

Syntyvätkö talouden myrskyt asunto- markkinoilla vai saako talouden myrskyiltä suojan asuntomarkkinoilla?

4.9.2009



Jouko Vilminen
tutkimuspäällikkö
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

**Viimeaikaisella Yhdysvaltojen asunto-
markkinoiden myllerryksellä on ollut
merkittäviä kansainvälisiä vaikutuksia
rahoitusmarkkinoihin, makrotalouteen
ja erityisesti asuntomarkkinoihin
monissa maissa. Tässä artikkelissa
selostetaan Suomen Pankin ja Société
Universitaire Européenne de Recherches
Financières'n (SUERF) järjestämän
kansainvälisen tutkijakokouksen
alustuksia ja puheenvuoroja, jotka
käsittelivät asuntomarkkinoita talou-
den häiriötilanteiden näkökulmasta.**

Menossa oleva kriisi on vaikuttanut erityisesti omistusasuntomarkkinoihin useissa maissa. Näille markkinoille on tyypillistä, että asunnonostajat joutuvat ottamaan lainaa kodin vakuusarvoa vastaan. Säännöstelyn purkamisen ja 20–30 viime vuoden aikana tehtyjen rahoitusinnovaatioiden ansioita kotitalouksien on nykyään aiempaa helpompi saada lainaa asuntoaan vastaan. Lainansaannin helpottuminen mahdollistaa kotitalouksien lisävelkaantumisen, mikä altistaa kotitalouksia eri riskeille ja toimintaympäristöön kohdistuville häiriöille. Toisaalta asuntojen hintojen nousun ylläpitämä kotitalouksien varallisuuden kasvu osaltaan suojaa kotitalouksia näiltä samoilta riskeiltä ja häiriöiltä.

Kotitalouksien mahdollisuudet saada lainaa vakuuksia ja erityisesti asuntoa vastaan ovat parantuneet merkittävästi viimeisten 20–30 vuoden aikana. Toisaalta kotitalouksien kiinnostus ottaa vakuudellista lainaa voi perustua joko kotitalouksien kau-

pankäyntiin asuntomarkkinoilla tai haluun rahoittaa kulutusta kiinne-
luotolla. Asuntolainojen saantimahdollisuuksien parantumisesta asuntomarkkinoilla on yleensä seurauksena asuntojen kysynnän kasvu ja hintojen nousu. Hintojen nousu puolestaan kasvattaa asuntojen vakuusarvoja. Siten asuntojen hintojen ja yleisemminkin omaisuusarvojen nousuun liittyvät varallisuusvaikutukset voivat tukea kulutuskysynnän kasvua, mikä puolestaan aiheuttaa kuluttajahintojen nousupaineita eli inflaatiota.

Asuntojen hintojen satunnainen vaihtelu vaikuttaa siis inflaatioon, minkä vuoksi monet tutkijat ja päättökentekijät ovat sitä mieltä, että keskuspankkien on seurattava tiiviimmin varallisuushintojen kehitystä ylläpitääkseen hintavakautta rahapolitiikan keinoin. Toisaalta ei ole löydetty yksimielisyyttä siitä, kuinka voimakkaita nämä varallisuusvaikutukset ovat tai – mikä on kenties vielä tärkeämpää ja perustavampaa – mitä ylipäätään tiedetään vakuusarvojen muutosten vaikutuksista asuntojen hintoihin.

Uusien ja vanhojen asuntojen hinnat kehittyvät eri tahtiin

Asuntomarkkinoiden käyttäytymistä selittävät perusteoriat eivät itse asiassa yksiselitteisesti tue käsitystä, että vakuusarvojen vaihtelut aiheuttaisivat asuntojen keskimääräisissä hinnoissa merkittäviä muutoksia. Lisäksi näillä teorioilla on yleisiä vaikeuksia selittää asuntojen hintojen jatkuvaa nousua.

Olisi näin ollen järkevää, että ennen kuin tutkitaan rahoitusjärjestelmän epätäydellisyyksien ja kitkatekijöiden vaikutuksia asuntomarkkinoihin, varmistaudutaan siitä, että asuntomarkkinoiden kysynnän ja tarjonnan määräytymistä kuvaavissa ja näiden markkinoiden tasapainottumista selittävässä teorioissa on otettu huomioon asuntojen hintojen dynamiikan olennaiset piirteet.

Omistusasuntomarkkinoiden kaksi osa-alueetta – vanhojen ja uusien talojen markkinat – vaikuttavat makrotalouteen eri tavoin. Lisäksi historiallinen näyttö ja kokemus viittaavat siihen, että näiden markkinoiden aikaisempi käyttäytyminen on ollut hyvin erilaista. Erityisesti näyttäisi olevan niin, että vanhojen asuntojen tarjonta valmiilla asuntoalueilla on hintojen suhteen joustamattomampaa kuin uusien asuntojen tarjonta uusilla asuntoalueilla. Siten asuntojen kysynnän muutosten tulisi näkyä pääasiassa vanhojen asuntojen suhteellisessa hinnassa ja uusien asuntojen rakentamisessa.

Tilastollisen näytön perusteella vaikuttaakin siltä, että vanhojen asuntojen suhteellinen hinta on noussut useassa maassa merkittävästi viime vuosina uusien asuntojen hintoihin nähden. Toisaalta uusien asuntojen rakentamisen vilkastuminen on samaan aikaan myötävaikuttanut suoraan bruttokansantuotteen kasvuun asuinrakentamisinvestointien lisääntymisen kautta. Vanhojen asuntojen suhteellisen hinnan nousu vai-

uttaa bruttokansantuotteeseen vain välillisesti mahdollisten varallisuusvaikutusten kautta. Näitä vaikutuksia syntyy, kun varallisuuden jako nykyisten omistajien ja potentiaalisten tulevien omistajien kesken muuttuu.

Asuntojen hinnat ovat romahtaneet harvoin, eivätkä nämä romahdukset ole saaneet kotitalouksia karttamaan investoimista asuntomarkkinoille. Monissa maissa suuri osa kotitalouksien varallisuudesta on edelleen asuntovarallisuutta. Asuntovarallisuuden tuotto on ollut suhteellisen hyvä ja vakaa, mikä saattaa viitata siihen, että asunto on kotitalouksille houkutteleva sijoitusvaihtoehto. Tässä mielessä asuntomarkkinoita voidaan pitää suojana erilaisia sokkeja vastaan.

Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden myllerrys, joka levisi voimakkaana myös esimerkiksi Ison-Britannian asuntomarkkinoille, kuitenkin muistuttaa, ettei kannata olla liian luottavainen asuntomarkkinoiden kehityksen suhteen, eli asuntomarkkinat voivat ainakin harvakseltaan olla myös merkittävä häiriöiden lähde taloudessa. Suomen Pankin ja SUERF:n konferenssissa selvitettiin syvällisesti asuntomarkkinoita näiltä kahdelta kannalta eli turvallisena sijoitusvaihtoehtona ja häiriöiden lähteenä. Seuraavassa yhteenvedossa kuvataan paitsi asuntomarkkinoiden erilaisia käyttäytymis- ja rakennepiirteitä, jotka riippuvat markkinoiden kehityksestä, myös asuntomarkkinoiden mahdollista merkittävyyttä rahapoli-

Vanhojen asuntojen suhteellinen hinta on useassa maassa noussut uusien asuntojen hintoihin verrattuna.

tiikan ja yleisemmin keskuspankkitoiminnan kannalta.

Asuntojen hinnat, luottorajoitteet ja rahapolitiikka

SUERF:n ja Suomen Pankin kesäkuussa 2009 Helsingissä järjestämään konferenssiin osallistui lähes 80 henkeä Euroopasta, Yhdysvalloista ja Aasiasta. Konferenssin pääteemaksi oli tällä kertaa valittu asuntomarkkinat talouden häiriötilanteissa. Konferenssi järjestetään joka toinen vuosi, ja tämänkertainen kokoontuminen oli neljäs laatuaan.

Konferenssin alussa SUERF:n puheenjohtaja Catherine Lubochinsky ja Suomen Pankin johtokunnan jäsen Sinikka Salo totesivat, että varallisuusesineiden hinnat on jälleen nostettu esille keskuspankkien politiikka-keskusteluissa. Sinikka Salo muistutti myös, miten tärkeä asema hyvin toimivilla asuntomarkkinoiden rakenteilla ja instituutioilla on, kun halutaan tarjota kustannustehokasta ja laadukasta asumista. Salo käsitteli tarkemmin Suomen asuntomarkkinoita ja totesi, että vaikka maassamme on tarjolla runsaasti rakentamiseen soveltuvaa maata, sitä ei saada riittävästi rakennuskäyttöön. Tämä vaikuttaa sekä asuntojen tarjontaan että asuntojen hintoihin Suomessa.

Tutkimusjohtaja Loretta Mester (Philadelphian Federal Reserve Bank) käsitteli puheessaan keskuspankkipolitiikkaa vuonna 2007 Yhdysvaltain asuntomarkkinakriisistä alkunsa saaneen rahoituskriisin ja sitä seuranneen

globaalin taantuman aikana. Mester tarkasteli ensin lähemmin Yhdysvaltain keskuspankin toimenpiteitä kriisin hallitsemiseksi, minkä jälkeen hän pohti toimia, joilla rahoitusmarkkinaepävakaavakausien syntymistä voitaisiin tulevaisuudessa estää.

Mester toi esityksessään hyvin esille myös, että Yhdysvalloissa päättäjät ovat historiallisesti suhtautuneet varallisuushintojen merkitykseen rahapolitiikassa eri tavalla kuin muissa maissa. Hän toi esiin argumentteja sen puolesta ja sitä vastaan, että varallisuushinnat nostettaisiin keskeisempään asemaan rahapolitiikassa. Mesterin mukaan näiden vastakkaisien argumenttien väliset erot ovat lähinnä vivahdetasolla. On tärkeää seurata rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuuksien kehitystä ja tiedottaa selkeästi, että nämä tasapainottomuudet vaikuttavat talouskasvunäkymiin ja inflaatioon pitkällä aikavälillä. Vastatessaan yleisön esittämiin kysymyksiin Mester lisäsi myös, että tarvitaan vielä runsaasti tutkimusta nykyisten makromallien kehittämiseksi, jotta kriisejä ja niihin johtavaa kehitystä voitaisiin ymmärtää paremmin.

Kokouksessa käsiteltiin myös luottorajoitteita asuntojen hintojen mallintamisessa ja selittämisessä. Anthony Murphy (Oxford University) yhteistyössä John Ducan (Federal Reserve Bank of Dallas) ja John Muellbauerin (Oxford University) kanssa käytti amerikkalaista ensiasunnonostajista koottua asuntomarkkinakyselyä (American Housing

Sinikka Salo totesi, että vaikka Suomessa on tarjolla runsaasti rakentamiseen soveltuvaa maata, ei sitä saada riittävästi rakennuskäyttöön.

Survey) osoittaakseen empiirisesti luottorajoitteiden vaikutuksen asuntojen hintoihin. Murphy esitti, että myönnettyjen lainamäärien kasvu suhteessa vaadittuihin vakuuksiin osoittaa luottorajoitteiden kevenemistä. Tämä johtuu todennäköisesti kahdesta rahoitusnovaatiosta: luottopisteytysteknikoiden käyttöönotosta luottokelpoisuudeltaan toisluokkaisten asuntolainojen lajittelussa ja hinnoittelussa sekä näiden lainojen rahoittamiseen käytetystä arvopaperistamisesta.

Essi Eerola (Helsingin yliopisto) ja Niku Määttänen (ETLA ja HSE) puolestaan ovat osoittaneet teoreettisessa tutkimuksessaan, että luottorajoitteiden vaikutus asuntojen hintoihin riippuu siitä, perustuvatko asuntojen hintojen muutokset tulo- vai korkosokkeihin. Lisäksi asuntojen hinnat saattavat luottorajoitteiden takia reagoida epäsymmetrisesti suuriin yllättäviin tulojen kasvuihin ja heikkenemisiin.

Seminaarissa myös esiteltiin kaksi tutkimusta, joissa käsiteltiin Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden asuntolainapäätöksiin liittyvää asiakastason aineistoa. Ensimmäisen tutkimuksen ”Where’s the smoking gun”? esittäjät Rajdeep Sengupta (Federal Reserve Bank of St. Louis) ja Geeteesh Bhardwaj (The Vanguard Group) totesivat, etteivät subprime-asuntolainojen luottostandardit vastoin yleistä käsitystä höllentyneet vuoden 2004 jälkeen, joten kriteerien heikkeneminen ei voi selittää subprime-markkinoiden romahdusta. Näin ollen rahoitus-

markkinat romahduttanut ase saattaa edelleen olla kateissa.

Merkkejä savuavasta aseesta saattaa olla havaittavissa, kun tutkijat viittaavat subprime-asuntolainojen bridge-rahoitusluonteeseen, jota he ovat selvittäneet yksityiskohtaisemmin myöhemmässä tutkimuksessaan. Bridge-rahoituksella tarkoitetaan siirtymävaiheen rahoitusta eli rahoitusta, jolla ylläpidetään maksuvalmiutta siihen asti, kun koitalouden tai yrityksen ennakoidaan saavan tuloja. Souphala Chomsisengphetin (Office of the Comptroller of the Currency) esittelemässä toisessa yhdysvaltalais-tutkijoiden yhteistutkimuksessa¹ analysoitiin suuririskisten asuntolainahakemusten pakollista ulkopuolista arviointia, jota sovelletaan Illinoisin osavaltiossa. Tutkimuksen mukaan tällainen tehostettu valvonta ensinnäkin vähensi luoton tarjontaa ja kysyntää, koska osavaltion lisensoimia lainanantajia ja heikompien luottostandardien luottoasiakkaita poistui kokeilun piiriin kuuluvalta alueelta suhteettoman paljon. Toiseksi tehostettu valvonta paransi luottolaitosten luottokelpoisuusarviointia, mikä puolestaan johti luottotappioiden ja pakolunastusten vähenemiseen.

Yannis Ioannides (Tufts University) kertasi asuntojen hintojen viimeaikaista kehitystä Yhdysvaltojen

Vastoin yleistä käsitystä subprime-asuntolainojen luotonantokriteerit eivät höllentyneet vuoden 2004 jälkeen.

¹ Taustalla oleva tutkimusraportin laatimiseen ovat osallistuneet Chomsisengphetin lisäksi Sumit Argawal (Federal Reserve Bank of Chicago), Gene Amromin (Federal Reserve Bank of Chicago), Itztak Ben-David (Fisher College of Business, The Ohio State University) ja Douglas D. Evanoff (Federal Reserve Bank of Chicago).

markkinoilla. Hän osoitti alueellisten erojen suuruuden Yhdysvaltain kehityksessä ja korosti, että Yhdysvalloissa omistusasumista on rohkaistu poliittisesti merkittävällä ja näkyvällä tavalla. Hän totesi myös, että Yhdysvalloissa elää vankka usko asuntoihin varmoina arvon säilyttäjinä ja siis hyvänä sijoituskohteena.

Peter Englund (Stockholm School of Economics) esitteli historiallisen näkökulman asuntomarkkinoiden nousuihin ja laskuihin Pohjoismaissa 1990-luvun alun pankkikriisien yhteydessä. Englund huomautti, että koska Pohjoismaissa asuntolainoihin liittyy täysi takautumisoikeus, asuntoluotoista pankeille aiheutuneet luottotappiot eivät viime kädessä olleet erityisen suuria verrattuna yritysluotoista koituneisiin tappioihin.

Raymond Duch (Oxford University) esitteli tutkimuksensa poliittisen ilmapiirin ja asuntomarkkinoita koskevien odotusten yhteydestä. Hän totesi, ettei yhteys ollut yhtä voimakas kuin muiden keskeisten kokonaistaloudellisten muuttujien kesken, kuten poliittisen ilmapiirin ja inflaatio-odotusten välillä.

Risto Murto (Keskinäinen työeläkeyhtiö Varma) esitteli omaisuudenhoitoalan näkemyksiä. Hän kuvaili vuoden 2008 haastavaa sijoitusympäristöä ja muistutti yleisöä hajautushyötyjen häviämisestä äärimmäisissä markkinatilanteissa. Lopuksi Murto totesi, että vaikka suhdannetekijät näyttävät tällä hetkellä helpottavan, edelleen haastavia ovat raken-

teelliset tekijät, jotka liittyvät esimerkiksi monien valtioiden nopeasti kasvavaan velkataakkaan ja huomattaviin velkatasoihin.

Yleisöpuheenvuoroissa pohdittiin, mikä käynnisti asuntojen hintojen laskun Yhdysvalloissa. Paneelin mukaan sitä ei välttämättä vielä tiedetä. Yleisökommentissa viitattiin näyttöön, jonka mukaan muutos Yhdysvaltojen konkurssilaisissa on saattanut vaikuttaa asuntojen hintakehityksen käännteeseen.

Asuntomarkkinat, asuntojen lainoitus ja makrotaloudellinen mallinnus

Toisena konferenssipäivänä Banco Santanderin apulaistutkimusjohtaja Antonio Cortina sekä konferenssin tämän osan puheenjohtaja Juan Ayoso (Espanjan keskuspankki ja SUERF) käsittelevät puheenvuoroissaan Espanjan asuntomarkkinoita. Molemmat korostivat erityisiä rakenteellisia tekijöitä, jotka myötävaikuttivat Espanjan asuntomarkkinahuumaan suhdannetekijöiden ohella. Tällaisia rakenteellisia tekijöitä olivat maahanmuutto sekä Espanjan loma-asuntojen kysynnän lisääntyminen pohjois-eurooppalaisten eläkeläisten keskuudessa. Cortina viittasi myös Espanjan vuokramarkkinoiden toiminnan puutteellisuuksiin, jotka osaltaan voimistavat omistusasuntojen hintojen vaihteluita ja altistavat markkinat arvostuskuplille.

Carmen Martinez-Carrascal (Espanjan keskuspankki) osoitti, että

asuntojen hintojen ja asuntolainojen määrän välillä on vahva, pitkän aikavälin tilastollinen yhteys. Espanjan asuntomarkkinoilla tehdyn tutkimuksen tulosten avulla hän osoitti myös, että kestävämmän velkaantumisen haitalliset vaikutukset asuntomarkkinoilla voivat jatkua pitkään, koska asuntoluottojen määrä ja asuntojen hinnat sopeutuvat hitaasti asuntoluottomarkkinoiden epätasapainotomuuksiin. Martinez-Carrascal painotti esityksessään lisäksi, että hinnaltaan yliarvostetut asunnot saattavat luoda virheellisen käsityksen siitä, ettei asuntovelallisten keskuudessa olisi ylivelkaantuneisuutta. Kommentteissa ja yleisökeskustelussa tuli esille, että myös velkaantuneisuuden jakaantumisella yksityishenkilöiden kesken voi olla vaikutusta rahoitusmarkkinoiden vakauteen.

Konferenssin neljännen osan yleisenä teemana olivat rahapolitiikka ja asuntojen hinnat. Alessandro Notarpietro (Bocconi University ja Banca d'Italia) ja Matthieu Darracq Pariès (EKP) esittivät yhdessä rakentamallaan makromallilla saamiaan tuloksia asuntomarkkinahäiriöiden vaikutuksista rahapolitiikan suunnitteluun ja toteutukseen. Nämä kahden maan makromalliin perustuvat tulokset koskivat Yhdysvaltoja ja euroaluetta. Estimoidun mallin tulokset vahvistavat aiempia käsityksiä asunto- ja kiinteistömarkkinoiden merkityksestä Yhdysvaltain taloudessa. Mallista saadaan toisaalta uutta näyttöä sen suhteen, mikä on vakuusarvo-

jen merkitys rahapolitiikan välittymisen kannalta euroalueella. Notarpietro esitti myös, että estimoidun makromallin empiirinen suorituskyky paranee, jos rahapolitiikka reagoi edes jonkin verran asuntojen hintakehitykseen. Optimaalisen rahapolitiikan keskeiset ominaisuudet tällaisessa mallissa puoltavat keskuspankin reagoitua asuntojen hintojen vaihteluihin.

Jean-Stéphane Mésonnier (Banque de France) esitteli Sébastien Frappan (Banque de France) kanssa keräämäänsä aineistoon perustuvan empiirisen analyysin tuloksia. Näiden tulosten mukaan inflaatiotavoitteen perustuva rahapolitiikka on myötävaikuttanut asuntojen reaalihintojen nousuun ja niiden heilahtelujen voimistumiseen. Aineisto käsitti 17 teollisuusmaata. Näistä yhdeksässä oli aineiston kattamana ajanjaksona eli vuosina 1980–2006 asetettu inflaatiotavoitteita. Nämä tulokset tukevat usein esitettyä kritiikkiä, jonka mukaan inflaatiotavoite voi myötävaikuttaa rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuuksien kasvuun. Yleisöpuheenvuorossa korostettiin, että on tärkeää tarkistaa, voivatko yksittäisiä maita koskevat havainnot vaikuttaa tuloksiin. Lisäksi viitattiin muuhun tutkimukseen perustuvaan näyttöön, jonka mukaan hitaaseen inflaatiiovauhtiin liittyy pienempi pankkikriisien todennäköisyys.

Guido Wolswijk (EKP) esitteli EKP:n julkaisua ”Structural Issues Report 2009: Housing finance in the euro area”. Raportin keskeiset tulok-

Esitellyn makrotaloudellisen mallin mukaan keskuspankkien kannattaisi ottaa asuntojen hintojen vaihtelu rahapolitiikassaan huomioon.

set viittaavat siihen, että vaikka asuntolainojen marginaalit ovat kenties kilpailun vaikutuksesta kaventuneet euroalueella, niiden suuruudessa on edelleen huomattavia eroja, mikä kertoo institutionaalisisista eroista maiden välillä. Ns. luo ja hajauta -malli on yksi nykyisen maailmanlaajuisen kriisin keskeisistä taustatekijöistä, ja se on ollut euroalueella kehittymättömämpi kuin Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa. Tämä voi olla yksi syytä siihen, miksi euroalueen asuntorahoitusmarkkinat ovat vaikuttaneet Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian markkinoita kestävämmiltä asuntomarkkinoihin kohdistuvia yllättäviä häiriöitä vastaan.

Apulaisjohtaja John Duca (Dallas Federal Reserve Bank) piti puheen aiheesta ”Housing markets and the financial crisis of 2007–2008: lessons for the future”. Ducan mukaan Yhdysvaltojen tämänhetkisellä finanssikriisillä on useimmat aikaisempien finanssikriisien vakiopiirteet mutta kriisi paljastaa myös kaksi keskeistä puutetta tai vikaa tavanomaisissa kokonaistaloudellisissa malleissa. Yhtäältä luottokriteereillä ja rahoitusinnoaatioilla ei näissä malleissa ole tyypillisesti mitään aitoa taloudellista funktiota. Toisaalta tavanomaiset makromallit yksinkertaistavat liiallisesti siinä suhteessa, että asuntoja pidetään yhtä likvideinä kuin tavanomaista rahoitusvarallisuutta. Ducan mukaan yksi nykyisen kriisin opetuksista tulevaisuuden varalle voisi olla se, että omistus-

asumista edistävä politiikka luoton-
tarjontaa helpottamalla ei välttämättä
saisi olla ainoa lähestymistapa
omistusasumisen tukemiseen. Tulisi
myös pohtia vaihtoehtoisia, ehkä
mahdollisesti paremmin toimivia kei-
noja, kuten esimerkiksi keinot asun-
tojen tarjonnan parantamiseksi.

Loppupuheenvuorossaan Jouko
Vilmunen (SP) huomautti, että konfe-
renssin esitelmissä pääasiassa käsitel-
tyjen kysyntätekijöiden ohella tulevai-
suuden haasteet koskevat myös erityi-
sesti tarjontapuolen tekijöitä. Näistä
asuntomarkkinoiden tarjontapuolen
haasteista on ehkä syytä korostaa
maankäytön markkinoita, kuten
myös Sinikka Salo (SP) totesi avaus-
puheenvuorossaan.

*Asiasanat: asuntojen hinnat,
asuntoluotot, subprime-luotot,
rahapolitiikka, vakuusarvot*