές της Ωκεανίας

14.3.1 Αυστραλία

Αποδόσεις που κυμαίνονται από 5% έως 10% αναμένει η Citigroup για τον κλάδο των REITs το 2006 στην Αυστραλία. Το ποσοστό αυτό είναι αποτέλεσμα και της αναμενόμενης μερισματικής απόδοσης που φτάνει το 7%, γεγονός που οφείλεται στη σταθερότητα των εισοδημάτων που προέρχονται από ακίνητα και της αναπτυξιακής πορείας των κατασκευών στη χώρα. Η τράπεζα εκτιμά ότι ο κλάδος των REITs στην Αυστραλία είναι ακριβός.

14.3.2 Νέα Ζηλανδία

Για τη Νέα Ζηλανδία η Citigroup εκτιμά ότι οι προοπτικές σε σχέση με την Αυστραλία είναι μικρότερες και αναμένει αρνητικές συνολικές αποδόσεις για τα REITs. Τη στιγμή που τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς ακινήτων παραμένουν ισχυρά, οι μερισματικές αποδόσεις των REITs θα παραμείνουν σε χαμηλά επίπεδα σε σχέση με το παρελθόν και με τις αποδόσεις εναλλακτικών μορφών επένδυσης.

14.4 Οι αγορές της Ευρώπης

Με μεγάλο ενδιαφέρον αναμένεται στην Ευρώπη η ανάπτυξη των REITs σε Μεγάλη Βρετανία και Γερμανία, καθώς θα μπουν οι βάσεις για την εισαγωγή του θεσμού στις δύο ανεπτυγμένες οικονομίες. Το 2006 αναμένεται αύξηση του αριθμού των REITs που είναι εισηγμένα στα τοπικά χρηματιστήρια. Όσον αφορά τις εκτιμήσεις για την πορεία της ακίνητης περιουσίας, η Citigroup για το 2006 αναμένει αποδόσεις της τάξης του 15% - 20%, ενώ ισχυρές αναμένονται οι αποδόσεις και στη Γερμανία.

ΜΕΡΟΣ Ε

ΤΟ REAL ESTATE ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15

ΑΕΕΑΠ: Τα ελληνικά REITs

15.1 Γενικά

Η ελληνική εκδοχή των REITs είναι οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ). Με το ν. 2778/99 επιχειρήθηκε η οργάνωση ενός νέου θεσμού, αυτού των συλλογικών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Σκοπός του νομοθετήματος κυρίως, υπήρξε η αξιοποίηση της περιουσίας του δημοσίου και των ασφαλιστικών ταμείων. Η συγκέντρωση κεφαλαίων για τη συλλογική αξιοποίηση ακίνητης περιουσίας παρασχέθηκε από το νόμο διπλά σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων συμβατικής μορφής, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια και σε καταστατικής μορφής, τις εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

Ορισμός: Η εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΕΕΑΠ) είναι ανώνυμη εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και ακίνητης περιουσίας.

Η λειτουργία του θεσμού αυτού εγκαινιάσθηκε με τη δημιουργία της πρώτης ανώνυμης εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕΑΠ) στην Ελλάδα, της οποίας οι μετοχές διαπραγματεύονται πλέον στο ΧΑ, της «Πειραιώς ΑΕΕΑΠ». Αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο ΧΑ έχει υποβάλει η Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ. Η δημόσια προσφορά αναμένεται να πραγματοποιηθεί έως το τέλος Μαρτίου 2006. Η Eurobank Properties σκοπεύει να προσφέρει 5.510.066 νέες κοινές μετοχές της. Ένας από τους μετόχους της, η REIB Europe

Investments Limited, θυγατρική της Deutsche Bank, σκοπεύει να προσφέρει 1.100.000 κοινές μετοχές του στην εταιρεία. Η διάθεση των μετοχών θα γίνει με δημόσια προσφορά στην Ελλάδα και με διεθνή προσφορά σε θεσμικούς επενδυτές εκτός Ελλάδας. Σημειώνεται ότι η Eurobank Properties είναι μία από τις σημαντικότερες εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Η εκτιμηθείσα από το Σώμα Ορκωτών Εκτιμητών αξία του χαρτοφυλακίου ακινήτων της εταιρείας είναι 271,3 εκατομμύρια ευρώ.

Η εισαγωγή αλλά και η ενεργοποίηση του συγκεκριμένου θεσμού, σε μια στιγμή που ο κλάδος του Real Estate αναπτυσσόταν, αποτέλεσε ένα χρηστικό εργαλείο για την ενδυνάμωσή του και την παρουσία ενός επενδυτικού προνομίου, όχι αγνώστου στο επενδυτικό κοινό άλλων κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και διεθνώς. Στη χώρα μας, η οποία διαθέτει αναπτυσσόμενη κτηματαγορά και χαρακτηρίζεται από υψηλά ποσοστά φορολογικής επιβάρυνσης στην ακίνητη περιουσία, ο θεσμός αυτός προσδιορίστηκε στην επένδυση σε «έτοιμα» επαγγελματικά ακίνητα και κυρίως στην ιδιαίτερα ευνοϊκή φορολογική μεταχείρισή τους. Αντίθετα τα θέματα της μετοχικής και χρηματοοικονομικής διάρθρωσης θα αντιμετωπισθούν σε μεταγενέστερο χρόνο, λαμβάνοντας υπόψη και την εμπειρία των εταιρειών που ήδη λειτουργούν και θα λειτουργήσουν ως ΕΕΑΠ.

Αν και ο νόμος διατρέχει την περίοδο αξιολόγησής του, αναντίρρητα, οι πρώτες επ' αυτού τροποποιήσεις με τον 2992/2002, το υφιστάμενο σχετικό νομοθετικό πλαίσιο, σε συνδυασμό με τις εκδοθείσες ρυθμιστικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, που σίγουρα χρήζει ανάγκη συμπληρώσεως και βελτιώσεων, αλλά και η εποπτική διαδικασία στην οποία υποβάλλεται η λειτουργία των εταιρειών αυτών, καθιστούν σήμερα τις ΕΕΑΠ ως ένα από τα πιο ελκυστικά επενδυτικά εργαλεία και διαμορφώνουν ένα θεσμό με κύρος, που θα λειτουργήσει προς όφελος των επενδυτών, δίνοντας τη δυνατότητα στο ευρύ κοινό να συμμετάσχει σε μια συλλογική επένδυση και σ' ένα προϊόν, που μπορεί να χαρακτηριστεί σαν ένα «σύνθετο ομόλογο», από πλευράς σταθερότητας της απόδοσης, που προσφέρει.

Σήμερα, ήδη είναι ορατή η τάση ποιοτικής αναβάθμισης στον τομέα της ανάπτυξης των ακινήτων, της οργάνωσης και παροχής υπηρεσιών στο χώρο του real estate, όπως επίσης φανερό είναι η είσοδος και η ενεργοποίηση νέων κεφαλαίων στην ελληνική αγορά. Ξένοι θεσμικοί επενδυτές (Pricoa, Pradera, Klepierre, LaSalle Inv.), πρόσφατα δηλώνουν δειλά το παρόν και την τροφοδοτούν με στοιχεία απαραίτητα για την ανάπτυξή της. Στο πλαίσιο αυτό, οι ΕΕΑΠ και τα αμοιβαία ακινήτων έρχονται να ξεπεράσουν τον εγχώριο και διεθνή ανταγωνισμό και να λειτουργήσουν εξυγιαντικά στο χώρο της ακίνητης περιουσίας. Παράλληλα, είναι σαφές πως σε περίπτωση που οι στόχοι των συλλογικών αυτών επενδύσεων δεν μπορέσουν να εκπληρωθούν εγχώρια, οι οργανισμοί αυτοί δύνανται να στραφούν στο εξωτερικό και ιδιαίτερα στις χώρες του ευρωπαϊκού χώρου, στις οποίες και μπορούν να επενδύσουν με τα ίδια πλεονεκτήματα όπως και στην Ελλάδα.

Σίγουρα η έναρξη του θεσμού των συλλογικών επενδύσεων καταστατικής μορφής μπορεί να σηματοδοτείται από την εμπειρία της πρώτης ΕΕΑΠ, αλλά η δημιουργία και άλλων τέτοιων οργανισμών θα προσδώσει ενδιαφέρον σε μια αγορά αναπτυσσόμενη, που δεν εξαντλείται στα όρια των Αθηνών, παρά το γεγονός ότι η πόλη εξακολουθεί να αποτελεί το κέντρο της αγοράς του real estate στην Ελλάδα, λόγω των μεγάλων έργων υποδομής, που δημιουργήθηκαν «ελέω» Ολυμπιακών αγώνων.

Η δυνατότητα, που παρέχεται από το νόμο για την απόκτηση ακινήτων μέσα στην ευρωπαϊκή αγορά θα απομακρύνει πιθανά τον κίνδυνο της εξάντλησης των «ποιοτικών αποθεμάτων» σε ακίνητα, αλλά και πάλι μπορεί να λειτουργήσει, σαν μοχλός ανάπτυξης για τη δημιουργία νέων ποιοτικών ακινήτων. Η ανάπτυξη όμως του θεσμού αυτού δεν είναι άμοιρη και δεν μπορεί να υπάρξει σε βάθος χρόνου ξέχωρη από μια γενική πολιτική υποστήριξης δομών και θεσμών που τη συνθέτουν και λειτουργούν παράπλευρα και υποστηρικτικά.

15.2 Το θεσμικό πλαίσιο των ΑΕΕΑΠ

Το μετοχικό κεφάλαιο μίας εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία έχει ελάχιστο ύψος 29.347.029 ευρώ (100.000.000.000 δρχ.), που εισφέρονται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας. Οι μετοχές των εταιρειών είναι υποχρεωτικά ονομαστικές, ενώ απαγορεύεται η έκδοση ιδρυτικών τίτλων.

Οι επενδύσεις της ΑΕΕΑΠ

Τα διαθέσιμα της εταιρείας επενδύονται:

- Σε ποσοστό τουλάχιστον 70% σε ακίνητη περιουσία
- Σε κινητές αξίες μέχρι 10%
- Σε άλλα κινητά πράγματα, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας και τα οποία μαζί με τα ακίνητα που αποκτά η εταιρεία για την εξυπηρέτηση τέτοιων αναγκών, δεν επιτρέπεται να ξεπεράσουν το 10% αυτών κατά την απόκτησή τους.

Σημειώνεται ότι τα ακίνητα στα οποία επενδύουν, μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν επαγγελματική στέγη ή για άλλο εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό. Τα ακίνητα αυτά μπορούν επίσης να είναι υπό αποπεράτωση ή επισκευή. Στην προκειμένη περίπτωση όμως, τα έξοδα αποπεράτωσης δεν μπορούν να υπερβαίνουν το 25% της αξίας του ακινήτου, όπως αυτό θα διαμορφωθεί μετά την αποπεράτωση ή από την επισκευή.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι στην έννοια των ακινήτων δεν συμπεριλαμβάνονται τα οικόπεδα. Η βούληση του νομοθέτη είναι οι ΑΕΕΑΠ να αναλαμβάνουν αποκλειστικά τον κίνδυνο της κτηματαγοράς και όχι τον κίνδυνο της ανάπτυξης ακινήτων (Land Development).

Εισαγωγή των μετοχών σε οργανωμένη αγορά

Η εταιρεία υποχρεούται να υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών εντός ενός έτους από την σύστασή της. Εάν αυτό δεν συμβεί, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί την άδεια λειτουργίας της και η εταιρεία τίθεται υπό εκκαθάριση. Η υποχρέωση αυτή διασφαλίζει τη ρευστότητα της επένδυσης.

Θεματοφύλακας

Οι επενδύσεις της εταιρείας, με εξαίρεση αυτές που αποτελούν την ακίνητη περιουσία της, κατατίθενται προς φύλαξη σε πιστωτικό ίδρυμα, που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα με φυσική εγκατάσταση. Ο έλεγχος της νομιμότητας της διαχείρισης της εταιρείας ασκείται από τη γενική συνέλευση των μετόχων της και όχι από τον Θεματοφύλακα.

Εξαμηνιαία Κατάσταση Επενδύσεων

Η εταιρεία δημοσιεύει στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου εξαμηνιαία κατάσταση των επενδύσεων των διαθεσίμων της, με χωριστή αναφορά στις κατηγορίες επενδύσεων. Η εξαμηνιαία κατάσταση επενδύσεων βασίζεται σε έκθεση εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών και ελέγχεται από ορκωτό ελεγκτή λογιστή. Υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και δημοσιεύεται σε δύο ημερήσιες οικονομικές εφημερίδες των Αθηνών.

Διανομή Κερδών

Η εταιρεία υποχρεούται να διανέμει ετησίως στους μετόχους της τουλάχιστον το 35% των ετήσιων καθαρών κερδών της. Με απόφαση της γενικής συνέλευσης επιτρέπεται ο σχηματισμός τακτικού αποθεματικού.

Φορολόγηση ΑΕΕΑΠ

Οι εκδιδόμενες μετοχές από ΑΕΕΑΠ, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτων από την εταιρεία, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου και γενικά τρίτων. Οι μεταβιβάσεις ακινήτων προς την εταιρεία επενδύσεων απαλλάσσονται κατά ποσοστό 20% από τον εκάστοτε φόρο μεταβίβασης.

Οι ΑΕΕΑΠ υποχρεούνται να καταβάλλουν φόρο μεταβίβασης 3 τις χιλίους ετησίως και να διενεργούν τακτικές ετήσιες αποσβέσεις για τα ακίνητα που διαχειρίζονται. Δεν υπόκεινται σε φόρο Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας, ενώ και η μεταβίβαση μετοχών ΑΕΕΑΠ, μη εισηγμένων στο ΧΑ, απαλλάσσεται από κάθε φόρο. Σημειώνεται ότι οι ΑΕΕΑΠ απαλλάσσονται από φόρο μεταβίβασης ακινήτων στην περίπτωση που σχηματιστούν μετά από συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιρειών, οι οποίες διαθέτουν ακίνητη περιουσία ή μετά από διάσπαση υφιστάμενης εταιρείας.

15.3 Τα βασικά πλεονεκτήματα των ΑΕΕΑΠ

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, με βάση την ελληνική νομοθεσία, συνοψίζονται στα εξής:

- **Ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς:** Οι εκδιδόμενες μετοχές από την εταιρεία απαλλάσσονται από κάθε φόρο τέλος χαρτοσήμου εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων. Επίσης δεν επιβάλλεται Φόρος Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας για τα ακίνητα που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο και δεν υπάρχει φόρος μεταβίβασης ακινήτων από αυτήν.

- **Ρευστότητα:** Η υποχρέωση της εταιρείας να εισάγει υποχρεωτικά τις μετοχές της στο χρηματιστήριο εντός ενός έτους από την έναρξη λειτουργίας της, διασφαλίζει τη ρευστότητα της επένδυσης.
- **Αποσβέσεις:** Η εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων έχει τη δυνατότητα διενέργειας αποσβέσεων επί της ακίνητης περιουσίας που έχει στο χαρτοφυλάκιο της.
- **Δανεισμός:** Δίνεται η δυνατότητα στην εταιρεία για παροχή πιστώσεων μέχρι του $\frac{1}{4}$ των επενδύσεών της σε ακίνητη περιουσία, προκειμένου να αξιοποιηθούν τα ακίνητά της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 16

Ελληνική αγορά ακινήτων: Επιδόσεις και προοπτικές

16.1 Γενικά

Η αγορά ακινήτων είναι γνωστό ότι έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον του ελληνικού κοινού τον τελευταίο καιρό – ίσως εν μέρει για τους λάθος λόγους, και συγκεκριμένα, λόγω της πρόσφατης ανόδου των αντικειμενικών αξιών και της επιβολής ΦΠΑ στις νεόδμητες κατοικίες, φαινόμενα κατ' εξοχήν συγκυριακά, αν όχι και στρεβλωτικά, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Βεβαίως, στην Ελλάδα η αγορά ακινήτων και ο κλάδος των κατασκευών πάντα έπαιζαν κεντρικό ρόλο. Στη μεταπολεμική περίοδο, η ανοικοδόμηση της χώρας, η εσωτερική μετανάστευση και η αστυφιλία, συνέβαλαν ώστε η αγορά ακινήτων και οι κατασκευές να καταστούν από τους κινητήριους παράγοντες του μεταπολεμικού μοντέλου οικονομικής ανάπτυξης, και η αγορά κατοικίας να γίνει η ελκυστικότερη μορφή αποταμίευσης και επένδυσης για τα περισσότερα νοικοκυριά.

Τα ίδια περίπου ισχύουν και διεθνώς και η αγορά ακινήτων και οι κατασκευές, αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό τμήμα της οικονομίας: π.χ., υπολογίζεται ότι στις ΗΠΑ τα τελευταία πέντε χρόνια η αγορά κατοικίας τροφοδότησε το ήμισυ της οικονομικής ανάπτυξης. Στην δε Ευρώπη η εμπορική αξία των ακινήτων κατά ορισμένες εκτιμήσεις είναι περισσότερη από 4 τρισεκατομμύρια ευρώ, ή πολλαπλάσια της συνολικής κεφαλαιοποίησης των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων. Όταν, λοιπόν, η τεράστια αυτή αγορά κινείται με σταθερά ανοδικούς ρυθμούς, που είναι στις περισσότερες χώρες πολλαπλάσιοι της αύξησης του ΑΕΠ, έχει σημασία να διαγνώσουμε την πιθανή μελλοντική πορεία της, καθώς από αυτήν θα επηρεασθεί σε μεγάλο βαθμό η συμπεριφορά των νοικοκυριών, τόσο στον τομέα της απόκτησης στέγης, όσο και των επιχειρήσεων στον επενδυτικό τομέα.

Με τη σειρά τους, η συμπεριφορά των νοικοκυριών αλλά και των επιχειρήσεων στο χώρο αυτό θα επηρεάσουν την πορεία ολόκληρης της οικονομίας. Ένα σοβαρό ζήτημα που απασχολεί τόσο τα νοικοκυριά όσο και τους επενδυτές και τις οικονομικές αρχές όλων των χωρών είναι το ποιες θα ήταν οι επιπτώσεις μιας πτωτικής πορείας των τιμών των ακινήτων.

Για την Ελλάδα, αξίζει να σημειωθεί ο εποικοδομητικός ρόλος του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, ο οποίος χρηματοδοτεί με επιτυχία και ευελιξία τον τομέα της αγοράς ακινήτων, κατασκευών αλλά και τουρισμού ή και άλλων τομέων της οικονομίας που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με την οικοδομική δραστηριότητα. Προκειμένου δε να δούμε εάν αυτή η σημαντική σχέση αλληλεξάρτησης λειτουργεί ομαλά και χωρίς στρεβλώσεις προς όφελος του κοινωνικού συνόλου, τώρα πια που και στην Ελλάδα η αγορά ακινήτων έχει ωριμάσει αρκετά χάρις στα χαμηλά επιτόκια δανεισμού, θα πρέπει επίσης να δούμε εάν υποστηρίζεται από τους κατάλληλους θεσμούς, όπως είναι το αρμόζον ρυθμιστικό πλαίσιο, η ύπαρξη κτηματολογίου, ο επαρκής καθορισμός της χρήσης, ακόμα και οι χρηματοοικονομικοί θεσμοί και εργαλεία που θα προσελκύσουν θεσμικούς επενδυτές στην αγορά ακινήτων.

16.2 Οι προοπτικές της ελληνικής αγοράς ακινήτων

16.2.1 Κατοικίες

Οι προοπτικές ανάπτυξης της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα εμφανίζονται ιδιαίτερα ευνοϊκές, καθώς το ενδιαφέρον των νοικοκυριών για κατοικία παραμένει ενεργό στο προσεχές διάστημα. Σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα που διεξήχθη από την Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank σε συνεργασία με την Metron Analysis, 2-8% των νοικοκυριών εμφανίζουν πρόθεση αγοράς / δόμησης κύριας κατοικίας το 2006 και 4-18% των νοικοκυριών την επόμενη 5-ετία. Συγκριτικά χαμηλότερες καταγράφονται οι προοπτικές ανάπτυξης στην αγορά δευτερεύουσας κατοικίας, όπου 0,5-2% των νοικοκυριών

εμφανίζουν πρόθεση αγοράς / δόμησης το 2006 και 0,5-6% την επόμενη 5-ετία. Η συγκεκριμένη έρευνα πραγματοποιήθηκε σε 1.373 νοικοκυριά στην Αττική και σε 6 μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας με τη χρήση έντυπου ερωτηματολογίου την περίοδο 1/12/2005 – 9/1/2006.

Πρόθεση αγοράς / δόμησης κατοικίας

Τα ποσοστά των νοικοκυριών που εμφανίζουν πρόθεση αγοράς / δόμησης κατοικίας τόσο για τους επόμενους 12 μήνες όσο και για τα επόμενα 5 χρόνια είναι ιδιαίτερα υψηλά σε σχέση με την τελευταία διετία, κατά την οποία, παρά την ιδιαίτερα ισχυρή ανάπτυξη της αγοράς του real estate και της στεγαστικής πίστης, μόνο 5,2% των νοικοκυριών φαίνεται να έχει ήδη προβεί σε αγορά ή κατασκευή νέας κατοικίας (διάγραμμα 14).

Διάγραμμα 14: Ιστορικό Αγοράς-Δόμησης κατοικίας



Σύμφωνα με εκτιμήσεις των οικονομολόγων της Eurobank, η ζήτηση για νέες κατοικίες (αριθμός κατοικιών) αναμένεται να αυξηθεί την επόμενη πενταετία με ρυθμούς υψηλότερους από αυτούς του παρελθόντος: 3,5% ετησίως έναντι 2,6% την περίοδο 2004-2005 και 2,0% την περίοδο 2000-2003 (διάγραμμα 15).

Διάγραμμα 15: Προοπτικές ανάπτυξης της αγοράς κατοικίας



Στην αυξημένη ζήτηση συμβάλλουν τόσο το γεγονός ότι το ενδιαφέρον των νοικοκυριών για κατοικία παραμένει υψηλό όσο και το γεγονός ότι οι προοπτικές αγοράς / δόμησης (όπως αποτυπώνονται στην πρόθεση αγοράς των νοικοκυριών) είναι ισχυρότερες για νέα νοικοκυριά με υψηλό εισόδημα, χαμηλό πιστοληπτικό κίνδυνο και υψηλή ζήτηση για μεγαλύτερες κατοικίες σε σχέση με το μέγεθος της μέσης κατοικίας στην περιοχή έρευνας.

Άλλοι παράγοντες που αναμένεται να συμβάλλουν θετικά στην ανάπτυξη της αγοράς κατοικίας είναι η αύξηση του πληθυσμού λόγω της οικονομικής

μετανάστευσης καθώς και η αύξηση του αριθμού των νοικοκυριών λόγω της μείωσης του μεγέθους του μέσου νοικοκυριού.

Όσον αφορά τις προοπτικές περαιτέρω ανόδου των τιμών των ακινήτων, 8 στα 10 νοικοκυριά θεωρούν ότι η αγορά κατοικίας αποτελεί μια ασφαλή επένδυση (διάγραμμα 16) και αναμένουν σημαντική άνοδο στις τιμές των ακινήτων της περιοχής τους στους επόμενους 12 μήνες (διάγραμμα 17) ενώ 7 στα 10 νοικοκυριά εκτιμά ότι οι τιμές θα συνεχίζουν να ανεβαίνουν την επόμενη πενταετία με ρυθμούς 5-30% ετησίως (διάγραμμα 18).

Διάγραμμα 16: Η αγορά κατοικίας ως επένδυση



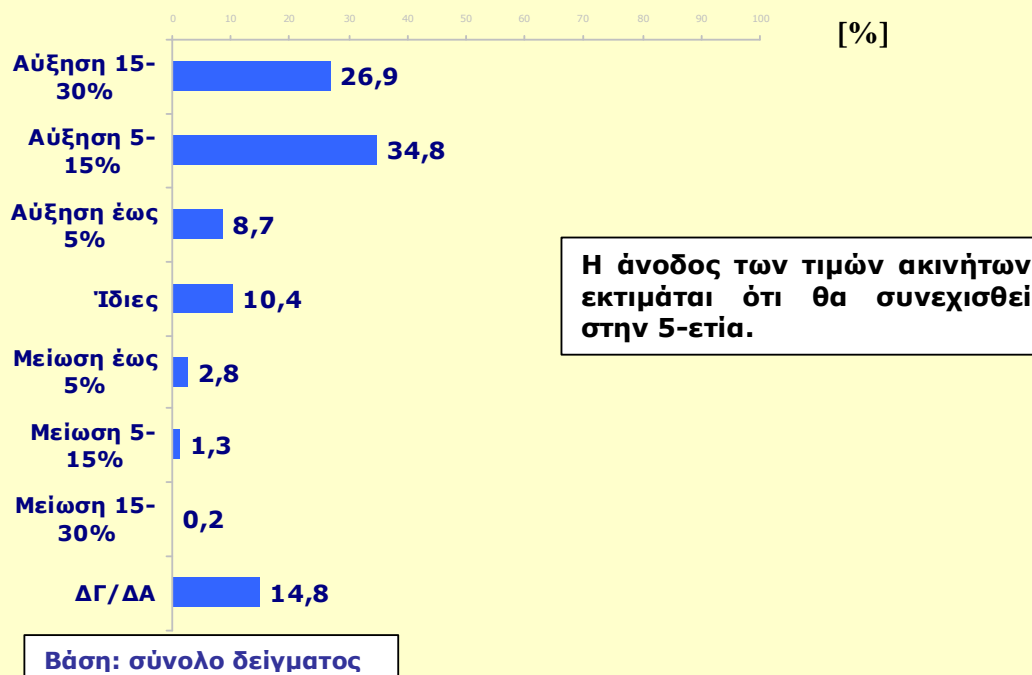
Διάγραμμα 17: Αντιλαμβανόμενες προοπτικές τιμών ακινήτων στο έτος

Ερ.: «Πώς πιστεύετε ότι θα εξελιχθούν οι τιμές ακινήτων της πόλης σας στους επόμενους 12 μήνες;»



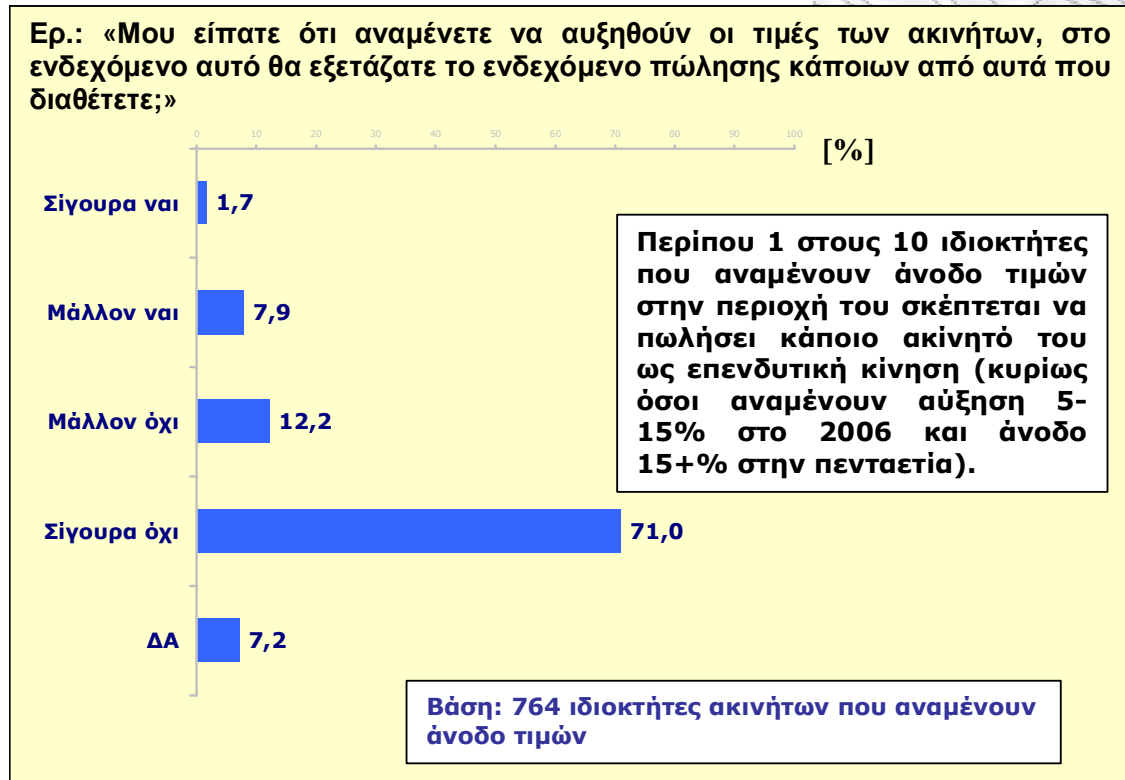
Διάγραμμα 18: Αντιλαμβανόμενες προοπτικές τιμών ακινήτων στην 5-ετία

Ερ.: «Σε σχέση με το σημείο που θα φθάσουν οι τιμές σε 12 μήνες από σήμερα, βλέπετε κάποια αλλαγή (αύξηση ή μείωση) στα επόμενα 4 έτη;»



Ιδιαίτερα ενδιαφέρον είναι επίσης το γεγονός ότι η πλειοψηφία των ερωτηθέντων θεωρεί την αγορά κατοικίας ως μια μακροπρόθεσμη επένδυση, καθώς περίπου 1 στους 10 ιδιοκτήτες οι οποίοι αναμένουν άνοδο στις τιμές σκέπτεται να πουλήσει κάποιο ακίνητό του ως επενδυτική κίνηση (διάγραμμα 19).

Διάγραμμα 19: Προοπτικές πώλησης ακινήτων ως επενδυτική κίνηση



Το εύρημα αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για δύο λόγους:

Πρώτον, εξηγεί σε κάποιο βαθμό την μεγάλη άνοδο στις τιμές των ακινήτων την τελευταία πενταετία πέρα από μακροοικονομικούς παράγοντες της αγοράς ακινήτων, όπως η σημαντική μείωση των επιτοκίων μετά την είσοδο της Ελλάδας στην ΟΝΕ και η επακόλουθη αλματώδης ανάπτυξη της στεγαστικής πίστης. Η χαμηλή ελαστικότητα της προσφοράς παλαιών κατοικιών στις τιμές των ακινήτων οδηγεί σε μεγαλύτερες αυξήσεις στις τιμές ακινήτων σε περιόδους έντονης

ζήτησης για κατοικίες καθώς οι ιδιοκτήτες παλαιών κατοικιών δεν πωλούν, προτιμώντας να εκμεταλλεύονται τις δευτερεύουσες κατοικίες τους.

Δεύτερον, το γεγονός ότι η πλειοψηφία των νοικοκυριών θεωρεί την κατοικία ως μια μακροχρόνια επένδυση σημαίνει ότι ο κερδοσκοπικός παράγοντας στην αγορά κατοικίας είναι πολύ μικρός σε σχέση με άλλες αγορές όπως τα χρηματιστήρια. Κατά συνέπεια, μια πιθανή υποχώρηση των τιμών των ακινήτων δεν αναμένεται να οδηγήσει σε μαζικές πωλήσεις κατοικιών καθώς η προσφορά παλαιών κατοικιών φαίνεται να είναι ιδιαίτερα ανελαστική στις τιμές. Με άλλα λόγια, η χαμηλή ελαστικότητα της προσφοράς παλαιών κατοικιών αναμένεται να λειτουργήσει σταθεροποιητικά στις τιμές των ακινήτων σε περίπτωση μιας υποχώρησης των τιμών. Η παρατήρηση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική δεδομένης της ανησυχίας πολλών οικονομικών αναλυτών και παραγόντων της αγοράς ακινήτων για την μελλοντική πορεία της αγοράς.

Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι η χαμηλή ελαστικότητα της προσφοράς παλαιών κατοικιών ενδέχεται να είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα της χαμηλής φορολόγησης ακίνητης περιουσίας στη χώρα μας, καθώς επιτρέπει στα νοικοκυριά να διατηρούν δευτερεύουσες κατοικίες με ελάχιστη φορολογική επιβάρυνση. Η επιβολή φορολόγησης ακίνητης περιουσίας -- ιδιαίτερα της μικρής, που αποτελεί το βασικό περιουσιακό στοιχείο το μέσου ελληνικού νοικοκυριού -- μπορεί να λειτουργήσει αποσταθεροποιητικά στην αγορά ακινήτων καθώς θα οδηγήσει σε αύξηση της προσφοράς παλαιότερων κατοικιών με αρνητικές επιπτώσεις στις τιμές.

Ευκαιρίες και κίνδυνοι

Συνολικά η χώρα μας διαθέτει ένα από τα υψηλότερα ποσοστά ιδιοκτησίας στην Ευρώπη καθώς, σύμφωνα με τα στοιχεία απογραφής πληθυσμού του 2001, 74% των κατοικιών είναι ιδιόκτητες. Το ποσοστό ιδιοκατοίκησης είναι σημαντικά υψηλότερο στην ελληνική ύπαιθρο, καθώς η κατοχή ιδιόκτητης κατοικίας είναι ο

κανόνας σε μικρές επαρχιακές πόλεις και χωριά. Όμως, η αγορά κύριας κατοικίας φαίνεται να έχει ακόμη σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης στα μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας, όπου, σύμφωνα με την παρούσα έρευνα, το ποσοστό ιδιοκατοίκησης παραμένει συγκριτικά χαμηλό (65%) σε σχέση με το σύνολο του πληθυσμού.

Η αγορά ακινήτων παρουσιάζει ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης κατά την τελευταία 5-ετία και η δυναμική της αγοράς εντείνεται ιδιαίτερα κατά τα τελευταία 2 χρόνια. Η μείωση των επιτοκίων μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ επέτρεψε σε πολλούς ενοικιαστές να αγοράσουν το δικό τους σπίτι και οδήγησε πολλά νοικοκυριά που ήταν ήδη ιδιοκτήτες κύριας κατοικίας να μετακομίσουν σε μεγαλύτερο σπίτι. Έτσι, 2 στους 3 αγοραστές κατοικίας έρχονται από το νοίκι ενώ 6 στους 10 που αγόρασαν / έκτισαν κύρια κατοικία αύξησαν το μέγεθος του σπιτιού τους.

Σύμφωνα με την πρόθεση αγοράς / δόμησης κατοικίας εκ μέρους των νοικοκυριών, η αγορά ακινήτων αναμένεται να αναπτυχθεί με υψηλούς ρυθμούς την επόμενη 5-ετία. Βέβαια, η πρόθεση αγοράς την οποία μετρήσαμε στο πρόσφατο ερευνητικό μας πρόγραμμα μπορεί εύκολα να αλλάξει καθώς αλλάζουν οι προσδοκίες των νοικοκυριών για τις μελλοντικές τιμές των ακινήτων, το επίπεδο των επιτοκίων αλλά και το καθεστώς φορολόγησης τόσο των νέων όσο και των παλαιών οικοδομών. Συνολικά όμως, οι προοπτικές ανάπτυξης της αγοράς κατοικίας είναι ιδιαίτερα θετικές, όπως αποτυπώνονται στις προσδοκίες των νοικοκυριών στην παρούσα οικονομική συγκυρία.

Η πρόσφατη αύξηση των αντικειμενικών αξιών και η επιβολή Φ.Π.Α. σε νέες οικοδομές σίγουρα θα αποτελέσει ένα σημαντικό τεστ για την αγορά ακινήτων. Επιπλέον, τα επιτόκια μπαίνουν σε μια ανοδική τροχιά καθώς η οικονομία της Ευρωζώνης δείχνει πλέον εμφανή σημάδια ανάκαμψης και η ανοδική πορεία της τιμής του πετρελαίου οδηγεί σε πληθωριστικές πιέσεις.

Όμως, οι επικείμενες αυξήσεις των επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας δεν αναμένεται να ξεπεράσουν τις 50 μονάδες βάσης για τους επόμενους 12 μήνες. Κατά συνέπεια, η επίδρασή τους στην ικανότητα αποπληρωμής στεγαστικών δανείων εκ μέρους των νοικοκυριών θα είναι περιορισμένη. Οι εμπορικές τράπεζες και τα νοικοκυριά θα έχουν αρκετό χρόνο στη διάθεσή τους για να προσαρμοσθούν σε ένα περιβάλλον ανοδικών επιτοκίων και να περιορίσουν στο ελάχιστο την πιθανότητα μιας αύξησης του πιστωτικού κινδύνου.

16.2.2 Η ελληνική αγορά επαγγελματικής στέγης

Σύμφωνα με τα στοιχεία που παρουσίασε στο συνέδριο της EFG Eurobank Ergasias η κα. Δίκα Αγαπητίδου, διευθύντρια της Αθηναϊκής Οικονομικής και αντιπρόσωπος στην Ελλάδα της Jones Lang LaSalle, το 2005 συντελέστηκε μια «κοσμογονία» στον χώρο του retail στην Ελλάδα με τη δημιουργία μεγάλων εμπορικών και ψυχαγωγικών κέντρων και τη δυναμική δραστηριοποίηση διεθνών παικτών στο ελληνικό λιανικό εμπόριο.

Ο επενδυτικός προσανατολισμός ενισχύθηκε με αγορές εμπορικών ακινήτων από ξένα αμοιβαία και από ελληνικά επενδυτικά σχήματα, ενώ είχαμε την εισαγωγή στο ΧΑ της πρώτης στην Ελλάδα εταιρίας τύπου REIT. Τα ενοίκια αποτελούν βαρόμετρο στην αγορά επαγγελματικής στέγης, αφού είναι ευαίσθητα σε οικονομικές διακυμάνσεις ενώ δύο στα τρία επαγγελματικά ακίνητα ενοικιάζονται.

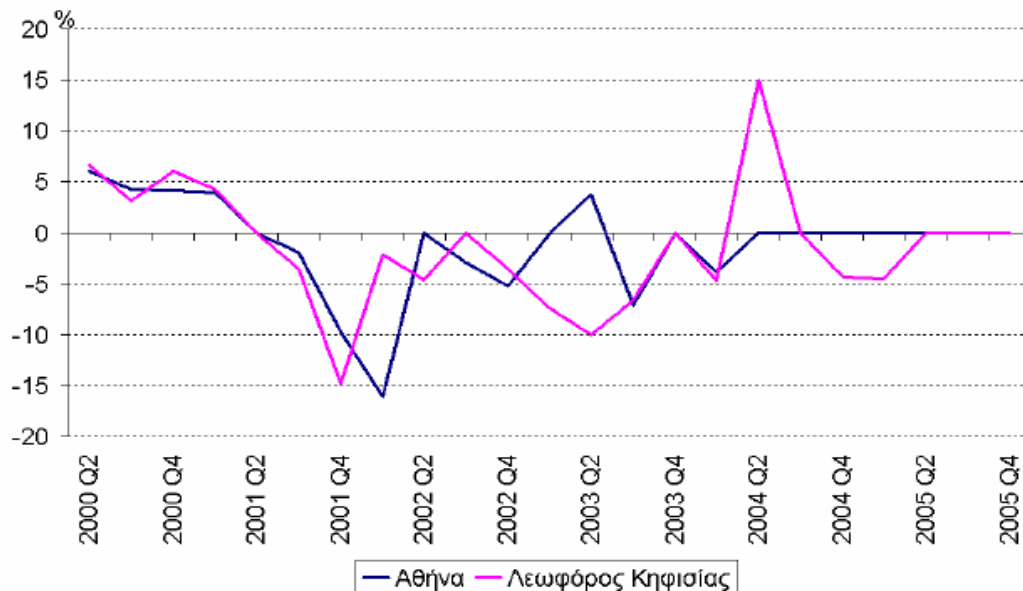
Η πορεία των ενοικίων επαγγελματικής στέγης συνδέεται με την γενικότερη οικονομική δραστηριότητα και με το επιχειρηματικό κλίμα στους τομείς των υπηρεσιών και του λιανικού εμπορίου. Αυτό αποδίδεται στο γεγονός ότι η ζήτηση για επαγγελματική στέγη διαμορφώνεται κατά κύριο λόγο από την ικανοποίηση των στεγαστικών αναγκών εταιριών που δραστηριοποιούνται στην παροχή υπηρεσιών και λιανικού εμπορίου.

Σύμφωνα με στοιχεία του επιχειρηματικού κλίματος στους τομείς αυτούς την τριετία 2001-2004 παρατηρήθηκε πτώση του δείκτη εμπιστοσύνης με αποτέλεσμα να μειωθεί η ζήτηση επαγγελματικής στέγης.

Συνέπεια της μειωμένης ζήτησης ήταν η πτώση του ρυθμού μεταβολής των ενοικίων ανά τετραγωνικό μέτρο στην περιοχή του κέντρου της Αθήνας που περιλαμβάνει κυρίως καταναλωτικές δραστηριότητες και την Λεωφόρο Κηφισίας που περιλαμβάνει κυρίως συγκροτήματα γραφείων και υπηρεσίες .

Διάγραμμα 20

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



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

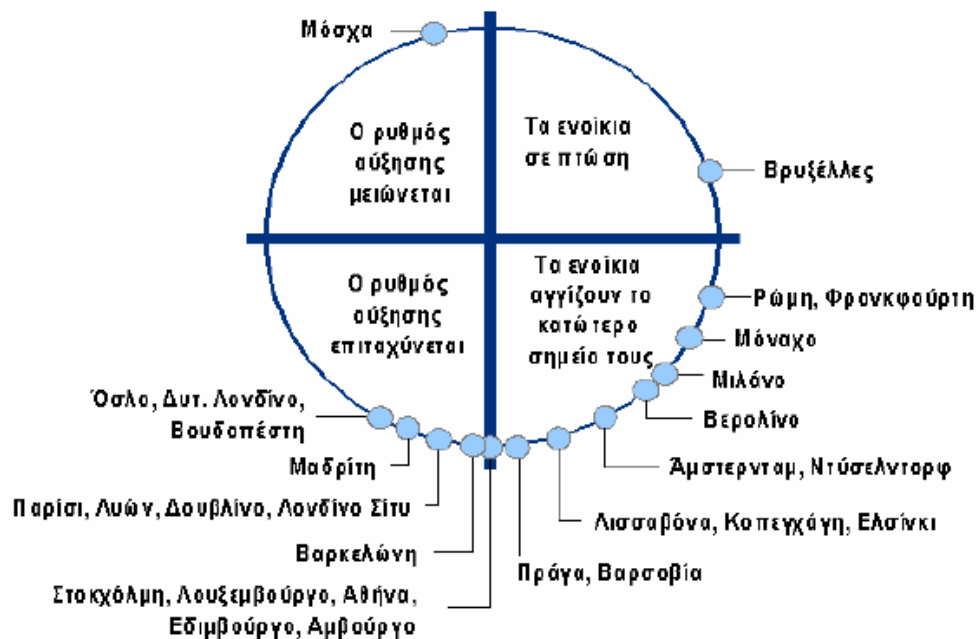
Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 20, τα τελευταία τρία τρίμηνα τα ενοίκια επαγγελματικής στέγης είναι σταθερά στην Λεωφόρο Κηφισίας, ενώ στην Αθήνα παραμένουν σταθερά από το 2004. Αμοιβαία κεφάλαια του εξωτερικού με μεγάλη ρευστότητα αναζητούν διαρκώς νέες επενδυτικές ευκαιρίες σε ακίνητη περιουσία,

προκαλώντας ανοδικές πιέσεις στην ζήτηση επαγγελματικής στέγης και τα αντίστοιχα ενοίκια στη χώρα μας.

Σύμφωνα με την κα. Αγαπητίδου, αναμένεται αύξηση των ενοικίων στο μέλλον ακριβώς λόγω της μεγάλης ζήτησης για επαγγελματική στέγη, αλλά και επειδή τα ενοίκια επαγγελματικών ακινήτων στην Αθήνα βρίσκονται στο χαμηλότερο σημείο του κύκλου των ενοικίων συγκριτικά με άλλες ευρωπαϊκές πρωτεύουσες, όπως αποτυπώνεται και στο διάγραμμα 21 που ακολουθεί.

Διάγραμμα 21

Επίπεδο Ενοικίων Επαγγελματικής Στέγης των Κυριοτέρων Ευρωπαϊκών Πρωτευουσών



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

ΜΕΡΟΣ ΣΤ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ REITs

Στο παρόν μέρος παρουσιάζονται δύο εμπειρικές μελέτες που αφορούν στη συμπεριφορά των REITs παγκοσμίως σε σχέση με τους βασικούς παράγοντες που τα επηρεάζουν, καθώς και με βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας στην οποία δραστηριοποιούνται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 17

Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν τις αποδόσεις των REITs διεθνώς

17.1 Η βάση της ανάλυσης

Χρησιμοποιώ την μέθοδο των περιορισμένων παλινδρομήσεων κατά τομείς (constrained cross-sectional regressions) για να διαχωρίσω τα αποτελέσματα των διαφόρων παραγόντων αναφορικά με τις αποδόσεις των διεθνών χρεογράφων ακίνητης περιουσίας (international real estate security returns), σύμφωνα με το άρθρο των Foot Hamelink* και Martin Hoesli**⁵. Πέραν ενός κοινού παράγοντα, λαμβάνονται υπόψη και οι αμιγείς παράγοντες όπως εκείνοι της χώρας, της κατηγορίας του ακινήτου, του μεγέθους και της αξίας / ανάπτυξης. Η παράμετρος αξία / ανάπτυξη, η οποία χρησιμοποιείται, παρέχει για κάθε χρεόγραφο τη σχετική σημαντικότητα των στοιχείων αξίας και ανάπτυξης, αντί μιας δυαδικής ταξινόμησης (binary classification). Διαπιστώνεται ότι ο παράγοντας αξίας / ανάπτυξης είναι μεταβλητός και ότι επιδρά σημαντικά στις αποδόσεις για την χρονική περίοδο Φεβρουάριος 1990 - Απρίλιος 2003.

Οι κυρίαρχοι παράγοντες είναι εκείνοι που σχετίζονται με την κάθε χώρα (country factors), ενώ το μέγεθος φαίνεται ότι επιδρά αρνητικά στις αποδόσεις. Οι στατιστικοί παράγοντες, οι οποίοι προκύπτουν μέσω της ανάλυσης συστάδων (cluster analysis), επεξηγούν το ένα τρίτο περίπου των συγκεκριμένων αποδόσεων των διεθνών χρεογράφων ακίνητης περιουσίας. Το συμπέρασμα είναι ότι η αδυναμία των διαχειριστών χαρτοφυλακίου να αναγνωρίσουν την

⁵* Lombard Odier Darier Hentsch & Cie, 1204 Geneva, Switzerland, also Vrije Universiteit and Tinbergen Institute, Amsterdam, The Netherlands, and FAME, Switzerland or foort@hamelink.com.

** University of Geneva, HEC, 1211 Geneva 4, Switzerland, also University of Aberdeen Business School, U.K., and FAME, Switzerland or martin.hoesli@hec.unige.ch.

σημαντικότητα των διαφόρων παραγόντων οδηγεί στην έκθεση του χαρτοφυλακίου σε συστηματικό κίνδυνο.

Είναι σημαντικό για τους διαχειριστές μετοχικών χαρτοφυλακίων που εφαρμόζουν την προσέγγιση εκ των άνω προς τα κάτω (top-down approach), να αποφασίζουν εάν η στρατηγική τους θα βασίζεται πρωταρχικά σε χώρες, τομείς, βιομηχανίες ή σε κάποιους άλλους παράγοντες, όπως το μέγεθος ή η αξία / ανάπτυξη. Η σημαντικότητα της διαφοροποίησης κατά τμήματα αυξάνεται συνεχώς, αλλά η γεωγραφική κατανομή παραμένει ένας σημαντικός παράγοντας παρά την παγκοσμιοποίηση των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών.

Στο συγκεκριμένο πλαίσιο, τα χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας θεωρούνται ως ένας ξεχωριστός κλάδος που πολύ συχνά απορρίπτονται από την στρατηγική κατανομής του χαρτοφυλακίου. Γεγονός που προκαλεί έκπληξη, δεδομένου ότι τα χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας έχουν αναδειχθεί σε αποτελεσματικά μέσα διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων κοινών μετοχών⁶. Επιπλέον, η συσχέτιση των REITS στις ΗΠΑ με τις κοινές μετοχές παρουσιάζει πτώση⁷. Επίσης η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία (market value) των διαπραγματεύσιμων μετοχών των εταιριών ακίνητης περιουσίας (publicly traded real estate companies) έχει αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια και ανέρχεται στο κατά προσέγγιση ποσό των 340 δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ (US\$340 δισ.) τον Απρίλιο του 2003.

Εκτεταμένη έρευνα έχει διεξαχθεί από την δεκαετία του 1970 για τις ωφέλειες της διεθνούς διαφοροποίησης των μετοχικών χαρτοφυλακίων. Υπάρχουν επίσης πρόσφατες ενδείξεις για τις ωφέλειες της διεθνούς διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων αμφότερων των άμεσων και έμμεσων επενδύσεων σε ακίνητα. Οι συσχετισμοί κατά χώρες (cross-country correlations) είναι συνήθως μικρότερες για τις επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία από ότι για τις κοινές μετοχές. Παρόλα αυτά, υπάρχουν ενδείξεις ενός διεθνούς παράγοντα στην

⁶ (Liang, Chasrath and McIntosh 1996, Gordon, Canter and Webb 1998)

⁷ (Ghosh, Miles and Sirmans 1996, Broumen 2003)

αγορά ακινήτων⁸, όπως και ενδείξεις για ηπειρωτικούς παράγοντες (continental factors)⁹. Εν τούτοις, οι παράγοντες που σχετίζονται με την κάθε χώρα παραμένουν σημαντικοί, γεγονός το οποίο εξηγεί τις ωφέλειες της διαφοροποίησης. Οι Eichholtz και Huisman (2001) διατυπώνουν, για παράδειγμα, ότι οι εικονικές μεταβλητές (ή ψευδομεταβλητές) (dummy variables) για την κάθε χώρα είναι συνήθως σημαντικές σε ένα μοντέλο το οποίο περιλαμβάνει επίσης τις μεταβλητές beta, καθώς και τις μεταβλητές του μεγέθους και του επιτοκίου.

Κατά τον σχηματισμό ενός χαρτοφυλακίου διαπραγματεύσιμων μετοχών των εταιριών ακίνητης περιουσίας (publicly traded real estate companies), τίθεται μεγάλη έμφαση στην ανάλυση των συντελεστών συσχέτισης κατά χώρες ή ηπείρους. Ενώ οι συγκεκριμένες συσχετίσεις είναι χρήσιμες, θα ήταν σημαντικό να διαχωρίσω τις επιδράσεις των διαφόρων παραγόντων στις αποδόσεις των εταιριών που επενδύουν σε ακίνητη περιουσία και ως εκ τούτου και στους συντελεστές συσχέτισης κατά χώρες.

Σκοπός είναι να υπολογιστούν τα αμιγή αποτελέσματα (pure effects) των διαφόρων παραγόντων επί των αποδόσεων των διεθνών χρεογράφων ακίνητης περιουσίας. Για το λόγο αυτό, χρησιμοποιώ τις αποδόσεις των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας για τις 10 χώρες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση της αγοράς για την περίοδο Φεβρουάριος 1990 έως Απρίλιος 2003, και εξάγω τα συγκεκριμένα αμιγή αποτελέσματα, εφαρμόζοντας μία τεχνική υπολογισμού των παραγόντων κατά τομείς (cross-sectional factor estimation technique).

Οι παράγοντες που εξετάζω είναι οι ακόλουθοι: ένας κοινός παράγοντας που επηρεάζει όλα τα χρεόγραφα, η ευρέως γνωστή επίδραση του μεγέθους που πρώτα αναλύθηκε από τον Banz (1981), ο παράγοντας αξίας / ανάπτυξης των Fama και French (1992), η κύρια κατηγορία του ακινήτου στην οποία επενδύει η

⁸ Ling and Naranjo 2002

⁹ Eichholtz et al. 1998

επιχείρηση και η χώρα προέλευσης του χρεογράφου. Η ανάλυση συστάδων χρησιμοποιείται στα κατάλοιπα (residuals) της συγκεκριμένης ανάλυσης για να εξακριβώσω κατά πόσο μπορούμε να αποσπάσουμε έναν επιπρόσθετο παράγοντα εφόσον η επίδραση των κοινών και των αμιγών παραγόντων έχει περιοριστεί.

Επισημαίνεται η σχετική σημαντικότητα του κάθε αμιγούς παράγοντα. Μία τέτοια ανάλυση είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς οι μεταβολές των συντελεστών συσχέτισης κατά χώρες μπορεί να οφείλονται στις μεταβολές οποιωνδήποτε εκ των άλλων παραγόντων. Απομονώνοντας την επίδραση των άλλων παραγόντων στις συσχετίσεις κατά χώρες, δίνεται η δυνατότητα να προσδιορισθεί το πραγματικό δυναμικό της διεθνούς διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου ακίνητης περιουσίας.

Η προσέγγιση του αμιγούς παράγοντα έχει σημαντικές επιπτώσεις στην διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Ο ενεργός διαχειριστής χαρτοφυλακίου θα πρέπει να αποφασίσει ανάλογα με τους παράγοντες που αυτός θέλει να επενδύσει (bet). Εάν επιλεχθούν χώρες με θετικές προσδοκώμενες αποδόσεις για παράδειγμα, τότε ο διαχειριστής θα πρέπει να βεβαιωθεί ότι η συγκεκριμένη στρατηγική είναι ουδέτερη, αναφορικά με όλους τους άλλους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις (κατηγορία του ακινήτου, ανάπτυξη και μέγεθος).

Για παράδειγμα, εάν αποφασίσει υπερεπένδυση (overweight) στην Ιαπωνία, θα πρέπει να λάβει υπόψη του ότι η έκθεση της συγκεκριμένης χώρας στην ανάπτυξη (growth exposure) είναι ουσιαστικά μεγαλύτερη από εκείνη στον υπόλοιπο κόσμο και ότι η επένδυση στην Ιαπωνία είναι ένα στοίχημα που βασίζεται στην ανάπτυξη.

17.2 Διεθνής Διαφοροποίηση της Αγοράς Ακινήτων

Στην βιβλιογραφία των χρηματοοικονομικών θεμάτων από την εποχή της πρωτοπόρας εργασίας του Solnik (1974), έχει δοθεί ιδιαίτερη σημασία στο θέμα της διεθνούς διαφοροποίησης των μετοχικών χαρτοφυλακίων. Το γενικό συμπέρασμα που εξάγεται είναι ότι η διεύρυνση του φάσματος επένδυσης σε μη εγχώριες μετοχές, επιτρέπει μία αύξηση στις αποδόσεις, που προσαρμόζεται ανάλογα με τον εγγενή κίνδυνο.

Επιπρόσθετα, έχει διαπιστωθεί ότι η γεωγραφική διαφοροποίηση είναι αποτελεσματικότερη της διαφοροποίησης από την βιομηχανία¹⁰. Πρόσφατες έρευνες έχουν δείξει ότι η διεθνής οικονομία γίνεται όλο και περισσότερο παγκόσμια, με τις διεθνείς αγορές μετοχών να συσχετίζονται όλο και περισσότερο η μία με την άλλη¹¹. Στο συγκεκριμένο πλαίσιο, οι βιομηχανικοί παράγοντες θεωρούνται όλο και σημαντικότεροι¹².

Πολύ λιγότερη σημασία έχει δοθεί στο συγκεκριμένο θέμα στην βιβλιογραφία περί αγοράς ακινήτων λόγω της σχετικής έλλειψης διεθνών δεδομένων ποιότητας αναφορικά με την αποδοτικότητα της αγοράς ακινήτων. Οι Case, Goetzmann και Wachter (1997) διαπιστώνουν ότι οι αποδόσεις των εμπορικών ακινήτων τείνουν να κινούνται μαζί (αν και όχι τέλεια) μεταξύ των κατηγοριών των ακινήτων σε κάθε χώρα και ότι η διεθνής διαφοροποίηση των τριών τομέων της αγοράς ακινήτων (βιομηχανικές εγκαταστάσεις, γραφεία και λιανεμπόριο) θα ήταν ωφέλιμη για την περίοδο 1986-1994.

Οι Quan και Titman (1997) αναφέρουν ότι οι αποδόσεις της αγοράς ακινήτων στις ΗΠΑ σχετίζονται πολύ λιγότερο με τις αποδόσεις της αγοράς ακινήτων σε άλλες χώρες σε αντίθεση με την περίπτωση των μετοχών ΗΠΑ σε σχέση με τις

¹⁰ Heston and Rouwenhorst 1994, 1995

¹¹ Solnik and Roulet 1999

¹² Cavaglia, Brightman and Aked 2000, Hamelink, Harasty and Hillion 2001

διεθνείς μετοχές, και προτείνουν σημαντικές ωφέλειες από την διεθνή διαφοροποίηση της αγοράς ακινήτων (βλέπε επίσης Newell and Webb 1996).

Οι Goetzmann και Wachter (2001) επίσης διαπιστώνουν ότι η διασυνοριακή διαφοροποίηση της αγοράς ακινήτων είναι ωφέλιμη. Καταδεικνύουν ότι οι διασυνοριακές συσχετίσεις οφείλονται εν μέρει στην κοινή έκθεση κινδύνου μελλοντικών διακυμάνσεων στην παγκόσμια οικονομία, αλλά ότι οι αλλαγές του ΑΕΠ (GDP) της συγκεκριμένης χώρας βοηθούν περισσότερο στην κατανόηση της μεταβλητής στις αποδόσεις της αγοράς ακινήτων από ότι ο παγκόσμιος παράγοντας. Αυτό θα σήμαινε ότι η επίδραση των τοπικών παραγόντων είναι ισχυρότερη απ' ότι έχει αναφερθεί για τις κοινές μετοχές¹³.

Οι Goetzmann και Wachter (2001) αναφέρουν ότι η διεθνής διαφοροποίηση της αγοράς ακινήτων είναι πιο ωφέλιμη από την διεθνή διαφοροποίηση των μετοχών για ακίνητα βιομηχανικής χρήσης, αλλά όχι για άλλες κατηγορίες ακινήτων. Πολλές μελέτες έχουν επίσης θέσει το ζήτημα εάν θα έπρεπε να λαμβάνονται μέτρα αντιστάθμισης (hedging) για τα διεθνή χαρτοφυλάκια ακινήτων έναντι κινδύνου μελλοντικών συναλλαγματικών διακυμάνσεων (βλέπε, π.χ. Ziobrowski, Ziobrowski and Rosenberg 1997). Τα συμπεράσματα σχετικά με την χρησιμότητα της λήψης μέτρων αντιστάθμισης κινδύνου (hedging) είναι ανάμικτα.

Όταν κριθεί απαραίτητη η λήψη μέτρων αντιστάθμισης κινδύνου, τότε η ανταλλαγή (swap) επιτοκίων και συναλλάγματος θεωρείται ως η καταλληλότερη, δεδομένης της μακροχρόνιας φύσης των επενδύσεων σε ακίνητα. Έχει αποδειχθεί διεθνώς ότι η τιτλοποίηση ακινήτων σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με τις κοινές μετοχές¹⁴, αν και υπάρχει ένδειξη, για τα REITS στις ΗΠΑ και επίσης για τα χρεόγραφα ακινήτων σε άλλες χώρες, ότι η συγκεκριμένη συσχέτιση παρουσιάζει πτώση¹⁵. Επίσης, όπως ισχύει και στην περίπτωση των άμεσων

¹³ Beckers, Connor and Curds 1996

¹⁴ Eichholtz 1997

¹⁵ Ghosh, Miles and Sirmans 1996, Broumen 2003

επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία¹⁶, υπάρχουν ενδείξεις ενός παράγοντα παγκοσμίως αποδεκτού στις διεθνείς αποδόσεις, των έμμεσων επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία¹⁷.

Οι τελευταίοι εκ των προαναφερομένων συγγραφέων καταδεικνύουν επίσης έναν πολύ σημαντικό παράγοντα που σχετίζεται με την συγκεκριμένη χώρα, γεγονός το οποίο θα σήμαινε ότι η διεθνής διαφοροποίηση είναι χρήσιμη κατά τον σχηματισμό χαρτοφυλακίων χρεογράφων ακίνητης περιουσίας. Σε μία μελέτη των επιπλέον αποδόσεων των τιτλοποιημένων ακινήτων σε έξι χώρες, οι Eichholtz και Huisman (2001) διαπιστώνουν ότι οι εικονικές μεταβλητές που σχετίζονται με την κάθε χώρα είναι σημαντικές σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις. Διαπιστώνουν επίσης ότι το επίπεδο των επιτοκίων, καθώς και η μεταβολή του συγκεκριμένου επιπέδου επιδρούν αρνητικά στις επιπλέον αποδόσεις, σε αντίθεση με την καμπύλη των επιτοκίων που επιδρά θετικά στις αποδόσεις.

Αναφορικά με την συγκεκριμένη μελέτη, οι Eichholtz και Huisman αναφέρουν μία αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους και των επιπλέον αποδόσεων, ένα αποτέλεσμα το οποίο είναι λογικό σύμφωνα με την βιβλιογραφία των χρηματοοικονομικών θεμάτων. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο συντελεστής beta δεν φαίνεται να είναι ένας παράγοντας που παίζει σημαντικό ρόλο στην επεξήγηση των επιπλέον αποδόσεων των διεθνών χρεογράφων ακίνητης περιουσίας. Οι Bond, Karolyi and Sanders (2003) επίσης διαπιστώνουν ότι οι παγκόσμιοι παράγοντες κινδύνου της αγοράς, καθώς και εκείνοι που σχετίζονται με την κάθε χώρα είναι σημαντικοί και αναφέρουν ότι ένας παράγοντας κινδύνου της αξίας (value risk factor) που σχετίζεται με την κάθε χώρα, συμβάλει ακόμη περισσότερο στην επεξήγηση των επιπλέον αποδόσεων.

Οι συσχετίσεις των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας μεταξύ των χωρών είναι χαμηλότερες από τις διασυνωριακές συσχετίσεις μεταξύ των κοινών μετοχών¹⁸.

¹⁶ Goetzmann and Wachter 2001

¹⁷ Ling and Naranjo 2002

Επιπρόσθετα, ο Eichholtz (1996) διαπιστώνει ότι η διεθνής διαφοροποίηση των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας είναι αποτελεσματικότερη της διεθνούς διαφοροποίησης των μετοχών. Οι Wilson και Okunev (1996) χρησιμοποιούν ελέγχους συνολοκλήρωσης και αποδεικνύουν ότι οι διεθνείς αγορές ακινήτων είναι κατανεμημένες. Η διαφοροποίηση μπορεί να αποφέρει ωφέλειες, αλλά τα πιθανά κέρδη εξαρτώνται από τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Ο Stevenson (2000) επίσης παρουσιάζει ενδείξεις των ωφελειών από την διεθνή διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων χρεογράφων ακίνητης περιουσίας (αν και διαπιστώνει ότι οι συγκεκριμένες ωφέλειες είναι μεγαλύτερες για τις κοινές μετοχές) και της θετικής επίδρασης από την ύπαρξη διεθνών μετοχών ακίνητης περιουσίας στα διεθνή χαρτοφυλάκια μετοχικού κεφαλαίου (global equity portfolios) (βλέπε επίσης Liu and Mei 1998).

Αναφορικά με τον αποτελεσματικότερο τρόπο για τον σχηματισμό ενός σωστά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου χρεογράφων ακίνητης περιουσίας κατά γεωγραφικές περιοχές, οι Eichholtz et al. (1998) αναλύουν το κατά πόσο μία στρατηγική που βασίζεται στις ηπείρους είναι πιο ωφέλιμη από μία στρατηγική που βασίζεται στις χώρες. Παρουσιάζουν σαφείς ενδείξεις ενός ηπειρωτικού παράγοντα στην Ευρώπη και στην Βόρεια Αμερική, αλλά όχι στην περιοχή της Ασίας - Ειρηνικού. Τα αποτελέσματα των Eichholtz et al. καταδεικνύουν επίσης μία συνεχώς αυξανόμενη ενοποίηση της Ευρώπης. Αυτό φαίνεται να υποδηλώνει ότι μία φειδωλή στρατηγική διεθνούς διαφοροποίησης των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας είναι περισσότερο ωφέλιμη όταν διεξάγεται διηπειρωτικά, παρά όταν διεξάγεται ενδοηπειρωτικά.

17.3 Τα δεδομένα

Χρησιμοποιώ τη βάση δεδομένων του Global Property Research (GPR) για τα διεθνή χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας για την περίοδο Φεβρουάριος 1990 - Απρίλιος 2003. Η συγκεκριμένη βάση δεδομένων είναι η πλέον αναλυτική για τις

¹⁸ Eichholtz 1996, Gordon, Canter and Webb 1998

διεθνείς μετοχές ακίνητης περιουσίας και περιλαμβάνει για κάθε εταιρία πληροφορίες όπως η χώρα προέλευσης, η κατηγορία του κεφαλαίου (επενδυτικά, αναπτυξιακά και υβριδικά), η κύρια κατηγορία του ακινήτου στην οποία επενδύει (γραφεία, λιανεμπόριο, κατοικίες, βιομηχανικές εγκαταστάσεις, ξενοδοχεία, τομείς υγείας, υπόλοιπη αγορά και διαφοροποιημένα), η διάρθρωση της εταιρείας (ανοικτού και κλειστού τύπου / χαρτοφυλακίου) και η κεφαλαιοποίηση της αγοράς.

Δίνω έμφαση στις επενδυτικές εταιρείες και ως εκ τούτου έχω εξαιρέσει από την ανάλυση τις αναπτυξιακές και υβριδικές εταιρείες. Επίσης, περιλαμβάνω μόνο μετοχές από τις 10 χώρες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Οι χώρες αυτές είναι οι Ηνωμένες Πολιτείες, η Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Αυστραλία, η Γαλλία, η Ελβετία, η Ολλανδία, ο Καναδάς, το Χονγκ Κονγκ και η Ιαπωνία. Επίσης η συγκεκριμένη βάση δεδομένων παρέχει τις συνολικές αποδόσεις (π.χ. συμπεριλαμβανομένων των μερισμάτων) υπολογιζόμενες με βάση τις μηνιαίες προσαυξήσεις (monthly time increments). Όλες οι αποδόσεις είναι σε δολάρια Αμερικής.

Χρησιμοποιώ αποδόσεις μη υψηλού κινδύνου, καθώς θεωρώ ότι αυτό αποτελεί την πιο ρεαλιστική υπόθεση. Στις περισσότερες περιπτώσεις το χαρτοφυλάκιο αναφοράς (benchmark), βάσει του οποίου ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου αξιολογείται, είναι μη υψηλού κινδύνου. Αυτό έχει κάποια λογική, καθώς για ένα σωστά διαφοροποιημένο διεθνές χαρτοφυλάκιο αναφοράς, ο συναλλαγματικός κίνδυνος τείνει να διαφοροποιείται. Επομένως, είναι πολύ δύσκολο για τους διαχειριστές που συμπεριλαμβάνουν μετοχές ακίνητης περιουσίας στο χαρτοφυλάκιο τους να λάβουν μέτρα αντιστάθμισης κινδύνου για αυτές τις θέσεις.

Επειδή χρησιμοποιούνται αποδόσεις μη υψηλού κινδύνου, οι επιδράσεις του συναλλάγματος περιλαμβάνονται στα αμιγή αποτελέσματα για κάθε χώρα. Στο συγκεκριμένο πλαίσιο, η ανάληψη κινδύνου (exposure) για μία συγκεκριμένη χώρα εμπεριέχει την ανάληψη κινδύνου για το συνάλλαγμα της χώρας. Καθώς το

κύριο αντικείμενο της συγκεκριμένης μελέτης είναι να εξετάσει την επίδραση του παράγοντα αξίας / ανάπτυξης στις αποδόσεις των διεθνών χρεογράφων ακίνητης περιουσίας, η βάση δεδομένων GPR αντιστοιχίζεται με τη βάση δεδομένων Salomon Smith Barney (SSB) Developed World Equity (που αποκτήθηκε πρόσφατα από την S&P). Επειδή η βάση δεδομένων SSB αρχίζει από τον Φεβρουάριο του 1990, η ημερομηνία αυτή θεωρείται και ως ημερομηνία εκκίνησης της παρούσας ανάλυσης.

Το κύριο χαρακτηριστικό της βάσης δεδομένων SSB είναι ότι παρέχει για κάθε μετοχή ένα συντελεστή στάθμισης της ανάπτυξης (growth weight) και ένα συντελεστή στάθμισης της αξίας (value weight), το δε σύνολο των συντελεστών στάθμισης για κάθε μετοχή ισούται με το ένα.

Ως εκ τούτου, κάθε μετοχή δεν είναι είτε μετοχή ανάπτυξης είτε μετοχή αξίας, όπως συμβαίνει συνήθως όταν χρησιμοποιούνται άλλες μέθοδοι ταξινόμησης, αλλά ένας συνδυασμός αμφοτέρων των ιδιοτήτων (η μέθοδος που χρησιμοποιείται για να υπολογιστούν οι συντελεστές στάθμισης αναλύεται παρακάτω).

Έτσι, η συγκεκριμένη ανάλυση χρησιμοποιεί μία βάση δεδομένων (Πίνακας 8), που συνδυάζει τα πλεονεκτήματα της βάσης δεδομένων GPR (παρέχει δεδομένα σχετικά με την κατηγορία του κεφαλαίου, την κυρίαρχη κατηγορία του ακινήτου και τη διάρθρωση της εταιρείας), καθώς και εκείνα της βάσης δεδομένων SSB (παραθέτει τους συντελεστές στάθμισης αξίας/ ανάπτυξης).

Πίνακας 8 Συνοπτική στατιστική, Φεβρουάριος 1990 - Απρίλιος 2003

	Ετησιοποιημένος μέσος όρος (%)	Τυπική απόκλιση (%)	Τρέχων Αρ. Μετοχών	Τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της αγοράς (Εκατομμύρια Δολάρια Αμερικής)	% αντιστοιχία με την SSB	Τρέχων συντελεστής στάθμισης ανάπτυξης
Διεθνώς	9,3	10,3	302	319.839,10	75,5	0,24
Βόρεια Αμερική	9,9	14,6	156	164.173,40	96,9	0,18
Ευρώπη	6,6	10,4	142	130.485,60	43,9	0,36
Ωκεανία	13,2	14,7	30	26.569,90	91,8	0,28
Ασία	7	30,7	25	17.570,70	82	0,39
Ηνωμένες Πολιτείες	12,5	14,3	137	157.548,40	97,4	0,17
Γερμανία	3,3	10,2	22	57.760,80	2,3	0,7
Ηνωμένο Βασίλειο	7,9	19,7	39	27.224,10	89,1	0,36
Αυστραλία	13,4	14,8	25	25.900,40	92,9	0,28
Γαλλία	7,8	14,6	11	12.043,60	87,9	0,26
Ελβετία	6,3	11,6	22	10.533,50	25,3	0,38
Ολλανδία	3	13,7	10	9.862,60	86,5	0,16
Καναδάς	-10,5	28,6	19	6.625,00	85,2	0,22
Χονγκ Κονγκ	13,1	39,4	4	6.307,70	100	0,03
Ιαπωνία	-3,5	28,5	13	6.033,10	74,3	0,61
Γραφείο	6,7	11,8	86	109.163,30	52,8	0,29
Λιανεμπόριο	11,8	10,1	63	77.622,60	92,5	0,26
Διαφοροποιημένα	8,8	11,4	59	56.815,10	71,2	0,27
Κατοικίες	10,2	11,6	40	37.589,30	91,6	0,21
Βιομηχανικές εγκαταστάσεις	10,5	16,8	20	22.190,90	95,7	0,12
Τομέας Υγείας	10,6	16,6	12	7.536,80	98,6	0,14
Ξενοδοχεία	5,5	27,6	16	7.107,90	92,1	0,18
Υπόλοιπη Αγορά	13,4	14,4	6	1.183,10	96,7	0,15

Σημείωση: Για κάθε μία από τις 10 χώρες με την μεγαλύτερη τιτλοποίηση ακίνητης περιουσίας, για τις ηπειρωτικές ομάδες και διεθνώς, αναφέρονται τα ακόλουθα στατιστικά στοιχεία: η μέση ετησιοποιημένη απόδοση, η τυπική απόκλιση, ο τρέχων αριθμός μετοχών, η τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της αγοράς, το ποσοστό της κεφαλαιοποίησης της αγοράς για το οποίο η αντιστοιχία με τους συντελεστές στάθμισης αξίας/ ανάπτυξης ήταν επιτυχής και ο τρέχων συντελεστής στάθμισης της ανάπτυξης. Η ηπειρωτική προσέγγιση διεξάγεται με δεδομένα από περισσότερες από 10 χώρες.

Στον παραπάνω πίνακα δίδεται μία συνοπτική στατιστική για τις εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Παρουσιάζονται σε διεθνή βάση, αλλά επίσης και βάσει των διαφορετικών ηπείρων και χωρών, καθώς επίσης και των κατηγοριών του ακινήτου.

Οι ηπειρωτικές αποδόσεις υπολογίζονται ως ο μέσος σταθμικός όρος των αποδόσεων όλων των συνισταμένων χωρών. Για την ηπειρωτική ανάλυση, λαμβάνονται υπόψη όλες οι χώρες της βάσης δεδομένων GPR και όχι μόνον οι 10 χώρες με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση της αγοράς.

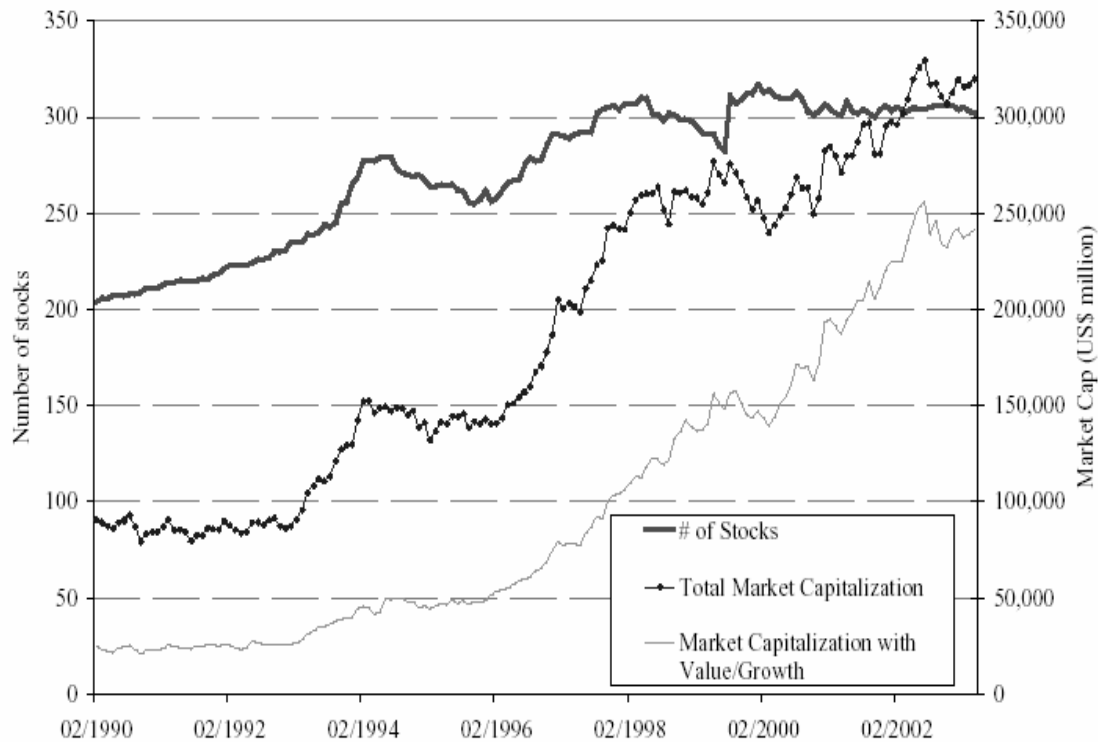
Ο συγκεκριμένος πίνακας δείχνει ότι η αποδοτικότητα των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας ποικίλει σημαντικά παγκοσμίως, ανάλογα με την ήπειρο και την χώρα.

Οι μετοχές ακίνητης περιουσίας στην περιοχή της Ωκεανίας (π.χ. Αυστραλία και Νέα Ζηλανδία) έχουν υψηλή αποδοτικότητα κατά την διάρκεια της περιόδου, ενώ οι μετοχές ακίνητης περιουσίας στην Ασία έχουν πολύ χαμηλή αποδοτικότητα.

Με βάση την κάθε χώρα, οι Καναδικές μετοχές ακίνητης περιουσίας παρουσιάζουν ελάχιστη αποδοτικότητα. Η αποδοτικότητα των διαφόρων κατηγοριών των ακινήτων είναι αρκετά όμοια, με τους τομείς των ξενοδοχείων και των γραφείων να αποδίδουν, παρόλα αυτά, πολύ χαμηλότερα από τον μέσο όρο.

Στο τέλος του Απριλίου του 2003, ο συνολικός αριθμός των επενδύσεων σε χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας που περιλαμβάνονταν στην βάση δεδομένων για τις 10 χώρες με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση της αγοράς ανέρχεται σε 302, και η κεφαλαιοποίηση της αγοράς ανέρχεται σε 320 δισεκατομμύρια δολάρια Αμερικής (US\$320 δις).

Διάγραμμα 22: Ο αριθμός των μετοχών ακίνητης περιουσίας του δείγματος και η κεφαλαιοποίησή τους καθώς και η κεφαλαιοποίηση των εταιριών για τις οποίες είναι διαθέσιμοι οι συντελεστές στάθμισης της αξίας/ανάπτυξης. Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.



Αριστερός κάθετος άξονας: Αριθμός μετοχών

Δεξιός κάθετος άξονας: Κεφαλαιοποίηση της αγοράς (σε εκατομμύρια δολάρια Αμερικής)

Ο Πίνακας 8 περιέχει επίσης το ποσοστό της κεφαλαιοποίησης της αγοράς, το οποίο κατάφερα να αντιστοιχήσω και με τις δύο βάσεις δεδομένων, και ως εκ τούτου εκείνο για το οποίο έχω τον συντελεστή στάθμισης αξίας / ανάπτυξης. Η αντιστοίχιση με αμφότερες τις βάσεις δεδομένων ήταν επιτυχής για τις περισσότερες χώρες, καθώς μπόρεσα κατά μέσο όρο να ορίσω συντελεστές στάθμισης της αξίας / ανάπτυξης στις μετοχές που αντιπροσώπευαν περίπου το

70% της κεφαλαιοποίησης της αγοράς στην Ασία και την Ωκεανία και το 56% στην Βόρεια Αμερική¹⁹. Οι τρέχοντες αριθμοί/ψηφία είναι πολύ μεγαλύτεροι (82% για την Ασία, 92% για την Ωκεανία και 97% για την Βόρεια Αμερική). Οι συγκεκριμένοι αριθμοί είναι μικρότεροι (26% κατά μέσο όρο και 44% τρέχουσα) για την Ευρώπη. Αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στο γεγονός ότι η αντιστοίχιση ήταν μη επιτυχής για τις περισσότερες εταιρείες της Γερμανίας και της Ελβετίας. Πολλές εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία σε αυτές τις δύο χώρες είναι ανοικτού τύπου και η SSB δεν αναφέρει τους συντελεστές στάθμισης της αξίας/ανάπτυξης για τις συγκεκριμένες χώρες.

Το διάγραμμα 22, που παρουσιάστηκε παραπάνω, δείχνει την αύξηση του αριθμού των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και της κεφαλαιοποίησής τους στις 10 μεγαλύτερες αγορές μετοχών ακίνητης περιουσίας παγκοσμίως, καθώς και την κεφαλαιοποίηση των μετοχών για τις οποίες ήταν εφικτή η αντιστοίχιση με τους συντελεστές στάθμισης αξίας/ανάπτυξης της βάσης δεδομένων SSB. Ο αριθμός των εταιριών επενδύσεων έχει αυξηθεί από 204 τον Φεβρουάριο του 1990 στις 317 τον Ιανουάριο του 2000, αλλά έχει μειωθεί ελαφρώς τα τελευταία έτη. Επίσης το ποσοστό κεφαλαιοποίησης για το οποίο ήταν εφικτή η αντιστοίχιση έχει αυξηθεί σημαντικά κατά την χρονική διάρκεια της περιόδου.

Ο Πίνακας 8 αναφέρει επίσης τον τρέχοντα συντελεστή στάθμισης πιθανότητας ανάπτυξης (growth probability weight) των μετοχών ακίνητης περιουσίας. Οι συντελεστές στάθμισης πιθανότητας ανάπτυξης και αξίας κάθε εταιρίας καταγράφονται σε μία κλίμακα 0 έως 1 από τους Salomon Smith Barney. Για κάθε εταιρεία, το σύνολο των συντελεστών ανάπτυξης και αξίας είναι 1. Η διαδικασία η οποία χρησιμοποιείται από την SSB (Salomon Smith Barney 2000) είναι η ακόλουθη: Κατά πρώτον, προσδιορίζεται μία ομάδα 10 μεταβλητών

¹⁹ Εταιρίες για τις οποίες δεν ήταν διαθέσιμοι οι συντελεστές στάθμισης αξίας/ανάπτυξης δεν απορρίφθηκαν από την ανάλυση, αλλά ορίστηκαν για αυτές ίσοι συντελεστές αξίας και ανάπτυξης. Με αυτό τον τρόπο, διατηρώντας τις συγκεκριμένες εταιρίες στο δείγμα, δεν επηρεάζεται ο υπολογισμός των αποδόσεων του παράγοντα αξίας και ανάπτυξης.

σχετικά με την ανάπτυξη και μία ομάδα 5 μεταβλητών σχετικά με την αξία. Επειδή οι συγκεκριμένες μεταβλητές έχουν διαφορετικές μονάδες μέτρησης, χρειάζεται να τυποποιηθούν. Η τυποποίηση επίσης έχει ως αποτέλεσμα όλες οι μεταβλητές να έχουν περίπου την ίδια επίδραση στις μετρήσεις των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών. Σε ιδανικές περιπτώσεις, η τυποποίηση θα έπρεπε να διεξάγεται σε διεθνή βάση, αλλά αυτό είναι αδύνατον επειδή επικρατούν διαφορετικές λογιστικές αρχές σε κάθε χώρα. Ως εκ τούτου, όταν ο αριθμός των εταιρειών είναι αρκετά μεγάλος, η τυποποίηση διεξάγεται κατά χώρα, διαφορετικά επιτυγχάνεται μέσω ομαδοποίησης των χωρών που ανήκουν στον ίδιο γεωγραφικό χώρο και είναι πολιτισμικά παρόμοιες και επίσης έχουν παρόμοιες λογιστικές αρχές (ένα παράδειγμα μιας τέτοιας ομαδοποίησης είναι η Δανία, η Φιλανδία, η Νορβηγία και η Σουηδία). Εφαρμόζεται τότε η ανάλυση συστάδων και στις δύο ομάδες μεταβλητών και κρατούνται τρεις μεταβλητές ανάπτυξης και τέσσερις μεταβλητές αξίας. Οι μεταβλητές ανάπτυξης είναι:

- 5-ετες ποσοστό αύξησης των κερδών ανά μετοχή
- 5-ετές ποσοστό αύξησης των πωλήσεων ανά μετοχή
- 5-ετές εσωτερικό ποσοστό αύξησης = $ROE \times (1 - \text{δείκτης διανομής (μερισμάτων)})$,

και οι μεταβλητές αξίας είναι:

- λογιστική αξία - τιμή,
- ταμειακή ροή – τιμή,
- πωλήσεις – τιμή και

- μερίσματα – τιμή (απόδοση)

Οι αποδόσεις της ανάπτυξης και αξίας υπολογίζονται για κάθε μετοχή ως ο ίσος μέσος σταθμικός όρος της αξίας των συγκεκριμένων μεταβλητών. Μία μετοχή που είναι εμφανώς είτε μετοχή ανάπτυξης είτε μετοχή αξίας θεωρείται ως αμιγής μετοχή ανάπτυξης ή αξίας και ορίζεται σε αυτήν ένας συντελεστής στάθμισης πιθανότητας 1 για αυτό το χαρακτηριστικό.

Εάν μία μετοχή δεν είναι ξεκάθαρα μία μετοχή ανάπτυξης ή αξίας, τότε ο συντελεστής στάθμισης διαιρείται ανάλογα με τις αποστάσεις από τις μετοχές αμιγούς ανάπτυξης ή αξίας.

Το τελικό βήμα είναι να εξασφαλίσω ότι:

(1) κάθε δείκτης SSB για τη συγκεκριμένη χώρα (SSB country-style index) αντιπροσωπεύει ακριβώς το 50% της συνολικής κυμαινόμενης κεφαλαιοποίησης της αγοράς (float-adjusted market capitalization) της αντίστοιχης χώρας, και

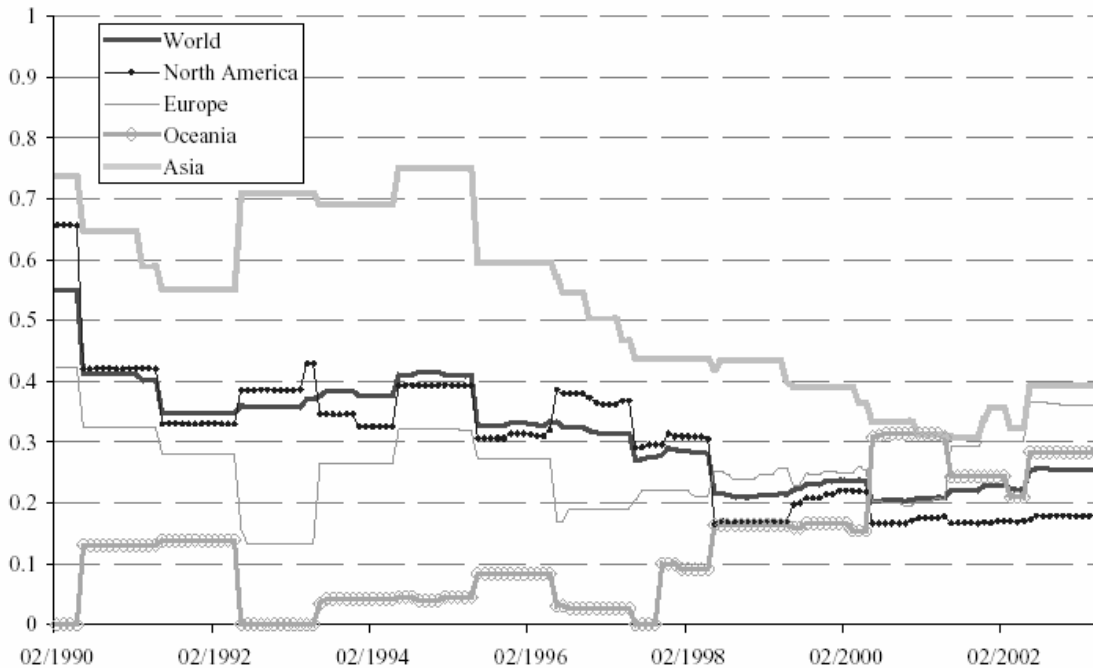
(2) για κάθε μετοχή το άθροισμα των συντελεστών στάθμισης πιθανότητας είναι ίσο με το 1. Η προαναφερόμενη διαδικασία εφαρμόζεται τον Ιούνιο κάθε έτους.

Στο διάγραμμα 23 που ακολουθεί παρουσιάζεται ο μέσος δείκτης έκθεσης στην ανάπτυξη (average growth exposure) για τις μετοχές ακίνητης περιουσίας στην Ευρώπη, Ασία, Βόρεια Αμερική, Ωκεανία και Διεθνώς (Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003).

Σημείωση για το διάγραμμα 23: Η έκθεση στην ανάπτυξη (growth exposure) (σε μία κλίμακα από 0 έως 1) όπως ορίζεται από τους Salomon Smith Barney (SSB). 5-ετες ποσοστό αύξησης των κερδών ανά μετοχή, 5-ετές ποσοστό αύξησης των πωλήσεων ανά μετοχή και 5-ετές εσωτερικό ποσοστό αύξησης = $ROE \times (1 - \text{δείκτης διανομής (μερισμάτων)})$. Η μέτρηση είναι ανάλογη με αυτήν των άλλων

μετοχών στην χώρα ή στην περιοχή και το άθροισμα του ποσοστού ανάπτυξης και του συντελεστή στάθμισης της αξίας για κάθε μετοχή είναι 1.

Διάγραμμα 23

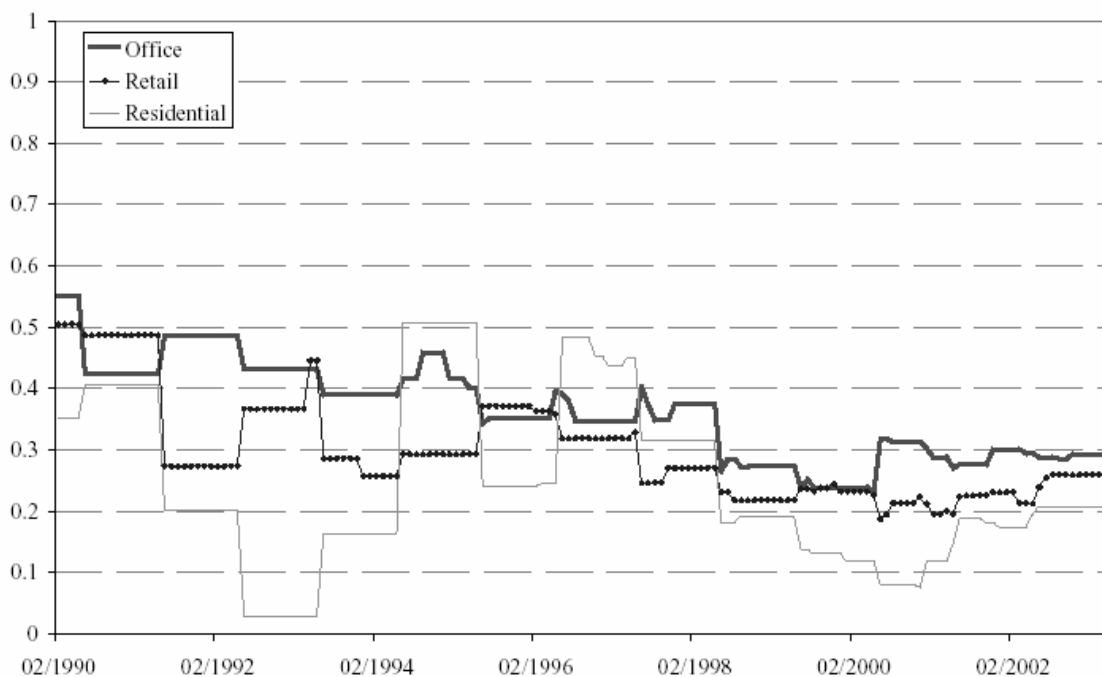


Το παραπάνω διάγραμμα απεικονίζει την έκθεση (exposure) στον παράγοντα ανάπτυξης με την πάροδο του χρόνου (σε μία κλίμακα από 0 έως 1) για τις εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία στις τέσσερις ηπείρους και διεθνώς για την περίοδο Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003. Η ανάπτυξη των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία μειώνεται διαρκώς (όπως ορίζεται από το SSB) κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990 και αυτή η τάση επηρεάζει και τις Ασιατικές εταιρείες. Για την Ωκεανία ο μέσος συντελεστής στάθμισης της ανάπτυξης έχει αυξηθεί κατά την διάρκεια της περιόδου, ενώ παρατηρείται μία μικρή αύξηση του συντελεστή στάθμισης τα τελευταία 2 χρόνια και στην Ευρώπη.

Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία φαίνεται να έχουν μικρότερη ανάπτυξη στο τέλος της περιόδου συγκριτικά με τις αρχές της περιόδου (ο συντελεστής στάθμισης της ανάπτυξης έχει μειωθεί περισσότερο του ημίσεως

διεθνώς). Το διάγραμμα 24 που ακολουθεί, δείχνει την έκθεση (exposure) στον παράγοντα ανάπτυξης με την πάροδο του χρόνου για τις τρεις κύριες κατηγορίες των ακινήτων (γραφεία, λιανεμπόριο και κατοικίες). Η έκθεση (exposure) στον κίνδυνο ανάπτυξης μειώνεται εμφανώς με την πάροδο του χρόνου για τα γραφεία και την αγορά λιανεμπορίου, ενώ εμφανίζεται αρκετά μεταβλητή για τις κατοικίες.

Διάγραμμα 24. Ο δείκτης (exposure) ανάπτυξης για τα γραφεία, λιανεμπόριο και κατοικίες, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.



17.4 Αξιολόγηση του κινδύνου των χαρτοφυλακίων ακίνητης περιουσίας

Η Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου (Modern Portfolio Theory) μας παρέχει τα θεωρητικά εργαλεία για να υπολογίσουμε τον κίνδυνο των στοιχείων του ενεργητικού και ως εκ τούτου του χαρτοφυλακίου. Από την μία πλευρά, έχω τις συστηματικές πηγές κινδύνου (π.χ. πηγές κινδύνου που επηρεάζουν έναν μεγάλο αριθμό στοιχείων του ενεργητικού) και από την άλλη πλευρά τον συγκεκριμένο κίνδυνο της μετοχής. Καθώς τα δύο αυτά είδη κινδύνου είναι

ανεξάρτητα, ο συνολικός κίνδυνος μιας μετοχής και εκείνος ενός χαρτοφυλακίου είναι απλά το άθροισμα των δύο τύπων κινδύνου.

Ο συστηματικός κίνδυνος προέρχεται από την συμπεριφορά του/των κοινού/κοινών παράγοντα/παραγόντων που επηρεάζουν τις αποδόσεις. Στην περίπτωση του Μοντέλου Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (CAPM - Capital Asset Pricing Model), ο κοινός παράγοντας είναι η επιπλέον απόδοση της αγοράς άνευ κινδύνου, ενώ στα μοντέλα πολλαπλών παραγόντων ένας μεγαλύτερος αριθμός κοινών παραγόντων καθορίζει το συνολικό επίπεδο του συστηματικού κινδύνου.

Ο καθορισμός των κοινών παραγόντων σε ένα μοντέλο πολλαπλών παραγόντων μπορεί να επιτευχθεί χρησιμοποιώντας μία πληθώρα τεχνικών που εξαρτώνται από τις αρχικές υποθέσεις. Το κοινό στοιχείο όλων των μοντέλων είναι ότι υπάρχουν αποδόσεις κοινού παράγοντα και επιβαρύνσεις του παράγοντα (factor loadings), που είναι η έκθεση (exposure) κάθε μετοχής στον κάθε παράγοντα.

Μπορώ είτε να παρατηρήσω τις αποδόσεις του παράγοντα και να υπολογίσω τις επιβαρύνσεις του (όπως στην περίπτωση του μοντέλου CAPM, όπου οι συντελεστές beta είναι οι επιβαρύνσεις), να παρατηρήσω τις επιβαρύνσεις και να υπολογίσω τις αποδόσεις (οι επιβαρύνσεις είναι συνήθως οι εικονικές μεταβλητές για κάθε χώρα ή τομέα) ή να υπολογίσω αμφότερες τις επιβαρύνσεις και τις αποδόσεις του παράγοντα (όπως συμβαίνει στην κατηγορία μοντέλων APT (Arbitrage Pricing Theory - Θεωρία καθορισμού τιμών αρμπιτράζ/εξισορροπητικής κερδοσκοπίας).

Σε ορισμένες περιπτώσεις είναι δυνατόν να αποδοθεί ένα συγκεκριμένο νόημα στους παράγοντες, για παράδειγμα, η τιμή μιας μονάδας κινδύνου (unit of risk) (στην οποία περίπτωση έχει συμφωνηθεί ότι ο παράγοντας έχει "καθορισθεί").

Επεκτείνοντας το μοντέλο που αναπτύχθηκε από τους Heston και Rouwenhorst (1994)²⁰, το μοντέλο που προτείνω βασίζεται στις παρατηρήσεις εκθετών (observed exposures) και οι αποδόσεις του παράγοντα έχουν υπολογισθεί. Δεν υπάρχει καμία υπόθεση για το εάν αυτοί οι υπολογισμένοι παράγοντες (estimated factors) έχουν καθορισθεί. Το μοντέλο θεωρεί έναν κοινό παράγοντα, τους παράγοντες για κάθε χώρα, τον παράγοντα της κατηγορίας του ακινήτου, έναν παράγοντα μεγέθους και έναν παράγοντα αξίας / ανάπτυξης. Επισημώς, το μοντέλο απεικονίζεται ως ακολούθως:

$$R_{i,t} = F_t + \sum_{k=1}^{NC} D_{ik}^C \times F_{kt}^C + \sum_{h=1}^{NS} D_{ih}^S \times F_{ht}^S + \rho_{it}^G \times F_t^G + \rho_{it}^V \times F_t^V + S_{i,t} \times F_t^S + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

όπου $R_{i,t}$ είναι η απόδοση της μετοχής i σε χρόνο t . NC είναι ο αριθμός των χωρών. $D_{i,k}^C$ είναι μία εικονική μεταβλητή σε τιμή 1 εφόσον η μετοχή i ανήκει στη χώρα k , με $k=1, \dots, NC$. NS είναι ο αριθμός των ιδιοκτησιών ακίνητης περιουσίας. $D_{i,h}^S$ είναι μία εικονική μεταβλητή σε τιμή 1 εφόσον η μετοχή i ανήκει στη κατηγορία ακινήτου h όπου $h=1, \dots, NS$. $P_{i,k}^C$ και $P_{i,k}^V$ είναι οι συντελεστές στάθμισης της πιθανότητας Ανάπτυξης και Αξίας (Growth and Value) SSB.

Στην παραπάνω εξίσωση οι άγνωστοι είναι F_1 (η απόδοση του κοινού παράγοντα, το οποίο είναι ισοδύναμο με τον μέσο σταθμικό όρο (weighted average) όλων των αποδόσεων των μετοχών ακίνητης περιουσίας), F_{kt}^C και F_{kt}^S (αμιγείς παράγοντες που σχετίζονται με τις χώρες και των παραγόντων κατηγορίας ακινήτου), F_t^G και F_t^V (αμιγείς παράγοντες ανάπτυξης και αξίας) και F_t^S (αποδόσεις αμιγών παραγόντων μεγέθους). Τέλος, $\varepsilon_{i,t}$ είναι η συγκεκριμένη απόδοση μετοχής (stock-specific return) που είναι η απόδοση της μετοχής i σε

²⁰ Οι Heston και Rouwenhorst (1994) αξιολογούν την σχετική σημαντικότητα της διαφοροποίησης κατά χώρα και βιομηχανία για τα διεθνή χαρτοφυλάκια κοινών μετοχών. Χρησιμοποιούνται εικονικές μεταβλητές για την κάθε χώρα και βιομηχανία. Χρησιμοποιείται μία παρόμοια μεθοδολογία για διερευνηθούν οι ωφέλειες της διαφοροποίησης κατά τομέα και περιοχή για τα ιδιωτικά χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας στις ΗΠΑ από τους Fisher και Liang (2000) και για τα ιδιωτικά χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας στο Ηνωμένο Βασίλειο από τον Lee (2001).

χρόνο t όπου στη χώρα της συνεκτιμούνται παράγοντες όπως η κατηγορία ακίνητης περιουσίας, η αξία /ανάπτυξη και το μέγεθος (size) της μετοχής.

Στο παραπάνω μοντέλο προαπαιτούμενη συνθήκη είναι ότι για το χαρτοφυλάκιο αγοράς θα πρέπει το άθροισμα των σταθμισμένων τιμών που εκτίθενται στους παράγοντες της χώρας, της κατηγορίας του ακινήτου και του μεγέθους να ισούται με μηδέν. Με άλλα λόγια, το χαρτοφυλάκιο αγοράς δεν εκτίθεται στις εκθέσεις κινδύνου ως προς την χώρα, την κατηγορία, την ιδιοκτησία, το μέγεθος, την τιμή/ανάπτυξη ή το μέγεθος. Έτσι, ως προς τους περιορισμούς, αυτό μεταφράζεται:

$$\sum_{i=1}^N \sum_{k=1}^{NC} w_{i,t} D_{ik}^C \times F_{kt}^C = 0 \quad \text{για τις εκθέσεις κινδύνου λόγω χώρας}$$

$$\sum_{i=1}^N \sum_{k=1}^{NS} w_{i,t} D_{ih}^S \times F_{ht}^S = 0 \quad \text{για τις εκθέσεις κινδύνου λόγω κατηγορίας του ακινήτου}$$

$$\sum_{i=1}^N w_{i,t} (P_{ih}^S P_{it}^G + P_{it}^V P_{it}^V) = 0 \quad \text{για τις εκθέσεις κινδύνου λόγω αξίας και ανάπτυξης}$$

$$\sum_{i=1}^N w_{i,t} S_{i,t} = 0 \quad \text{για την έκθεση κινδύνου λόγω μεγέθους (size exposure)} \quad (2)$$

Αναγνωρίζοντας ότι εξορισμού $P_{it}^G = 1 - P_{it}^V$ μπορώ να απλοποιήσω την εξίσωση (1) και τους περιορισμούς (constraints) στις (2). Συγκεκριμένα, φαίνεται, ότι εφόσον το μοντέλο υπολογίζεται με την χρήση της πλήρους βάσης δεδομένων SSB, τότε η απόδοση του παράγοντα της αξίας είναι αντίθετη με την απόδοση του παράγοντα αύξησης.

Επιπλέον, κάθε έκθεση κινδύνου λόγω μεγέθους είναι μία μετατροπή της σχετικής στάθμισης αγοράς $w_{i,t}$ έτσι που η έκθεση στο κίνδυνο μεγέθους της

μεγαλύτερης μετοχής ακίνητης περιουσίας στο συνολικό πεδίο ισούται με μηδέν. Για να εκτιμήσω την Εξίσωση (1), πρέπει να διασφαλίσω ότι υπάρχουν αρκετές αντιπροσωπευτικές επισημάνσεις για κάθε χώρα.

Για παράδειγμα, εφόσον υπάρχει μία και μόνη μετοχή ακίνητης περιουσίας για μία δεδομένη χώρα, τότε υπολογίζοντας την αμιγή επίδραση της χώρας, δεν θα είναι πλέον αντιπροσωπευτική. Επομένως θα πρέπει να υπάρχουν τέσσερις τουλάχιστον μετοχές ανά χώρα για κάθε μήνα. Εάν είναι λιγότερες από τέσσερις μετοχές, τότε η χώρα απορρίπτεται και οι αντίστοιχες μετοχές δεν έχουν δείκτη έκθεσης κινδύνου λόγω χώρας (exposure) (και μέρος της επιρροής της χώρας εφόσον υπάρχει θα εντοπισθεί στις συγκεκριμένες αποδόσεις των μετοχών ακίνητης περιουσίας $\varepsilon_{i,t}$).

Τέλος, η εξίσωση (1) υπολογίζεται με την χρήση της μεθόδου παλινδρόμησης του συντελεστή στάθμιση αξίας (OLS), όπως:

$$\sum_{i=1}^N w_{i,t} \varepsilon_{i,t} = 0$$

Η συγκεκριμένη εξίσωση διασφαλίζει ότι η μεγάλη κεφαλαιοποίηση μετοχών ακίνητης περιουσίας έχει μεγαλύτερη επιρροή από ότι η μικρή κεφαλαιοποίηση. Η εξίσωση υπολογίζεται κατά τμήματα, δηλαδή, κάθε μήνα η παλινδρόμηση λαμβάνει χώρα και οι αποδόσεις των παραγόντων σε αυτήν την χρονική στιγμή υπολογίζονται ανεξάρτητα των παρατηρήσεων άλλων χρονικών περιόδων

Η ερμηνεία των αμιγών παραγόντων είναι η ακόλουθη: Οι παράγοντες είναι αμιγείς υπό την έννοια ότι δεν επηρεάζονται από κανέναν εκ των άλλων παραγόντων. Για παράδειγμα, ο αμιγής παράγοντας ΗΠΑ αντιπροσωπεύει αυτό που πραγματικά υπάρχει λόγω του γεγονότος ότι μία μετοχή έχει ως βάση τις ΗΠΑ. Εάν οι μετοχές ΗΠΑ τείνουν να συγκεντρώνονται σε μία συγκεκριμένη κατηγορία ακινήτων, εάν υπάρχουν περισσότερες μετοχές ανάπτυξης ή αξίας ή

μεγαλύτερα ή μικρότερα κεφάλαια στις ΗΠΑ από ότι διεθνώς, τότε η κατηγορία του ακινήτου και οι επιδράσεις ανάπτυξης ή μεγέθους εντοπίζονται από τους αντίστοιχους αμιγείς παράγοντες, και ως εκ τούτου οι παράγοντες για κάθε χώρα δεν επηρεάζονται από τις συγκεκριμένες διαστάσεις.

Υπάρχει επίσης ένας «κοινός παράγοντας», που είναι ο παράγοντας εκείνος στον οποίο εκτίθενται όλες οι μετοχές. Μία άλλη ερμηνεία του όρου αμιγής παράγοντας είναι ότι η απόδοση των μετοχών ακίνητης περιουσίας στις ΗΠΑ θα ήταν ίση με το άθροισμα του κοινού παράγοντα και του αμιγούς παράγοντα ΗΠΑ, εάν τα χαρακτηριστικά κατηγορίας ακινήτου, μεγέθους και αξίας / ανάπτυξης στις ΗΠΑ ήταν ίδια με τα διεθνή.

Επιπρόσθετοι παράγοντες

Η παλινδρόμηση κατά τμήματα στην Εξίσωση (1) αποσυνθέτει την απόδοση ενός στοιχείου του ενεργητικού i σε χρόνο t σε αποδόσεις των διαφόρων παραγόντων και έναν όρο σφάλματος (error term) που ορίζεται ως $\epsilon_{i,t}$. Ο όρος αυτός αντιπροσωπεύει την απόδοση που δεν μπορεί να εξηγηθεί από τον κοινό παράγοντα και τους αμιγείς παράγοντες, και ως εκ τούτου αναφέρεται επίσης και ως η συγκεκριμένη απόδοση της μετοχής. Η ιδέα είναι να διερευνήσω εάν υπάρχουν και άλλα κοινά χαρακτηριστικά μεταξύ των μετοχών ακίνητης περιουσίας που δεν εντοπίζονται από τους αμιγείς παράγοντες και να αφαιρέσω τέτοιους «κρυμμένους» παράγοντες από τις συγκεκριμένες αποδόσεις. Αυτή είναι η βασική μέθοδος που διέπει τα μοντέλα APT.

Υποστηρίζω ότι αν και είναι δύσκολο να ερμηνεύσω με οικονομικούς όρους τους συγκεκριμένους στατιστικούς παράγοντες, είναι υψίστης σημασίας για τον διαχειριστή χαρτοφυλακίου. Εάν ορισμένες μετοχές συμπεριφέρονται διαφορετικά επειδή εκτίθενται σε μερικούς στατιστικούς παράγοντες και αν η απόδοση του συγκεκριμένου παράγοντα είναι σημαντική τόσο από στατιστικής όσο και από οικονομικής πλευράς, τότε ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου θα

πρέπει να διαχειρίζεται ενεργά την έκθεση (exposure) του χαρτοφυλακίου στον συγκεκριμένο παράγοντα. Εάν ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου δεν έχει μία συγκεκριμένη άποψη για την αναμενόμενη απόδοση του παράγοντα, τότε ο διαχειριστής θα πρέπει να βεβαιωθεί ότι η έκθεση του χαρτοφυλακίου στον παράγοντα είναι η ίδια με αυτήν του χαρτοφυλακίου αναφοράς. Από την άλλη πλευρά, εάν ο διαχειριστής δεν έχει άποψη, τότε μπορεί να στοιχηματίσει στην αποδοτικότητα του παράγοντα με overweighting (σχετική με το χαρτοφυλάκιο αναφοράς) την έκθεση (exposure) του χαρτοφυλακίου στον συγκεκριμένο παράγοντα. Εάν δεν το κάνει αυτό, θα υπάρξει αναπόφευκτα υψηλότερο σφάλμα εντοπισμού / παρακολούθησης (tracking error) του χαρτοφυλακίου χωρίς υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση. Αυτό είναι ένα σημαντικό θέμα στην ενεργό διαχείριση και το εάν ένας παράγοντας είναι απλώς ένας στατιστικός παράγοντας (χωρίς την οικονομική ερμηνεία) ή όχι είναι πολύ μικρής σημασίας.

Ο αποτελεσματικότερος τρόπος για να εξάγεις στατιστικούς παράγοντες είναι η Ανάλυση των Κύριων Συνιστωσών (Principal Component Analysis). Είναι μία δυναμική τεχνική, αλλά χρησιμοποιεί την μεταβλητή ως μέτρηση του κινδύνου και ως εκ τούτου προϋποθέτει κανονικότητα των δεδομένων. Είναι όντως μία ισχυρή υπόθεση/παραδοχή και ως εκ τούτου χρησιμοποιώ την ανάλυση συστάδων, μία μέθοδο που απαιτεί να μην κάνω καμία κατανομητή παραδοχή/υπόθεση. Η ανάλυση συστάδων μου επιτρέπει να σχηματίσω ομάδες παρατηρήσεων και το βαθμό της ομοιότητας, ο οποίος είναι παρόμοιος εντός της ομάδας, αλλά διαφορετικός για την κάθε ομάδα. Εφόσον καθορισθεί ότι κάθε μετοχή έχει εισαχθεί σε μία συστάδα, τότε υπολογίζω τη μέση απόδοση όλων των παρατηρήσεων εντός της κάθε συστάδας. Αυτές είναι οι αποδόσεις του παράγοντα και κάθε μετοχή έχει μία ιδιότητα (attribute) (ένα έως μηδέν) για κάθε συστάδα.

Η εφαρμογή της ανάλυσης συστάδων σε μία ομάδα δεδομένων αποκαλύπτει πάντα κάποιου είδους εκ των υστέρων διάρθρωσης (ex-post structure) στα δεδομένα. Παρόλα αυτά, εκείνο που είναι σημαντικό είναι η «εκτός του

δείγματος» (out-of-sample) χρησιμότητα των τεχνικών. Εφαρμόζω επομένως την ακόλουθη διαδικασία υπολογισμού: Χρησιμοποιώ τους πρώτους 36 μήνες των αποδόσεων όλων των στοιχείων του ενεργητικού για τα οποία έχουμε αποδόσεις για όλους τους μήνες, εφαρμόζω τον αλγόριθμο συστάδων και μετρώ την ίση σταθμισμένη μέση απόδοση εντός κάθε ομάδας για τους ακόλουθους 12 μήνες. Έπειτα μετακινώ το «παράθυρο» υπολογισμού (estimation window) 12 μήνες μπροστά, επαναυπολογίζω τις ομάδες. Εάν η προσέγγιση συστάδων δεν παρείχε καμία πρόβλεψη (με άλλα λόγια, εάν η συμμετοχή κάθε μετοχής σε μία συγκεκριμένη συστάδα ήταν ιδιαίτερα ασταθής με την πάροδο του χρόνου), τότε δεν θα υπήρχε λόγος να αναμένω κάποια «εκτός του δείγματος» (out-of-sample) διαφορά στις υπολογισμένες αποδόσεις του παράγοντα.

17.5 Τα αποτελέσματα

Η μέση απόδοση και η τυπική απόκλιση των αμιγών παραγόντων αναφέρονται στον Πίνακα 9. Για τους αμιγείς παράγοντες της χώρας και της κατηγορίας του ακινήτου, οι μέσες αποδόσεις στις περισσότερες περιπτώσεις είναι παρόμοιες με εκείνες που αναφέρονται στον Πίνακα 8, με την προϋπόθεση ότι γίνεται μία προσαρμογή του κοινού παράγοντα, και επομένως δεν αναλύονται περαιτέρω. Για παράδειγμα, η απόδοση του αμιγούς ιαπωνικού παράγοντα θα ισούταν με την απόδοση των ιαπωνικών μετοχών ακίνητης περιουσίας μείον τον κοινό παράγοντα, εάν η δομή της κατηγορίας του ακινήτου, η έκθεση στην αξία/ανάπτυξη και το μέγεθος ήταν όμοια με εκείνα του παγκόσμιου δείκτη.

Η απόδοση του αμιγούς παράγοντα ανάπτυξης είναι κατά μέσο όρο αρνητική, καταδεικνύοντας ότι τα χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας που έχουν μεγάλο συντελεστή στάθμισης της ανάπτυξης επηρεάζονται αρνητικά κατά την διάρκεια της περιόδου. Θεωρείται επίσης πολύ σημαντικό ότι η τυπική απόκλιση είναι αρκετά μεγάλη (6,3%), καταδεικνύοντας ότι ο παράγοντας ανάπτυξης καθιστά πράγματι παράγοντα κινδύνου, τουλάχιστον όσον αφορά την κατηγορία του

ακινήτου (οι αμιγείς παράγοντες για τα γραφεία, το λιανεμπόριο, τα διαφοροποιημένα και τις κατοικίες έχουν χαμηλότερες τυπικές αποκλίσεις).

Η μέση απόδοση του παράγοντα μεγέθους είναι επίσης αρνητική. Με την προϋπόθεση ότι όλα παραμένουν σταθερά, οι μετοχές ακίνητης περιουσίας με μεγάλη κεφαλαιοποίηση αποδίδουν χειρότερα από τα χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας με μικρή κεφαλαιοποίηση. Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με τα αποτελέσματα που συνήθως αναφέρονται στην χρηματοοικονομική βιβλιογραφία και επίσης με τα αποτελέσματα των Eichholtz και Huisman (2001) για τα χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας.

Πίνακας 9: Συνοπτική στατιστική για τον κοινό παράγοντα και τους αμιγείς παράγοντες. Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.

Αμιγής παράγοντας	Ετησιοποιημένος μέσος (%)	Τυπική απόκλιση (%)	Αμιγής παράγοντας	Ετησιοποιημένος μέσος (%)	Τυπική απόκλιση (%)
Κοινός παράγοντας	5,0	10,3	Γραφεία	-0,2	3,8
Ηνωμένες Πολιτείες	4,0	11,7	Λιανεμπόριο	2,1	5,2
Γερμανία	-2,1	12,7	Διαφοροποιημένα	0,4	2,0
Ηνωμένο Βασίλειο	-0,7	13,6	Κατοικίες	0,8	5,2
Αυστραλία	5,7	13,4	Βιομηχανία	0,9	8,1
Γαλλία	-1,8	10,5	Τομείς Υγείας	-2,2	14,2
Ελβετία	-1,2	11,9	Ξενοδοχεία	-9,5	20,6
Ολλανδία	-4,2	11,7	Υπόλοιπη αγορά	3,1	13,3
Καναδάς	-19,1	27,1	Ανάπτυξη	-1,0	6,3
Χονγκ Κονγκ	4,2	33,4	Μέγεθος	-1,7	8,2
Ιαπωνία	-11,8	26,6			

Σημείωση: Η μέση ετησιοποιημένη απόδοση και η τυπική απόκλιση για τον κοινό παράγοντα και τους αμιγείς παράγοντες χώρας, κατηγορίας του ακινήτου, ανάπτυξης και μεγέθους. Είναι σημεία των χρονοσειρών στις αποδόσεις του αμιγούς παράγοντα, τα οποία υπολογίζονται κατά τμήματα μέσω του ακόλουθου μοντέλου:

$$R_{i,t} = F_t + \sum_{k=1}^{NC} D_{ik}^C \times F_{kt}^C + \sum_{h=1}^{NS} D_{ih}^S \times F_{ht}^S + p_{it}^G + F_{it}^G + p_{it}^V \times F_{it}^V + S_{i,t} \times F_{it}^S + \varepsilon_{i,t}$$

Ο Πίνακας 9 περιέχει τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ του κοινού παράγοντα και των αμιγών παραγόντων χώρας, κατηγορίας του ακινήτου, ανάπτυξης και μεγέθους. Οι συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των αμιγών παραγόντων χώρας και των παραγόντων ανάπτυξης και μεγέθους είναι γενικά κοντά στο μηδέν. Αυτό

σημαίνει ότι εάν ένας ενεργός διαχειριστής χαρτοφυλακίου θέσει ένα στοίχημα βάσει οποιουδήποτε εκ των τριών παραγόντων (χώρας, ανάπτυξης και μεγέθους), αυτό δεν σημαίνει ότι ο διαχειριστής αυτός βάζει ταυτοχρόνως και ένα στοίχημα βάσει των άλλων δύο διαστάσεων. Για παράδειγμα, εάν κάποιος πιστεύει ότι μία χώρα θα έχει υψηλές αποδόσεις στο μέλλον και παίρνει μία απόφαση για υπερεπένδυση (overweight) στη συγκεκριμένη χώρα, αυτό δεν σημαίνει ότι βάζει και ένα στοίχημα αναφορικά με την ανάπτυξη ή το μέγεθος.

Οι συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των αμιγών παραγόντων χώρας είναι γενικά χαμηλοί. Ειδικότερα, αυτό ισχύει μεταξύ των αποδόσεων του αμιγούς παράγοντα Χονγκ Κονγκ και των αποδόσεων του αμιγούς παράγοντα για αρκετές άλλες χώρες. Πράγματι, πολλές από αυτές τις συσχετίσεις είναι αρνητικές. Η συσχέτιση των αποδόσεων των αμιγών παραγόντων χώρας είναι υψηλή μόνον σε δύο περιπτώσεις (0,61 μεταξύ Γερμανίας και Ελβετίας και 0,34 μεταξύ Γαλλίας και Ολλανδίας). Οι συσχετίσεις καταδεικνύουν ότι υπάρχουν διαφοροποιημένες δυνατότητες εντός των ηπείρων, αν και αποτελέσματα, τα οποία δεν αναφέρονται στο παρόν σύγγραμμα, δείχνουν ότι οι συσχετίσεις μεταξύ των αμιγών ηπειρωτικών παραγόντων είναι ακόμη χαμηλότερες. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα συμφωνεί με τα συμπεράσματα των Eichholtz et al. (1998).

Οι αμιγείς παράγοντες της κατηγορίας του ακινήτου συσχετίζονται επίσης χαμηλά με τους παράγοντες ανάπτυξης και μεγέθους. Οι συσχετίσεις μεταξύ των παραγόντων κατηγορίας του ακινήτου είναι σε αρκετές περιπτώσεις αρνητικές, αλλά ο μέσος όρος των συσχετίσεων είναι οριακά χαμηλότερος από τον μέσο όρο των συσχετίσεων για την κάθε χώρα (-0,11 έναντι -0,03). Η συγκεκριμένη ανάλυση βασίζεται φυσικά στους αμιγείς παράγοντες. Στην πραγματικότητα, δεν είναι δυνατή η έκθεση (exposure) στους αμιγείς παράγοντες, παρά μόνον όταν λαμβάνεται μια απόφαση, για παράδειγμα, να υπερεπενδύσει (overweight) σε μία χώρα, οπότε στις περισσότερες περιπτώσεις αυτό επιδρά στην έκθεση του χαρτοφυλακίου στους παράγοντες κατηγορίας του ακινήτου, ανάπτυξης και μεγέθους. Για να ξεπεραστεί η συγκεκριμένη δυσκολία, μπορούν να

χρησιμοποιηθούν περιορισμένες τεχνικές βελτιστοποίησης (constrained optimization techniques) για τον σχηματισμό ενός χαρτοφυλακίου μοντέλου που στοιχηματίζει ενεργά στους συγκεκριμένους αμιγείς παράγοντες, ενώ παράλληλα διατηρείται ουδέτερη η έκθεσή (exposure) του στους άλλους παράγοντες (αναφορικά με το χαρτοφυλάκιο αναφοράς).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

Πίνακας 10: Συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων του κοινού παράγοντα και των αμιγών παραγόντων, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.

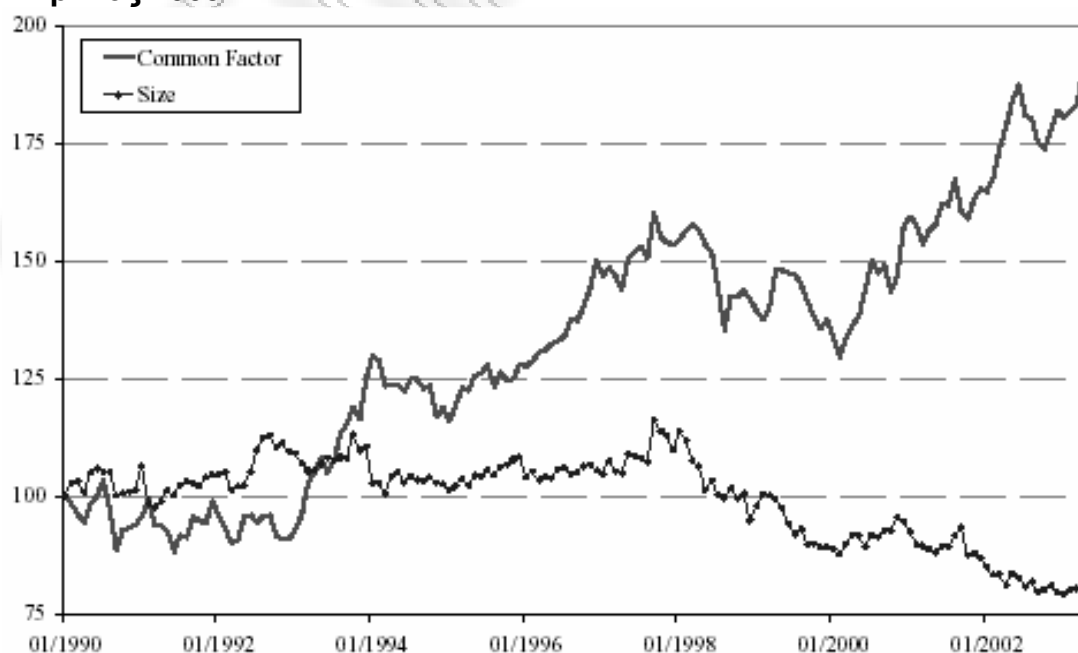
	Κοινός παράγοντας	Αυστραλία	Καναδάς	Γαλλία	Γερμανία	Χονγκ Κονγκ	Ιαπωνία	Ολλανδία	Ελβετία	Ηνωμένο Βασίλειο	ΗΠΑ	Διαφοροποιημένα	Τομέας υγείας	Ξενοδοχεία	Βιομηχανικές εγκαταστάσεις	Γραφεία	Υπόλοιπη αγορά	Κατοικίες	Λιανεμπόριο	Ανάπτυξη
Αυστραλία	-0,10	1																		
Καναδάς	0,06	0,15	1																	
Γαλλία	-0,06	0,05	-0,17	1																
Γερμανία	-0,57	-0,03	-0,22	0,39	1															
Χονγκ Κονγκ	0,27	0,15	0,01	-0,27	-0,33	1														
Ιαπωνία	0,08	-0,06	-0,03	0,09	0,04	-0,07	1													
Ολλανδία	-0,23	0,17	0,03	0,34	0,30	-0,17	-0,06	1												
Ελβετία	-0,40	0,05	-0,07	0,24	0,61	-0,24	-0,01	0,20	1											
Ηνωμένο Βασίλειο	0,24	-0,19	-0,10	-0,03	-0,24	-0,06	0,11	-0,13	-0,19	1										
ΗΠΑ	-0,05	-0,01	0,19	-0,33	-0,40	-0,07	-0,25	-0,22	-0,32	-0,25	1									
Διαφοροποιημένα	0,01	-0,09	0,23	-0,03	-0,03	-0,10	-0,02	-0,06	0,02	-0,04	0,18	1								
Τομέας Υγείας	-0,08	-0,08	-0,21	0,01	0,29	-0,04	0,02	0,11	0,23	0,12	-0,40	-0,34	1							
Ξενοδοχεία	0,21	-0,07	0,05	0,00	-0,26	0,13	-0,05	-0,03	-0,12	0,19	0,00	-0,09	-0,10	1						
Βιομηχανικές εγκαταστάσεις	0,00	0,04	0,09	-0,11	-0,09	0,11	0,03	-0,02	-0,17	0,08	0,04	-0,09	-0,03	-0,18	1					
Γραφεία	0,18	0,13	0,15	-0,16	-0,34	0,16	-0,15	-0,09	-0,13	-0,14	0,20	-0,24	-0,31	-0,20	-0,03	1				
Υπόλοιπη αγορά	-0,25	0,16	-0,01	0,01	0,33	0,09	-0,33	0,10	0,30	-0,09	-0,13	-0,08	0,26	-0,28	-0,08	-0,13	1			
Κατοικίες	0,00	0,03	-0,12	0,03	0,04	0,05	0,08	0,04	-0,12	0,09	-0,16	-0,36	0,08	-0,06	0,03	-0,09	0,00	1		
Λιανεμπόριο	-0,23	-0,16	-0,44	0,19	0,37	-0,16	0,09	0,01	0,21	0,02	-0,23	-0,27	0,31	-0,20	-0,12	-0,40	0,07	-0,16	1	
Ανάπτυξη	0,17	0,20	0,06	0,17	-0,27	0,10	-0,19	0,09	-0,18	0,06	0,06	-0,17	0,00	0,07	-0,19	0,11	-0,20	-0,14	0,04	1
Μέγεθος	0,27	0,09	0,08	-0,19	-0,37	0,03	0,01	-0,20	0,06	0,04	0,17	-0,05	-0,06	-0,01	-0,14	0,12	0,05	0,18	-0,15	0,02

Σημείωση: Οι αμιγείς παράγοντες είναι οι παράγοντες χώρας, οι παράγοντες της κατηγορίας του ακινήτου, ένας παράγοντας ανάπτυξης και ένας παράγοντας μέγεθους.

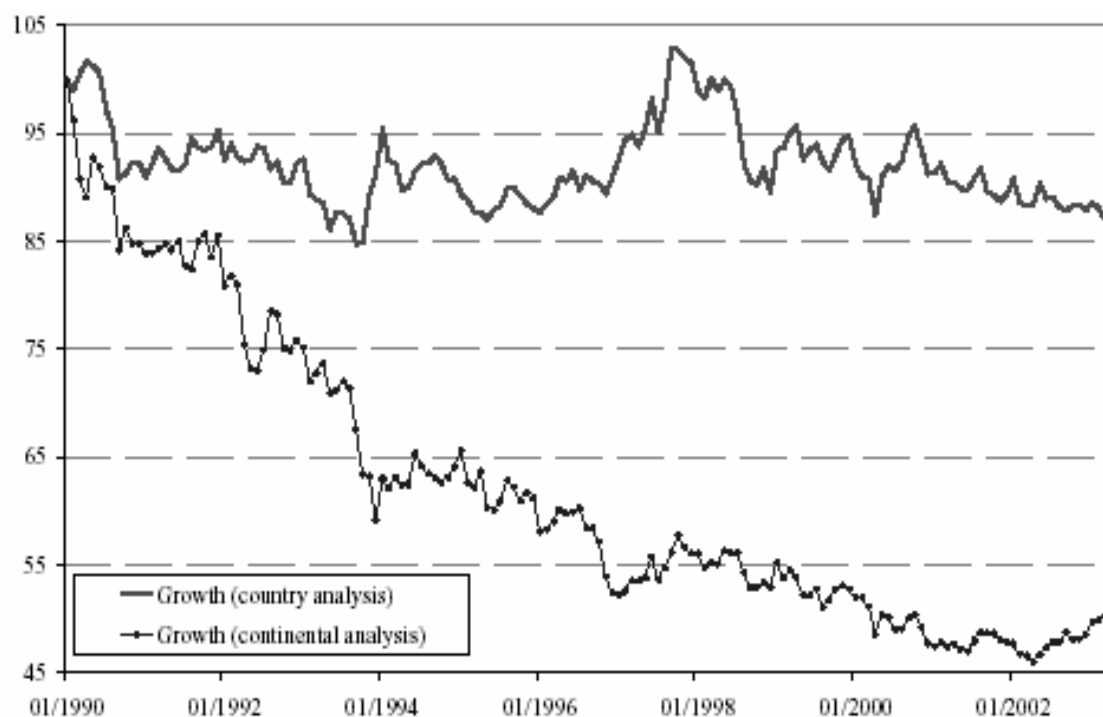
Θα εστιάσω τώρα στις αθροιστικές αποδόσεις για τους διάφορους παράγοντες. Το διάγραμμα 25 απεικονίζει τον δείκτη των αθροιστικών αποδόσεων για τον κοινό παράγοντα και τον αμιγή παράγοντα μεγέθους. Υπάρχει μία έντονη ανοδική τάση στις αθροιστικές αποδόσεις για τον κοινό παράγοντα, με δύο πτώσεις (slumps). Οι αθροιστικές αποδόσεις για τον παράγοντα μεγέθους είναι αρκετά σταθερές μέχρι τα τέλη του 1997 πριν την πτώση τους κατά περισσότερο από 30% (από 116 τον Σεπτέμβριο του 1997 σε 80 τον Απρίλιο του 2003).

Καθώς οι μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι περισσότερο εκτεθειμένες στον συγκεκριμένο παράγοντα από ότι οι μετοχές μικρότερης κεφαλαιοποίησης, θα υποστούν μεγαλύτερη ζημία από αυτήν την πτώση της αξίας. Όπως προαναφέρθηκε, η μέγιστη έκθεση (exposure) στο μέγεθος αφορά τις μετοχές ακίνητης περιουσίας μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης του δείγματος κάθε δεδομένο μήνα (έκθεση στο μέγεθος – size exposure = 1). Η έκθεση (exposure) είναι μικρότερη για τις μετοχές μικρότερης κεφαλαιοποίησης και είναι ακόμα και αρνητική για πολλές μετοχές, καθώς ο μέσος σταθμικός όρος της έκθεσης (exposure) στο μέγεθος είναι εξ αρχής μηδέν.

Διάγραμμα 25: Ο δείκτης των αθροιστικών αποδόσεων του κοινού παράγοντα και του αμιγούς παράγοντα μεγέθους, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.



Διάγραμμα 26: Ο δείκτης των αθροιστικών αποδόσεων του παράγοντα ανάπτυξης κατά χώρες ή ηπείρους, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003.



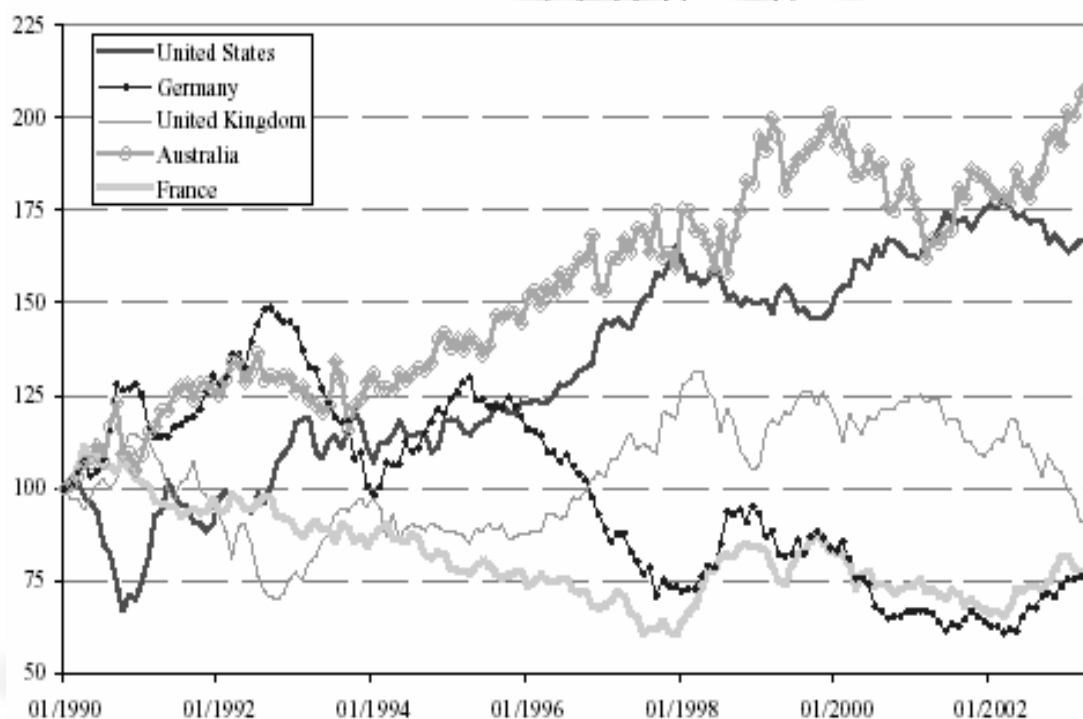
Το διάγραμμα 26 απεικονίζει τον δείκτη των αθροιστικών αποδόσεων για τον παράγοντα ανάπτυξης όταν η ανάλυση βασίζεται αμφότερα στις χώρες και στις ηπείρους. Όταν η ανάλυση πραγματοποιείται χρησιμοποιώντας τους παράγοντες της χώρας (η κύρια μέθοδος που χρησιμοποιείται στο παρόν σύγγραμμα), ο δείκτης σε ορισμένες περιπτώσεις παρουσιάζει μεγάλες διαφοροποιήσεις σε μικρές χρονικές περιόδους.

Για παράδειγμα, ο δείκτης πέφτει κατά 15% μεταξύ του Φεβρουαρίου του 1990 και του Σεπτεμβρίου 1993, έπειτα αυξάνεται κατά 22% πριν την Ασιατική κρίση τον Σεπτέμβριο του 1997 και έπειτα πέφτει και πάλι κατά 13%. Η ανάπτυξη λοιπόν είναι εμφανώς ένας σημαντικός παράγοντας κινδύνου που πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά τον σχηματισμό ενός χαρτοφυλακίου μετοχών ακίνητης περιουσίας.

Θεωρείται ακόμα σημαντικότερος κατά την ηπειρωτική προσέγγιση (π.χ. όταν οι εικονικές μεταβλητές (ή ψευδομεταβλητές) (dummy variables) για τις ηπείρους χρησιμοποιούνται στη θέση των εικονικών μεταβλητών για την κάθε

χώρα). Πολύ συχνά προτιμάται μία τέτοια ανάλυση λόγω του ότι οι ενδοηπειρωτικές συσχετίσεις είναι χαμηλότερες από τις συσχετίσεις κατά χώρες. Η πτώση του δείκτη ανάπτυξης κατά περισσότερο από 50% είναι μία σαφής ένδειξη ότι θα πρέπει να δίδεται ιδιαίτερη προσοχή κατά την εφαρμογή της ηπειρωτικής στρατηγικής, καθώς μία τέτοια στρατηγική εμπεριέχει έκθεση (exposure) σε ένα παράγοντα ανάπτυξης υψηλού κινδύνου.

Διάγραμμα 27: Ο δείκτης των αθροιστικών αποδόσεων για τους αμιγείς παράγοντες της χώρας, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003. Σημείωση: Οι αθροιστικές αποδόσεις των αμιγών παραγόντων της χώρας αναφέρονται για τις πέντε χώρες με την μεγαλύτερη τιτλοποιημένη κεφαλαιοποίηση της αγοράς ακίνητης περιουσίας (τις Ηνωμένες Πολιτείες, την Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Αυστραλία και την Γαλλία).

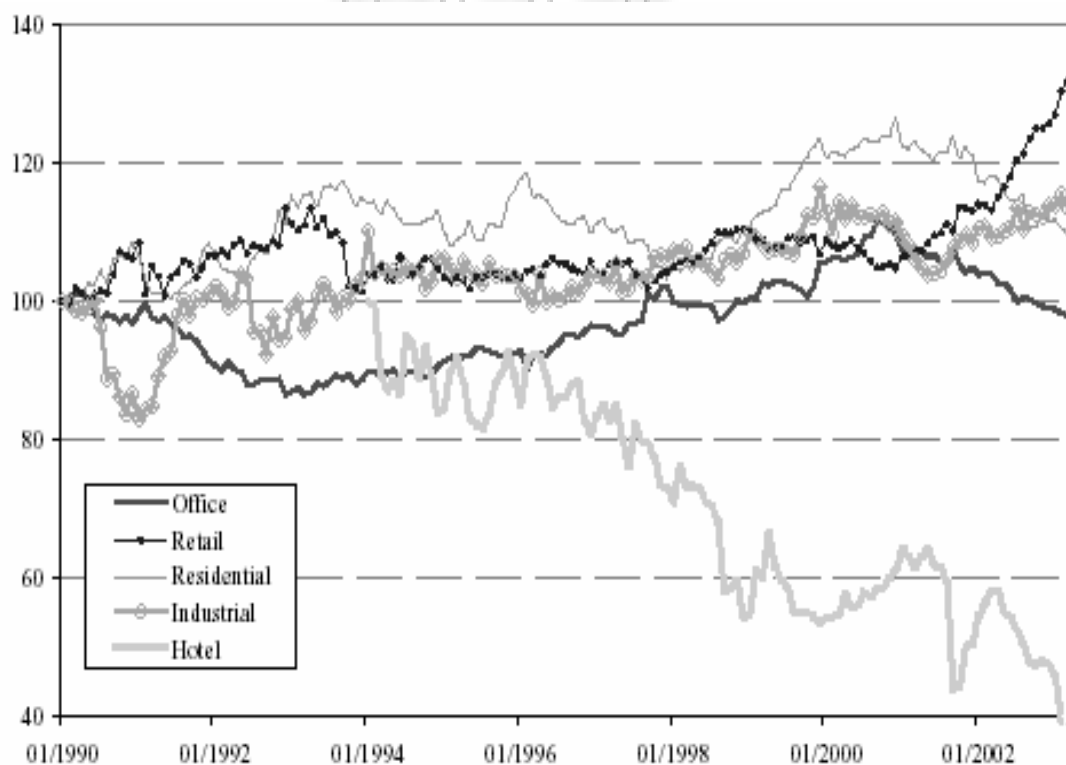


Το διάγραμμα 27 παρουσιάζει τις αθροιστικές αποδόσεις για τους αμιγείς παράγοντες της χώρας για τις πέντε χώρες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Οι διαφορές μεταξύ των χωρών είναι σημαντικές παρά το γεγονός ότι παράγοντες όπως η κατηγορία του ακινήτου, η ανάπτυξη και το μέγεθος έχουν ελεγχθεί.

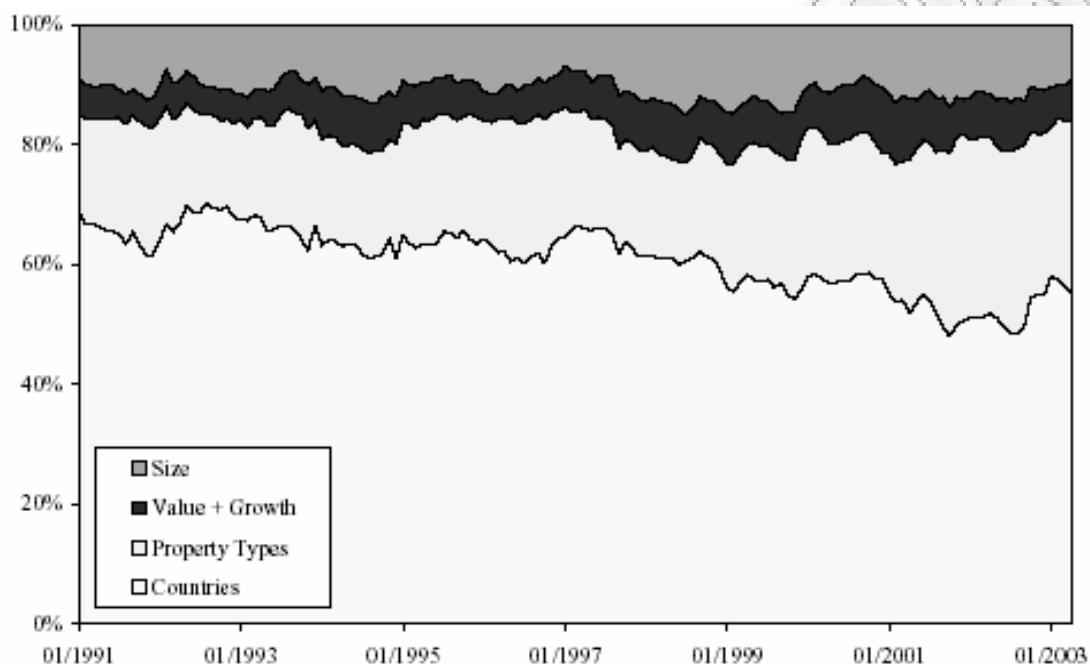
Το διάγραμμα 28 που ακολουθεί, απεικονίζει τις αθροιστικές αποδόσεις των αμιγών παραγόντων της κατηγορίας του ακινήτου για τις πέντε κατηγορίες των ακινήτων (γραφεία, λιανεμπόριο, βιομηχανικές εγκαταστάσεις και ξενοδοχεία).

Πάλι, οι διαφορές μεταξύ των κατηγοριών των ακινήτων είναι ουσιαστικές. Η κατηγορία των γραφείων δείχνει μία καθαρή θετική τάση από τον Δεκέμβριο του 1992 έως τον Σεπτέμβριο του 2000, αλλά ο δείκτης απόδοσης μειώνεται κατά 13%. Κατά την τελευταία περίοδο ο αμιγής παράγοντας λιανεμπορίου έχει αυξηθεί πέραν του 25%.

Διάγραμμα 28: Ο δείκτης των αθροιστικών αποδόσεων για τους αμιγείς παράγοντες του ακινήτου, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003. Σημείωση: Αναφέρονται οι αθροιστικές αποδόσεις των παραγόντων της κατηγορίας του ακινήτου για τις πέντε ακόλουθες κατηγορίες ακινήτων: γραφεία, λιανεμπόριο, κατοικίες, βιομηχανικές εγκαταστάσεις και ξενοδοχεία.



Διάγραμμα 29: Μέσες απόλυτες αποδόσεις για κάθε παράγοντα ως ποσοστό του αθροίσματος των απόλυτων αποδόσεων, Φεβρουάριος 1990-Απρίλιος 2003 (12μηνιαία μετακίνηση κατά μέσο όρο). Σημείωση: Η σημαντικότητα των μέσων απόλυτων αποδόσεων των αμιγών παραγόντων της χώρας, της κατηγορίας του ακινήτου, του μεγέθους, της ανάπτυξης και της αξίας ως ποσοστό του αθροίσματος των απόλυτων αποδόσεων.



Έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον να αναλύσω την σημαντικότητα των μέσων απόλυτων αποδόσεων της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της αγοράς για τους αμιγείς παράγοντες της χώρας, της κατηγορίας του ακινήτου, του μεγέθους, της ανάπτυξης και της αξίας ως ένα ποσοστό του συνόλου των συγκεκριμένων απόλυτων αποδόσεων. Η σχετική σημαντικότητα του κάθε παράγοντα απεικονίζεται στο διάγραμμα 29.

Ο (σταθμισμένος) μέσος αμιγής παράγοντας της χώρας εμφανίζεται να είναι ο πλέον σημαντικός παράγοντας, αλλά η σημαντικότητά του μειώνεται ελαφρά κατά την διάρκεια της περιόδου. Ο παράγοντας της κατηγορίας του ακινήτου είναι λιγότερο σημαντικός, αλλά η σημαντικότητά του αυξάνεται κατά την διάρκεια της περιόδου. Ο παράγοντας μεγέθους είναι ο τρίτος πιο σημαντικός

παράγοντας και δεν εμφανίζει καμία τάση κατά την διάρκεια της περιόδου. Η ανάπτυξη και η αξία αναλογούν στο πέραν του 9% του συνόλου των απόλυτων αποδόσεων (ο συγκεκριμένος αριθμός φτάνει στο ύψος του 20% όταν η ανάλυση διεξάγεται βάσει των ηπείρων).

Ως εκ τούτου, είναι εμφανής η ύπαρξη ενός παράγοντα αξίας / ανάπτυξης στα χρεόγραφα ακίνητης περιουσίας και ο παράγοντας αυτός πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά τον σχηματισμό των χαρτοφυλακίων μετοχών ακίνητης περιουσίας. Κατά την διεξαγωγή της προαναφερόμενης ανάλυσης, συμπεριλαμβανομένου του ειδικού παράγοντα (specific factor), αποδεικνύεται ότι ο συγκεκριμένος παράγοντας αντιστοιχεί περίπου στο 50% των απολύτων αποδόσεων. Αυτό καταδεικνύει ότι η επιλογή των μετοχών παραμένει ένα πολύ σημαντικό θέμα κατά τον σχηματισμό χαρτοφυλακίων χρεογράφων ακίνητης περιουσίας, αλλά επίσης ότι επιπρόσθετοι παράγοντες μπορεί να είναι ικανοί να εξηγήσουν τις κατά τμήματα αποδόσεις των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας. Το θέμα αυτό διερευνάται στον ακόλουθο τομέα.

Επιπρόσθετοι παράγοντες

Αν και τα δεδομένα που περιλαμβάνονται στην βάση δεδομένων GPR, μαζί με τους συντελεστές στάθμισης αξίας / ανάπτυξης της βάσης δεδομένων SSB, εξηγούν τα περισσότερα από τα αποτελέσματα που σχετίζονται με τα χαρακτηριστικά των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας, επιπρόσθετοι παράγοντες είναι δυνατόν να επηρεάζουν τις αποδόσεις τους.

Παραδείγματα τέτοιων παραγόντων είναι το φορολογικό καθεστώς, καθώς και μακροοικονομικοί παράγοντες όπως οι μεταβλητές που σχετίζονται με το επιτόκιο. Στις παρατηρήσεις μου, η επίδραση των συγκεκριμένων χαρακτηριστικών δεν περιλαμβάνεται απαραίτητα στην συγκεκριμένη απόδοση (specific return).

Πράγματι, τα χαρακτηριστικά των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία που σχετίζονται με μία συγκεκριμένη χώρα θα περιλαμβάνονταν στον αμιγή παράγοντα της χώρας. Για παράδειγμα, αυτό ισχύει στην περίπτωση του

φορολογικού καθεστώτος, το οποίο εφαρμόζεται σε όλες τις εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία σε μία δεδομένη χώρα. Εάν έχει παραλειφθεί κάποιο χαρακτηριστικό των χρεογράφων ακίνητης περιουσίας που σχετίζεται με τα χαρακτηριστικά ανάπτυξης ή μεγέθους, τότε θα έχει εντοπισθεί από τους συγκεκριμένους παράγοντες.

Ο συγκεκριμένος παράγοντας θα εντοπίσει οποιεσδήποτε περαιτέρω επιδράσεις καθώς και το πραγματικό συγκεκριμένο συστατικό (true specific component). Στο συγκεκριμένο τομέα, αναλύω κατά πόσο είναι εφικτό να εξάγουμε ένα επιπρόσθετο παράγοντα από το συγκεκριμένο συστατικό που υπολείπεται, αφού έχω λάβει υπόψη τον κοινό παράγοντα και τους αμιγείς παράγοντες της χώρας, της κατηγορίας του ακινήτου, της ανάπτυξης και του μεγέθους. Για τον συγκεκριμένο σκοπό, χρησιμοποιώ την ανάλυση συστάδων.

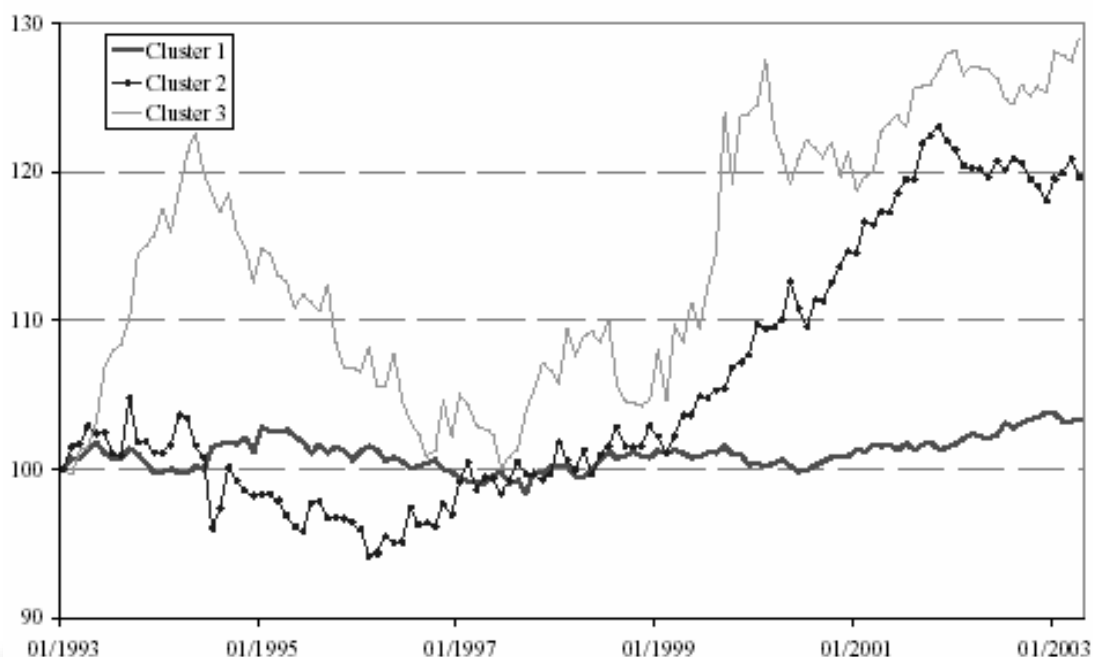
Ο αλγόριθμος συστάδων που χρησιμοποιείται στην συγκεκριμένη ανάλυση μπορεί να συνοψιστεί ως ακολούθως: k - σημαίνει ότι η συσταδοποίηση εφαρμόζεται.

Ο συσταδικός αλγόριθμος (cluster algorithm) που χρησιμοποιήθηκε στη συγκεκριμένη μελέτη μπορεί να συνοψιστεί ως ακολούθως: k - σημαίνει ότι η συσταδοποίηση εφαρμόζεται επαναληπτικά στο N -επί- $(T = 36)$ σύνολο δεδομένων των λογαριθμικών αποδόσεων του ενεργητικού (logarithmic asset returns), έως ότου η μεγαλύτερη ομάδα περιέχει περίπου 50% των παρατηρήσεων. Η πρώτη συστάδα ορίζεται ως Συστάδα 1. Οι δύο επόμενες συστάδες περιέχουν τον δεύτερο και τρίτο μεγαλύτερο αριθμό παρατηρήσεων αντιστοίχως.

Η τελική συστάδα (Συστάδα 4) περιέχει τις υπόλοιπες παρατηρήσεις και είναι πιθανόν η ομάδα με την μικρότερη ομοιογένεια. Έπειτα η περίοδος εκτίμησης μετακινείται μπροστά κατά 12 μήνες, ενώ χρησιμοποιώ τους 24 επικαλυπτόμενους μήνες (overlapping months) για να εξασφαλίσω ότι μετρώντας τη συσχέτιση των αποδόσεων του εκτιμημένου παράγοντα, οι Συστάδες 2 και 3 αντιστοιχούν με τις ίδιες συστάδες της προηγούμενης

περιόδου εκτίμησης. Εφόσον κριθεί απαραίτητο, αντιμεταθέτω τις προσχωρήσεις (membership) των Συστάδων 2 και 3. Με τον τρόπο αυτό, ελαχιστοπώ το ποσοστό των μετοχών που αλλάζουν συστάδες από τον ένα χρόνο στον άλλο και αυτό έχει ως αποτέλεσμα το 40% των μετοχών κατά μέσο όρο να αλλάζει συστάδες κάθε χρόνο.

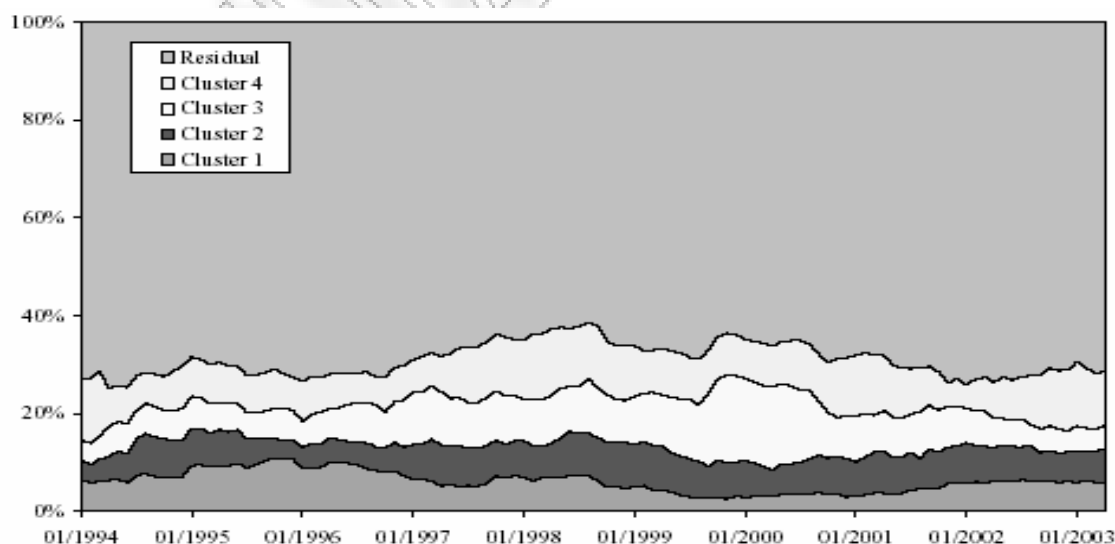
Διάγραμμα 30: Οι αθροιστικές αποδόσεις out-of-sample των πρώτων τριών παραγόντων συστάδων, Φεβρουάριος 1993 - Απρίλιος 2003.
Σημείωση: Το πρώτο έτος των αποδόσεων out-of-sample (02/1993 έως 01/1994) προέρχονται από την ανάλυση συστάδων των αποδόσεων ακίνητης περιουσίας από 02/1990 έως 01/1993. Το μετακινούμενο παράθυρο (rolling window) των 36 μηνών μετακινείται τότε 12 μήνες μπροστά και παρέχει τις αποδόσεις του παράγοντα συστάδων για όλη την περίοδο.



Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στο διάγραμμα 30, το οποίο δείχνει τις αθροιστικές αποδόσεις των παραγόντων των πρώτων τριών συστάδων. Η Συστάδα 4 δεν παρουσιάζεται επειδή είναι μία ετερογενής συστάδα που περιέχει τις υπόλοιπες παρατηρήσεις. Δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι η Συστάδα 1 δείχνει μικρή μεταβλητότητα με την πάροδο του χρόνου. Επίσης είναι πιθανότατα η λιγότερο ενδιαφέρουσα συστάδα για ανάλυση, επειδή

λόγω σχηματισμού περιέχει τις περισσότερες παρατηρήσεις. Η Συστάδα 2 είναι ξεκάθαρα η πιο μεταβλητή και οι αποδόσεις της είναι σημαντικές από οικονομικής πλευράς: για παράδειγμα, αυξάνεται πάνω από 30% από τον Φεβρουάριο του 1996 έως τον Οκτώβριο του 2001. Η Συστάδα 3 είναι πιο μεταβλητή, με μία απότομη πτώση σχεδόν 20% στα μέσα της δεκαετίας του 1990 και μία απότομη άνοδο από εκεί και έπειτα. Είναι εμφανές ότι οι σχηματισμένες συστάδες συμπεριφέρονται διαφορετικά. Από πλευράς διαχείρισης του χαρτοφυλακίου, είναι σημαντικό να καταμετρήσω τον κίνδυνο είτε από υπερέκθεση (overexposed) ή υπό-έκθεσης (underexposed) στους συγκεκριμένους παράγοντες σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο αναφοράς. Ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου, ο οποίος, μεταξύ Μαΐου 1994 και Ιουνίου 1997, θα είχε επιλέξει κατά τύχη και χωρίς ο ίδιος να το γνωρίζει μετοχές που ανήκουν στην Συστάδα 3, θα μείωνε σημαντικά την απόδοση του χαρτοφυλακίου του. Αυτό είναι πολύ σημαντικό αν και είναι δύσκολο να αποδώσεις μία οικονομική «ετικέτα» («label») σε έναν παράγοντα συστάδας (cluster factor).

Διάγραμμα 31: Οι μέσες απόλυτες αποδόσεις για κάθε παράγοντα συστάδας και για τις υπολειπόμενες αποδόσεις (residual returns) ως ποσοστό των συνολικών απόλυτων αποδόσεων, Φεβρουάριος 1994 – Απρίλιος 2003 (12μηνος μέσος όρος μετακίνησης).



Σημείωση: Η υπολειπόμενη απόδοση κάθε μετοχής ορίζεται ως συγκεκριμένη απόδοση, από την οποία αφαιρούνται οι αποδόσεις των παραγόντων συστάδων.

Τελικά, για να αξιολογήσω την οικονομική σημαντικότητα της παραπάνω μεθοδολογίας, παρουσιάζω στο διάγραμμα 31 τη σχετική σημαντικότητα της απόλυτης απόδοσης των τεσσάρων παραγόντων συστάδων, καθώς και το απόλυτο μη εξηγήσιμο κατάλοιπο (residual), ως ποσοστό του συνόλου. Το 30% με 40% του συνόλου εξηγείται με τις αποδόσεις των τεσσάρων παραγόντων συστάδων. Δεν είναι ένας τυπικός έλεγχος, αλλά ρίχνει μερικό φως στο τι θα μπορούσε να αναμένει ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου, που αξιολογείται βάσει του χαρτοφυλακίου αναφοράς, εφαρμόζοντας μία απόδοση συστάδων των συγκεκριμένων αποδόσεων: Το ένα τρίτο του ειδικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου εξηγείται με τους παράγοντες συστάδων, ένας κίνδυνος ο οποίος θα μπορούσε να αντισταθμιστεί, βεβαιώνοντας απλώς ότι το χαρτοφυλάκιο έχει την ίδια έκθεση στους παράγοντες συστάδων, όπως και το χαρτοφυλάκιο αναφοράς.

17.6 Συμπεράσματα

Οι ωφέλειες της διεθνούς διαφοροποίησης ακίνητης περιουσίας έχουν τεκμηριωθεί μέσω της βιβλιογραφίας, αν και σε μικρότερο βαθμό από ότι για τις κοινές μετοχές. Ενώ είναι σημαντικό να αναγνωρίσουμε τα πλεονεκτήματα της διαφοροποίησης κατά χώρες, θα ήταν τουλάχιστον εξ ίσου σημαντικό να απομονώσουμε την επίδραση των διαφόρων παραγόντων στις αποδόσεις των διεθνών χρεογράφων ακίνητης περιουσίας.

Ένας χαμηλός συντελεστής συσχέτισης κατά χώρες μεταξύ χρεογράφων ακίνητης περιουσίας σε δύο χώρες για παράδειγμα, θα μπορούσε να οφείλεται στο γεγονός ότι οι μετοχές ακίνητης περιουσίας και στις δύο χώρες διαφέρουν αναφορικά με τις κατηγορίες του ακινήτου στις οποίες επενδύουν οι εταιρείες, αλλά επίσης αναφορικά και με άλλους παράγοντες όπως το μέγεθος, η αξία / ανάπτυξη ή οποιαδήποτε υπολειπόμενη επίδραση. Χρησιμοποιώ περιορισμένες παλινδρομήσεις κατά τμήματα για να διαχωρίσω έναν κοινό παράγοντα και τις αμιγείς επιδράσεις της χώρας, της κατηγορίας του ακινήτου, του μεγέθους και της αξίας/ ανάπτυξης.

Έχει αποδειχθεί ότι οι παράγοντες για την κάθε χώρα κυριαρχούν των παραγόντων της κατηγορίας του ακινήτου, αλλά υπάρχουν και άλλοι εξ ίσου σημαντικοί παράγοντες. Αυτό συμβαίνει στην περίπτωση του παράγοντα μεγέθους και του παράγοντα αξίας / ανάπτυξης, αλλά ακόμα και αν εξηγηθούν όλοι αυτοί οι παράγοντες, οι στατιστικοί παράγοντες που καθορίζονται μέσω της ανάλυσης συστάδων εμφανίζονται ως παράγοντες που επεξηγούν τις αποδόσεις των διεθνών χρεογράφων ακίνητης περιουσίας.

Ο αμιγής παράγοντας αξίας/ ανάπτυξης χρίζει ιδιαίτερης προσοχής καθώς δεν έχει εξεταστεί ξανά στην βιβλιογραφία. Διαπιστώνω ότι η αξία / ανάπτυξη παρουσιάζει ουσιαστικά επίπεδα μεταβλητότητας, τα οποία είναι πολύ υψηλότερα από ότι για μερικούς από τους παράγοντες κατηγορίας του ακινήτου και επομένως μη λαμβάνοντας υπόψη την έκθεση του χαρτοφυλακίου στον συγκεκριμένο παράγοντα ενέχει υψηλό κίνδυνο. Ο παράγοντας αξίας / ανάπτυξης παίζει ακόμα σημαντικότερο ρόλο όταν η διαφοροποίηση διεξάγεται κατά ηπείρους, παρά κατά χώρες. Μη λαμβάνοντας επομένως υπόψη τον παράγοντα αξίας / ανάπτυξης ενέχει πολύ περισσότερο κίνδυνο όταν εφαρμόζεται η ηπειρωτική στρατηγική.

Όσον αφορά τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου, είναι σημαντικό να αναγνωρίσω τη σημαντικότητα, όχι μόνον των παραγόντων για την κάθε χώρα (σε αντίθεση με τους ηπειρωτικούς παράγοντες), αλλά και των υπόλοιπων παραγόντων που αναλύθηκαν ανωτέρω και συγκεκριμένα την αξία / ανάπτυξη και τους παράγοντες συστάδων. Η μεταβλητότητα των συγκεκριμένων παραγόντων είναι τέτοια που ένας διαχειριστής που με αμέλεια/απρόσεχτα υπέρ ή υπό-εκθέτει το χαρτοφυλάκιο του στους συγκεκριμένους παράγοντες, σχετικά με το χαρτοφυλάκιο αναφοράς, αναλαμβάνει έναν πολύ υψηλό κίνδυνο. Είναι πολύ σημαντικό να ελέγχεται η έκθεση του χαρτοφυλακίου στους συγκεκριμένους παράγοντες ειδικότερα όταν χρησιμοποιείται η ηπειρωτική προσέγγιση, παρά όταν χρησιμοποιείται η προσέγγιση κατά χώρες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 18

Πώς επιδρούν στα REITs αναπάντεχες μεταβολές των μακροοικονομικών δεδομένων

18.1 Σύνοψη

Έως σήμερα, υπήρξε σημαντικό ενδιαφέρον ως προς την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των αποδόσεων των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και ως προς τον βαθμό σημαντικότητας της κατάστασης των βασικών μεταβλητών. Σύμφωνα με άρθρο των BRADLEY T. EWING ΚΑΙ JAMES E. PAYNE, εφαρμόζοντας την πρόσφατα αναπτυχθείσα τεχνική της γενικευμένης ανάλυσης κρουστικής απόκρισης (generalized impulse response analysis), καταγράφεται η επίδραση στις αποδόσεις των REITs που ασκούν απρόβλεπτες αλλαγές σε μεταβλητές, όπως η πραγματική αύξηση της παραγωγής, ο πληθωρισμός, ο κίνδυνος χρεοκοπίας (default risk premium) και η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Η γενικευμένη μέθοδος κρουστικής απόκρισης δεν επιβάλλει εκ των προτέρων περιορισμούς στους ρόλους που οι συγκεκριμένες μεταβλητές διαδραματίζουν κατά την διαδικασία της μεταβίβασης. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν την έκταση και το μέγεθος της σχέσης μεταξύ των REITs και των μακροοικονομικών μεταβλητών. Συγκεκριμένα, εντοπίζω ότι διαταραχές στην νομισματική πολιτική, στην οικονομική ανάπτυξη και στον πληθωρισμό οδηγούν σε χαμηλότερες του αναμενόμενου αποδόσεις, ενώ αντιθέτως, διαταραχές στις απαιτούμενες αποδόσεις λόγω του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium) σχετίζονται με υψηλότερες μελλοντικές αποδόσεις.

18.2 Εισαγωγή

Κατά τα τελευταία έτη, το ενδιαφέρον για τις αποδόσεις των αγορών ακινήτων και των REITs είναι ιδιαίτερα υψηλό (Chandrashekar, 1999). Η επιρροή που οι μακροοικονομικές μεταβλητές ασκούν στις αγορές ακινήτων και στις αποδόσεις των επενδυτικών εταιρειών ακινήτων διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις στρατηγικές διαχείρισης κινδύνου των συμμετεχόντων στην χρηματοπιστωτική αγορά. Συγκεκριμένα, ένας αριθμός συγγραμμάτων στηρίζει την συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των διαφόρων ακινήτων περιουσιακών στοιχείων της αγοράς (assets) και των μακροοικονομικών μεταβλητών (π.χ. Chen et al. 1986, Mc Cue and Kling, 1994, Thorbecke, 1997, Chen et al. 1997,1998). Εν τούτοις, το μεγαλύτερο μέρος της συγκεκριμένης έρευνας εστιάζει στην καταγραφή της κατάστασης των βασικών μεταβλητών, στον καθορισμό των ιδιαίτερα σημαντικών παραγόντων (Chen et al. 1997,1998, Chandrashekar, 1999, Naranjo and Ling, 1997) και στην αξιολόγηση της αποδοτικότητας (π.χ. Brueggeman et al., 1992, Peterson and Hseh 1997).

Οι Mc Cue και Kling (1994) διερευνούν την δυναμική των χρονοσειρών των αποδόσεων των REITs, υπολογίζοντας τα μοντέλα Διανυσματικής Αυτοπαλινδρόμησης (Vector Autoregression) που αποτυπώνουν την επιρροή τεσσάρων μακροοικονομικών μεταβλητών στις αποδόσεις των REITs και συγκεκριμένα τις τιμές, τα ονομαστικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια, την αποδοτικότητα και τις επενδύσεις. Εν τούτοις, όπως επισημαίνουν οι Karolyi και Sanders (1998), ο κίνδυνος χρεοκοπίας (default risk) αποτελεί σημαντική μεταβλητή για την κατανόηση των αποδόσεων των REITs. Ως εκ τούτου, διευρύνεται το έργο των Mc Cue και Kling (1994) σχετικά με τις χρονοσειρές επιρροής της μακροοικονομίας στις αποδόσεις των REITs στα εξής τρία επίπεδα. Πρώτον, εξετάζω την επίπτωση των απαιτούμενων αποδόσεων λόγω κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium) στις αποδόσεις των REITs. Δεύτερον, ακολουθώντας την εργασία των Jensen et al (1996), επεξηγώ την επιρροή των διαταραχών της νομισματικής πολιτικής μαζί με τις μεταβλητές που αντανάκλουν τις συνθήκες των κυκλικών οικονομικών κυμάνσεων στις αποδόσεις των REITs. Τρίτον για την καταστρατήγηση «της υπόθεσης της

ορθογωνιότητας» και της ανταποκρινόμενης μεταβλητής αποδόσεων εξαιτίας της διάταξης των μεταβλητών στα μοντέλα Διανυσματικής Αυτοπαλινδρόμησης, εφαρμόζω τις συναρτήσεις της γενικευμένης κρουστικής απόκρισης (generalized impulse response), όπως αναπτύχθηκαν από τους Pesaran και Shin (1998) και Koop et al. (1996).

Η συγκεκριμένη μεθοδολογία έχει δύο πλεονεκτήματα σε σχέση με την τυπική ανάλυση κρουστικής απόκρισης. Δεν προϋποθέτει την ύπαρξη θεωρητικού πλαισίου για την διάταξη (ordering) και καθ' αυτόν τον τρόπο ο ερευνητής δεν δεσμεύεται ως προς την επιλογή της διάταξης των μεταβλητών. Η συγκεκριμένη μεθοδολογία παρέχει ουσιαστική ερμηνεία των αρχικών διαταραχών, κάτι το οποίο εκλείπει από της παραδοσιακές μεθοδολογίες και που φυσικά κρίνεται ουσιώδες για την περαιτέρω ανάλυση των οικονομικών αγορών, εκεί όπου οι πληροφορίες μεταδίδονται ταχύτατα.

Εστιάζω σε τέσσερις θεμελιώδεις μεταβλητές που φαίνεται να επηρεάζουν τα κεφάλαια απόδοσης (assets returns). Η επιλογή των μακροοικονομικών μεταβλητών βασίσθηκε σε προηγούμενα ερευνητικά ευρήματα όπου η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής, ο πληθωρισμός, ο κίνδυνος χρεοκοπίας (default risk) και η πραγματική οικονομική δραστηριότητα θεωρούνται ως σημαντικές βασικές μεταβλητές για την αξιολόγηση κεφαλαιακών και μερισματικών αποδόσεων των REITs.

Η σχέση μεταξύ ενός δείκτη τιμών των REITs και ενός εκάστου εκ των μακροοικονομικών παραγόντων, διερευνάται μέσω ενός μοντέλου VAR των πέντε συναρτήσεων. Μαζί με τις παραμέτρους που υπολογίζονται από το μοντέλο VAR, οι συναρτήσεις της γενικευμένης κρουστικής απόκρισης επιτρέπουν την συγκριτική αντιπαράθεση των επιδράσεων από απροσδόκητες αλλαγές επί των μακροοικονομικών παραγόντων στις αγορές των REITs. Συγκεκριμένα, εφαρμόζονται οι πρόσφατες οικονομετρικές τεχνικές ανάλυσης της γενικευμένης κρουστικής απόκρισης (Koop et al. 1996, Pesaran και Shin 1998).

Κάθε καινοτομία σε οποιοδήποτε μεταβλητή μπορεί να ερμηνευθεί ως (απροσδόκητη) οικονομική είδηση (economic news). Σε παλαιότερη εργασία τους, οι Flemming και Remolona (1999) διαπίστωσαν ότι οι αντιδράσεις στις αγορές ομολόγων εξαρτώνται από τις απροσδόκητες παραμέτρους μιας συγκεκριμένης μακροοικονομικής ανακοίνωσης. Εμφανώς, οι εμπορικοί οίκοι, οι συμμετέχοντες στην οικονομία της αγοράς, τα νοικοκυριά και κατ' επέκταση η αγορά των REITs μπορεί να επηρεασθούν από οποιαδήποτε μετατροπή των ανώτερων μεταβλητών. Η γνώση του τι προκαλεί τις μετατροπές των αποδόσεων των REITs και για πόσο χρονικό διάστημα θα διαρκέσουν οι όποιες διαταράξεις (shocks), μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο ενδιαφέροντος για τους επαγγελματίες του χώρου, τις επενδυτικές εταιρείες ακινήτων και τους ακαδημαϊκούς.

Τα ανωτέρω ενισχύονται και από το γεγονός ότι ενώ η αγορά των REITs είναι μια αγορά μοναδική μεν, αλλά με κοινά χαρακτηριστικά με την ευρύτερη αγορά ακινήτων, παρόλα αυτά διατηρεί και στοιχεία που συναντάμε στα χρηματιστήρια. Συγκεκριμένα, οι Chen et al. (1998 σλ.270) επισημαίνουν ότι σύμφωνα με την χρηματοοικονομική βιβλιογραφία τα REITs όταν συγκρίνονται με τις κοινές μετοχές μπορεί να «αποκτήσουν» ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κινδύνου / απόδοσης (risk/return characteristics). Μια επιπλέον απόδειξη για τη σημαντικότητα της μελέτης των αποδόσεων των REITs κατά τον Chandrashekar (1999, σλ 111) είναι ότι «οι μετοχές των REITs μπορεί να παίξουν σημαντικό ρόλο στις στρατηγικές ενός δυναμικού επιμερισμού κεφαλαίων».

18.3 Μακροοικονομικοί παράγοντες και η αγορά των REITs

Κατά την επιλογή των μακροοικονομικών παραγόντων για την ανάλυση, δανείστηκα από τη βιβλιογραφία που μελέτησα, τη σχέση μεταξύ των χρηματιστηριακών αποδόσεων, των αποδόσεων της αγοράς ακινήτων και των μακροοικονομικών παραγόντων. Για παράδειγμα, οι He και Ng (1994) διαπίστωσαν ότι αρκετά μέτρα που λαμβάνονται για μακρο-κινδύνους (macro risk) είναι σημαντικά εφόσον διερευνούν τις σχέσεις μεταξύ των βασικών παραμέτρων της αγοράς, των οικονομικών δυνάμεων και της αγοράς του

χρηματιστηρίου. Το σύγγραμμα όμως των Chen et al. (1986) είναι το βασικότερο για το συγκεκριμένο θέμα. Συγκεκριμένα, διερευνώ πως οι αποδόσεις των REITs αντιδρούν στις απρόβλεπτες αλλαγές σε μεταβλητές, όπως η πραγματική αύξηση της παραγωγικότητας, ο πληθωρισμός, ο κίνδυνος χρεοκοπίας (default risk premium) και η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Σε συγκεντρωτικό επίπεδο, η κατάσταση των κυκλικών κυμάνσεων της οικονομίας – εάν η οικονομία βρίσκεται σε περίοδο ανάπτυξης ή ύφεσης – επηρεάζει το επίπεδο δραστηριοτήτων των αγορών ακινήτων και των REITs. Μία σταθερής ανάπτυξης εύρωστη οικονομία μπορεί κάλλιστα να συμβαδίζει με μία εύρωστη αγορά ακινήτων. Παρόλα αυτά, απροσδόκητες αλλαγές στην παραγωγικότητα και την αποδοτικότητα δύναται να προκαλέσει χαμηλότερες αποδόσεις στην αγορά ακινήτων (Mc Cue και Kling 1994, Naranjo και Ling 1997).

Για παράδειγμα, εάν οι διαταράξεις στην αποδοτικότητα σηματοδοτήσουν μελλοντικό πληθωρισμό και αύξηση των επιτοκίων από την Κεντρική Τράπεζα για την εκτόνωση της πίεσης των τιμών, τότε η αγορά ακινήτων μπορεί να αντιδράσει αρνητικά σχετικά με τις προβλεπόμενες εκτιμήσεις για υψηλότερες μελλοντικά τιμές και δαπάνες δανεισμού. Επιπρόσθετα, εάν οι επενδυτές αναμένουν καλύτερη συμπεριφορά των μετοχών μετά από θετικές περιόδους διαταραχής στην αποδοτικότητα (output shock) που σχετίζεται με την αγορά ακινήτων, τότε πιθανόν να υπάρξει αντικατάσταση των REITs και των μετοχικών κεφαλαίων, με τις αποδόσεις των REITs να πέφτουν στην διάρκεια της διαδικασίας.

Ο πληθωρισμός επηρεάζει τις τιμές εισροών και εκροών και ως εκ τούτου επιδρά στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων και στην αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Το αναμενόμενο ποσοστό πληθωρισμού επηρεάζει το πραγματικό κόστος δανειοδότησης (cost of borrowing) και την πραγματική απόδοση δανεισμού (lending), επηρεάζοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τους ισολογισμούς των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Ακόμα, ο μη αναμενόμενος πληθωρισμός με τη δημιουργία αβεβαιότητας και αστάθειας

στις αλλαγές των τιμών, πιθανόν να επιδράσει αποτρεπτικά για τις συμβάσεις και να μεταβάλλει τις οικονομικές δραστηριότητες. Οι Stokes και Neuburger (1998) παρέχουν εμπειρικά αποδεικτικά στοιχεία, σύμφωνα με τα οποία ο πληθωρισμός επηρεάζει τις αξίες των ομολόγων και τις τιμές των αποδόσεων, ενώ οι McCue και Kling (1994) και οι Naranjo και Ling (1997) αναγνωρίζουν τον μη αναμενόμενο πληθωρισμό, ως σημαντικό παράγοντα επιρροής των REITs και των αποδόσεων των ακινήτων εμπορικής χρήσης.

Είναι καλά τεκμηριωμένο ότι τόσο οι εταιρικές χρεοκοπίες, όσο και οι αδυναμίες πληρωμών (defaults) αυξάνονται έντονα κατά την διάρκεια της πτωτικής τάσης της οικονομίας (Friedman και Kuttner, 1998). Εάν οι επενδυτές πιστεύουν για επικείμενη πτωτική τάση της οικονομίας, τότε τα επιτόκια υπερημερίας (default rate) θα αυξηθούν, καθώς θα απαιτηθούν υψηλότερα επιτόκια εκεί όπου υπάρχει μεγαλύτερη η πιθανότητα καθυστερήσεων πληρωμών (default).

Οι Jarrow και Turnbull (2000) συσχετίζουν την πιθανότητα καθυστερήσεων πληρωμών με την κατάσταση της οικονομίας. Έτσι οι αυξημένες απαιτούμενες αποδόσεις λόγω του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium) μπορεί να σηματοδοτήσουν μεταστροφές στις προσδοκίες των επενδυτών για την μελλοντική κατάσταση της οικονομίας. Όσο οι επενδυτές θα βρίσκουν τα εταιρικά ομόλογα (corporate bond) και τα μετοχικά κεφάλαια (equity) λιγότερο ελκυστικά, η ζήτηση για άλλα πραγματικά κεφάλαια (assets) θα γίνεται μεγαλύτερη και οι αποδόσεις των REITs και των αγορών ακινήτων θα αυξάνεται.

Εξετάζοντας τα REITs, οι Karolyi και Sanders (1998) κατέληξαν ότι οι αυξημένες απαιτούμενες αποδόσεις λόγω υψηλού κινδύνου (risk premium) της αγοράς ομολόγων, θα απορροφήσουν μεγάλο μέρος από τις παραλλαγές των αποδόσεων. Μεταξύ των άλλων οι Jensen (1996), Thorbecke (1997) και Ewing (2001), διερεύνησαν πως η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής επιδρά στην κεφαλαιαγορά. Η νομισματική πολιτική επηρεάζει τα επιτόκια και τη συνολική ζήτηση. Αλλαγές στα επιτόκια μπορεί να επηρεάσουν τις

πραγματικές αποδόσεις δανεισμού (lending) και το πραγματικό δανειοληπτικό (borrowing) κόστος τουλάχιστον στο εγγύς μέλλον.

Οι Naranjo και Ling (1997) υποστηρίζουν επίσης ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια επιδρούν συστηματικά στις αποδόσεις των REITs. Η εισαγωγή και ενός άλλου βραχυπρόθεσμου επιτοκίου στο μοντέλο θα ήταν πλεονασμός, καθώς έχω ήδη συμπεριλάβει τα επιτόκια που καθορίζει η FED, είναι δε γνωστό ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια κινούνται μαζί. Λαμβάνεται υπόψη ότι αλλαγές στα επιτόκια του αμερικανικού νομίσματος μπορεί να επηρεάσουν τις πραγματικές αποδόσεις της αγοράς ακινήτων και μία σφικτή νομισματική πολιτική πιθανά θα μειώσει τις αποδόσεις των REITs, καθώς το κόστος δανειοδότησης θα αυξάνεται, ενώ θα μειώνεται η ζήτηση στην αγορά ακινήτων (Johnson και Jensen 1999).

18.4 Τα Δεδομένα

Οι διαταραχές στη νομισματική πολιτική, στις απαιτούμενες αποδόσεις λόγω του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium) και στον πληθωρισμό, εξετάζονται κατά την περίοδο του Ιανουαρίου 1980 - Σεπτεμβρίου 2000, ώστε να διερευνηθεί πώς η αγορά των REITs αντιδρά στις μεταβολές των ανωτέρων μακροοικονομικών μεταβλητών. Η επιλογή των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων του δολαρίου, ως κύρια κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, βασίζεται στην εργασία των Bernanke και Blinder (1992), Patelis (1997) Thorbecke (1997) και Ewing (2001a).

Ο σύγχρονος δείκτης (coincident index) επιλέχθηκε ως ο πλέον αντιπροσωπευτικός, σύμφωνα με τον Estrella και Mishkin (1997) και Ewing (2001). Ο δείκτης τιμών καταναλωτή για όλους τους καταναλωτές (P) εντός ενός αστικού περιβάλλοντος είναι ο συντελεστής (measure) του συνολικού επιπέδου τιμών (Park και Ratti 2000). Η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων (rates) εταιρικών ομολόγων χαμηλής στάθμης (Baa) και των ομολόγων του Δημοσίου διάρκειας 10 ετών εφαρμόζεται για την μέτρηση των απαιτούμενων

αποδόσεων λόγω του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium) (βλ. Bernanke και Blinder (1992), Ewing (2001)). Σύμφωνα με τους Clinebell et al.(1996) και άλλους, απαιτείται μία περίοδο ενός μηνός για την ανάλυση. Η σειρά των αγορών ακινήτων (Real Estate Series) αποκτήθηκε από την Εθνική Ένωση Εταιριών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (NAREIT). Ο δείκτης NAREIT αφορά τα μετοχικά κεφάλαια των REITs και βασίζεται στο σύνολο των εσόδων για όλες δημόσιες αγοροπωλησίες των REITs στις ΗΠΑ. Όλες οι μεταβλητές εκτός του επιτοκίου εισάγονται σε φυσικούς λογαρίθμους. Έτσι μηνιαίως, τα δεδομένα αποτελούνται από τα (FF), τους σύγχρονους δείκτες (coincident indicators) (Y), το συνολικό επίπεδο τιμών (P), τις απαιτούμενες αποδόσεις λόγω του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium) (DRP) και το δείκτη τιμών των REITs (R) .

Πίνακας 11

Περιγραφική Στατιστική (περίοδος δείγματος Φεβρουάριος 1980 – Σεπτέμβριος 2000)

	ΔR	ΔP	ΔFF	ΔY	ΔRP
Μεγιστη τιμή	0,0972	0,0138	3,0600	0,0126	2,0371
Ελάχιστη τιμή	-0,1725	-0,0055	-6,6300	-0,0086	1,1600
Μέση τιμή	0,0029	0,0032	- 0,0294	0,0020	2,0224
Μέση Απόκλιση (SD)	0,0360	0,0026	0,7463	0,0030	0,4826

ΔR = αλλαγή στον δείκτη των ΕΕΑΠ

ΔP = αλλαγή στο επίπεδο τιμών

ΔFF = αλλαγή στα

ΔRP = απόδοση κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium)

ΔY = αλλαγή στους σύγχρονους δείκτες (coincident indicators)

Πίνακας 12

Πίνακας Συσχέτισης (περίοδος δείγματος Φεβρουάριος 1980 – Σεπτέμβριος 2000)

	ΔR	ΔP	ΔFF	ΔY	ΔRP
ΔR	1,0000	-	-	-	-
ΔP	- 0,1966	1,0000	-	-	-
ΔFF	- 0,0569	0,0685	1,0000	-	-
ΔY	- 0,0306	- 0,2063	0,3554	1,0000	-
ΔRP	0,1942	- 0,0364	- 0,2194	- 0,2518	1,0000

ΔR = αλλαγή στον δείκτη των ΕΕΑΠ

ΔP = αλλαγή στο επίπεδο τιμών

ΔFF = αλλαγή στα επιτόκια των ομοσπονδιακών κεφαλαίων

ΔRP = απόδοση κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium)

ΔY = αλλαγή στους σύγχρονους δείκτες (coincident indicators)

Τα δεδομένα για τους δείκτες Y , FF , DRP , και P προέρχονται από την βάση δεδομένων της τράπεζας του St. Louis – μέλους του Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ. Η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων ελέγχθηκε με τη χρησιμοποίηση της βιομηχανικής παραγωγής και της απασχόλησης για την αποδοτικότητα, του δείκτη τιμών του καταναλωτή για τρόφιμα και ενέργεια, για το επίπεδο τιμών και του μη δανειακού αποθεματικού για την νομισματική πολιτική (βλ. Strogin 1995). Τα ευρήματα και τα συμπεράσματα απεδείχθησαν ισχυρά ως προς τις συγκεκριμένες αλλαγές.

Προκαταρκτικές αναλύσεις καθόρισαν ότι για την επίτευξη της στασιμότητας των μεταβλητών, απαιτήθηκε πρώτα η μέθοδος της τροποποίησης των πρώτων διαφορών (first-differencing to attain stationarity). Παρόλα αυτά δεν εντοπίστηκε κανένα στοιχείο συνολοκλήρωσης (cointegration). Σε ότι ακολουθεί, χρησιμοποιώ το επίπεδο DRP (default risk premium) και τη μέθοδο των πρώτων διαφορών στους δείκτες Y , FF και R . Ο τελεστής (operator) των πρώτων διαφορών σημειώνεται με Δ . Ο πίνακας 11 παρουσιάζει την περιγραφική στατιστική των μεταβλητών. Ο πίνακας 12 δείχνει ταυτόχρονα τους προβλεπόμενους συντελεστές συσχέτισης (Correlation matrix). Οι μεταβολές στον δείκτη των REITs συσχετίζεται θετικά με τον δείκτη αποδόσεων, λόγω του κινδύνου χρεοκοπίας (DRP) και αρνητικά με τις αλλαγές στα επιτόκια του δολαρίου, στην αποδοτικότητα και στον πληθωρισμό.

Το διάγραμμα 32, που ακολουθεί, παρουσιάζει την μέτρηση της απόδοσης των REITs κατά την περίοδο του δείγματος (sample period).

Διάγραμμα 32: Οι αποδόσεις των REITs

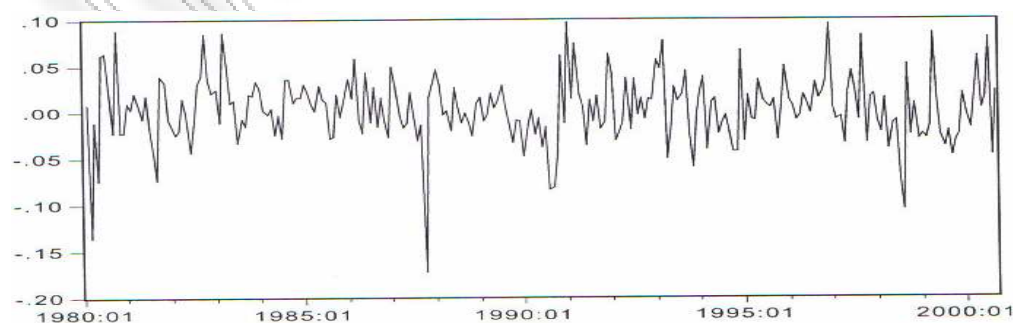


Fig. 1. REIT returns (ΔR) January 1980 – September 2000.

Οι αποδόσεις των REITs φαίνεται να είχαν πέσει δραματικά κατά το χρηματιστηριακό κραχ του 1987 και κατά την περίοδο της ύφεσης του 1990 - 1991. Κατά την περίοδο της οικονομικής ανάκαμψης που ακολούθησε, ανέβηκαν οι αποδόσεις των REITs. Ευρύτατες διακυμάνσεις στις αποδόσεις των REITs εμφανίζονται στην αρχή του δείγματος, την περίοδο που ακολούθησε αμέσως μετά το γνωστό νομισματικό πείραμα της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve) και τη δραματική άνοδο της τιμής του πετρελαίου.

Σίγουρα, η αντίδραση των αγορών των REITs με τις μεταβολές στην κατάσταση της νομισματικής πολιτικής, του πληθωρισμού, του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk) και της αποδοτικότητας, δεν μπορεί να καταγραφεί με κατηγορηματικό τρόπο μέσα από μία επιπόλαιη και βιαστική εξέταση του σχεδιαγράμματος.

Στο μέρος που ακολουθεί, σχολιάζω ένα μοντέλο VAR πέντε συναρτήσεων και τις συναρτήσεις της γενικευμένης κρουστικής απόκρισης, που μου επιτρέπει να διερευνήσω την απόκριση του ΔR στις μη προβλεπόμενες μεταβολές των μακροοικονομικών μεταβλητών.

Μοντέλο VAR και γενικευμένη νεωτεριστική ανάλυση

Οι δυναμικές αναλύσεις των Μοντέλων VAR μπορεί να διεξαχθούν με την χρήση νεωτεριστικών λογιστικών μεθόδων, όπως οι συναρτήσεις κρουστικής απόκρισης. Οι συμβατικές μέθοδοι τέθηκαν υπό αμφισβήτηση διότι τα αποτελέσματα της μεθόδου ανάλυσης της κρουστικής απόκρισης υπόκεινται στην υπόθεση της ορθογωνιότητας και ανάλογα με τη σειρά διάταξης των μεταβλητών στο μοντέλο VAR, μπορεί να διαφοροποιούνται σημαντικά (Lutkenrohl 1991). Αντιπαρέρχομαι του συγκεκριμένου προβλήματος με την εστίαση των προσπαθειών μου στην ανάπτυξη μεθόδων κρουστικής απόκρισης, όπου δεν θα είναι τόσο ευαίσθητοι στη σειρά διάταξης των μεταβλητών στα μοντέλα VAR. Εφαρμόζεται η συνάρτηση της γενικευμένης κρουστικής απόκρισης, όπως αυτή αναπτύχθηκε από τους Pesaran και Shin (1998) και Koop et al (1996).

Οι Pesaran και Shin (1998) περιγράφουν την ανάλυση της γενικευμένης κρουστικής απόκρισης με τον ακόλουθο τρόπο. Εκτενέστεροι σχολιασμοί συμπερασμάτων και περαιτέρω ανάπτυξη της ανάλυσης της γενικευμένης κρουστικής απόκρισης βρίσκω στους Koop et al (1996).

την παράσταση VAR του κινητού μέσου (moving average) στο διηλεκές

$$X_t = \sum_{j=0}^{\infty} A_j u_{t-j}$$

Όπου X_t είναι διάνυσμα $m \times 1$ των μεταβλητών υπό διερεύνηση, $A_j = \Phi_1 A_{j-1} + \Phi_2 A_{j-2} + \dots + \Phi_p A_{j-p}$ $j=1,2,\dots,m$ με $A_0 = I_m$ και $A_j=0$ για $j < 0$.

Λάβετε υπόψη ότι η παραδοσιακή μέθοδος ορθογωνιότητας κρουστικής – απόκρισης, εφαρμόζει την ανάλυση του Colesky για το θετικά ορισμένο

$m \times m$ του πίνακα σκέδασης Σ διαταραχών (u_{t0}).

Αναλύω τη γενικευμένη κρουστική απόκριση συνάρτηση (G) για τις διαταραχές του συστήματος u_1 :

$$G_s = E(x_{t+N} / u_1 = u_{t0} \Omega_{t0}^{-1}) - E(S_{t+N} / \Omega_{t0}^{-1}) \quad (2)$$

Όπου η προϊστορία της διαδικασίας έως την χρονική περίοδο $t-1$ είναι γνωστή και αναλύεται από το Ω_{t0}^{-1} . Υποθέτοντας $u_1 \sim N(0, \Sigma)$ και

$E(u_t) = (\sigma_{1j}, \sigma_{2j}, \dots, \sigma_{mj})' \sigma^{-1/2}$ $j=1, \dots, m$; όπου $\delta_j = \sigma_{jj}^{-1/2}$ αναλύεται η διατάραξη τυπικού σφάλματος (standard error shock). Περαιτέρω, e_j είναι $m \times 1$ με το στοιχείο i th ίσο με ένα και όλα τα υπόλοιπα ίσον με μηδέν.

Η γενικευμένη κρουστικής απόκρισης συνάρτηση για διατάραξη τυπικής απόκλισης (standard deviation shock) στην εξίσωση i th του μοντέλου VAR στην μεταβλητή i th του ορίζοντα N (horizon N) είναι:

$$G_{ijN} = (e_j A_N \Sigma e_i) / (\sigma_{ij})^{-1/2} \quad i, j = 1, 2, \dots, m \quad (3)$$

Στη συνάρτηση της γενικευμένης κρουστικής απόκρισης οι γενικευμένες αποκρίσεις δεν μεταβάλλονται εξαιτίας των όποιων αναδιατάξεων των μεταβλητών του συστήματος VAR. Οι Pesaran και Shin (1998) κατέθεσαν ότι «οι γενικευμένες μέθοδοι κρουστικής απόκρισης είναι μοναδικές, ενώ συνυπολογίζονται οι ιστορικοχρονικές συνθήκες των παρατηρούμενων συσχετισμών των διαφορετικών διαταραχών».

Σημειώστε ότι οι αναλύσεις των μεθόδων γενίκευσης και ορθογωνιότητας συγχρονίζονται εφόσον οι μήτρες σκεδαστικότητας είναι διαγώνιες (covariance matrix). Έτσι η συνάρτηση της γενικευμένης κρουστικής - απόκρισης παρέχει καλύτερα αποτελέσματα από ότι εκείνη της ορθογωνιότητας.

Ένα άλλο ιδιαίτερο στοιχείο από τη μη χρήση της μεθόδου της ορθογωνιότητας, είναι ότι η θεωρία της γενίκευσης επιτρέπει την ουσιαστική επεξήγηση της αρχικής κρουστικής – απόκρισης της κάθε μεταβλητής, από τις διαταράξεις των άλλων μεταβλητών. Σε μελέτες των οικονομικών αγορών, όπου οι πληροφορίες ενσωματώνονται γρήγορα, η ικανότητα εντοπισμού αυτών των άμεσων αποκρίσεων των ενδογενών μεταβλητών σε διαταράξεις, εμφανίζεται ιδιαίτερα ελκυστική.

Πίνακας 13

Πίνακας Συσχέτισης (περίοδος δείγματος Φεβρουάριος 1980 – Σεπτέμβριος 2000)

	ΔR	ΔP	ΔFF	ΔY	ΔRP
Σταθερό	- 0,0163	0,1187	0,0035**	0,0009	0,2371**
ΔR_{j-1}	0,0789	1,0850	0,0108**	-0,0035	-1,1503**
ΔFF_{j-1}	-0,0063*	0,2979**	0,0005	0,0005**	0,0639**
ΔY_{j-1}	0,3083	49,8759	0,3061	0,0112	-22,6778**
ΔP_{j-1}	-1,1187	-2,0816	-0,2176	0,5878**	-2,6075
ΔR	0,0107**	-0,1160	-0,0007*	0,0002	0,9150*
Προσαρμογή R^2	0,05	0,18	0,23	0,39	0,86

Το μοντέλο VAR περιέχει πέντε εξισώσεις με τις εξής εξαρτημένες μεταβλητές:

ΔR = αλλαγή στον δείκτη των ΕΕΑΠ

ΔP = αλλαγή στο επίπεδο τιμών

ΔFF = αλλαγή στα επιτόκια των ομολογιακών κεφαλαίων

ΔRP = απόδοση κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium)

ΔY = αλλαγή στους σύγχρονους δείκτες (coincident indicators)

Σχολιασμός αποτελεσμάτων

Το διάνυσμα αυτοπαλινδρόμησης (vector autoregression) εκτιμήθηκε με τις πέντε εξισώσεις των αλλαγών στην πραγματική αποδοτικότητα (ΔY), αλλαγές του επιτοκίου του δολαρίου (ΔFF), στον πληθωρισμό (ΔP) και στις αποδόσεις του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium). Η σειρά του VAR βασίστηκε στο κριτήριο του Akaike, στο κριτήριο του Bayesian και άλλων παρόμοιων ελέγχων. Εφόσον οι διαταράξεις συσχετίζονται ταυτόχρονα με τις αντίστοιχες εξισώσεις, τότε οι ορθογωνιοποιημένες και γενικευμένες αποκρίσεις είναι εντελώς διαφορετικές. Αναδιατάσσοντας τις μεταβλητές, οδηγούμεθα σε ευρύτατα διαφοροποιημένα συμπεράσματα, που βασίζονται στις ορθογωνιοποιημένες αποκρίσεις.

Πάντως, εφόσον οι διαταράξεις δεν συσχετίζονται ταυτόχρονα, τα δύο είδη συστημάτων απόκρισης (ορθογωνιοποιημένες και γενικευμένες) φαίνεται να μην εμφανίζουν διαφοροποιήσεις, ενώ και το σύστημα ορθογωνιότητας δεν θα είναι τόσο ευαίσθητο σε όποιες αναδιατάξεις των μεταβλητών. Έτσι, πριν προχωρήσω σε μία διερεύνηση των δυναμικών αποκρίσεων των αποδόσεων του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium) στις μακροοικονομικές διαταραχές, διεξήγαγα έναν έλεγχο για να καθορίσω εάν οι μεταρρυθμίσεις επί των τεσσάρων εκάστων των εξισώσεων του μοντέλου VAR συσχετίζονταν ταυτόχρονα.

Η μηδενική υπόθεση, ότι τα μη διαγώνια στοιχεία της μήτρας σκεδαστικότητας ισούνται με μηδέν, διατυπώνεται απέναντι της εναλλακτικής εκείνης υπόθεσης ότι κανένα από τα μη διαγώνια στοιχεία της μήτρας σκεδαστικότητας ισούνται με μηδέν. Η συνάρτηση πιθανοφάνειας (likelihood) υπολογίζεται ως $LR=2(LL_u-LL_r)$ όπου LL_u , LL_r είναι μέγιστες τιμές για περιορισμένα και μη περιορισμένα μοντέλα αντίστοιχα. Το LL_u είναι σύστημα πιθανοφάνειας από το μοντέλο VAR και η τιμή LL_r υπολογίζεται ως το σύνολο των λογαριθμικών τιμών πιθανοφάνειας από τις ατομικές αξιώσεις του VAR. Η τιμή LR στατιστικά με κατανομή χ^2 με πέντε βαθμούς ελευθερίας και με βαθμό σημαντικότητας μικρότερο του επιπέδου 1%. Έτσι η μηδενική υπόθεση

απορρίπτεται και η συνάρτηση της γενικευμένης κρουστικής απόκρισης είναι η πλέον ενδεδειγμένη.

Πριν συνεχίσω στο μοντέλο της κρουστικής απόκρισης, θα αναφερθώ σε μερικά στοιχεία του μοντέλου VAR. Ο πίνακας 13 δείχνει την παράμετρο εκτίμησης του μοντέλου VAR. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα συγκεκριμένα αποτελέσματα ιδιαίτερα εκείνα που αντιστοιχούν στην εξίσωση των αποδόσεων των REITs (ΔR), παρέχει πληροφορίες ως προς την κοστολόγηση των μεταβλητών (ΔY ΔFF ΔP και ΔRP) στην αγορά των REITs.

Ακόμα, με τον σχεδιασμό η παράμετρος εκτίμησης του μοντέλου VAR δείχνει πως οι αποδόσεις των REITs αντιστοιχούν στις αναμενόμενες αλλαγές των μεταβλητών. Βρίσκω ότι τόσο οι άμεσες αλλαγές στα επιτόκια, όσο και στις αποδόσεις του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium), κρίνονται σημαντικές στην εξίσωση των αποδόσεων των REITs. Αν και οι προηγούμενης περιόδου αλλαγές (lagged changes) επί της πραγματικής αποδοτικότητας και επί των τιμών δεν εμφανίζονται ως σημαντικές για τον καθορισμό της εξίσωσης για τις αποδόσεις των REITs (ΔR), θα ήταν σφάλμα να συμπεράνω ότι οι δύο συγκεκριμένες μακροοικονομικές μεταβλητές δεν επηρεάζουν τις αποδόσεις των REITs.

Ενώ μία αυστηρή επεξήγηση των αποτελεσμάτων του μοντέλου VAR, υποθέτει ότι οι αλλαγές της προηγούμενης περιόδου επί της πραγματικής αποδοτικότητας και επί των τιμών δεν εμφανίζονται ως σημαντικά για τον καθορισμό της εξίσωσης για τις αποδόσεις των REITs, το οποίο δεν υπονοεί μία απροσδόκητη αλλαγή, π.χ. οι διαταράξεις που δεν επηρεάζουν αλλαγές στο R .

Έτσι μια προσεκτική ανάλυση θα διερευνήσει τη συνάρτηση κρουστικής απόκρισης. Για παράδειγμα, οι συναρτήσεις των γενικευμένων κρουστικών αποκρούσεων, μας παρέχουν πληροφορίες για τις αποκρίσεις των αποδόσεων των REITs (ΔR) στις μεταβολές των μεταβλητών που προκαλούν είδηση (news) και μας δείχνουν σε ποιο βαθμό και για πόσο διάστημα οι αποδόσεις των REITs αντιδρούν σε απροσδόκητες αλλαγές στην πραγματική

αποδοτικότητα (ΔY), στις αλλαγές της νομισματικής πολιτικής, στον πληθωρισμό (ΔP) και στις αποδόσεις του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium).

Περαιτέρω, οι παραδοσιακές μέθοδοι κρουστικής απόκρισης (ορθογωνιότητας) αγνοούν ότι οι μακροοικονομικές μεταβλητές, καθώς και οι αποδόσεις των REITs συσχετίζονται ταυτόχρονα, παρέχοντας έτσι λιγότερο αξιόπιστα αποτελέσματα, μια που μία αναδιάταξη των μεταβλητών θα αλλοιώσει τα αποτελέσματα.

Τα διαγράμματα 33 -36 παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της συνάρτησης των γενικευμένων κρουστικών αποκρούσεων σε διάστημα 12 μηνών.

Όπως φαίνεται στο γράφημα 34, μία απρόσμενη θετική αλλαγή στα επιτόκια των ομοσπονδιακών κεφαλαίων έχει αρνητική αλλά σημαντική επιρροή (π.χ. $N=2$) στις αποδόσεις των REITs.

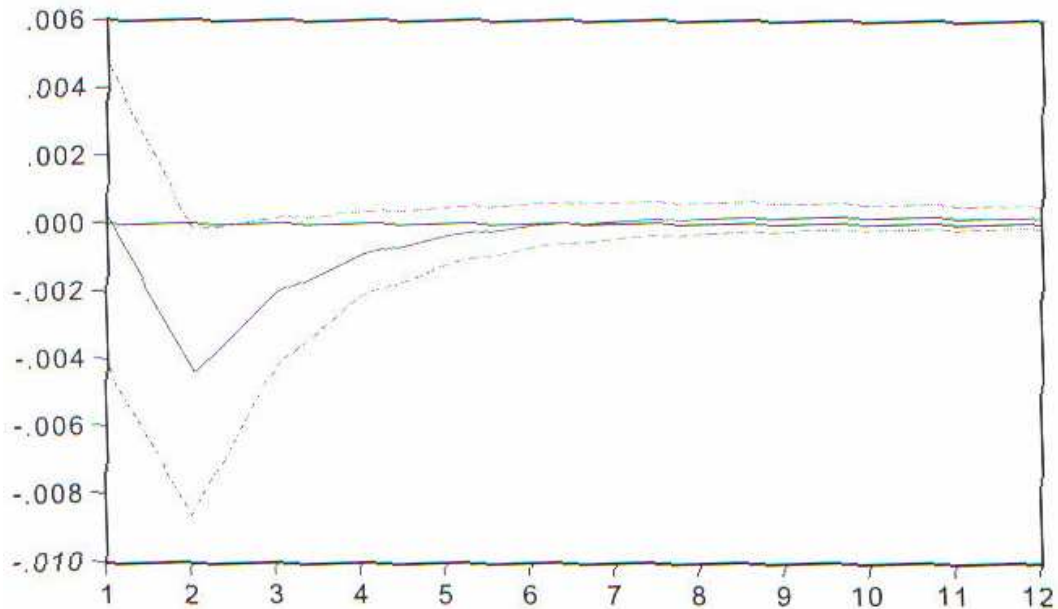
Η σημαντικότητα καθορίζεται από την χρήση διαστημάτων εμπιστοσύνης (confidence intervals) + 2 SD.

Εφόσον οι δέσμες εμπιστοσύνης (confidence bands) υπερκεράσουν το μηδέν, τότε η τιμή κρουστικής απόκρισης θα είναι διαφορετική του μηδενός. Μία διατάραξη της νομισματικής πολιτικής μειώνει τις αποδόσεις των REITs.

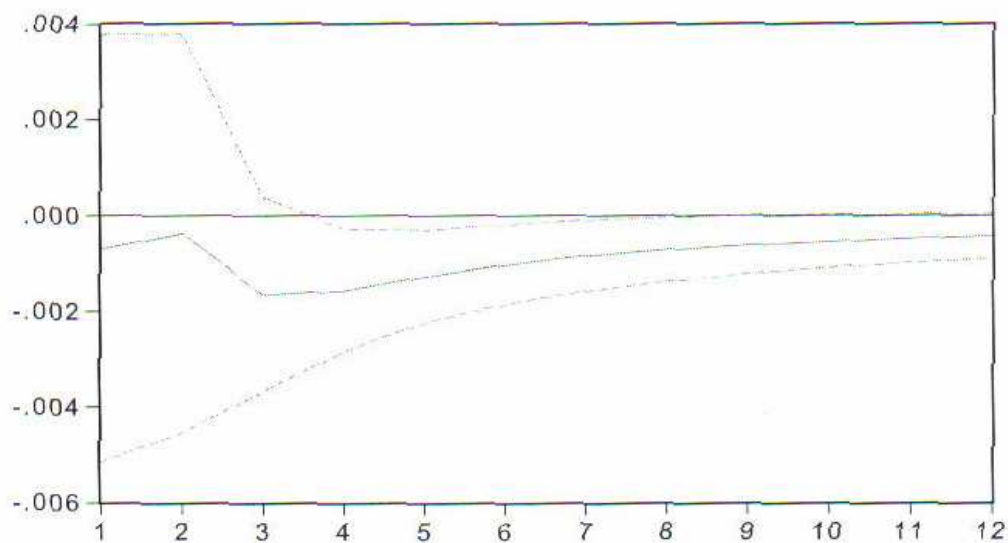
Μία ξαφνική σφιχτή νομισματική πολιτική, ως αποτέλεσμα της αιφνίδιας αύξησης των επιτοκίων των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, μειώνει τις αποδόσεις των REITs περίπου ένα μήνα μετά τη διατάραξη (Johnson και Jensen, 1999).

Αυτό προϋποθέτει ότι τα ομοσπονδιακά επιτόκια μπορούν να επηρεάσουν την αγορά των REITs και συγκεκριμένα με την μεταβολή του πραγματικού κόστους δανειοδότησης και των πραγματικών αποδόσεων από βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

Διάγραμμα 33. Γενικευμένη κρουστική απόκριση των ΕΕΑΠ (ΔR) σε διαταράξεις της νομισματικής πολιτικής (ΔFF). Ο ορίζοντας πρόβλεψης υπολογίζεται σε μήνες και εμφανίζεται στον οριζόντιο άξονα. Ο κάθετος άξονας μετράει το μέγεθος της απόκρισης με κλίμακα 1.0 ίσον με SD.



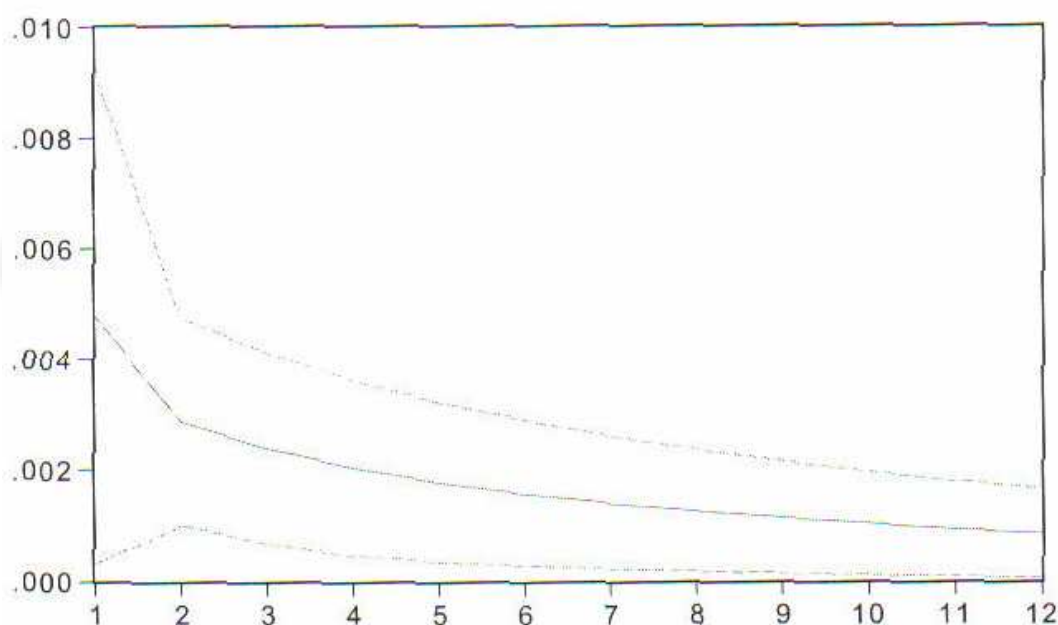
Διάγραμμα 34. Γενικευμένη κρουστική απόκριση των ΕΕΑΠ (ΔR) σε διαταράξεις της πραγματικής αποδοτικότητας (ΔY). Ο ορίζοντας πρόβλεψης υπολογίζεται σε μήνες και εμφανίζεται στον οριζόντιο άξονα. Ο κάθετος άξονας μετράει το μέγεθος της απόκρισης με κλίμακα 1.0 ίσον με SD.



Το διάγραμμα 34 δείχνει την γενικευμένη κρουστική απόκριση της αγοράς των REITs, σε διαταράξεις της πραγματικής αποδοτικότητας. Το αρχικό αποτέλεσμα (N=1) μιας απροσδόκητης αύξησης της πραγματικής αποδοτικότητας είναι μη σημαντικό. Οι αποδόσεις των REITs τότε πέφτουν σε αρνητικά επίπεδα, ακριβώς μετά τον δεύτερο μήνα μέχρι και τον έβδομο που ακολουθούν τις διαταράξεις.

Τα συγκεκριμένα ευρήματα υποστηρίζουν ότι απρόσμενη αύξηση της αποδοτικότητας, δεν επηρεάζει άμεσα τις αποδόσεις των REITs, καθώς οι αποδόσεις των κεφαλαίων παραμένουν αχρέωτες για 2-3 μήνες, σε απάντηση των ειδήσεων γύρω από την οικονομική ανάπτυξη. Πάντως, η αύξηση της αποδοτικότητας μπορεί να ασκήσει πιέσεις στην παραγωγικότητα και στους φόβους περί πληθωριστικών τιμών των καυσίμων (fuel inflation rates), έτσι που οι αποδόσεις των REITs να πέσουν τους επόμενους μήνες που ακολουθούν οι διαταράξεις.

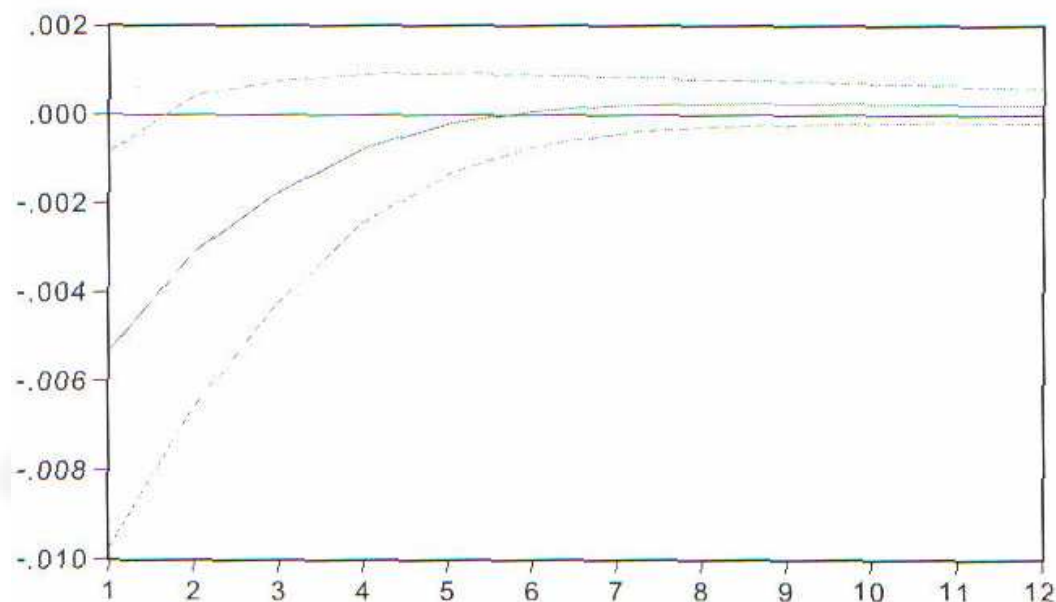
Διάγραμμα 35. Γενικευμένη κρουστική απόκριση των ΕΕΑΠ (ΔR) σε διατάραξη των αποδόσεων του κινδύνου αθέτησης πληρωμής (default risk premium) (ΔFF). Ο οριζόντιος πρόβλεψης υπολογίζεται σε μήνες και εμφανίζεται στον οριζόντιο άξονα. Ο κάθετος άξονας μετράει το μέγεθος της απόκρισης με κλίμακα 1.0 ίσον με SD.



Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 35, οι αποδόσεις των REITs αντιδρούν θετικά και σημαντικά στη διατάραξη των αποδόσεων του κινδύνου αθέτησης πληρωμής (default risk premium) και διαρκούν 11 με 12 μήνες μετά την διατάραξη. Υψηλότερες αποδόσεις του κινδύνου αθέτησης πληρωμής στον επιχειρησιακό τομέα πιθανόν να κάνουν τις αποδόσεις των REITs περισσότερο ελκυστικές στους επενδυτές.

Ακόμα, επειδή οι αποδόσεις του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium) μπορεί να θεωρηθούν ως μέτρο των προσδοκιών των επενδυτών για τις μελλοντικές οικονομικές δραστηριότητες, η επιρροή των διαταραχών μπορεί να διατηρηθεί για αρκετά μεγάλο διάστημα.

Διάγραμμα 36. Γενικευμένη κρουστική απόκριση των ΕΕΑΠ (ΔR) σε διατάραξη των αυξήσεων του πληθωρισμού (ΔP). Ο ορίζοντας πρόβλεψης υπολογίζεται σε μήνες και εμφανίζεται στον οριζόντιο άξονα. Ο κάθετος άξονας μετράει το μέγεθος της απόκρισης με κλίμακα 1.0 ίσον με SD.



Το διάγραμμα 36 παρέχει πληροφορίες σχετικά με τις αντιδράσεις των αποδόσεων των REITs σε απρόσμενες αυξήσεις του πληθωρισμού. Η αρχική επίπτωση (impact) στην μεταβλητή ΔR είναι αρνητική και σημαντική. Η

απόκριση είναι αρνητική και ο δείκτης σημαντικότητας είναι από $N=1$ έως και $N=2$. Πιθανή επεξήγηση για αυτό έγκειται στην ανάλυση των συνολικών ρυθμίσεων τιμών (aggregate price analysis), σαν και αυτών των Κεϋνσιανών μοντέλων περί υποτονικών τιμών (sluggish prices) ή αυτών που εντοπίζονται στην καμπύλη προσδοκιών-επαυξήσεων του Phillips (expectation-augmented curve).

Υπό αυτές τις συνθήκες, μία ξαφνική αύξηση του πληθωρισμού –ισοδύναμη με διατάραξη τιμών- πιθανόν θα συνοδεύεται από μείωση της αποδοτικότητας. Καθόσον η πτώση της αποδοτικότητας είναι προσωρινή, θα παρουσιαστούν αργές προσαρμογές στις τιμές, ώστε να αποκατασταθεί η ισορροπία της οικονομίας. Η απορρέουσα οικονομική επιβράδυνση θα πιέσει της αγορές των ακινήτων και ως εκ τούτου θα πέσουν οι αντίστοιχες αποδόσεις των REITs. Έτσι, καθώς η ισορροπία θα αποκαθιστάται, οι αποδόσεις των REITs θα τείνουν να επανέλθουν στις τιμές (values) προ των διαταραχών.

18.5 Συμπεράσματα

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο εξετάζονται και καταγράφονται οι αποκρίσεις των αποδόσεων των REITs σε πιθανές διαταράξεις των τεσσάρων μακροοικονομικών μεταβλητών, με τη χρήση της πρόσφατα αναπτυχθείσας τεχνικής της ανάλυσης γενικευμένης κρουστικής απόκρισης. Η συγκεκριμένη τεχνική είναι αξιόπιστη στην επιλογή της ταξινόμησης των μεταβλητών στο μοντέλο VAR, έτσι ώστε κάποιος με ακρίβεια να μπορεί να υπολογίσει τόσο την ένταση, όσο και εύρος των διαταράξεων των μεταβλητών.

Τα αποτελέσματα του συγγράμματος συνοψίζονται ως εξής:

- Μία διαταραχή στην νομισματική πολιτική αντιστοιχεί σε χαμηλότερες αποδόσεις των REITs. Το συγκεκριμένο εύρημα συσχετίζεται με αιφνίδια σφικτή νομισματική πολιτική, όπου αυξάνονται βραχυπρόθεσμα οι αποδόσεις των επιτοκίων, επιδρώντας έτσι ενεργά στην αγορά του real estate.

- Απρόβλεπτες μεταβολές στους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας, επιδρούν αρνητικά στις αποδόσεις των REITs. Στην προκειμένη περίπτωση υπάρχει μία χρονική υστέρηση στην εμφάνιση των συνεπειών στην αγορά των REITs.
- Απροσδόκητη αύξηση στις αποδόσεις του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium) αυξάνει τις αποδόσεις των REITs – γεγονός συνεπές ως προς την αντίληψη ότι όταν οι επενδυτές εμφανίζουν μικρότερες προσδοκίες για τη μελλοντική οικονομική δραστηριότητα, μπορεί να θεωρούν τις μετοχές και τα ομόλογα λιγότερο ελκυστικά από ότι τα REITs.
- Οικονομικές ειδήσεις για αύξηση του πληθωρισμού μειώνουν τις αποδόσεις των REITs, όπως θα αναμενόταν από μία συνολική διαταραχή του πεδίου τιμών, εφόσον οι τιμές εμφάνιζαν καθυστέρηση στην προσαρμογή τους.

ΜΕΡΟΣ Ζ

**ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΑΕΕΑΠ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 19

Οι προοπτικές των ελληνικών εταιρειών επενδύσεως σε ακίνητη περιουσία

Στην Ελλάδα ο θεσμός των REITs είναι καινούργιος με θετικά στοιχεία και αδυναμίες. Στα θετικά στοιχεία κατατάσσονται οι φορολογικές ρυθμίσεις και η ευελιξία της διαχείρισης και επένδυσης, ενώ στα αρνητικά οι περιορισμοί στη ρευστότητα και τον δανεισμό.

Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία βρίσκουν πρόσφορο έδαφος στη χώρα μας, λόγω και της παρατεταμένης χρηματιστηριακής κρίσης που διήρκεσε από το 2000 έως και τις αρχές του 2003, η οποία οδήγησε τους επενδυτές στην αναζήτηση εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών.

Σήμερα, οι προοπτικές για την κτηματαγορά στην Ελλάδα παραμένουν θετικές, παρά τη μεγάλη άνοδο των τιμών των ακινήτων από το 1999 έως και σήμερα. Κατ' αρχήν στον τομέα των κατοικιών, οι προσδοκίες των νοικοκυριών, όπως προκύπτουν από την έρευνα της Metron Analysis, προμηνύουν μία νέα περίοδο άνθησης της συγκεκριμένης αγοράς τουλάχιστον για την επόμενη πενταετία.

Από την άλλη, στην επαγγελματική στέγη αναμένεται αύξηση των ενοικίων στο μέλλον λόγω της μεγάλης ζήτησης, αλλά και επειδή τα ενοίκια επαγγελματικών ακινήτων στην Αθήνα βρίσκονται στο χαμηλότερο σημείο του κύκλου των ενοικίων συγκριτικά με άλλες ευρωπαϊκές πρωτεύουσες.

Αυτό αναμένεται να προσελκύσει το ενδιαφέρον και αλλοδαπών θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι αναζητούν επενδυτικές ευκαιρίες στο χώρο των ακινήτων για να διοχετεύσουν τη ρευστότητά τους.

Επιπλέον, υπάρχουν μία σειρά από λόγοι που ευνοούν την ανάπτυξη συλλογικών μορφών επένδυσης στην αγορά του real estate, που είναι οι ακόλουθοι:

1. Η τεχνογνωσία που απέκτησαν οι εγχώριες κατασκευαστικές εταιρείες με τα έργα των Ολυμπιακών Αγώνων, κυρίως στην περιοχή της πρωτεύουσας.
2. Το Γ΄ ΚΠΣ, με την υποστήριξη του οποίου πραγματοποιούνται ή θα πραγματοποιηθούν πολλά έργα υποδομής εκτός Αττικής, όπως είναι η Εγνατία και η Ιόνια Οδός.
3. Οι συμπράξεις ιδιωτικού και δημόσιου τομέα για την κατασκευή υποδομών, όπως δρόμοι, νοσοκομεία και σχολεία, οι οποίες αναμένεται να συμβάλλουν στην ενίσχυση της κατασκευαστικής δραστηριότητας.
4. Η αξιοποίηση της περιοχής που περιβάλλει το αεροδρόμιο Ελευθέριος Βενιζέλος, αλλά και γενικότερα τις περιοχές που διασχίζει η Αττική Οδός, στις οποίες δημιουργούνται συνεχώς νέα σύγχρονα και ποιοτικά κτιριακά συγκροτήματα.
5. Η διατήρηση των επιτοκίων του ευρώ σε χαμηλά επίπεδα, παρά την ανοδική τάση στην οποία έχουν εισέλθει και ο ανταγωνισμός των τραπεζών στη στεγαστική πίστη, αναμένεται να διατηρήσει ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης στην αγορά των κατοικιών.
6. Η διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα, η οποία οδηγεί σε μείωση των καταναλωτικών δαπανών και ενδεχόμενη αύξηση των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.
7. Η φυσική κυκλοφορία του ευρώ, η οποία βοηθάει στην ευκολότερη μετακίνηση κεφαλαίων και στην ανάπτυξη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην Ευρωζώνη.

8. Τα μεγάλα χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας που διαθέτουν σχεδόν όλες οι ελληνικές τράπεζες.

9. Η ανάπτυξη του leasing ακίνητης περιουσίας.

Στα πλαίσια αυτά είναι επιτακτική ανάγκη να δημιουργηθούν επαγγελματικές αξιόπιστες βάσεις δεδομένων που να αφορούν στην ακίνητη περιουσία. Έχουν ήδη δημιουργηθεί δείκτες που καλύπτουν την εξέλιξη του γενικού επιπέδου των τιμών, σε πρώτη φάση της Αττικής και αφορούν σε οικόπεδα, μεζονέτες, μονοκατοικίες, επαγγελματικούς χώρους και καταστήματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 20

Οι κίνδυνοι μείωσης των αποδόσεων των ΑΕΕΑΠ από αναπάντεχες μεταβολές στις οικονομικές συνθήκες της χώρας

Η ελκυστικότητα των ελληνικών εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, και κατ' επέκταση η προσέλκυση ξένων θεσμικών χαρτοφυλακίων, που θα δώσουν ώθηση στις συνολικές αποδόσεις του κλάδου τα επόμενα χρόνια, είναι άμεσα συνυφασμένες με τους κινδύνους της εν λόγω επένδυσης στη χώρα μας. Όπως είδαμε στο κεφάλαιο 15, μείωση των αποδόσεων των REITs είτε βραχυπρόθεσμα, είτε για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, είναι δυνατό να προέλθουν:

A) Από αιφνίδια σφικτή νομισματική πολιτική. Η Ελλάδα είναι χώρα – μέλος της Ευρωζώνης, και ως εκ τούτου η πιθανότητα να υπάρξει μία αναπάντεχη σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής είναι περιορισμένη και εξαρτάται από διεθνείς παράγοντες. Άρα θεωρούμε ότι ο κίνδυνος αυτός είναι μικρός και στην περίπτωση που εμφανιστεί θα αφορά σχεδόν όλες τις ευρωπαϊκές οικονομίες.

B) Από μείωση της απόδοσης του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk premium). Και σε αυτήν την περίπτωση, η συμμετοχή της Ελλάδας στην ONE, δημιουργεί ασφάλεια για την ανάπτυξη των REITs.

Γ) Από ειδήσεις για αύξηση του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός παραμένει σε επίπεδα κάτω από 3,5% στην Ελλάδα για μεγάλο χρονικό διάστημα, παρά τη σημαντική ενίσχυση των διεθνών τιμών πετρελαίου τους τελευταίους μήνες. Το παραπάνω σε συνδυασμό με το γεγονός ότι το νόμισμα της χώρας είναι το ευρώ, καθιστά τον κίνδυνο του πληθωρισμού σχετικά μικρό.

Δ) Από αναπάντεχες μεταβολές του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Οι ρυθμοί αύξησης του ελληνικού ΑΕΠ μετά από μία επταετία (1997 – 2004) πραγματοποίησης σημαντικών έργων υποδομής για τους Ολυμπιακούς Αγώνες της Αθήνας, παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, άνω του 3% και σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής θα διατηρηθούν και τα αμέσως επόμενα χρόνια, καθώς βρίσκονται σε εξέλιξη ή θα πραγματοποιηθούν νέα έργα υποδομής που θα αφορούν κυρίως στην ελληνική περιφέρεια. Και σε αυτήν την περίπτωση ο κίνδυνος μείωσης των αποδόσεων των REITs θεωρείται σχετικά μικρός.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 21

Συμπεράσματα για τις ελληνικές ΑΕΕΑΠ

Η Ελλάδα βρίσκεται σε μία χρονική στιγμή που ο θεσμός των επενδύσεων ακίνητης περιουσίας μπορεί να πραγματοποιήσει ραγδαία ανάπτυξη, κυρίως μάλιστα όσο το ΧΑ δεν μπορεί να προσελκύσει εκ νέου ιδιώτες επενδυτές, λόγω του κλίματος αναξιοπιστίας που εξακολουθεί να υπάρχει στην κοινή γνώμη.

Επιπλέον, δεν πρέπει να λησμονείται το γεγονός ότι για τον Έλληνα η ιδιοκτησία γης αποτελεί την πιο σίγουρη μορφή επένδυσης, κάτι που φαίνεται και από το πολύ υψηλό ποσοστό ιδιοκατοίκησης, το οποίο φτάνει το 80%.

Βέβαια, για να αποφύγουμε τον κίνδυνο μίας υπερβολικής αισιοδοξίας σχετικά με το θεσμό των ΑΕΕΑΠ, τονίζεται ότι:

1. Θα πρέπει να οργανωθεί και να λειτουργήσει με πιο οργανωμένο τρόπο το σύστημα Αντικειμενικών Αξιών Ακινήτων προκειμένου να αποφευχθούν οποιεσδήποτε υπερεκτιμήσεις ή υποεκτιμήσεις των στοιχείων που απαρτίζουν τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων ή των εταιρειών επενδύσεως.
2. Οι προοπτικές βελτίωσης της υποδομής τουλάχιστον στο κέντρο της Αθήνας, αλλά και στα υπόλοιπα μεγάλα εμπορικά κέντρα είναι περιορισμένες και χρονοβόρες.
3. Η αυξημένη ζήτηση κατοικιών σε ένα σημαντικό ποσοστό προέρχεται από τους οικονομικούς μετανάστες και αφορά κατοικίες με χαμηλά μισθώματα.
4. Υπάρχει περιορισμένη προσφορά ειδικευμένων στελεχών στην αγορά του real estate.

Συμπερασματικά, λαμβάνοντας όλα τα παραπάνω υπόψη και με δεδομένο ότι ήδη έχουν γίνει βελτιώσεις στη νομοθεσία και θα συνεχίσουν να γίνονται προκειμένου να ευνοηθεί ο θεσμός των REITs, θεωρούμε ότι το μέλλον των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία στην Ελλάδα είναι αρκετά ευοίωνο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΠΗΓΕΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Bernanke B, Blinder A. «The federal funds rate and the channels of monetary policy». Am Econ Rev 1992, σελ. 901-921.
- Brueggeman W, Chen A, Logue DE. «Some additional evidence on the performance of commingled real estate investment funds: 1972-1991». J Real Estate Res 1992, σελ. 433-448.
- Chandrashekar V. «Time-series properties and diversification benefits of REIT returns». J Real Estate Res 1999, σελ. 91-112.

ΤΡΑΠΕΖΕΣ – ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΟΙΚΟΙ

- EFG Eurobank Ergasias:

A) Δελτίο «Οικονομία και Αγορές» με τίτλο «Είναι υπερτιμημένη η αγορά ακινήτων; Διεθνείς τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες». (9/2/2006)

B) Ημερίδα με θέμα «Είναι Υπερτιμημένες οι Τιμές των Ακινήτων; Διεθνείς Τάσεις & Επενδυτικές Ευκαιρίες». (20/1/2006, Αθήνα.)

- Citigroup: Έκθεση με τίτλο «Global Property Strategy». (18/1/2006).

- **Ένωση Ελληνικών Τραπεζών:** Υλικό σεμιναρίου με θέμα: «Επενδύσεις και Δάνεια σε Ακίνητη περιουσία»

- **Eurobank Properties:** Συνέντευξη από τον κ. Αρ. Καρυτινό, αναπληρωτή γεν. διευθυντή της EFG Eurobank Ergasias και υπεύθυνο του τομέα real estate της τράπεζας.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ ΣΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

National Association of REITs: www.nareit.com