

**ΑΠΟΨΗ****ΤΑΣΟΣ ΚΟΤΖΑΝΑΣΤΑΣΗΣ**

ΔΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ BG CAPITAL PARTNERS LIMITED

ΕΦΤΑ ΧΡΟΝΙΑ ΞΗΡΑΣΙΑΣ



Ουμμάι στις αρχές της κρίσης όταν η ελληνική αγορά ζούσε σε άρνηση. Αυτοί που υποστήριζαν ότι η θα καταρρεύσει ήταν λίγιοι και συνήθως χαρακτηρίζονταν ως γραφικοί ή ανίδεοι σχετικά με «την ελληνική πραγματικότητα» την οποία η βαρύτητα δεν άγγιζε. Εν πολλοίς η άρνηση έχει εξαφανιστεί. Υπάρχουν όμως ακόμα και σήμερα επαγγελματίες της αγοράς οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η ανάκαμψη δεν θα αργήσει και ότι όταν έρθει αυτή θα είναι απότομη. Προσωπική μου άποψη είναι ότι η ανάκαμψη θα είναι αργή και βασανιστική. Ο λόγος είναι ότι η παρούσα κρίση δεν είναι απλά η καθοδική φάση ενός κύκλου αλλά μία δομική κρίση, τα αίτια της οποίας θα πάρουν χρόνια να διορθωθούν. Θα επικειρήσω μία απλουστευμένη αλλά θεμελιωδώς ορθή ανάλυση των βασικών συνιστωσών - της ζήτησης και της προσφοράς.

Η ζήτηση επηρεάζεται κατά κύριο λόγο από την οικονομία. Οι οικονομικές αναλύσεις που διαβάζω ουσιαστικά συγκλίνουν σε ένα συμπέρασμα. Αν το άσωτο Ελληνικό κράτος προβεί στις διαρθρωτικές αλλαγές για τις οποίες δεσμεύτηκε χωρίς καμία απόκλιση και καθυστέρηση τότε αναμένεται οικονομική ανάκαμψη από το 2014 και μετά ενώ το δημόσιο χρέος θα είναι οριακά βιώσιμο το 2020. Αυτό είναι το βασικό σενάριο που υιοθετεί η Τρόικα. Εφόσον όμως κανένας δεν τόλημψε να μιλήσει για κάτι πιο αισιόδοξο τότε εκ των πραγμάτων αυτό αποτελεί το αισιόδοξο σενάριο. Όλες οι άλλες προβλέψεις κυμαίνονται από νέο κούρεμα το 2012/13 μέχρι και επιστροφή στην Δραχμή. Και επειδή το βασικό πρόβλημα της Ελλάδας δεν είναι το χρέος αλλά η σήψη και η αποξήλωση της οικονομίας, οποιοδήποτε σενάριο παρεκκλίνει από τις επιταγές της Τρόικας (οι οποίες βασικά συνιστούν επανίδρυση του κράτους) θα οδηγήσει την οικονομία προς το χειρότερο. Συνεπώς πραγματική οικονομική ανάκαμψη θα αργήσει.

Ο άλλος βασικός παράγοντας που επηρεάζει την ζήτηση είναι η διαθεσιμότητα κεφαλαίων - ιδίων και δανεισμού. Ίδια κεφάλαια με προορισμό την Ελλάδα δεν βλέπω πολλά και κανένας από τους συνήθεις ύποπτους (private equity, sovereign wealth funds, ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία κ.α.) δεν φαίνεται στον ορίζοντα. Ακούγονται διάφορα για 'distress funds' που κυκλοφορούν στην Ελληνική αγορά αλλά όσο και αν έψαξα δεν μπόρεσα να τα βρω (σε αντίθεση με το Ηνωμένο Βασίλειο, την Γερμανία, την Ισπανία κλπ όπου η αγορά ξέρει με λεπτομέρεια ποιος έχει σπκώσει πόσα και σε τι προτίθεται να επενδύσει). Σε κάθε περίπτωση, πολύ μεγαλύτερο ρόλο παίζει βέβαια ο δανεισμός - και εδώ που είναι αρχίζει το πραγματικό

δράμα. Η Βασιλεία III και τα υπάρχοντα προβληματικά δάνεια σε ακίνητα έχουν δημιουργήσει μία συστηματική αποστροφή των τραπεζών από τα ακίνητα ενώ τα κεφάλαια που 'λείπουν' για την αποπληρωμή δανείων που λήγουν τα επόμενα δύο χρόνια υπολογίζονται σε εκατοντάδες δισεκατομμύρια ευρώ. Δημιουργούνται μεν νέοι πάροχοι δανεισμού (ασφαλιστικές εταιρείες, debt funds κλπ) αλλά κανένας δεν αρνείται ότι ο δανεισμός τα επόμενα χρόνια θα είναι και λιγότερος αλλά και σημαντικά πιο ακριβός. Στην Ελλάδα βέβαια τα πράγματα δεν θα μπορούσαν να είναι καλύτερα. Με τα προβλήματα που περνούν οι τράπεζες και την επείγουσα ανάγκη δανεισμού της παραγωγικής οικονομίας, είναι δύσκολο να δει κανείς τις τράπεζες να δανείζουν σε ακίνητα.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σταθώ σε ένα τρίτο παράγοντα ο οποίος ενώ υπό κανονικές συνθήκες δεν προκαλεί παραμορφώσεις στην αγορά, στην Ελλάδα την έχει τσακίσει. Πρόκειται βέβαια για την φορολογία. Το πρόβλημα δεν είναι μόνο το βάρος - που και αυτό είναι ικανό από μόνο του να σκοτώσει την αγορά - αλλά η μεταβλητότητα και η αβεβαιότητα. Ακόμα και οι παραδοσιακοί επενδυτές της Ελληνικής κτηματαγοράς - οι Έλληνες - έχουν απηυδύσει τόσο πολύ που την εγκαταλείπουν μαζικά.

Το μόνο θετικό στοιχείο που μπορώ να δω είναι η έλλειψη υπερπροσφοράς σε κάποιους τομείς της αγοράς. Ενώ ο οικιστικός τομέας φαίνεται να έχει σοβαρό πρόβλημα (λόγω της παρεξήγησης που υπάρχει στην Ελλάδα μεταξύ 'ανάπτυξης' και 'κατασκευής'), άλλιοι τομείς όπως τα εμπορικά κέντρα, και τα γραφεία πρώτης κατηγορίας φαίνεται να διατηρούνται σε διατηρήσιμα επίπεδα. Η έλλειψη υπερπροσφοράς σε αυτό τον κύκλο ήταν το χαρακτηριστικό και σε άλλες αγορές της Ευρώπης και δημιουργεί προσδοκίες σε μερικούς για γρήγορη ανάκαμψη με τον ίδιο τρόπο που αναμένεται ανάκαμψη στα γραφεία στο City του Λονδίνου. Το πρόβλημα όμως, και είναι σημαντικό να το αντιληφθούμε, δεν είναι κυκλικό. Είναι δομικό. Με την ζήτηση να περνάει τόσο σοβαρή κρίση, η έλλειψη υπερπροσφοράς είναι μάλλον ακαδημαϊκή αυτή την στιγμή.

Πόσο θα αργήσει η ανάκαμψη; Αυτό έχει να κάνει με το πόσο γρήγορα θα διορθώσει η αγορά. Με τα καινούργια ομόλογα να εμπορεύονται κοντά στο 20%, οι αποδόσεις της κτηματαγοράς έχουν σίγουρα πολύ δρόμο μπροστά τους - εκτός βέβαια και αν ζήσουμε το Ιαπωνικό φαινόμενο όπου τα πάντα ήταν σε στασιμότητα, με τους αγοραστές να κοιτούν στη δύση και τους πωλητές στην ανατολή, για πολλά χρόνια. Θα είναι εφτά τα χρόνια της ξηρασίας; Ελπίζω να είναι μόνο τόσα.