



**TARKASTELUSSA EUROOPAN KESKUSPANKIN ELVYTTÄVÄ RAHAPOLITIikka JA
SEN VAIKUTUKSET ASUNTOJEN HINTOJEN KEHITYKSEEN**

Lappeenrannan–Lahden teknillinen yliopisto LUT

Kauppatieteiden kandidaatintutkielma

2021

Eino Niini

Tarkastaja: Tutkijaopettaja Mika Vanhala

TIIVISTELMÄ

Lappeenrannan-Lahden teknillinen yliopisto LUT

LUT-kauppakorkeakoulu

Kauppatieteet

Eino Niini

Tarkastelussa Euroopan keskuspankin elvyttävä rahapolitiikka ja sen vaikutukset asuntojen hintojen kehitykseen

Kauppatieteiden kandidaatintyö

2021

59 sivua, 6 kuvaa, 2 taulukkoa ja 11 liitettä

Tarkastaja: Tutkijaopettaja Mika Vanhala

Avainsanat: Keskuspankki, EKP, rahapolitiikka, asunto, hinta, inflaatio, määrällinen elvytys

Tämä kandidaatintutkielma pyrkii selvittämään, mitkä syyt ovat vaikuttaneet Euroopan keskuspankin rahapoliittisiin päätöksiin aloittaa varallisuusesineiden osto-ohjelmat ja ovatko asuntojen hinnat nousseet euroalueen maissa sen seurauksena. Tutkielma esittelee rahan kvantiteettiteoriaa, keskuspankin roolia, edellisen suuren finanssikriisin taustaa ja sen seurauksia, kuin myös sitä miten EKP joutui reagoimaan kansainväliseen finanssikriisiin ja sitä seuranneisiin eurokriiseihin. Asuntojen rooli kulutus- ja investointihyödykkeinä esitellään myös. Itse tutkimus tehdään tarkastelemalla euroalueen M3-rahakannan kasvua määrällisen elvytyksen alettua ja miten erinäisten maiden asuntojen hintaindeksit ovat reagoineet tähän.

Alustavien tulosten perusteella ei voida väittää, että rahan määrä aina ajaisi asuntojen hintoja ylöspäin. Eri euroalueen maiden tilanteet ovat toisistaan hyvin poikkeavia, vaikka ne jakavat saman rahakannan. Voidaan siis uskoa, että asuntojen hinnat nousevat rahan tarjonnan kasvaessa muista tekijöistä johtuen, esimerkiksi silloin kun reaalityöväen kasvu on vahvaa.

ABSTRACT

Lappeenranta-Lahti University of Technology LUT

School of Business and Management

Business Administration

Eino Niini

Observing the expansionary monetary policy of the European central bank and its impact on house prices

Bachelor's thesis

2021

59 pages, 6 figures, 2 tables and 11 appendices

Examiners: Associate professor Mika Vanhala

Keywords: Central bank, ECB, monetary policy, house, price, inflation, quantitative easing

This bachelor's thesis aims to find out which causes have influenced European central banks monetary policy decisions that have led to the launch of asset purchase programs and to find out if house prices in euro area countries have increased due to these purchases. The study goes over the quantitative theory of money, the role of central bank, origins of the last great financial crisis and its aftermath as well as how ECB ended up reacting to both financial crisis and the following euro crises. The dual role of houses as both consumption and investment goods is presented as well. The actual analysis examines how euro area M3 money base growth following the quantitative easing programs has influenced house price indexes in various countries.

Initial results do not support the claim that increase of money would always result in increase of house prices. The visible effects across various euro area countries vary considerably even if they all share the same monetary area. This would imply that house prices rise due to various other reasons than the growth of money base, for example due to possible increase in real economic output.

Sisällysluettelo

Tiivistelmä

Abstract

1 Johdanto	1
1.1 Keskuspankki tarkastelussa	1
1.2 Rahapolitiikan vaikutukset asuntojen hintoihin	2
2 Rahan kvantiteettiteoria	3
3 Katsaus keskuspankin rooliin.....	5
3.1 Keskuspankkien historiaa	5
3.2 Inflaatiotavoite	7
4 Osto-ohjelmien taustasyyt.....	9
4.1 Asuntokupla ja finanssikriisi Yhdysvalloissa	9
4.2 Yhdysvaltojen FED kriisinhoidossa.....	12
4.3 Asuntokuplan vaikutukset Yhdysvalloissa	13
5 Euroalueen ongelmat ja EKP:n toimet	14
5.1 Euroalue	14
5.2 Finanssikriisi rantautuu Eurooppaan	15
5.3 Eurokriisi.....	16
5.4 Euroopan keskuspankin uudet haasteet.....	17
5.5 EKP aloittaa osto-ohjelmat	19
6 Asuntojen rooli taloudessa.....	22
6.1 Asumisen historiallinen kehitys.....	22
6.2 Lainaraha asuntomarkkinoilla	23
6.3 Asuntomarkkinoiden poikkeavat ominaisuudet.....	25
6.4 Asuntovarallisuus ja riskit	26
7 Havaitut vaikutukset ja niiden tarkastelu	27
7.1 Käytetyt aineistot ja testausmenetelmät	27
7.2 Alustava aineiston tarkastelu	29
7.3 Korrelaatiot M3-rahakannan ja maiden välillä	30
7.4 Lineaarinen regressio ja maakohtaisten tulosten tarkastelu	31
8 Johtopäätöksiä ostotoimenpiteiden vaikutuksista asuntojen hintakehitykseen	36
8.1 Tulokset ja niiden mahdolliset taustasyyt	37
8.2 Talouskasvu ja asuntokuplat	38

8.3 Suomen ongelmat	39
8.4 Yhteenveto ja tulevaisuuden haasteet.....	39
9 Lähdeluettelo	41
10 Liitteet	49

Liitteet

Liite 1: Suomen asuntojen hintaindeksin kehitys

Liite 2: Italian asuntojen hintaindeksin kehitys

Liite 3: Saksan asuntojen hintaindeksin kehitys

Liite 4: Euroalueen asuntojen hintaindeksin kehitys

Liite 5: Iso-Britannian asuntojen hintaindeksin kehitys

Liite 6: Ruotsin asuntojen hintaindeksin kehitys

Liite 7: Alankomaiden asuntojen hintaindeksin kehitys

Liite 8: Espanjan asuntojen hintaindeksin kehitys

Liite 9: Irlannin asuntojen hintaindeksin kehitys

Liite 10: Viron asuntojen hintaindeksin kehitys

Liite 11: Yhdysvaltojen asuntojen hintaindeksin kehitys

1 Johdanto

Tämän kandidaatintutkielman tarkoituksena on selvittää, miten viimeaikaiset Euroopan keskuspankin (EKP) rahapoliittiset toimet ovat mahdollisesti vaikuttaneet asuntojen hintoihin Suomessa sekä muissa tarkastelun kohteena olevissa maissa. Jos tilastojen tarkastelu tukee hypoteesia, niin pyritään selvittämään myös, kuinka laajasti ne ovat vaikuttaneet asuntojen hintoihin. Aihe on sinänsä relevantti, sillä EKP:n viimeisinä vuosina harjoittamat toimenpiteet ovat aiemmista rahapoliittisista toimista huomattavasti poikkeavampia (Hülsewig & Rottmann 2021, 1).

EKP on pyrkinyt pitämään yllä inflaatiota osto-ohjelmien avulla ja tämän seurauksena se on väistämättä vaikuttanut niin finanssimarkkinoihin kuin myös epäsuorasti asuntomarkkinoihin. Tämä voi lisätä riskiä uudelle asuntokuplalle ja voi johtaa kotitalouksien ylisuureen velkaantumiseen, kun asuntolainojen korot aikanaan nousevat (European Systemic Risk Board 2019).

Tutkimuskysymys on siis:

”Ovatko EKP:n rahapoliittiset toimet nostaneet asuntojen hintoja tarkastelun kohteina olevissa maissa ja millainen vaikutus voidaan havaita?”

1.1 Keskuspankki tarkastelussa

Rahakannasta vastaa euroalueella Euroopan keskuspankki. Sen historia on vielä varsin lyhyt, sen synnyttyä 1990-luvulla EU:n jäsenmaiden sovittua keskuspankkiensa yhdistämisestä euroalueen luomiseksi (Hartmann & Smets 2018, 5–7). EKP:lle annettiin mandaatti ylläpitää euroalueen hintavakautta (Gerdesmeier 2009, 53). Tämän katsotaan tarkoittavat maltillista keskimäärin hieman noin alle kahden prosentin vuosittaista hintojen nousua (Hartmann & Smets 2018, 17). Keskuspankin roolia ja rahan kvantiteettiteoriaa käydään lyhyesti läpi tämän työn alussa luvuissa 2 ja 3.

Viimeisen vuosikymmenen aikana euroalueella havahduttiin erinäisiin ongelmiin, joita pyritään tuomaan esille tässä työssä. Vuosina 2007–2009 vallitsi finanssikriisi, jonka jälkeen vuosina 2010–2012 kärsittiin eurokriisistä (Hartmann & Smets 2018, 24–31). Usealla euroalueen reuna-alueen eli periferian mailla talouden tila ei ollut aivan samanlaisessa hyvässä kunnossa verrattuna Saksan kaltaisiin euroalueen ydinalueen maihin (Hülsewig & Rottmann

2021, 3–4). Johtuen pankkisektorin kansainvälisyydestä ja euroalueen tiivistyneestä integraatiosta koko alue oli ongelmassa markkinoiden riskien levitessä maasta toiseen (Schwaab 2012, 6–10). EKP ymmärsi, että sen tulisi ryhtyä aiemmista poikkeavampiin toimenpiteisiin, jotta se pystyisi suoriutumaan euroalueen talouden ja vakauden ylläpitämisestä (Smith 2020, 370–78). Yhdysvaltojen finanssikriisin syytä ja euroalueen ongelmia tullaan esittelemään tämän tekstin luvuissa 4 ja 5.

Kriisin alkuvaiheessa keskuspankin normaali reaktio talouskriisiin oli korkojen laskeminen lähelle nollarajaa ja pidempiaikaisen rahoituksen turvaaminen pankkisektorille (Hartmann & Smets 2018, 24–27). Huomattiin kuitenkin, että perinteiset keskuspankit toimet eivät olleet riittäviä pankkisektorin vakauttamiselle (Cecchetti 2008, 1). Myöhemmin kriisin jatkuessa keskuspankki päätti aloittaa osto-ohjelmat, joiden seurauksena rahan määrä kasvoi huomattavasti (Euroopan keskuspankki 2014b). Rahan määrän lisäys ei suoraan johda kaikkien hintojen nousuun vaan vaikutus tapahtuu viiveellä. Samainen hintojen muutos vaikuttaa jossain määrin asuntojen hintoihin, mitä käsitellään luvussa 6.

1.2 Rahapolitiikan vaikutukset asuntojen hintoihin

Tutkielma pyrkii selvittämään, miten euroalueen laajempi rahakanta M3 vaikuttaa tarkastelun kohteena olevien maiden asuntojen hintaindekseihin. Luvussa 7 käydään läpi näiden maiden tilanteita ja tarkastellaan, miten muutos rahan määrässä on vaikuttanut kyseisen maan asuntojen hintojen indeksin arvoon. Suomen ohella euroalueen maista Saksa, Alankomaat, Irlanti, Espanja, Italia ja Viro on otettu tarkasteluun. Alueen ulkopuolisista maista on otettu mukaan Ruotsi, Iso-Britannia ja Yhdysvallat. Myös euroalueen keskiarvo on otettu mukaan. Vuokrien muutosta ei tarkastella, koska korkotason vaikutus niihin on epäselvää.

Elvyttävän rahapolitiikan vaikutuksiin finanssimarkkinoihin on kiinnitetty paljon huomiota, koska osakemarkkinat ovat monelle taholle ehkä tärkein reaalityalouden kehityksen indikaattori. Iso osa kotitalouksien varallisuudesta on tänä päivänä sidoksissa asuntovarallisuuteen (Tilastokeskus 2021a). Siksi on kansantalouden vakauden kannalta tärkeää, että asuntojen hintojen muutos on vakaalla ja kestäväällä pohjalla (Putkuri 2019). Pitkään jatkuva alhaisten korkojen ajanjakso voi myös mahdollistaa kotitalouksien liiallisen velanoton, mistä voi seurata ongelmia (Ahoniemi & Putkuri 2021). Liian suuri velanotto ja halpa raha voivat johtaa seuraavaan talouskriisiin, kun korot aikanaan nousevat (Hartmann & Smets 2018, 22–23). Tämä työ tulee tarkastelemaan miten ja kuinka vahvasti samainen rahapolitiikka on vaikuttanut asuntojen hintoihin, pääsyynä asuntovarallisuuden tärkeys kotitalouksille.

2 Rahan kvantiteettiteoria

Moderni taloustiede on sinänsä omana tieteenalanaan vielä varsin nuori pohjautuen 1800-luvulla alkaneisiin yrityksiin kvantifioida maatalouden tuotantoa ja sen optimointia. Tosin ilman taloustieteen kehittymistä omaksi alakseen, olivat monet viisaat jo aiemminkin kommentoineet talouteen liittyviä ilmiöitä, mukaan lukien inflaatiota ja rahan arvoa ylipäättäen. (Schumpeter 1954, 26–45.)

Puolalainen renessanssiajan tiedemies Nikolaus Kopernikus esitti jo vuonna 1517 väittämän että hopean tai kullan lisäys talouteen saa aikaan hintojen nousua (Benko 2013). Monet muut yhteiskuntaa analysoineet tutkijat vetivät samanlaisia johtopäätöksiä 1600–1700-luvuilla, huomioiden, että Espanjan hopeaa ja kultaa tuottavat siirtomaat saivat aikaan hintojen nousua Euroopassa, minkä syyksi havaittiin kierrossa olevan metallirahan määrän kasvu (Miller 2020). 1800-luvulla taloudellisten ilmiöiden analysointi ja kyky ymmärtää näiden keskinäisiä vaikutuksia kehittyi aiempaa edistyneemmäksi ja täten myös käsitys rahan kvantiteettiteoriasta vakiintui, kyseinen yhtälö esitettynä alla (Schumpeter 1954, 296–201).

$$M * V = P * Q$$

M = rahan määrä taloudessa, money

V = rahan kiertonopeus, velocity

P = vallitseva hintataso, prices

Q = hyödykkeiden määrä, quantity

Kuva 1. Rahan kvantiteettiteorian yhtälö.

Kuten kuvasta nähdään, yhtälöön yleisesti katsottiin kuuluvan rahan määrä taloudessa, joka kerrotaan rahan kiertonopeudella taloudessa, jotka ovat yhteensä sama kuin hyödykkeiden hinta kertaa niiden määrä. Teoria vakiintui brittiläisten ajattelijoiden kuten David Humen ja John Stuart Millin kirjoitusten myötä jo 1700-luvulla, Henry Thorntonin yrittäessä lisätä keskuspankkia mukaan rahakannasta vastaamaan (Humphrey 1982, 13–16). Kuuluisan 1900-luvun alun taloustieteilijän John Maynard Keynesin mukaan teoria on osa taloustieteen perusteita, Keynesin yrittäessä samalla kytkeä teoriaa osaksi hänen kokonaiskulutukseensa pohjautuvaa yleisteoriaa talouden ymmärtämistä (Friedman 1970, 1–4).

Myöhemmät monetaristisen tiedekunnan taloustieteilijät kuten Milton Friedman jatkoivat kvantiteettiteorian tutkimusta esittäen argumentin sille, että rahan kiertonopeus ei ollut suinkaan passiivinen muuttuja, joka reagoi ja joustaa muiden ohella, vaan kyseessä oli mahdollisesti itsenäinen muuttuja, joka saattoi nousta ja laskea samaa tahtia kuin rahan määrä taloudessa riippuen muista tekijöistä (Barone 2021). Keynesiläinen koulukunta koki tuotannon määrän yhtälön tärkeimmäksi tarkastelun kohteeksi, mistä poiketen myöhemmät monetaristit katsoivat rahan määrän ja kiertonopeuden tärkeämmäksi.

Monetarismin peruskäsitteisiin kuuluu ajatus siitä, että raha on pitkällä aikavälillä neutraalia ja rahan määrän lisäys johtaa vain hintojen kasvuun. Kuitenkin inhimillisistä tekijöistä, kuten täydellisen tiedon puuttuessa ja ihmisten tehdessä vain parhaita mahdollisia arvioita täydellisen varmuuden sijasta, rahan määrän lisäys ei ole neutraalia lyhyellä tarkastelun aikavälillä. Friedmanin mukaan se, että keskuspankki tai muut pankit lisäävät rahan määrää ei näy hetimiten hintojen kehityksessä vaan kvantiteettiteorian yhtälöllä kestää useita ajanjaksoja ennen kuin se asettuu uuteen tasapainoon. (Friedman 1970, 10–13.)

Pitkälti johtuen juuri monetaristisen koulukunnan suosiosta kuin myös siihen kohdistetusta kritiikistä on moderni taloutta ohjaaja makrotalouspolitiikka pitkälti noudattanut oppeja, jossa valtiotalta keskuspankin kautta pyrkii, joko elvyttämään taloutta lisäämällä rahan tarjontaa heikon taloudellisen kasvun aikana ja toisaalta ajoittain pyrkinyt rajoittamaan rahan tarjontaa estääkseen talouden ylikuumentumista tai korkeaa taloutta haittaavaa inflaatiota (Hartmann & Smets 2018, 8–11).

Korkotason sekä vähittäisvakavaraisuusvaatimusten avulla keskuspankki pystyy epäsuorasti vaikuttamaan rahakannan suuruuteen (Tucker 2014, 12). Mitä korkeampi on vaatimus sille, että pankit pitävät tietyn määrän rahaa tallessa, sitä vähemmän ne ovat pystyneet luomaan uusia lainoja. Toisaalta taasen vaatimuksen ollessa alhainen ovat pankit kyenneet lainaamaan ja luomaan uusia lainoja enemmän johtaen rahan määrän kasvuun.

Pankkien varat ovat nykyään pitkälti sähköisessä muodossa ja mahdollinen nostoryntäys ei jätä sen holveja tai kirstuja tyhjäksi, mistä esimerkkinä EKP:n vaatii pankkeja pitämään vain 1 % varoistaan reservissä (EKP 2016). Tästä johtuen vakavaraisuusvaatimus on enimmäkseen jäänyt pois keskuspankkien mahdollisten toimenpiteitten arsenaalista.

3 Katsaus keskuspankin rooliin

Valtioiden keskuspankkien historiaa tulee hieman avata, jotta päästään ymmärtämään nykyistä tilannetta ja kuinka siihen on päästy. Taustalla vaikuttavat perinteinen sekä moderni rahapolitiikan teoria ja talouden kasvun sekä vakauden kannalta optimaaliseen inflaatiota-voitteeseen pyrkiminen. Esittelyssä ensin on keskuspankkitoiminnan historiaa ja toimintaperusteet, jotka johdattavat rahan kvantiteettiteoriaan.

3.1 Keskuspankkien historiaa

Keskuspankit instituutioina eivät ole suinkaan moderni ilmiö, sillä vanhimmat niistä perustettiin 1600–1700-luvuilla rahoittamaan eri monarkkien kykyä rahoittaa kasvaneita yleensä sotiin liittyviä kulujaan (Gerdesmeier 2009, 20). Perinteisesti niiden tehtäviin ovat kuuluneet valtion varallisuuden talletus ja valtion kuin pankkien luotottaminen tarvittaessa kuin myös rahakannan ylläpitäminen (Bordo 2007). Nykyään lähes kaikki keskuspankit eivät enää suoraan rahoita valtioita painamalla rahaa, sillä monet maat ovat oppineet, että rahan painaminen valtion menojen kustantamiseen ei ole pidemmän päälle järkevää talouden vakauden kannalta. Barnes (2019) mainitsee varoittavina esimerkkeinä keskuspankin rahapainon väärinkäytöstä Saksan 1920-luvulla ja Unkari viimeisimmän maailmansodan jälkeen, sekä viimeisiltä vuosikymmeniltä esimerkkeinä Zimbabwen ja Venezuelan hyperinflaatiot. Siksi nykyään niiden roolin katsotaan yleisesti olevan talouden vakautta ylläpitävä itsenäisesti toimiva taho eikä budjettivajetta estävä pohjaton kirstu.

Rahakannan ylläpitämisen ohella keskuspankin rooleihin katsotaan kuuluvan pankkien omana pankkina toimiminen (Bordo 2007). Tavallisten kansalaisten tallettaessa pankkitileilleen rahaa, osa näistä pankki voi lainata eteenpäin, kun taas osan se joutuu pitämään hallussaan, joka omassa taseessaan tai sen omalla keskuspankissa sijaitsevalla tilillään riippuen keskuspankin asettamasta reservivaatimuksista (Tucker 2014, 12-14). Moderneina aikoina tosin raha on pitkälti digitaalista, eli Suomessa pankkiin talletettu euron kolikko ei tule missään vaiheessa siirtymään Suomen Pankin holveihin ja sieltä eteenpäin EKP:lle Frankfurtiin (Gerdesmeier 2009, 21).

Kaikilla euroalueella toimivilla pankeilla on omat lakisääteiset tilinsä keskuspankissa, joille perinteisesti on maksettu talletuskorkoa. Viimeisten vuosien aikana euroalueen talletuskorko on ollut historiallisen alhainen (EKP 2021a). EKP:n maksama korko talletuksille on

ollut negatiivista, mikä käytännössä tarkoittaa sitä, että pankin pakolliset lakisääteiset talletukset keskuspankin tilillä tuottavat pankille negatiivista korkoa eli sakkoa (EKP 2014a). Keskuspankki on pyrkinyt luomaan kannustumia sille, että pankit luovat lainoja ja tätä kautta lainoittavat muuta reaalityaloutta sen sijaan, että raha jämähäisi pankin haltuun. (Gerdesmeier 2009, 73.)

Keskuspankin toimiessa pankkien pankkina, se pystyy puuttumaan vallitsevaan korkotasoon talletuskoron sekä pankeille myönnettyjen lainojen korkojen kautta (Tucker 2014, 23). Kun pankit joka päivä saavat rahaa ja antavat rahaa ulos, niiden taseeseen syntyy hetkellisiä epätasapainoja. Yhdellä pankilla voi olla tarve saada muutama miljoona haltuunsa välttyäkseen taseen epätasapainon ongelmilta ja toisella pankilla voi olla ylimääräistä muutama miljoona, jonka se on valmis mahdollisesti lainaamaan olettaen saavansa tästä korkotuloja (Cecchetti 2008, 3).

Yleisesti pankit lainaavat usein toisiltaan, mutta tarvittaessa myös keskuspankilta. Se korko, millä keskuspankki on valmis lainaamaan rahaa pankeille, määrää epäsuorasti pankkien keskinäisten lainojen korkotason. Pankki A ei ole valmis maksamaan 2 % korkoa pankille B, jos keskuspankki tarjoaa korkoa tasolla 1 %, vaan B joutuu tekemään tarjouksen, joka on hyvin lähellä keskuspankin tarjoamaa korkoa tai muuten A valitsisi keskuspankin tarjouksen. Muut lainat, jotka lasketaan liikkeeseen yrityksille, yksityishenkilöille tai julkiselle sektorille pohjautuvat pitkälti keskuspankin valitsemaan korkotasoon, johon pankit lisäävät oman toimintansa kattamiseen vaadittavia korkotuottoja ja riskillisiä riippuen asiakkaan laadusta ja kyvystä maksaa lainaa takaisin ongelmitta yli ajan. (Tucker 2014, 12–16.)

Keskuspankin laskiessa liikkeeseen uuden lainan talletus- tai investointipankille, se ei suinkaan paina vastaavaa määrää paperisia seteleitä tai lyö metallisia kolikoita, vaan käytännössä sähköisille tileille luodaan lisää rahaa (EKP 2017). Tähän sisältyy toki riskejä, mutta rahapohja on sinänsä turvattu vaikkakin suuri osa liikkeessä olevasta rahasta on vain digitaalista (EKP 2021a). Uuden rahan luonti keskuspankin sekä muiden pankkien toimesta on enimmäkseen hallittua, perimmäisinä syinä vahva pankkitoiminnan säätely eri valtioiden ja viranomaisten osalta (EUR-Lex 2009). Tästä esimerkkinä ovat Euroopan komission direktiivit, jotka tiukasti määrittelevät sähköisen rahan laillisuutta (EUR-Lex 2009).

3.2 Inflaatiotavoite

Keskuspankin rooliin katsotaan kuuluvan rahavakauden ylläpitäminen. Euroalueella sen on katsottu tarkoittavat noin kahden prosentin vuosittaista hintojen nousua yli ajan (Gerdesmeier 2009, 59). Hintatason katsotaan olevan vakaa, kun hintojen muutos ei ole vaikuttava tekijä tavallisessa päivittäisessä taloudellisessa toiminnassa (Suomen Pankki 2021a). Täten voidaan hieman kyseenalaistaa tätä noin kahden prosentin vuosittaista hintojen nousun tavoitetta euroalueelle.

Historiallisesti inflaatio ja deflaatio, eli rahan arvon nousu, ovat vaihdelleet. Schumpeter (1954, 296–97) esittää esimerkkinä Espanjan, joka valloittaessaan uusia siirtomaita Amerikoissa 1500-luvulla, koki seuraamuksena rahan arvon laskun valtakunnan emämaassa Euroopassa, syynä siis arvometallirahan määrän lisäys markkinoilla.

Ajoittain taas rahan arvo nousi, kun reaali talous kasvoi ja esimerkiksi viljan hinta laski uusien viljelymaiden valtauksien ja asutuksen johdosta. 1800-luvulla johtuen maailmankaupan tehostumisesta aiemmin kalliit kulutushyödykkeet voitiin kuljettaa tuhansien kilometrien päähän joko rautateiden tai höyrylaivojen avulla. Markkinoilla rahana toimineet arvometallirahakannat eivät kasvaneet yhtä nopeasti, mistä seuraamuksena rahan arvo nousi suhteessa hyödykkeiden hintoihin. (Bordo & Filardo 2005, 9–12.)

Sinänsä itse itsessään deflaatio ei ole paha tai inflaatio hyvä, kummassakin tapauksessa rahan arvon muutos saa aikaan eri vaikutuksia eri tahoissa. Liika inflaatio, jota usein kutsutaan hyperinflaatioksi, jos hinnat nousevat yli 50 % vuodessa, on ehkä helpoin ymmärtää (Gerdesmeier 2009, 31). Sen seurauksena rahan arvo laskee huomattavan nopeasti ja luotto siihen maksuvälineenä romahtaa, joten ihmiset joko lopettavat sen käytön tai mieluummin siirtyvät vaihtamaan hyödykkeitä toisiin hyödykkeisiin, tai jonkin toisen maan valuutasta tulee parempi vaihtoehto päivittäiseen kaupankäyntiin (Gerdesmeier 2009, 31). Hyperinflaatio on toistunut aina aika ajoittain eri maissa katastrofaalisin seurauksin (Bordo & Filardo 2005, 20).

Esimerkit deflaatiosta ovat harvinaisempia, sillä viimeisen sadan vuoden aikana keskuspankkien toiminta on enimmäkseen pitänyt yllä inflaatiota (Bordo 2007). Teollisen vallankumouksen myötä erinäisiä hyödykkeitä pystyttiin tuottamaan aiempaa halvemmin ja tehokkaammin, mistä seurasi ajoittaista deflaatiota rahakannan reagoidessa viiveellä tai jäykästi metallirahan tuotannon rajoitteiden vuoksi (Bordo & Filardo 2005, 9–12). Liika deflaatio saa

aikaan riskin sille, että kuluttajat saattavat lykätä ostopäätöksiään, esimerkiksi miksi maksaa autosta 10000 rahayksikköä, jos vuoden päästä se mahdollisesti maksaisi enää vain 9000. Jonkinasteinen hyödykedeflaatio on normaalia esimerkiksi silloin kun tuotannon määrä kasvaa ja tuotantokustannukset laskevat tai teknologia paranee (Bordo & Filardo 2005, 9–11). Mainittakoon esimerkkinä, että muinoin matkapuhelin saattoi maksaa kuukauden palkan, nykyään ehkä halvimmat vastaavat muutaman tunnin palkkaa.

Yleisesti katsotaan, että lievä inflaatio on edullisempaa lainanoton ja kulutuksen kannalta kuin lievä deflaatio (Bordo & Filardo 2005, 26). Jos rahan arvon uskotaan jatkuvasti nousevan, se määrä mikä lainanottajan pitäisi maksaa lainanantajalle tulee kallistumaan yli ajan. Tämän seurauksena vain harvalla olisi varaa ottaa lainaa esimerkiksi uuden yrityksen tai asunnon rahoittamiseen. Toisaalta mitä tulee inflaation, niin usko rahan arvon laskuun tulevana ajanjaksoina on johtanut käytännössä siihen, että annettuihin lainoihin otetaan mukaan inflaatiopreemio eli lainanottaja ei pääse hyötymään rahan arvon laskusta (Gerdesmeier 2009, 30).

Argumentti kulutuksen ylläpitämiseen pätee myös inflaation tapauksessa. Nykyinen moderni yhteiskuntamme on pitkälti rakennettu sen varaan, että ihmiset kuluttavat taukoamatta. Jatkuva kulutus sallii usean talouden sektorin tehokkaan toiminnan, joissa esimerkiksi tuotteet valmistetaan olettamuksella, että ne ostetaan pian valmistusprosessin jälkeen, eikä niin että ne jäisivät inventaarioon odottamaan useita kuukausia tai vuosia. Talouden sektorit, yritykset ja monet palkansaajat mukaan lukien elävät kädestä suuhun periaatteen mukaisesti. Deflaatio, joka mahdollisesti lykkäisi tai vähentäisi nykyisiä ostopäätöksiä, olisi talouskasvulle vaarallista. (Oner 2017, 30–31.)

Euroopan keskuspankin noin hieman alle kahden prosentin ylitse pitkän ajan tavoittelema inflaatiotavoite nojaa pitkälti juuri riskiin deflaatiosta (Gerdesmeier 2009, 61). Joinain vuosina inflaatio voi olla yli kolmen tai neljän prosentin ja toisina vuosina taasen kenties alle yhden, mutta keskipitkällä aikavälillä tavoitteena EKP tähtää keskimäärin hieman alle kahden prosenttiin (Gerdesmeier 2009, 62). Jos tavoite olisi noin yksi prosentti, ja talouden toiminnan hidastuminen tai hetkellinen lama laskisi inflaatiota, riskinä olisi ajautua deflaation puolelle, mikä voisi saada aikaan deflaatiokierteen, mikäli useampi ostaja lykkäisi päätöstä kuluttaa tai ei ottaisi lainaa peläten rahan arvon kasvua (Bordo & Filardo 2005, 8–9). Tästä johtuen pelivaraa on siis noin kaksi prosenttia ennen kuin euroalue pääsisi lähelle deflaatiota.

Viimeisen vuosikymmenen aikana euroalueella jatkuneet talousongelmat ovat johtaneet heikkoon inflaatiokehitykseen useissa euroalueen jäsenmaissa (Hartmann & Smets 2018, 77). Jotkin maat, joissa talouden toipuminen on ollut hidasta finanssi- ja eurokriisien jälkeen, ovat jääneet pitkään varsin alhaisalle inflaation tasolle (Trading Economics 2021). Toisaalta monissa euroalueen ydinmaissa toipuminen on ollut parempaa ja inflaatio periferian talousongelmissa olleita maita korkeammalla tasolla (Amberger & Fendel 2016, 287–88). EKP valitsee kuitenkin yleisen korkotason, joka määrää kaikkien sen jäsenmaiden lainakannan korkotason. Samanaikaisesti voi vallita tilanne, jossa jokin yksittäinen jäsenmaa kohtaa liian suurta inflaatiota ja toinen kenties liian pientä inflaatiota.

4 Osto-ohjelmien taustasyyt

Tässä osiossa käydään läpi syitä sille, miksi kansainvälinen finanssikriisi alkoi Yhdysvalloissa. Paikallinen asuntokupla puhkesi vuosina 2007–2008 ja sen seurauksena maan finanssisektorin ongelmat saivat aikaan kansainvälisen talouskriisin. Liittovaltio päätyi tukemaan talousongelmissa olleita pankkeja ja yrityksiä kriisin alkuvaiheissa. Maan keskuspankki päätyi aloittamaan osto-ohjelmat talouden pitkittyneen heikon tilan vuoksi. Yhdysvaltojen asuntojen hintojen toipumista esitetään myös tämän osion lopussa.

4.1 Asuntokupla ja finanssikriisi Yhdysvalloissa

Vuosien 2007–2008 kansainvälisen finanssikriisin myötä keskuspankit normaaliin tapaan laskivat ohjaukorkojaan, minkä tavoitteena oli minimoida talouden laskusuhdanteen haittavaikutuksia ja luoda paremmat kannustimet lainaamiselle (Cecchetti 2008, 12–13). Alempi korkotaso helpottaa jo aiemmin lainaa ottaneita tahoja selviämään korkomaksuistaan, mutta sallii myös julkisen sektorin saada velkarahaa halvemmalla. Usein talousongelmien myötä eri maissa työttömyys kasvaa mistä seuraa valtiolle tulojen menetyksiä ja menojen kasvua (Hartmann & Smets 2019, 75). Tämä johtaa kasvaneeseen julkisen vallan budjetin alijäämän ja tarpeeseen rahoittaa valtion menoja lainarahan avulla (Hartmann & Smets 2019, 82).

Kriisi oli aiempiin kriiseihin verrattuna ongelmallisempi, koska pankkien toiminnan terveyttä heikensivät Yhdysvalloissa tapahtunut uusien korkean riskin finanssi-instrumenttien kehitys, lyhyesti sanottuna roskalainat (Chen 2020). Aiempina vuosikymmeninä alkaneen finanssisektorin sääntelyn keventämisen myötä raja investointi- ja talletuspankkien välillä sumeni ja

aiempaa löysemmät säännöt mahdollistivat erinäisten uusien rahoitusinstrumenttien luomisen (Amadeo 2021).

Käytännössä lainoja luovat talletuspankit pystyivät paketoimaan luomiaan lainojaan, esimerkiksi asuntolainoja ja tekemään niistä kaupankäynnin kohteena olevan varallisuusesineen (Chen 2021). Kyseessä oli sinänsä korkotuloja maksava finanssi-instrumentti, jossa asuntolainoja luonut pankki myi sen hallussa olleet lainat eteenpäin (Amadeo 2021). Talletus- tai investointipankki saattoi ostaa finanssi-instrumentin sillä oletuksella, että asuntolainat maksetaan takaisin korkojen kera (Amadeo 2021). Mikäli lainaaja olisi maksukyvytön, voisi pankki ottaa asunnon haltuunsa ja myydä sen eteenpäin, uskomuksena siis, että tappioita ei syntyisi, vaikka velkaa ei maksettaisi (Amadeo 2021). Aikanaan idea vaikutti olevan taloudellisesti kannattavalla pohjalla, ainakin niin kauan kuin asuntojen hinnat olisivat jatkuvassa nousussa. Tämä tosin johti juuri edellä mainittuun finanssikriisiin, joka kärjistyi Yhdysvaltain asuntomarkkinoilla syntyneen kuplan puhjettua (Chen 2021).

Kriisiä pahensi finanssi-instrumenttien vakuuttaminen perustuen puutteelliseen tietoon. Erinäiset luottoluokituksia myöntäneet laitokset antoivat varsin huolettomasti ja kevyin perustein hyvän luottoluokituksen näille uusille instrumenteille. Jos osa paketin lainoista oli hyviä, saattoi koko paketti saada hyvän luokituksen, vaikka seassa saattoi olla erinäinen määrä alemman luokituksen ja korkean riskin roskalainoja. Osasyynä huolettomille luottoluokituksille katsottiin löysentynyt säännöstely, mutta myös luokitusta tarjonneiden laitosten keskinäisen kilpailun ongelmat. Mikäli ensimmäinen luotottaja olisi antanut heikon luottoluokituksen, niin olisi ostaja voinut saada mahdollisesti toiselta paremman luokituksen. Tätä on jälkeinpäin yritetty estää tiukentuneen sääntelyn kautta. (Financial Crisis Inquiry Commission 2011, 115–122.)

Lainojen vakuuttaminen perustuen puutteelliseen tietoon ja siitä johtuviin tappioihin johti vuoden 2006–2007 asuntokuplan leviämiseen koko finanssisektoria koskevaksi kriisiksi. Isot Yhdysvalloissa toimineet vakuuttajat olivat suurissa ongelmissa jouduttuaan maksamaan korvauksia vakuutetuille lainoille. Pankit, jotka normaalisti olisivat kenties pystyneet tarjoamaan lainoja toisilleen kattamaan näiden hetkellisiä taseen supistumista, olivat itse ongelmissa kärsittyään tappioita asuntolainoihin liittyen. (FCIC 2011, 246–252.)

Seurauksena oli pankkien keskinäisen luottamuksen menettäminen ja markkinoiden jäätyminen. Yhdysvaltojen liittovaltio tuki muutamia suuria vakuuttajia, mutta kriisin syventyessä antoi investointipankin Lehman Brothersin kaatua syyskuussa 2008 (FCIC 2011, 343).

Tämä katsotaan finanssikriisin merkittävimmäksi tapahtumaksi ja laman syvimmän ajanjakson alkulaukaukseksi (Hartmann & Smets 2018, 24). Euroopassa tämä tosin oli vasta alkavien ongelmien esinäytös.

Yhdysvaltojen pankkisektorin toimintakyvyn lamaantuminen ja osakemarkkinoiden syöksy pakotti liittovaltion toimimaan aktiivisesti. Se ei enää voinut katsoa sivusta samalla kun useat maan suurimmista finanssialan toimijoista olivat konkurssin partaalla. Lakien mukaan yritys itse kantaa vastuun omista huonoista taloudellisista toimistaan ja voi hakeutua konkurssiin, mutta kyseisessä tilanteessa ei sinänsä ollut myöskään hyväksi antaa enemmistön maan suurista investointi- sekä talletuspankeista mennä konkurssiin. Usean suuren finanssialan toimijan konkurssilla tulisi olemaan huomattavia seuraamuksia koko reaalityalouteen ja kansantalouden pitemmän ajan talouskehitykseen sekä koko maailmalle dollarin vaikutusvallan vuoksi. (FCIC 2011, 353–360.)

Jälkeenpäin on kritisoitu Yhdysvaltojen liittovaltion päätöstä pelastaa tappioita tehneet pankit ja muut ongelmissa olleet yritykset pinteestä veronmaksajien rahoilla TARP-tukipaketin avulla, tämä kun on jossain määrin vapaiden markkinoiden periaatteitten vastaista. Sen sijaan, että pankit olisivat itse kärsineet tappiot, nämä huomasivat olevansa ”liian suuria kaatamaan”. Tämä käytännössä tarkoitti riskin ulkoistamista muulle yhteiskunnalle kuin myös kannustinta ottaa jatkossakin riskejä tietäen, että seuraamukset eivät välttämättä lankea omaan niskaan. (Broome 2011, 69–73.)

Termi moraalikato on jäänyt taloustieteen sanastoon ja onkin ollut useasti esillä, kun puhutaan finanssikriisistä tai myöhemmästä eurokriisistä. Tällä käytännössä tarkoitetaan suurten toimijoiden, olivatpa ne miljardiluokan investointipankkeja tai kokonaisia valtioita, korkean riskin käyttäytymistä, jolle tarvittaessa voidaan löytää ulkopuolinen maksaja, mikäli tilanteen pahentuessa vararikon riski alkaa realisoitua. (FCIC 2011, 444–445.)

Koska valtion hallituksen rahallinen tuki on poliittisesti arka ja kenties kyseenalaista, Yhdysvalloissa liittovaltion tai sen valtiovarainministeriön ei katsottu olevan se taho, jonka tulisi olla pankkisektorin tukena (Gerlach 2010, 51–56). Tätä varten oli nimittäin erikseen olemassa FED, eli Federal Reserve, Yhdysvaltojen keskuspankki. Kyseinen itsenäinen julkisen vallan alainen laitos ei sinänsä saa suoraan rahoittaa finanssisektorin toimijoita tai valtiota, mutta epäsuorasti toimet, joiden seurauksena valtio tai pankit saavat luottoa ovat mahdollisia (FED St. Louis 2021).

4.2 Yhdysvaltojen FED kriisinhoidossa

Finanssikriisin hoito jätettiin pitkälti FED:in vastuulle, vaikka julkinen valta myös tuki verovarojen ongelmiin joutuneita suuryrityksiä (FCIC 2011, 371–379). FED alkoi laskemaan ohjaukorkojaan laman alettua (Cecchetti 2008, 12–14). Tämä ei itsessään tosin ollut riittävä vaan kuten aiemmin mainittiin, niin julkinen valta päätyi tarjoamaan halpaa rahaa estääkseen suurten rahoitusalan laitosten kaatumisen (FCIC 2011, 370–375). FED:ille jäi vastuu siitä, että taloudessa olisi tarpeeksi rahaa liikenteessä, jottei samanlaista pankkien keskinäisten lainaamisen tyrehtymistä tulisi toistumaan (Cecchetti 2008, 21).

Tätä varten FED otti käyttöön markkinaostot, eli siis se alkoi ostamaan sopivaksi katsomiaan varallisuusesineitä, esimerkiksi valtion velkakirjoja tai muita vastaavia riittävän vakaita velkakirjoja pankeilta (FED 2021a). Tarkoituksena ei sinänsä ollut rahoittaa valtiota ostamalla sen velkaa, mikä käytännössä vastaisi budjettivajeen kattamista rahan painamisella vaan tarjota pankeille riittävää likviditeettiä, jotta näillä olisi rahaa mitä lainata toisilleen ja yrityksille. Päämääränä se, että finanssikriisistä toipuminen pääsisi tehokkaammin käyntiin.

Näitä keskuspankin toimenpiteitä kutsuttiin nimellä quantitative easing eli suomennettuna määrällinen elvytys. Samanlaisia osto-ohjelmia oli kokeiltu muun muassa Britannian ja tätä aiemmin Japanin keskuspankin toimesta, mutta käytännössä termi vakiintui vasta FED:in otettua sen laajemmin käyttöön. (Johnston 2021.)

Monet maan ovat historiallisesti kokeilleet samanlaisia rahan määrää lisääviä toimia keskuspankkien avulla. Usein näitä on kutsuttu termillä seigniorage-tulot, eli kansankielellä keskuspankki painaa rahaa valtion menojen kattamiseen. Moni keskuspankki saa osan rahoituksestaan tosin juuri tällä tavalla, mutta yleensä tämä summa on pieni ja ei aiheuta kansantaloudessa laajempia ulkoisvaikutuksia. (Neumann 1992.)

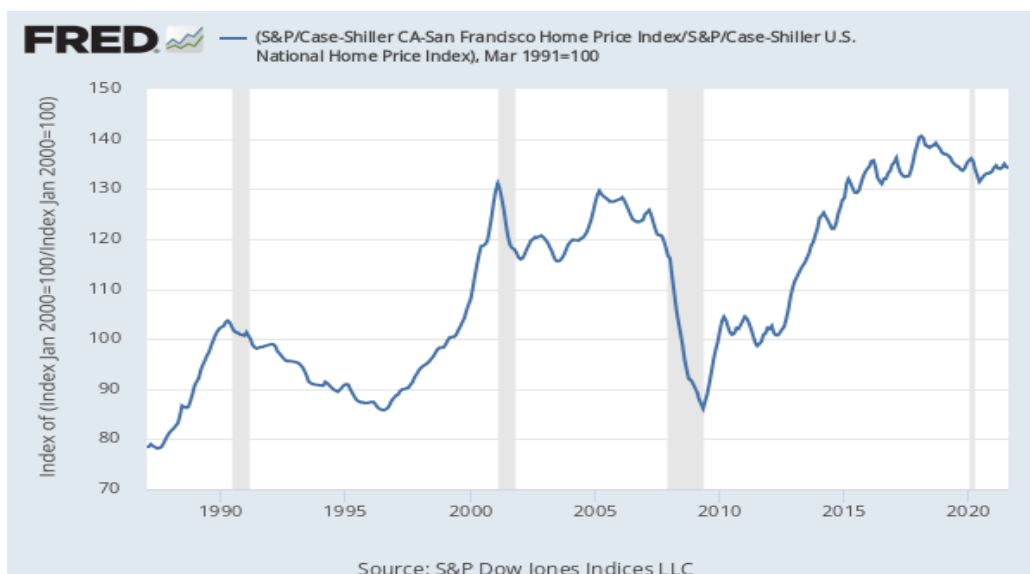
Määrällisen elvytyksen seurauksena kansantaloudessa olevan rahan määrä kasvaa, inflaatio seuraa viiveellä ja kannustimet lainanotolle sekä investoinneille pidetään edullisina (Thornton 2009). Tavallaan kyseessä on toki myös inflaatiovero kaikille rahaa aiemmin omistaville ja säästäneille tahoille kun tämän aiemman rahan suhteellinen arvo laskee. Joka tapauksessa kyseessä on keskuspankin yritys ajaa taloutta suotuisammalle kasvu-uralle aseenaan halpa raha joka optimaalisessa tilanteessa johtaa investointien määrän kasvuun ja sitä kautta parempaan talouskasvuun (Hartmann & Smets 2018, 20–24).

Todellisuudessa tilanne ei tosin ole aina näin yksinkertainen, jo aiemmin mainitusta aikavälistä johtuen. Samana päivänä painettu raha ei tarkoita samana päivän aikana luotua lainaa ja tämän investointia ja iltaan mennessä bruttokansantuotteen kasvua. Kuten Friedman (1970, 8–9) on aiemmin todennut, informaatio on epätäydellistä ja sen takia inflaation aiheuttamat kustannukset ja hyödyt jakautuvat epätasaisesti.

Yhdysvaltojen keskuspankin FED:in harjoittama määrällinen elvytys alkoi vuoden 2008 kriisin jälkeen ensin hillittyinä ostoina (Cecchetti 2008, 20–21). Kuitenkin saatavilla olevien valtionvelkakirjojen määrä oli rajattu, joten sopiviksi koettuihin ostokohteisiin lisättiin puoliksi- valtiollisten laitosten velat esimerkiksi asuntalainoja myöntäneet Fannie Mae ja Freddie Mac-lainalaitokset, jotka olivat osallisina aiemman asuntokuplan luomisessa syynä valtion yritys auttaa pienituloisia ostamaan omia asuntoja (FCIC 2011, 433–437). Osto-ohjelmat olivat aktiivisia vuosien 2008–2014 välillä ja seurauksena oli FED:in taseen laajentuminen ja dollarin rahakannan kasvu, minkä tavoitteena oli lisätä talouskasvua inflaatiokehitystä tukemalla (FED 2021b).

4.3 Asuntokuplan vaikutukset Yhdysvalloissa

Asuntojen hinnat romahtivat lähes kautta maan vuosina 2006–2009 ja alkoivat nousemaan vasta 2010 maan talouden poistuessa vuoden 2008 finanssikriisistä. Talouden toipuminen, alhaiset korot ja muut valtion elvyttävät toimenpiteet johtivat vahvaan asuntojen hintojen nousuun ja vuoteen 2015 mennessä hintataso oli ohittanut jo vuoden 2005 huippulukemat kuten liitteenä oleva kuva osoittaa. (Federal Reserve Economic Data 2021.)



Kuva 2. Yhdysvaltojen asuntojen hintaindeksin kehitys. Lähde, FRED.

Yhdysvaltojen määrällisen elvytyksen loppuessa 2014 ja samanaikaiset keskuspankin ohjauks korkojen nostot alkoivat hidastamaan asuntojen hintojen nousua vuoden 2015 jälkeen (FRED 2021). Koronasta johtuen FED on lisännyt omaa määrällistä elvytystä vuodesta 2020 eteenpäin (FED 2021b). Riski uudelle asuntokuplalle voidaan olettaa pienemmäksi kuin vuosikymmen aikaisemmin, johtuen vaativammista kriteereistä saada asuntolainaa kuin myös pankkien valvonnan tiukentumisen johdosta (Broome 2011, 73-80). Samalla voidaan havaita lievää yhdenmukaisuutta rahanpohjan laajenemisen, halpojen korkojen ja asuntojen hintakehityksen välillä, mutta ehkä helpoin selittävä tekijä on kriisin jälkeinen talouden toipuminen ja talouskasvu.

5 Euroalueen ongelmat ja EKP:n toimet

Tässä luvussa käydään läpi Euroopan keskuspankin ja yhteisen raha-alueen historiaa. Ensimmäinen yhteinen vuosikymmen päättyi finanssikriisiin ja sitä seuranneeseen eurokriisiin. Keskuspankin toimia kriisin jatkuessa esitellään, jotta ymmärretään kuinka päädyttiin osto-ohjelmien aloittamiseen.

5.1 Euroalue

Kun Euroopan Unionia luotiin 1990-luvulla sovittiin samalla yhtenäisen raha-alueen luomisesta sen jäsenmaiden kesken, tarkoituksena aiempaa tiiviimpi taloudellinen ja sosiaalinen integraatio (Hartmann & Smets 2018, 5–6). Moni jäsenmaa suostui yhteiseen projektiin euroalueen luomisesta EU:n perustamissopimusten myötä, muutaman maan sopiessa mahdollisesti liittymisestä mukaan myöhemmin, esimerkkeinä Ruotsi ja Iso-Britannia (Euroopan komissio 2021a). Maastrichtin sopimus edellyttää jäsenmaiden liittymistä yhteiseen raha-alueeseen, Tanskan laillista poikkeusta lukuun ottamatta, jähkä kyseinen maa täyttää liittymiskriteerit (Euroopan komissio 2021a).

Samalla kun perustussopimuksissa sovittiin EU:n parlamentin ja komission toiminnasta, luotiin myös Euroopan keskuspankki yhdistämällä erinäiset kansalliset keskuspankit yhden unioninlaajuisen ylikansallisen pankin alaisuuteen (Hartmann & Smets 2018, 12). Maastrichtin sopimuksen nojalla pääkonttorin sijainniksi valitui Saksan kaupunki Frankfurt am

Main, joka on manner-Euroopan tärkein finanssikeskus ja missä sijaitsee Saksan pörssi (EKP 2021). Euro käteisvaluuttana otettiin käyttöön 2000-luvun alussa ja EU:n itään laajenemisen myötä siihen liittyi aiempaa useampi jäsenvaltio (Hartmann & Smets 2018, 6).

Kaikilla euroalueen keskuspankkien johtajilla oli yhtäläinen valta sen neuvoston kokouksissa ennen vuoden 2015 uudistuksia kun Liettua liittyi euroon. Nykyisin suurilla mailla on enemmän ääniä ja pienemmät maat ovat äänestysrotaatioissa kaksi kertaa kuussa järjestettävissä johtoryhmän kokouksissa. Pysyvät hallituksen jäsenet valitaan useammaksi vuodeksi kerrallaan. (EKP 2014b.)

Teknologiakuplan puhjettua 2000-luvun alussa koko euroalue oli suhteellisen hyvässä talouskasvun tilassa, asuntojen hintojen kasvaessa aina vuoden 2008 finanssikriisin puhkeamiseen asti (Hartmann & Smets 2018, 15–18). Tästä alkoi käytännössä euroalueen menetetty vuosikymmen useiden euroalueen jäsenmaiden talouskasvun osalta, mukaan lukien Suomen tapauksessa.

5.2 Finanssikriisi rantautuu Eurooppaan

Euroalueen ensimmäisen vuosikymmen loppui kylmään herätykseen, sillä alkuperäisen talousintegraation ideaali oli vaihtunut realisaatioon siitä, että moni euroalueen jäsenmaista oli elänyt yli varojensa ja oli huomattavissa talousvaikeuksissa verrattuna jäsenmaihiin, jotka olivat hoitaneet talouttaan paremmin (Schwaab 2012, 5–10).

Käytännössä lähes kaikki maat olivat enemmän velkaantuneempia kuin mitä oli sovittu rajapaaluksi Maastrichtin sopimuksen mukaan, mikä sallii 60 % velkaa suhteessa BKT:hen ja 3 % budjettivajeen suhteessa BKT:hen (Hartmann & Smets 2018, 21–23). Huomioitavaa oli sinänsä Saksan tilanne maan ollessa alusta asti velkaantuneempi kuin mitä yhteiset säännöt olisivat sallineet, tosin osa tästä velasta johtui Saksojen yhdistymisestä koituneista kustannuksista ja Itä-Saksaan tehdyistä tulonsiirroista (Hartmann & Smets 2018, 21–23). Tämä saattoi myötävaikuttaa siihen, että muutkaan jäsenmaat eivät kokeneet suurta tarvetta saada omia budjettejaan tai kokonaisvelkaansa sääntöjen mukaisiksi. Aikanaan kriisin pitkittyessä vain muutama jäsenmaa pystyi pitämään talouskurinsa Maastrichtin sääntöjen mukaisena, kun tarkastellaan valtion velkaantuneisuutta (Hartmann & Smets 2018, 28).

Yhdysvaltojen pankkien aiheuttama kriisitilanne levisi euroalueen pankkien pariin - syynä pankkisektorin kansainvälinen yhdentyminen. Osalla euroalueen pankeista oli myös hallussaan Yhdysvalloissa luotuja roskalainoja, jotka aiheuttivat näille pankeille tappioita.

Kansainvälinen pörssiromahdus horjutti myös koko euroaluetta johtaen lamaan käytännössä koko unionissa. (Hartmann & Smets 2018, 24–27.)

Euroopan keskuspankki reagoi tyypilliseen tapaan laskemalla ohjaus- ja talletuskorot alas lähemmäs nolларajaa (EKP 2021a). Tästä huolimatta moni eurooppalainen pankki oli ongelmassa, ja pankkien keskinäinen luottamus oli myös horjunut (Hartmann & Smets 2018, 22-23). Laman ensimmäisten ongelmien joukossa oli useiden euromaiden kyky selviytyä velkamaksuistaan tai saada uutta lainaa markkinoilta, eritoten suurissa ongelmassa olivat Portugali, Irlanti, Kreikka ja Espanja ja näitten maitten pankkisektorit (Smith 2020, 373).

5.3 Eurokriisi

Vuonna 2009 paljastui että Kreikka oli aktiivisesti valehdellut mitä tuli sen velkoihin ja budjetin alijäämään jo ennen liittymistään euroalueeseen (Euroopan tilintarkastustuomioistuin 2017). Pankkien ollessa ongelmassa, eivät nämä normaaliin tapaan voineet ostaa valtioiden velkakirjoja ja epävakauden kasvaessa mahdollisesti ongelmassa olevien maitten valtionvelkakirjojen riskit ja tuottovaatimukset kasvoivat (Hartmann & Smets 2018, 23). Jos Saksan pitkän ajan valtionveloilta vaadittiin 3 % korkoa, niin Kreikan vastaava luku oli 6 % vuonna 2009 (Trading Economics 2021). Vuoteen 2012 mennessä ero oli kasvanut, Kreikan tilanteen pahentuessa ja markkinoiden epäluottamuksen kasvaessa sen pitkän ajan 10 vuoden velkakirjoilta vaadittiin jo hieman alle 30 % korkoa Euroopan keskuspankin tilastojen (EKP 2021a) mukaan. Tämä tarkoitti käytännössä, että maa ei enää kyennyt saamaan velkara hoitusta pankeilta järkevään hintaan, johon sillä olisi ollut varaa.

Estääkseen pankeille mahdollisesti aiheutuvat suuret tappiot siinä tapauksessa, että Kreikka ilmoittaisi olevansa maksukyvytön, päätyivät muut euroalueen maat erinäisten kriisipakettien kautta rahoittamaan ongelmassa olleita talouksia, joiden luottoluokitus oli laske nut aikaisemmilta tasoilta finanssikriisiin myötä (Hartmann & Smets 2018, 28-30).

Tukipaketit olivat poliittisesti arka aihe, sikäli kun erinäiset tukitoimet olivat epäsuora tulonsiirto paremmin asiansa hoitaneilta jäsenmailta niille, jotka olivat tehneet huonoja investointeja aiemmalla vuosikymmenellä tai suorastaan valehdelleet ja pitäneet oman taloutensa heikon kunnon tai ylivelkaantuneisuuden salassa (Rathbun & Powers & Anders 2018, 2–8). Monet euroalueen pankit pelastettiin ongelmilta veronmaksajien rahoilla, nämä kun olivat tietoisesti ostaneet valtioiden velkakirjoja, joiden riskien kasvaessa mahdolliset tappiot ulkoistettiin euroalueen veronmaksajille (Rathbun et al. 201, 14). Moraalikato, mikä alkoi

Yhdysvaltojen pankkien tukemisella veronmaksajien rahoilla riskien tullessa todeksi, toistui euroalueen pankkien tapauksessa.

Jäsenmaat ja Kansainvälinen valuuttarahasto IMF tulivat talousahdingossa olevien maiden tueksi, minkä seurauksena Kreikan ja muiden ongelmassa olleiden valtioiden velkakirjojen omistajuus vaihtui pankeilta apuun tulleille tahoille, Suomi näihin mukaan luettuna (Smith 2020, 375). Tosin tätä pelastuspakettia varten luotiin myös erikseen kokonainen uusi kriisirahasto, Euroopan rahoitusvakausväline, EFSF, vuonna 2010 ja vielä myöhemmin samana vuonna Euroopan rahoitusvakautusmekanismi, EFSM (Euroopan komissio 2021b).

Myöhemmin vuonna 2012 perustettiin ESM, Euroopan vakausmekanismi, seuraamaan ja korvaamaan aiempia vuoden 2010 EFSF ja EFSM kriisirahastoja (Hartmann & Smets 2018, 31). Rahoitus ongelmassa olleille maille saatiin turvattua näitten yhteisten EU:n alaisten ohjelmien avulla ja osa takaisin maksettavasta velasta siirtyi myös IMF:lle ja osa EKP:lle (Euroopan vakausmekanismi 2019, 165–174). Jälkeenpäin on voitu kyseenalaistaa pankkien pelastamista tappioilta, koska nämä olivat osallisina halvan velkarahan tarjoamisessa euroalueen maille. Käytännössä koko euroalue mobilisoitiin estämään se, ettei jokin sen jäsenmaa menisi maksukyvyttömäksi ja etteivät tämän maan liikkeeseen laskemat velkakirjat menettäisivät arvoansa. Kyseinen arvon menetys voisi toteutuessaan johtaa huomattaviin tappioihin velkakirjoihin sijoittaneille tahoille eli enimmäkseen euroalueen pankeille.

5.4 Euroopan keskuspankin uudet haasteet

Euroopan keskuspankki ei eurokriisin alkaessa vielä ollut aktiivisemmin mukana sen hillitsemisessä. Sillä katsottiin, että keskuspankin mandaattiin kuului pääosin hintavakauden ylläpitäminen euroalueella ja mahdollinen jäsenmaiden velan rahoittaminen keskuspankin ostolla olisi vastoin sen perustamissäännöksiä kriisirahastoja. (Hartmann & Smets 2018, 32.)

Eritoten saksalaishenkinen ajattelutapa katsoi, että historiallista 1920-luvun Weimarin aikakauden hyperinflaatiota ja sitä seurannutta talouden lähes täydellistä romahdusta ja yhteiskuntajärjestyksen halvaantumista ei saisi ikinä toistaa. Ajatusta EKP:n toimista, joiden kautta keskuspankki tulisi velkaisten jäsenmaiden tueksi ostamalla näiden velkakirjoja, vastustettiin jyrkästi. (Mee 2019, 1–8.)

Euroalueella oli havaittavissa lievää kahtiajakoa niiden maiden välillä, jotka olivat tiukemman talouskurin kannalla ja niiden maiden välillä, jotka olivat olleet joustavampia budjetoinnissa ja velanotossa (Hartmann & Smets 2018, 28). Keskuspankin tehtävä oli silti jotenkin

pystyä tasapainottelemaan sen inflaatiotavoitteen, mutta myös koko talousalueen terveydentilan kanssa, mikä oli kriisitilassa joidenkin jäsenmaiden tapauksissa.

Kuitenkin jo vuonna 2005 EKP oli tehnyt myönnytyksen, se oli valmis hyväksymään korkean luottoluokituslaadun valtionvelkakirjoja vakuudeksi sen pankeille myöntämiin lainoihin, ja tämäkin oli lievästi sen alkuperäisten sääntöjen kiertämistä (Eber & Weber 2014, 9-11). Kun vuonna 2008 kriisin alkaessa Englannin keskuspankki pystyi seuraamaan FED:iä ja lisäämään pankkien rahoitusta ostamalla valtion velkaa, EKP ei kelpuuttanut muita kuin korkean laadun velkakirjoja sen lainojen vakuudeksi ja joutui kuukausi Lehman Brothersin kaatumisen jälkeen muuttamaan sääntöjään kriisin syvetessä (Eber & Weber 2014, 20-22). Toisin sanoen EKP ei kyennyt tulemaan markkinoiden tueksi aivan samanlaisilla valtuutuksilla kuin FED, mikä osaltaan kärjisti finanssikriisiä euroalueella.

Vielä 6.5.2010 EKP:n pääjohtaja Trichet (EKP 2010) kielsi ajatuksen EKP:n väliintulosta valtion velkojen ostojen kautta, kunnes 10.5.2010 EKP päätti aloittaa uuden ohjelman: Securities Market Programme, SMP (Schwaab 2012, 8–9). Tämän kautta se osti tiettyjen maiden velkaa jälkimarkkinoilta tavoitteenaan markkinoiden likviditeetin turvaaminen, mutta myös yritykset markkinoiden rauhoittamiseksi, jotteivat valtioiden velkaongelmat eivät syvenisi entisestään (Smith 2020, 369). Päätös voidaan kokea poikkeukselliseksi sinänsä, kun EKP:n mandaattiin ei kuulu valtioiden rahoitus, vaikkakin tätä tapahtui sen ostaessa näiden velkaa epäsuorasti jälkimarkkinoilta.

Alun perin SMP-toimien vastapainona EKP ilmoitti, että steriloidakseen rahan lisäyksen vaikutuksen, se sterilisoi eri menetelmin rahaa pois markkinoilta (Fine Tuning Operations), muun muassa velkakirjoja tarjonneen pankin tilivarojen poistojen kautta, jotta talousalueen kokonaisrahanmäärä ei kasvaisi. Täten se torjui syytöksiä rahan painamisesta velkaongelmallisille jäsenmaille. SMP-toimet loppuivat vuonna 2012. Näiden toimien summaksi arvioidaan 218 miljardia euroa. (Smith 2020, 374–76.)

Vuoden 2011 lopulla EKP:n uudeksi pääjohtajaksi valittiin Mario Draghi, jonka kauden alussa EKP ilmoitti uusista Very Long Term Refinancing Operations-ohjelmista. Näiden kautta EKP lisäsi lainanantoa pankeille pitkien jopa 36 kuukauden halpojen lainojen avulla (Hartmann & Smets 2018, 30). Sinänsä nämä lainat eivät suoraan auttaneet kriisimaita, mutta pankkien saadessa aiempaa suurempia määriä halpaa rahaa, mahdollisti se myös valtion velkojen päättymisen pankeille, joilla nyt oli aiempaa enemmän rahaa mitä investoida. Arviot LTRO-kokoluokasta ovat noin 489 miljardia euroa, joista huomattavan suuri osa, noin

325 miljardia lainattiin talousahdingossa olevien Kreikan, Irlannin, Espanjan ja Italian pankeille (The Guardian 2012).

Kuitenkin tilanteen ollessa vielä kriisin partaalla ja euroalueen talouskasvun heikon tilan vuoksi, ilmoitti EKP vuonna 2012 syyskuussa olevansa valmis aloittamaan Outright Monetary Transactions-ohjelman. Ilmoitus OMT-ohjelman olemassaolosta teki selväksi sen, että EKP olisi valmis tekemään aiempaa enemmän estääkseen euroalueen jäsenmaitten vararikon ja pitääkseen euroalueen pankkisektorin toimintakykyisenä. Mahdollinen rahaongelmassa oleva jäsenmaa voisi suostua EKP:n edellyttämiin sääntöihin mitä tuli aiemmin mainittuihin vakausrahostojen ehdolliseen tukeen, ja EKP voisi tulla vastaan ja helpottaa maan kykyä saada lainarahoitusta ostamalla sen velkaa jälkimarkkinoilta. Kuitenkin OMT-ohjelmaa ei ole koskaan otettu käyttöön yhdenkään jäsenmaan osalta vielä tähän päivään mennessä, sillä sen pelkkä olemassaolon julistus riitti rauhoittamaan euroalueen markkinoita ja laskemaan ongelmamaiden velkakirjojen riskipreemioita. (Hartmann & Smets 2018, 31–33.)

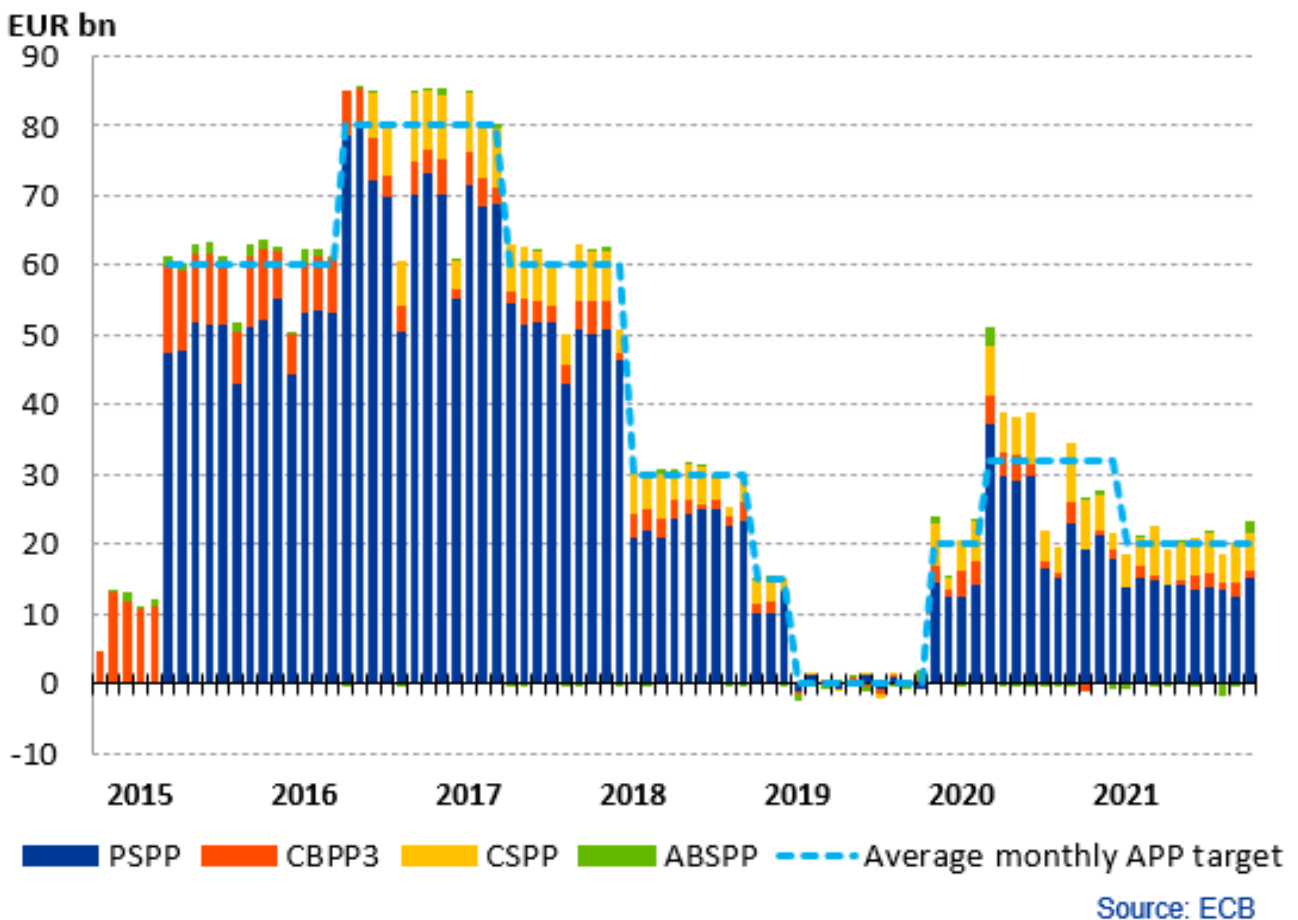
5.5 EKP aloittaa osto-ohjelmat

Huolimatta alhaisista koroista ja EKP:n tarjoamista LTRO-lainaamisesta pankeille, euroalueen talous oli vielä heikossa tilassa vuonna 2014, vaikka pahin eurokriisi oli ohitse, inflaation ollessa varsin alhainen ja alle sen noin 2 % tavoitteen (Hartmann & Smets 2018, 34). Osittain vuoden 2014 tilanteeseen vaikuttivat aiemmin mainitut LTRO-lainat. Eli pankit, jotka olivat ottaneet pitkiä 36 kuukauden lainoja vuosina 2010-2011, alkoivat maksamaan niitä takaisin vuonna 2014, minkä seurauksena pankkien likviditeetti laski (Hartmann & Smets 2018, 42).

Seurauksena oli syyskuussa 2014 ilmoitus siitä, että EKP tulisi aloittamaan uudet osto-ohjelmat nimellä Asset Purchase Programme (APP) joihin kuului; Covered Bond Purchasing Programme sekä Asset-Backed Securities Programme (Hartmann & Smets 2018, 34). Pyrkimys oli saada aiempaa enemmän likviditeettiä euroalueen talouksiin, jotta mahdollinen lainansaanti helpottuisi ja valtionvelkojen korot laskisivat rahan tarjonnan kasvaessa. Helpottunut lainansaanti mahdollisesti tukisi talouskasvua ja inflaatiota. Tämän voidaan katsoa olevan keskuspankin sääntöjen mukainen toimenpide, jonka perimmäinen päämäärä on EKP:n mandaattiin kirjattu inflaatiotavoite. Varsinkin kun otetaan huomioon, että alhaiset korot ja perinteiset keskuspankin toimenpiteet eivät enää olleet riittäviä saavuttamaan haluttua perustamissopimukseen kirjattua inflaatiotavoitetta.

Vuonna 2015 EKP ilmoitti ohjelmien laajentamisesta, pääosin johtuen pitkään jatkuneesta alhaisesta inflaatiosta. Expanded Asset Purchase Programme-toimiin lisättiin seuraavia osto-ohjelmia; sopiviksi koetut yksityisen sektorin liikkeelle laskemat velat eli Corporate Sector Purchase Programme (CSPP), julkisyhteisöjen joihin kuuluivat erinäisten valtioiden, kuntien ja muiden julkisten organisaatioiden liikkeeseen laskemat velkakirjat eli Public Sector Purchase Programme (PSPP), vakuutetut ja luetettavat arvopaperit eli Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) sekä pankkisektorin luomat vakuutetut velkakirjat eli Third Covered Bond Purchase Programme (CBPP3). (Suomen Pankki 2021b.)

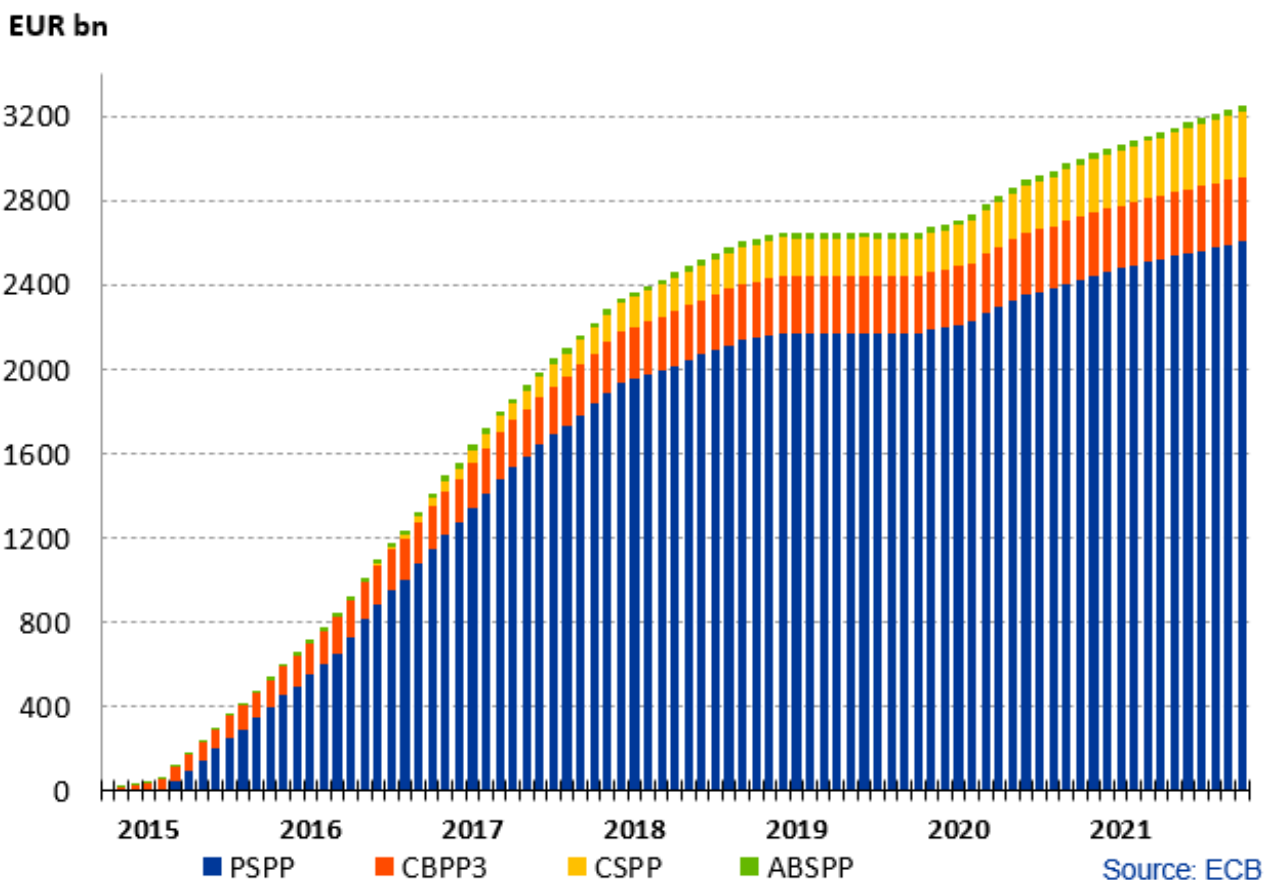
Vaikkei ehkä virallisesti samalla tavoin nimetty, kyseessä oli samanlainen quantitative easing eli määrällinen elvytystoimi mitä oli aiemmin käytetty Yhdysvaltojen ja Britannian keskuspankkien toimesta (Hartmann & Smets 2018, 33). Alustavasti alkaen maaliskuusta 2015 jälkimarkkinaostojen määrä olisi noin 50 miljardia euroa kuussa vuoden verran, vuonna 2016–17 noin 80 miljardia per kuukausi ja tästä eteenpäin laskevissa määrin, kunnes ostot lopetettiin joulukuussa 2018 kuten seuraavana esitetty kuvaaja näyttää (EKP 2021b).



Kuva 3. EKP:n APP-ohjelman kuukausittaiset ostot miljardeissa. Lähde EKP.

Pienen tauon jälkeen EKP ilmoitti syyskuussa 2019 että se jatkaisi osto-ohjelmiaan saman vuoden marraskuussa ja tämän lisäksi alkanut kansainvälinen pandemia ja sen tuomat haasteet johtivat EKP:n päätökseen lisätä ostoja (EKP 2021b). Pandemian vuoksi aloitettiin PEPP; Pandemic Emergency Purchase Programme (Suomen Pankki 2021b).

Vuoden 2021 lokakuuhun mennessä EKP:n osto-ohjelmien seurauksena keskuspankkien hallussa oleva summa oli noin 3091,469 miljardia euroa (EKP 2021b). APP-kohteitten yhteenlaskettujen ostojen summan saavuttaessa 3271 miljardia euroa vuoden 2021 marraskuuhun mennessä kuten seuraavana esitetty kuva havainnollistaa (EKP 2021b).



Kuva 4. EKP:n ostojen kertymä yli ajan miljardeissa. Lähde EKP.

Koronaviruksen aiheuttaman pandemian vuoksi voidaan uskoa EKP:n jatkavan ostoja vielä jatkossakin, kunnes taloustilanne on toipunut koko euroalueella ja pitkän ajan inflaatiokehitys on sopivaksi havaitulla tasolla (EKP 2021c). Tässäkin tosin on riskinsä, sillä inflaatio voi joissain maissa ja eri talouden sektoreilla kiihtyä, mistä esimerkkinä viimeaikainen energian hinnan kallistuminen, kun taas toisissa maissa ja talouden sektoreissa inflaatio voi jäädä huomattavan alhaisemmalle tasolle (Eurostat 2021). Rahamäärän lisäys toisaalta helpottaa valtioiden kykyä ottaa lainaa kattaakseen pandemian aiheuttamat lisäkustannukset, mutta

täyttä ymmärrystä sen vaikutuksista esimerkiksi osakkeiden hintojen nousuun tai tämän tutkielman kohteena olevien asuntojen hintojen muutoksiin ei vielä ole.

6 Asuntojen rooli taloudessa

Tässä luvussa käydään läpi asuntojen kaksoisroolia kulutushyödykkeinä sekä varallisuus-esineinä. Asuntojen historiallista kehitystä käydään läpi lyhyesti, jotta ymmärretään mitkä tekijät vaikuttavat taustalla. Tärkeä tekijä asuntomarkkinoilla on myös se, miten asuntojen kauppaa rahoitetaan ja millaisin ehdoin. Asuntomarkkinoiden poikkeavuutta muista markkinoista esitellään tässä luvussa, sekä niiden hintojen kehityksen vakauden tärkeyttä makrotaloudellisesta näkökulmasta.

6.1 Asumisen historiallinen kehitys

Jo muinaisista ajoista alkaen ovat ihmiset käyneet kauppaa oikeudella omistaa maata ja kyseisellä maa-alueella sijaitsevia kiinteistöjä, mistä johtuen on esitetty argumentteja eritoten maaomistusoikeuden tärkeydestä yhteiskunnan taloudellisen kehityksen pääpilarina (Libecap 2018). Jo antiikin Roomassa asuntomarkkinat olivat kovan kilpailun alla, esimerkkinä mainittakoon, että Julius Caesarin liittolainen Marcus Licinius Crassus teki itsestään Rooman rikkaimman miehen asuntomarkkinoiden avulla, sillä myöhempien historioitsijoiden kuten Plutarchin arvioitten mukaan hänen omaisuutensa arvo oli noin 7100 kultatalenttia, mikä vastasi sen aikaisen Rooman tasavallan vuosittaista budjettia (Cowan 2018). Sinänsä siis asuntoihin liittyvä voittoa tavoitteleva keinottelu ja hintojen ajoittainen vaihtelu ei ole siis mitenkään moderni ilmiö.

Euroopan kasvavissa suurkaupungeissa tilanne muuttui alkavan teollisen vallankumouksen myötä, kun muuttoliike maalta kaupunkiin kiihtyi (Tellier 2019, 254–56). Kysynnän kasvaessa tarjonta joutui seuraamaan perässä ja asuntojen määrä kasvoi huomattavasti, mutta samalla erot eri asuntojen välillä kasvoivat entisestään, pienet asunnot teollisuusalueilla maksoivat murto-osan siitä mitä kiinteistöt esimerkiksi kaupunkien paremmilla alueilla saattoivat maksaa (Tellier 2019, 378–79).

Toisen maailmansodan pakottaman uudelleenrakentamisen myötä moni sodan myötä vaurioitunut kaupunki sai nykyisen muotonsa ja parempi liikenneinfrastruktuuri mahdollisti

kaupunkien aiempaa suuremman leviämisen. Tämä lisäsi tarjontaa, kaupunkien kasvaessa pinta-alaltaan mutta myös asuntojen määrissä. (Clark, Moonen & Nunley 2018.)

Jos 1900-luvun alussa suuri osa saaduista tuloista meni vielä ruokaan tai energiaan, näitten tarpeiden tehokkaampi ja aiempaa halvempi tyydytys mahdollisti aiempaa suuremman kulutuksen kohtaantumisen asumiseen mutta vuosisadan loppuun mennessä asumismenojen osuus kulutukseen käytettävistä tuloista oli kasvanut historiallisen korkealle (Tilastokeskus 2007). Osittain syynä oli muiden hyödykkeiden suhteellinen halventuminen, mutta myös asuntojen rajallinen tarjonta suhteessa kasvavaan kysyntään sekä asuntojen kehitys varallisuusesineinä. Kysynnän ollessa vahvaa ja tarjonnan rajoitettua on hintojen nousu luonnollista.

6.2 Lainaraha asuntomarkkinoilla

Ehkä merkittävin tekijä asuntojen hintojen taustalla on pankkien ja finanssisääntelyn mahdollistama lainanotto asuntojen ostamista varten. Viimeisen vuosisadan aikana tilanne on muuttunut pitkälti ja usein eri maissa erilaisen historiallisen kehityksen kautta on päädytty erilaisiin asuntolainamarkkinoihin. Jokaisessa maassa on käytännössä erilainen pankkisektori ja maakohtainen sääntely, mikä joko voi tehdä asuntolainaanamisesta helpompaa ja yleisempää, tai jossain maissa tämä voi olla hyvin pitkälle säädelyä ja mutkikasta. (Ahearne, Ammer, Doyle, Kole & Martin 2005, 11–14.)

Jos kyseinen maa on tehnyt asuntolainan saamisesta helppoa ja korot ovat samanaikaisesti alhaalla, niin tämä johtaa usein tilanteeseen missä asuntojen arvo kasvaa (Ahearne et al. 2005, 27). Syynä tähän on rahan suhteellinen halpuus ja se kuinka helppoa kuluttajien on saada lainaa, jolla ostaa asunto ja tätä kautta osallistua kysynnän kasvattamiseen, mikä lisää paineita hintojen kasvamiselle (Hülsewig & Rottmann 2021, 4–5). Ajateltuna toisinpäin, jos maan korkotaso on korkea ja asuntolainan saaminen edellyttää erinäisten vakuuksien tai pankille todistamisen siitä, että henkilö on kyvykäs maksamaan lainaa omista tuloistaan, voi tämä vaikeuttaa lainan saantia ja sitä kautta hillitä asuntoihin kohdistuvaa kysyntää ja täten hillitä kysynnän ja hintojen kasvua.

Suomen tilanteessa asuntojen tarjontaa on vahvasti rajoitettu suurimmissa kasvukeskuksissa, osin johtuen maan määrän rajoituksista, mutta myös tietoisesta sääntelystä, jottei pääsisi syntymään liikaa tarjontaa (Valtioneuvosto 2018). Sinänsä jokaisella asuntovarallisuutta omistavalla taholla on taloudellinen intressi sille, ettei tarjonnan lisäys aiheuta oman

varallisuuden arvon laskua. Taustalla voi myös vaikuttaa rakentajien tietoinen pyrkimys pitää yllä korkeita hintoja ja välttää hintakilpailua.

Toisaalta myös merkittävä tekijä ovat pankit ja niiden kyky tarjota asuntolainaa. 1980-luvulla alkaneen deregulaation myötä monissa maissa pankkien toimintaa vapautettiin (Ahearne et al. 2005, 11). Pankkisektoreiden ja finanssimarkkinoiden kansainvälistyminen osaltaan johti luototusmarkkinoiden kehitykseen (Ahearne et al. 2005, 24). Taustalla vaikuttivat toki poliittiset päätökset, jotka osaltaan tukivat esimerkiksi Yhdysvalloissa kansalaisten kykyä saada lainaa aiempaa helpommin (FCIC 2011, 38–44).

Helpottunut lainan saanti asuntolainoja varten oli varmasti monelle kodin ostajalle erinomainen tilanne, mutta pidemmän päälle sillä on se seuraus, että se mahdollistaa pääoman käytön talouskasvua tukevien investointien sijasta asuntovarallisuuden kasvattamiseen. Rahalla on tapana hakea tuottoa. Mikäli on mahdollista saada tuottoa esimerkiksi asuntomarkkinoilla, tulee väistämättä käymään niin, että kyseiset markkinat altistuvat spekulatiolle luoden epävakautta talouteen (Ahearne et al. 2005, 7–8).

Ehkä tunnetuin tällainen asuntokupla on jo aiemmin esitelty Yhdysvalloissa 2005–2007 puhjennut asuntomarkkinoiden kriisi, joka levittyään kansainvälisesti toimivien pankkien kautta aiheutti kansainvälisen finanssikriisin (FCIC 2011, 350). Mutta tätä aiemminkin on esiintynyt useita kansallisia asuntojen hintojen heilahtelua ja ajoittaista romahdusta, muun muassa 1990-luvun Pohjoismaissa asuntohinnat romahtivat muun talouden laman myötä (Rosenberg 2019, 2).

Useimpien keskuspankkien tehtäviin ei kuulu reagointi asuntohintojen muutoksiin, vaikka useat niistä kyllä tarkkailevat tilannetta, ei niistä monikaan katso asuntoja keskeisiksi elementeiksi niiden rahan korkokantaa määrittäviin yhtälöihin (Ahearne et al. 2005, 15). Tosin tämä on saattanut muuttua hieman sitten viimeisein Yhdysvaltojen ja kansainvälinen finanssikriisin myötä.

Vasta seuraava kriisi tulee paljastamaan, kuinka moni keskuspankki kokee asuntojen hintakehityksen riittävän merkittäväksi taloudelliseksi indikaattoriksi, millä olisi vaikutusta sen rahapoliittisiin päätöksiin kulutushyödykkeiden hintainflaation ohella. Esimerkkinä mahdollisesta muutoksesta Giles (2021) antaa Uuden-Seelannin keskuspankin, joka vuonna 2021 ilmoitti, että sen mandaattiin lisätään velvoite harkita sen rahapoliittisten päätösten vaikutusta maan valtiovallan pyrkimyksiin pitää asuntohinnat kestäväällä tasolla.

6.3 Asuntomarkkinoiden poikkeavat ominaisuudet

Asunnot ymmärretään usein myötä-syklisiksi varallisuusesineiksi, eli kun talous nousee ja inflaatio on kasvussa, niin asuntomarkkinat seuraavat kehitystä perässä viiveellä (Ahearne et al. 2005, 9). Ja käänteisesti talouden tilan huonontuessa ja inflaatio laskiessa, asunnot seuraavat useimmiten perässä viiveellä. Kyseinen reagoinnin hitaus, tai viive, johtuu osaltaan asuntojen uniikkiudesta, sillä ne ovat sekä pidemmän ajan kulutushyödyke, eli paikka, jossa asutaan – mutta myös mahdollinen arvoa säilyttävä kohde, joka voidaan normaalia kulutushyödykettä hitaammin myydä pois seuraavalle omistajalle (Schumpeter 1954, 892).

Hitaus asuntokauppojen solmimisessa erottaa ne osakkeista ja muista nopeasti omistajia vaihtavista varallisuusesineistä. Jokainen kauppa on kalliimpi yksikkökustannuksiltaan, joihin usein liittyy asunnonvälittäjä, lainaa antava pankki ja kenties muuttofirma, kuin perinteiset osakkeet, jotka digitaalisessa muodossa voivat vaihtaa omistajaa lukemattomia kertoja päivässä. Asuntojen rakennus tapahtuu myös huomattavalla viiveellä, eli tarjonta reagoi huomattavalla hitaudella. Kaikista mahdollisista hitautta aiheuttavista syistä johtuen asuntojen hinnat reagoivat yleensä muita markkinoita hitaammin talouteen vaikuttaviin shokkeihin (Hülsewig & Rottmann 2021, 2–4).

Asuntoja omistavat ja myyvät tahot reagoivat hitaasti matalaan inflaatiokehitykseen tai pörssin arvon laskuun, syynä aiemmin mainitut viive, kaupankäynnin kustannukset ja kyky säilyttää arvoa yli ajan (Rosenberg 2019, 5–8). Pörssimeklarilla voi olla kiire saada jokin osake äkkiä myyntiin, kun taas asuntonsa myyntiin laittanut omistaja voi olla valmis odottamaan kenties vuoden verran ennen kuin sopiva ostaja löytyy, ilman että harkitsisi hinnan laskeamista vastaamaan kenties sen hetkistä tai muuttuvaa taloustilannetta.

Voidaan siis uskoa, että asuntojen hinnat ovat jäykempiä, tai heikosti alaspäin joustavia. Kasvukausina taas ne voivat olla hyvinkin vahvassa nousussa muun inflaation ohella, varsinkin jos lainaraha on halpaa (Ahearne et al. 2005, 27). Myös keskuspankin korkotason muutokset eivät vaikuta nopeasti mahdollisesti 10–30 vuoden maksuajan omaaviin asuntolainoihin, sillä kysyntä uusille lainoille voi toki laskea, mutta jo olemassa olevien lainojen absoluuttinen määrä ei voi laskea nopeasti.

6.4 Asuntovarallisuus ja riskit

Suuri osa tavallisten kansalaisten varallisuudesta ja lainoista on sidoksissa asuntovarallisuuteen, minkä vuoksi asuntomarkkinat koetaan muista markkinoista hieman poikkeaviksi ja talouden vakauden kannalta tärkeäksi tutkimuskohteeksi (European Systemic Risk Board 2019). Aina ajoittain esiintyy uskomuksia, että asuntojen hinnat kasvavat ikuisesti, vaikka historiallisesti ne ovat aina ajoittain romahtaneet tai kokeneet vahvoja korjausliikkeitä (FCIC 2011, 111). Myös keskuspankin harjoittama rahapolitiikka myötävaikuttaa lainarahan hintaan, esimerkiksi nykyisessä tilanteessa pitkään jatkuneet alhaiset korot ruokkivat asuntojen hintakehitystä, ja voivat tulevaisuudessa lisätä riskiä mahdollisen asuntokuplan muodostumiselle.

Mahdollinen kupla ja sen puhkeaminen voi olla huomattava negatiivinen shokki kansantaloudelle, ja kuten Yhdysvaltojen tapauksessa nähtiin, sillä voi olla kansainvälisiä seurauksia. Tosin jokainen kriisi opettaa keskuspankkeja ja finanssialaa sääteleviä viranomaisia, ja periaatteessa aiemmista virheistä voidaan ottaa opiksi ja tehdä tarvittavia muutoksia viranomaisten toimintaan mahdollisten tulevaisuuden ongelmien estämiseksi (Tucker 2014, 35–38).

Euroalueen tapauksessa sen asuntomarkkinoiden tilanne on ongelmallinen, koska kaikilla sen mailla on sama yhteinen keskuspankki, joka pyrkii hintavakauteen koko alueella. Tämä voi tarkoittaa jonkin jäsenmaan osalla huomattavasti korkeampaa hintakehitystä ja toisen maan kohdalla samanaikaisesti alempaa hintakehitystä riippuen pitkälti maan sisäisen reaalityalouden tilasta. Voidaan kuvitella hypoteettinen tilanne, missä kenties Kreikan asuntomarkkinat ovat ylikuumenemassa, mutta samaan aikaan Irlannin tilanne onkin päinvastainen, ja samanaikaisesti EKP tarjoaa silti samaa korkokantaa kummallekin jäsenmaalle.

Nykyisten keskuspankin harjoittamien osto-ohjelmien taustalla on pyrkimys suoriutua sen aiemmin mainitusta inflaatiotavoitteestaan, minkä vuoksi se on harjoittanut laajentuvaa rahapolitiikkaa. Ongelmana tosin on se, että suurehko osa uudesta rahasta voi päätyä mahdollisesti kulutusluottoihin tai asuntolainoihin, mitkä eivät välttämättä takaa talouskasvua tai inflaatiota vaan voivat luoda siemenet uusiin kupliin tai jopa taluskriisiin (Hülsewig & Rottmann 2021, 4). Tämän vuoksi vain pörssin tai kuluttajahintaindeksin sijasta on myös hyvä tarkastella muita talouden sektoreita, jotka reagoivat keskuspankin rahapolitiikkaan.

Suomessa esimerkiksi Finanssivalvonta on laskenut kesällä 2021 muitten kuin ensiasuntojen ostajien, lainakattoa – eli siis 90 % lainaosuuden ja 10 % oman rahoituksen sijasta lainaa voi saada vain 85 % asunnon hinnasta (Finanssivalvonta 2021). Tämä osaltaan hieman hillitsee asuntojen ostamista halvan lainarahan aikana, ja pyrkii varautumaan tilanteeseen, jossa moni velkaantunut hakenut taho voi olla pulassa korkomaksujen kanssa, kun EKP ennemmin tai myöhemmin tulee nostamaan korkotasojaan. Jos historiallisia trendejä on uskominen, asuntojen hintojen tulee väistämättä jossain vaiheessa kokea korjausliike, ellei sitten hetkellinen tai pidempiaikainen romahdus seuraavan talouskriisin myötä (Putkuri 2019).

Viimeisten vuosien aikana EKP on jatkanut osto-ohjelmiaan koronaviruksen aiheuttaman globaalin pandemian myötä, ja osto-ohjelmien ollessa vielä varsin uusi ilmiö ei ole varmaa, kuinka sen jälkivaikutukset tulevat heijastumaan euroalueen talouteen. Sinänsä tilanne on erikoinen, sillä talouden surkastuessa erinäisten sulkutilojen tai tuotantoketjujen ongelmien myötä pörssi-indeksit eivät ole suinkaan kaikki laskeneet eivätkä ole myöskään asuntojen hinnat. Tähän syynä on pitkälti juuri rahan tarjonnan lisäys.

7 Havaitut vaikutukset ja niiden tarkastelu

Tässä tutkimuksessa tullaan käyttämään Euroopan keskuspankin tarjoamia tilastoja koskien euroalueen M3 rahakannan kokoa, sen ollessa tasolla 9000 miljardia euroa vuonna 2007 ennen finanssikriisin alkua, 2014 osto-ohjelmien alkaessa tasolla 10600 miljardia euroa, ja osto-ohjelmien aikaansaaman rahan lisäyksestä johtuen se on tasolla 16200 miljardia syyskuussa 2021 (EKP 2021a). M3-rahakanta mittaa liikkeessä olevan rahavarantojen määrää ottaen mukaan erinäiset alle kahden vuoden talletukset, takaisinostosopimukset, rahamarkkinalaitosten rahasto-osuudet ja enintään kahden vuoden mittaiset velkapaperit (Suomen Pankki 2021c).

7.1 Käytetyt aineistot ja testausmenetelmät

Asuntohintoja koskevat tilastot ovat peräisin Bank for International Settlements (BIS) tietokannasta. Jokaisen yksittäisen maan omilla tietokannoilla käyminen olisi ollut haastavaa ja saadun tiedon vertailu keskenään ongelmallista. BIS kuitenkin kerää tilastoja kaikilta kehittyneiltä talouksilta ja kokoaa ne yhteen paremmin vertailukelpoisiksi keskenään. Tässä

tutkielmassa käytetään BIS:n tilastoa "Real Residential Property Prices" joka pyrkii yhdenmukaistamaan ja harmonisoimaan eri maiden tilastot ja katsoo reaalista hintamuutosta poistaen inflaatiovaikutuksen. (Bank for International Settlements 2021.)

Valittu BIS:n tilasto on sinänsä mielenkiintoinen, sillä se indeksoi tilastoitujen maiden asuntohinnat niin, että vuosi 2010 antaa indeksin arvon 100 ja tästä maat lähtevät erkanemaan eri suuntiin. Se, että EKP:n tarjoama aineisto myös sattui antamaan vuoden 2010 joulukuun M3 arvoksi 99,71 eli 9971 miljardia euroa, tekee näiden tilastojen vertailusta yksinkertaisempaa ilman, että tarvitsee muokata aineistoa helpommin vertailtavaksi (EKP 2021a).

Tehdyissä testeissä jokainen maa ja euroalueen M3-rahakanta saavat 29 arvoa, vuosineljännet väliltä 2014 ja 2020 ja vuoden 2021 ensimmäinen neljännes. M3-arvot on poimittu EKP:n tietokannasta vastaten kyseisen vuosineljänneksen lopettavaa M3-taseen arvoa (EKP 2021a). Tarkastelu alkaa samalta vuodelta jona EKP ilmoitti aloittavansa laajemmat ostotoimenpiteet eli määrällisen elvytyksen.

Asuntohintoja käsittelevä tilasto tosin ei kerro kaikkea, esimerkiksi Suomen tapauksessa tietyillä alueilla asuntojen hinnat kasvavat nopeasti, kun taas muualla maassa saattavat surkastua (Pellervon taloustutkimus 2021). Täten yhteenlaskettu muutos voi olla neutraali, mikä selittää pitkälti sen, miksi tilastoissa Suomen asuntojen hintakehitys käytännössä laahaa paikallaan. Tilasto voi vaikuttaa epäuskottavalta joiltain osin, mutta BIS on pyrkinyt tekemään maitten keskinäisistä tilastoista vertailukelpoisia ja harmonisoimaan niitä, joten annettu informaatio ei sinänsä ole väärässä, se ei vain kerro maan sisäisestä tilanteesta täydellistä informaatiota. Jos tilastoissa olisi vaikka vain pääkaupunkien kysytyimpien alueiden vertailu, voisi Suomi olla korkeammalla (Suomen Pankki 2021d).

Alueen ulkopuoliset maat ovat sinänsä jossain määrin vertailukelpoisia, sillä Ruotsi, Iso-Britannia ja Yhdysvallat ovat harjoittaneet samanlaista rahapolitiikkaa kuin EKP, Yhdysvallat toki jo hieman aiemmin (FED 2021a). Taustalla voi vaikuttaa vahva oman maan talouskasvu, ihmisten optimismi ja usko tulevaan talouskehitykseen ja uskallus ottaa asuntolainaa, mikä ruokkii asuntojen hintakehitystä (Shi, Jou & Tripe 2014, 25–26). Toki jokaisella maalla on omat uniikit asuntomarkkinat, jotka ovat pitkälti paikallisten kysynnän ja tarjonnan vaikutuksen alla. Kuten Shi ym. (2014, 25–26) toteavat, muutokset rahapolitiikassa eivät välttämättä aina vaikuta vahvasti asuntojen hintoihin, tai selittävät sitä vain osittain.

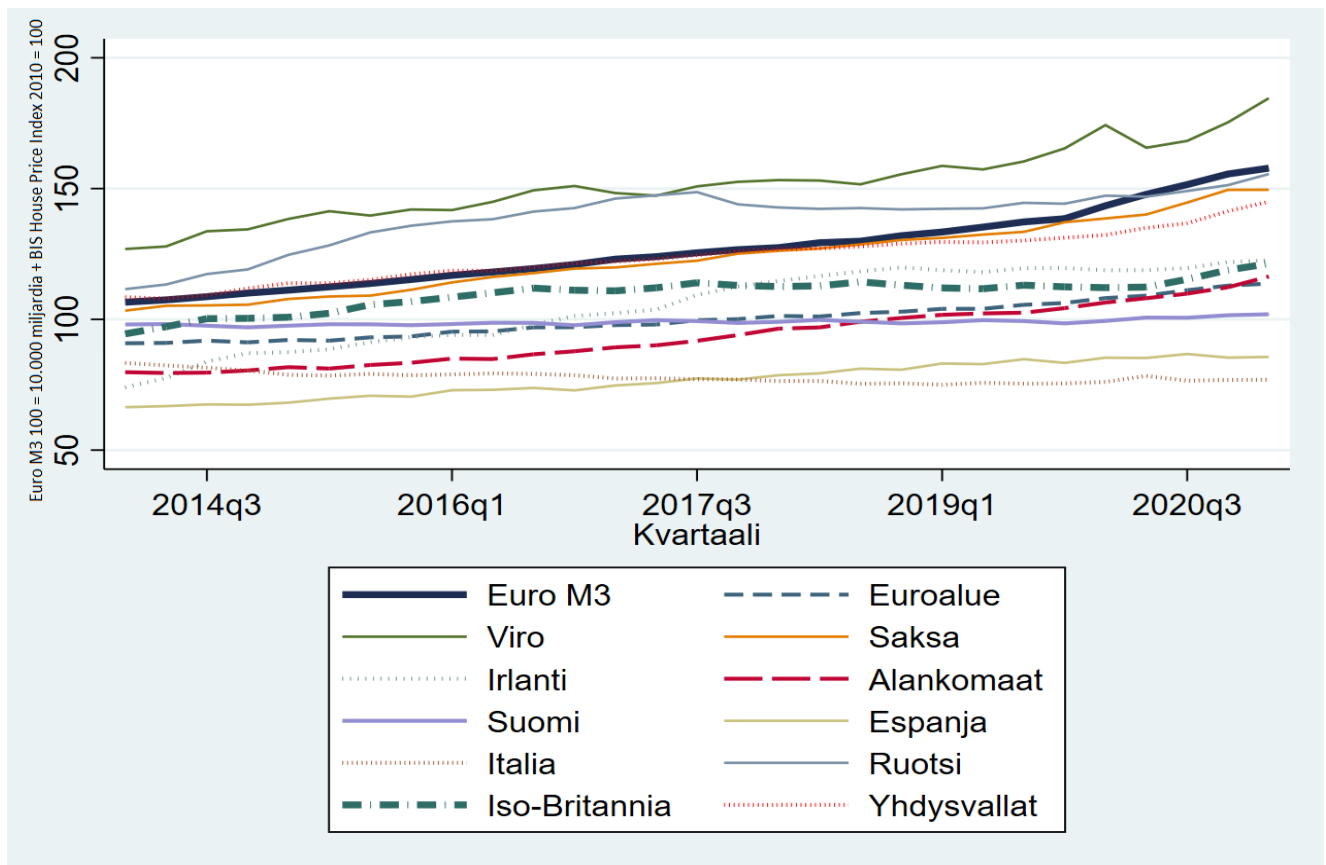
Käytetyt testausmenetelmät ovat korrelaation tarkastelu ja lineaarisen regression tekeminen euroalueen M3:n ja kohdemaan asuntohintojen indeksin muutoksen välillä. Koska jokainen

EU-jäsenmaa tuottaa tilastoja asuntojen hinnoista, oli päätös maitten karsimisesta ulos tarkastelusta haastava. Lopulta tarkastelun kohteeksi päätyivät seuraavat kohdemaat: Suomi, Saksa, Viro, Irlanti, Alankomaat, Espanja, Italia euromaina sekä alueen ulkopuoliset verrokki maat Ruotsi, Iso-Britannia ja Yhdysvallat. Myös koko euroalue jäsenmaineen on mukana.

Korkea korrelaatio ei takaa aitoa kausaalisuutta. Samoin tilastollinen merkitsevyys ei myöskään ole tae siitä, että esitetyt tulokset olisivat aidosti uskottavia. Aiempi tutkimus, tekijöinä Shi ym. (2014, 25–26), antaa heikon arvosanan keskuspankin kyvyille vaikuttaa asuntojen hintoihin Uudessa-Seelannissa 2000-luvun alussa.

7.2 Alustava aineiston tarkastelu

Seuraavassa kuvassa esitetään tarkasteltujen maiden asuntohintojen ja euron M3 kehitystä yli ajan. Vasemmalla pystyasteikolla on M3-rahakannan määrä 100-miljardin yksiköissä, eli arvo 100 tarkoittaa 10000 miljardia euroa. BIS asuntojen hintaindeksin arvo 100 on vuoden 2010 arvo, josta maiden kehitys on sittemmin lähtenyt omille urilleen. Saksan tapauksessa vuoden 2020 indeksin arvo noin 150 tarkoittaa sitä, että BIS tilastojen mukaan maan asuntohinnat ovat nousseet 50 % välillä 2010–20.



Kuva 5. Maakohtaiset asuntojen hintaindeksit ja euroalueen M3-rahakanta yli ajan

Euroalueen M3-rahakannan kasvaessa yli ajan, reagoivat monen maan asuntojen hinnat ja lähtevät nousemaan perässä. Joidenkin maiden kohdalla reaktio voidaan havaita olevan varsin vaimea tai jopa negatiivinen, mikä nähdään vain Italian tapauksessa. Vaikka Yhdysvaltojen kuvaaja on pitkälti euroalueen M3-rahakannan kanssa yhtäläinen, ei voida uskoa maan asuntojen hintojen korreloivan lähes täydellisesti euroalueen rahakannan kasvun kanssa.

Joissain maissa oli lieviä asuntokuplia tai vahvasti ylihinnoitellut asuntomarkkinat vuosien 2007–2010 paikkeilla, jonka takia niiden vuoden 2010 indeksin arvo 100 oli ehkä kuplan huipulla, josta sitten kuplan puhjettua asuntohinnat laskivat ja alkoivat vasta nousemaan vanhoille tasoilleen usean vuoden jälkeen.

7.3 Korrelaatiot M3-rahakannan ja maiden välillä

Korrelaatio ei testinä itse itsessään kerro kaikkea, sillä asioiden syyseuraus-suhde on usein epäselvä. Lisäksi usein esiintyy mahdollisuus, että kaksi toisistaan riippumatonta tekijää korreloivat vahvasti keskenään ilman, että aidosti vaikuttavat toisiinsa, tai kenties ovat kumpikin riippuvaisia jostakin tuntemattomasta kolmannesta tekijästä. Maakohtaiset korrelaatiot rahakannan M3 kanssa esitetään seuraavassa taulukossa.

Pitää todeta alustavasti, että euroalueen rahan määrän muutos johtuu pitkälti keskuspankin rahapolitiikasta, mutta myös reaali talouden kasvutrendeistä sekä lukuisista muista taustalla vaikuttavista tekijöistä. Asuntojen hinnat eivät aina myöskään reagoi muuttuvaan korkotasoon tai rahan tarjonnan määrään, vaan jotkin muut tekijät voivat vaikuttaa enemmän (Shi et al. 2014, 25–26).

Taulukko 1. Maakohtaiset korrelaatiot

	Euro M3 Euroalue	Viro	Saksa	Irlanti	Alankomaat	Suomi	Espanja	Italia	Ruotsi	Iso-Britannia	Yhdysvallat	
Euro M3	1	0.9954	0.9714	0.9930	0.8992	0.9874	0.8818	0.9559	-0.7036	0.8144	0.8454	0.9836
P-arvo		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Alustavasti vaikuttaisi siltä, että yllä olevassa taulukossa esitetyt korrelaatiot joidenkin maiden asuntojen hintojen kasvun ja euroalueen M3-rahakannan kasvun välillä olisivat lähes

täydelliset, mutta kuten jo todettiin, taustalla voi vaikuttaa yhteinen syy, esimerkiksi vahva reaalityalouden kasvu ja yleinen optimismi koskien palkkakehitystä, lainanottoa ja uskoa siihen, että talous kasvaa. Nämä kaikki tekijät vahvistavat kulutuspäätöstä ostaa asunto, kun velkaraha on halpaa ja talouskasvun uskotaan jatkuvan. Toisaalta taas joissain maissa, vaikka keskuspankki asettaa lainarahan hinnan alhaiseksi, talous ei silti kasva, ihmiset eivät ole optimistisia tulevan suhteen ja eivät näistä syistä johtuen hae asuntolainaa, mikä voi selittää heikkoa korrelaatioita joidenkin maiden osalta.

Euroalueen ulkopuolisten maiden tilanne on sinänsä mielenkiintoinen; niiden keskuspankit ovat harjoittaneet samanlaisia toimia kuin EKP ja niiden talouskasvu on ollut suhteellisen vahvaa, mikä osaltaan on vaikuttanut asuntojen hintakehitykseen myönteisesti ja mistä johtuen voisi jopa harhaisesti uskoa, että EKP:n toimet vaikuttaisivat myös näissä maissa. Tämä on sinänsä esimerkki siitä, että vaikka kaksi muuttujaa korreloi vahvasti keskenään, ei näiden välillä ole välttämättä aitoa syy-seuraussuhdetta. Pankkien kansainvälisyyden vuoksi joitain vaikutuksia voi aiheutua raha-alueen ulkopuolisissa maissa, mutta tämä vaikutus todennäköisesti jää muita mahdollisia paikallisia tekijöitä pienemmäksi.

Alueen ulkopuolisten maiden vahvan korrelaation taustalla lienee jo aiemmin mainittu vahva reaalityalouden kasvu. Ruotsin talouskasvu ei ole ollut aivan yhtä vahvaa verrattuna Yhdysvaltojen kasvuun, ja samalla Iso-Britannia on luonut itselleen uusia haasteita Brexitin myötä (Trading Economics 2021).

Ei ole mitenkään järkevää väittää, että EKP:n harjoittamat osto-ohjelmat, joiden kohteina ovat euroalueelta peräisin olevat varallisuusesineet, joita keskuspankki ostaa euroalueen pankeilta velkakirjojen jälkimarkkinoilta ja täten kasvattaa rahan tarjontaa, olisi se perimmäinen syy miksi Yhdysvaltojen asuntojen hinnat ovat vahvassa nousussa. Yksinkertaisin keino selittää samanlaisuutta on näiden maiden reaalityalouden kasvun ja sen aiheuttaman vahvan kysynnän vaikutus.

7.4 Lineaarinen regressio ja maakohtaisten tulosten tarkastelu

Seuraavana esitetty taulukko kuvaa lineaarisen regression tuloksia eli miten kohdemaan asuntohintaindeksi on reagoinut M3-rahakannan muutokseen. Sinänsä kun M3 on ollut kasvussa viimeisen vuosikymmenen ajan, heijastaa se myös yli ajan muutosta vuosien 2014 ja 2021 välillä. Esimerkiksi jos M3-rahakanta on kasvanut 100 miljardilla eurolla, niin

Viron asuntojen hinnat ovat kasvaneet 0.93 indeksin yksikköä. Kaikki tulokset ovat sinänsä tilastollisesti merkittäviä, mutta niitä voidaan kyseenalaistaa muista syistä johtuen.

Taulukko 2. Lineaarisen regression tulokset

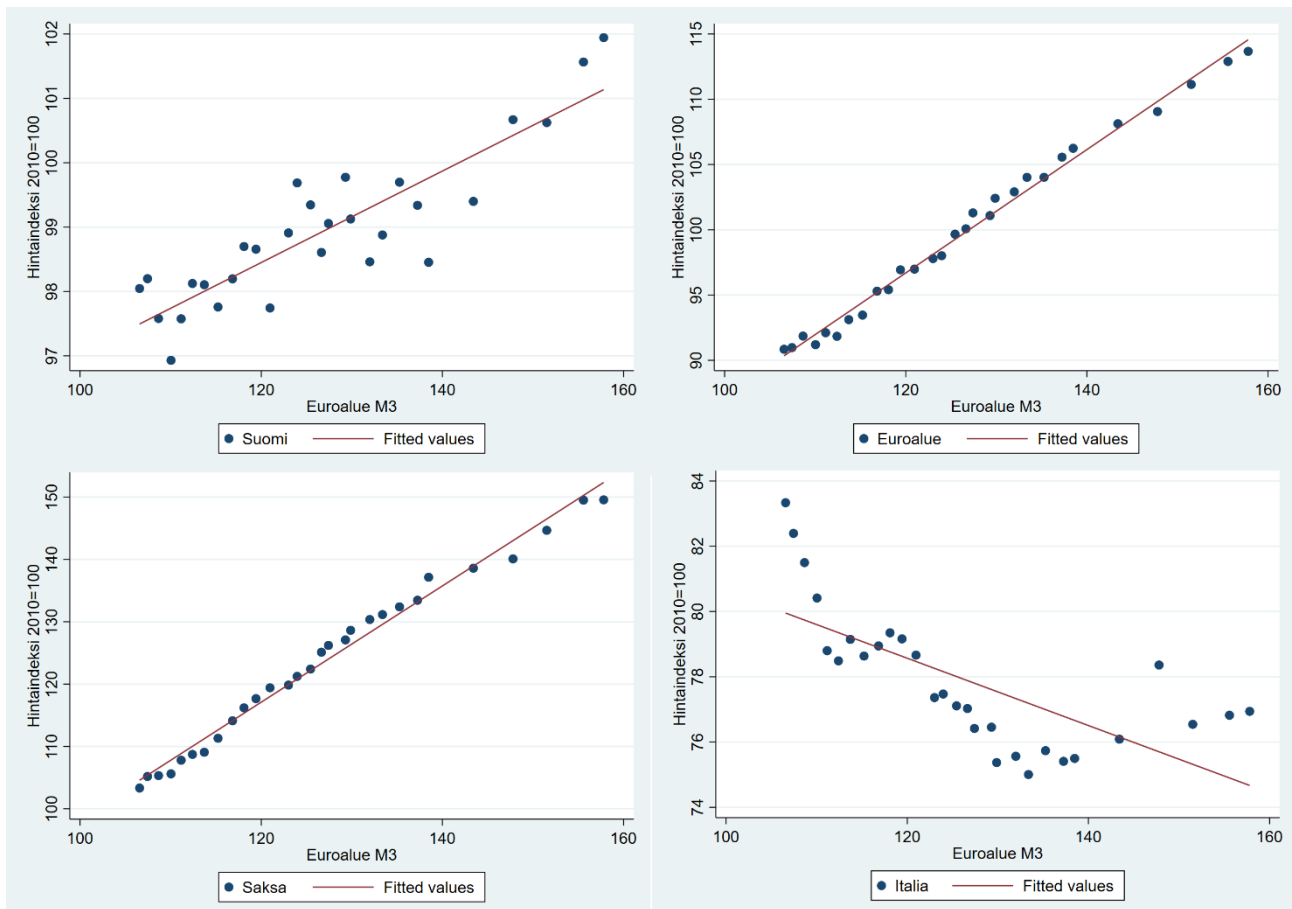
Maa	Euroalue	Viro	Saksa	Irlanti	Alankomaat	Suomi	Espanja	Italia	Ruotsi	Iso-Britani	Yhdysvallat
Asuntohinnat	.4724119	.9320163	.9317545	.9299404	.7547572	.0710412	.4407727	-.1030998	.6403945	.3646788	.6478426
Keskivirhe	.0087262	.0438602	.0212923	.0870842	.0233053	.0073141	.0260677	.020037	.0878104	.0443481	.0228692
P-arvo	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
R ²	0.9909	0.9436	0.9861	0.8086	0.9749	0.7775	0.9137	0.4951	0.6633	0.7146	0.9674
F-arvo	2930.83	451.55	1914.95	114.03	1048.83	94.34	285.91	26.48	53.19	67.62	802.48
Prob>F	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Huomataan, että koko euroalueen tapauksessa M3-kasvu nostaa asuntojen hintoja, eli jos M3 nousee yhden yksikön verran (100 miljardia euroa), niin euroalueen asuntohinnat nousevat 0.47 indeksin yksikköä. Tämä on tosin kaikkien euromaiden keskiarvo, maakohtaiset ääritapaukset kuten Saksa, M3:n kasvu yksiköllä eli 100 miljardilla eurolla johtaa saksalaisten asumisen kallistumiseen 0.93 indeksin yksikköä. Toisessa ääritapauksessa on Italia, jossa M3-lisäys tarkastelun kohteena olevalla ajanjaksona 2014–2021 Q1, ei ole suinkaan myötävaikuttanut asuntojen hintoihin vaan jopa aiheuttaa hintojen laskua. Tosin R² arvo on myös muita maita alhaisemmalla tasolla, joten maan oma taloustilanne on uniikki ja se, miten M3 muuttuu ei todennäköisesti vaikuta italialaisten asuntojen hintoihin.

Suomi sen sijaan ei olisi enää osa "euroalueen ydinmaita" jos kategoriaa määrittäisi asuntojen hintakehitys, sillä jokaisen 100 miljardin lisäys M3-rahakantaan euroalueella johtaa suomalaisen asumisen keskimääräiseen kallistumiseen vain 0.07 indeksin yksikköä. Toki jokaisella maalla on oma uniikki tilanteensa ja erilaiset kotimaiset asuntomarkkinat, joten BIS keräämät tilastot, jotka on pyritty yhdenmukaistamaan kansainväliseen vertailuun sopiviksi, eivät kerro aivan kaikkea. Järkevä tapa selittää Suomen heikkoa reagointia rahan määrän lisäykseen on Suomen suhteellisen alhainen talouskasvu tarkastelun ajanjakson aikana.

Keskuspankki siis voi vain tarjota edulliset olosuhteet asuntolainan ottamiselle, mutta jos reaalityö ja palkat eivät kasva ja uskoa tulevaan taloudellisen hyvinvoinnin kasvuun ei ole, niin asuntojen hintojen on vaikea lähteä nousuun. Seuraavaksi esitetyt kuvat pyrkivät

tarkemmin avaamaan M3-rahakannan muutoksen vaikutusta eri maiden asuntojen hintaindeksiin. Muutama on esitetty seuraavassa kuvassa, loput liitteinä.



Kuva 6. Suomen, euromaiden, Saksan ja Italian asuntojen hintaindeksin muutos yli ajan

Suomen tapauksessa (liite 1) voidaan puhua ”menetetystä vuosikymmenestä”, maan BKT ei ole saavuttanut vielä vuoteen 2020 mennessä tasoa, jolla se oli ennen vuoden 2008 finanssikriisiä. Trading Economics tietokanta arvioi vuoden 2008 BKT:n olleen tasolla 284 miljardia ja vuoden 2020 tasolla 269 miljardia (Trading Economics 2021). Täten on loogista, etteivät asuntojen hinnat ole myöskään kasvaneet huomattavasti viimeisen vuosikymmenen aikana, vaikka maan sisällä voi olla huomattavia eroja esimerkiksi kasvukeskusten ja peräkylien välillä. Suomessa eritoten muutama suurinta kaupunkia ja Uudenmaan kasvukunnat myötävaikuttavat eniten asuntojen hintojen nousuun, muualla maassa hinnat joko ovat hyvin lievästi nousuja tai laskevat johtuen alhaisesta kysynnästä muuttotappiollisissa kunnissa (Pellervon taloustutkimus 2021).

Italia (liite 2) on käytännössä poikkeus; sen reaalityalous ei ole juurikaan kasvanut sitten vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen ja maa on kohdannut jatkuvia talousvaikeuksia viimeisen vuosikymmenen aikana, mukaan lukien eurokriisit (Trading Economics 2021). Suomen kaltaisen tilanne voinee olla myös Italian tapauksessa, sen pohjoinen Lombardian alue on yksi Euroopan vauraimmista alueista, kun taas sen eteläiset maakunnat eivät myötävaikuta maan talouskasvuun samalla tuottavuudella. Maa oli yksi eurokriisin kohteena olevista maista, sen julkisen velan määrän kasvaessa huomattavan korkealle, mistä seurasi sen valtionvelkakirjojen korkovaatimusten nousu finanssikriisin jälkeen (Hartmann & Smets 2018, 28).

Saksa (liite 3) on sinänsä myös poikkeava maa, sillä se on euroalueen suurin yksittäinen talous niin BKT:n kuin myös väestön puolesta (Trading Economics 2021). Euroalueen alkuaikoina Saksassa palkat eivät nousseet yhtä lailla kuin muissa maissa vaan niitä pidettiin alhaisina, mistä seurasi vahva kilpailuetu maan vientiteollisuudelle. Kuitenkin palkat ja sen seurauksena maan sisäinen kysyntä ovat alkaneet nousta viimeisen vuosikymmenen aikana, yhdistettynä halpaan lainarahaan, mistä seurauksena on vahva asuntojen hintakehitys verrattuna aiempaan ajanjaksoon (Tsai 2019, 1528). Saksan asuntojen hinnat olivat pitkään olleet varsin alhaisia, niiden jämähäessä paikalleen 1990-luvun puolivälissä rakennusbuumin loppuessa (Ahearne et al. 2005, 4–5). Vaikka Saksassa on myös muuttotappiollisia ja taantuvia alueita, on maan asutus jakautunut paljon tasaisemmin kuin esimerkiksi Suomen, joten kysyntään asunnoille riittää varmasti ympäri maata.

Kuitenkin kun tarkastellaan koko euroalueen (liite 4) kehitystä, havaitaan että yhden yksikön eli 100 miljardin euron lisäys M3-rahakannassa lisää euroalueen asuntojen hintoja noin 0.47 indeksiin yksikköä korkeammalle. Eli rahan määrän nousu noin 50 yksikköä on saanut aikaan noin 25 yksikköä indeksiin arvon nousussa euroalueen maiden keskiarvossa. Koko euroalueeseen kuuluu useita eri taloustilanteessa olevia maita, joten erot maiden, alueiden ja kaupunkien välillä voivat olla huomattavia.

Mitä tulee Iso-Britanniaan (liite 5), sen keskuspankki on toiminut samanlaisin menetelmin kuin FED ja EKP, joten maan ottaminen vertailuun ei tuota ongelmia. Kyseisen maan asuntojen hinnat olivat vielä hyvässä kasvussa, kunnes maa itse aiheutti omia sisäisiä ongelmia, nimittäin Brexitin, joka lienee pääsyyllisenä siihen, miksi vuosien 2016–20 välillä asuntojen hintojen nousu oli vaikeata. Tosin tässäkin tapauksessa maan sisällä on huomattavia eroja esimerkiksi taantuvien entisten kaivoskaupunkien ja Lontoon välillä. Koronasta johtuen Bank of England ilmoitti omista aiempaa suuremmista määrällisen elvytyksen toimista ja

tämä lienee osasyynä siihen miksi maan asuntohintojen indeksi lähtee nousuun vuoden 2020 paikkeilla vaikka reaalitalous kohtasi koronashokin (Bank of England 2021).

Ruotsin (liite 6) tapauksessa maan keskuspankki on joutunut enemmissä määrin reagoimaan EKP:n toimintaan. Monet sen tärkeät kauppakumppanit ovat euroalueella, ja viimeisten vuosikymmenten aikana moni länsimaalainen keskuspankki on joutunut pitkälti vastaamaan kansainvälisten jättien, FED:in ja EKP:n rahapoliittisiin päätöksiin. Maan pitäessä korkoja hyvin alhaalla ja välttämällä eurokriisit, on maa onnistunut talouskasvussa, mutta samalla sen asuntojen hinnat ovat olleet hyvin korkealla, mikä voi osittain johtua rajoitetusta tarjonnasta (Trading Economics 2021).

Alankomaat (liite 7) oli osittain asuntokuplan tilassa finanssikriisin aikana ja jälkeen, ja kuplan hitaan puhkeamisen takia sen asuntojen hintaindeksi oli vielä vuonna 2014 noin 80 eli viidenneksen pienempi kuin vuonna 2010. Maa oli kuitenkin noussut takaisin tasolle 100 vuoteen 2018 mennessä ja keväällä 2021 se oli jo saavuttanut indeksin arvon 122. Maa edustaa varsin keskivertoa euroalueen taloutta, sillä kuten kuvasta voidaan havaita sen asuntohintaindeksin kehitys näyttää kulkevan samanlaisesti euroalueen keskiverron kanssa. Alankomaiden korrelaatiokerroin olikin tasoa 0.98 euroalueen M3-rahakannan kanssa, eli sen voidaan katsoa olevan yksi ydinalueen maista Saksan ohella (Hülsewig & Rottmann 2021, 4).

Espanja (liite 8) taas edustaa periferian tai Välimeren maita (Hülsewig & Rottmann 2021, 4). Maalla on omia sisäisiä ongelmia, jotka vaikeuttavat talouskasvua, mainittakoon suuri asuntobuumi ennen vuotta 2007 ja sitä seurannut finanssikriisin laukaisema asuntokupla (Tsai 2019, 1530). Ongelmat pahenivat kasvavien velkojen kanssa, jotka kärjistyivät eurokriisien myötä (Hartmann & Smets 2018, 28–30). Maa on toipunut hitaasti, indeksin 2010=100 arvosta vuoden 2014 arvoon 67 ja huolimatta keskuspankin toimista sen hintaindeksin arvo oli vuoteen 2021 mennessä noussut vasta tasolle 85. Taustatekijöinä vaikuttavat heikko talouskasvu ja korkea nuorisotyöttömyys (EKP 2021a).

Irlannissa (liite 9) oli samanlainen liian halvan lainarahan aikaansaama asuntobuumi kuin Espanjassa ja paikalliset pankit olivat ongelmassa vuonna 2010 (Cooper & Nikolov 2018, 4–5). Kuitenkin maa onnistui toipumaan monia muita eurokriisin kohteina olevia maita paremmin, sen asuntohintaindeksin pudottua tasolle 87 vuonna 2014 mutta elpymällä tasolle 122 vuoteen 2021 mennessä.

Aiemmista maista poikkeavana äärimmäisenä esimerkkinä on Viro (liite 10), jossa vuoden 2014 indeksin arvolta noin 140 on päästy vuoteen 2021 mennessä noin tasolle 180. Indeksien tason 100 ollessa vuoden 2010 arvo, tarkoittaa tämä käytännössä, että maassa asuntojen hinnat ovat nousseet 80 % vuosikymmenen aikana. Osa tästä voi olla johtuen alhaisesta EKP:n tarjoamasta korkotasosta ja kasvaneesta rahan tarjonnasta, mutta iso osa voi selittyä pitkälti reaalityalouden kasvulla ja sillä että Viro on siirtynyt kauemmas entisen neuvostotalouden tilasta ja on saavuttamassa muita Euroopan maita ja ei ole enää ”halpa” suomalaisen turistin näkökulmasta (Trading Economics 2021). Maan sisällä voi tuki oli huomattavia eroja, esimerkiksi Tallinnan asuntojen hinnat voivat nousta hyvin rajusti muuta maata enemmän.

Yhdysvaltojen (liite 11) ollessa euroalueen ulkopuolinen taho, ei ole järkevää uskoa syy-seuraussuhteen toimivan euroalueen M3-rahakannan ja paikallisen asuntojen hintakehityksen välillä. Kuten aiemmin todettiin, helpoin keino selittää samanlaisuutta on Yhdysvaltojen vahva talouskasvu ja sen aikaansaama asuntojen hintojen kasvu (FRED 2021).

Kuten jo aiemmin todettiin, pelkästään asuntojen hintakehitys ei kerro kaikkea maan sisäisestä tilanteesta. Jos kyseisellä maalla on ongelmia, jotka vaikeuttavat talouskasvun aikaansaamista, heikentävät työllisyyttä ja hankaloittavat investointeja, ei synny kannustimia lainanotolle, vaikka keskuspankki tarjoaisi edullisen korkotason. Sikäli jos kuluttajien tulot eivät kasva, ei voida olettaa, että heidän kykynsä kuluttaa asuntoja korkeammilla hinnoilla paranisi. Eli maissa, joissa reaalityalouden BKT ei nouse, ja joissa kuluttajien tulot eivät kasva, ei havaita myöskään voimakasta kasvua asuntojen hintakehityksessä. Mutta maissa, joissa reaalityalouden kehitys on ollut suotuisaa ja finanssikriisin ja eurokriisin aiheuttamat tappiot ovat jo jääneet historiaan, voidaan havaita kasvaneen vaurauden joissain määrin siirtyvän asuntojen hintoihin.

8 Johtopäätöksiä ostotoimenpiteiden vaikutuksista asuntojen hintakehitykseen

Tehtyjen testien myötä voitaisiin uskoa, että EKP:n toimet, jotka lisäävät rahan määrää euroalueella myötävaikuttavat epäselvästi asuntojen hintojen nousuun. Erot eri maiden välillä ovat huomattavia. Joidenkin maiden tapauksessa vaikutus näyttää vahvalta, kun taas toisten maiden kohdalla se on lähes olematon. Keskuspankki voi vain tarjota otollisen

kasvualustan, mutta hintojen kasvu ei ole taattua, vaikka rahan tarjonta kasvaisi. Tämä on haaste perinteiselle keskuspankin rahapolitiikalle.

8.1 Tulokset ja niiden mahdolliset taustasyyt

Mitä tulee esitettyyn tutkimuskysymykseen:

”Ovatko EKP:n rahapoliittiset toimet nostaneet asuntojen hintoja tarkastelun kohteina olevissa maissa ja millainen vaikutus voidaan havaita?”

Tehdyt tilastolliset testit eivät täysin tue väitettä, että keskuspankin epätavanomaiset toimenpiteet saisivat aikaan asuntojen hintojen kasvua kaikissa euroalueen jäsenmaissa. Täten argumentti hylätään, laajat osto-ohjelmat ja keskuspankin elvyttävä rahapolitiikka ei johda asuntojen hintojen nousuun kaikissa tarkastelun kohteina olevissa maissa. Näistä esimerkkeinä Italian asuntojen hintojen lasku ja Suomen hintojen hyvin heikko reagointi osto-ohjelmien aikana. Toisissa maissa hintojen nousu on taasen ollut huomattavasti euroalueen keskivertoa korkeampaa, esimerkkeinä Viro ja Saksa.

EKP harjoittaa rahapolitiikkaa, jonka tarkoituksena on euroalueen rahakannan vakauden säilyttäminen kuin myös inflaatiotavoite. Tilannetta hankaloittaa se, ettei EKP voi räätälöidä toimiansa auttamaan vain tiettyjä jäsenmaita vaan korkotaso on sama kautta raha-alueen.

Euroopan keskuspankki on joinain vuosina saanut aikaan inflaatiota yli tavoitteen ja toisina alle sen, mutta keskimäärin se on pysynyt jotakuinkin lähellä tavoitettaan, kun inflaatiota tarkastellaan yli ajan (EKP 2021a). Ongelmana on tosin se, että euroalue on usean erilaisen talouden yhteenliittymä, joten inflaatio ja talouskasvu voivat vaihdella maitten välillä huomattavasti. Eli vaikka rahan tarjonta on sama kaikille jäsenmaille, voi rahan kysyntä vaihdella huomattavasti eri maiden välillä.

Riskipreemiot voivat myös vaihdella maittain, mikä voi tarkoittaa, että saksalaiset saavat asuntolainaa kenties hyvin halvalla ja löysin ehdoin, kun taas kenties Italiassa vaaditut riskilisät lainalle voivat olla korkeampia ja ehdot lainan saamiselle paljon vaativammat. Muita maakohtaisia tekijöitä voivat olla paikallinen kysyntä ja tarjonta, esimerkiksi Wien rakennettiin aikanaan Itävalta-Unkarin keisarikunnan pääkaupungiksi, ja tämän valtakunnan hajottua kaupungin väkiluku ei ole vielä sata vuotta myöhemminkään toipunut samalle tasolle kuin ennen ensimmäistä maailmansotaa (Wien 2021). Toisena ääripäänä voi olla pieni ja vauras

Luxemburg, jossa huomattava osa maan työvoimasta, 46 %, asuu naapurimaissa Saksassa, Belgiassa ja Ranskassa taloudellisten syiden vuoksi (Luxemburg Times 2021).

Suomessa suurten kaupunkien asunnot kallistuvat johtuen rajoitetusta tarjonnasta ja korkeasta kysynnästä. Koronan aiheuttama pandemia ja etätyöt ovat hivenen hillinneet kysyntää asunnoista viimeisen kahden vuoden aikana ja esimerkiksi Helsinki ja Espoo olivat muuttotappiollisia vuonna 2020 (Tilastokeskus 2021b). Hetkellinen muutos ei toki poista sitä tosiasiaa, että maaseudun peräkyvät jatkuvasti menettävät väestöä, joka muuttaa suuriin kaupunkeihin ja niiden lähialueille. Tämä siis tarkoittaa heikkoa kysyntää suureen osaan maata, mikä hidastaa ja osittain jopa estää paikallisen asuntovarallisuuden hinnan kohoamisen.

8.2 Talouskasvu ja asuntokuplat

Mahdollisesti tärkein tekijä voi olla reaalityalouden kasvusuhdanne. Jos talous kasvaa ja palkat sekä inflaatio nousevat, seuraavat asuntojen hinnat perässä, ellei jokin merkittävä tekijä lievennä hintakehitystä. Tällainen merkittävä tekijä voi olla korkea korkotaso, tiukat ehdot asuntolainan saamiselle tai harvinaisessa tapauksessa asuntojen suuri tarjonta markkinoilla. Asuntokuplan jälkeen, jos kyseistä kuplaa edelsi huomattava asuntorakennusbuumi, voivat asuntojen hinnat pysyä alhaalla pitkäänkin koska tarjontaa on enemmän kuin kysyntää, mikä nähdään osittain esimerkiksi Espanjan tapauksessa.

Asuntokuplasta viimeisimpänä esimerkkinä Yhdysvallat, jossa paikoin valmistui kokonaisia tyhjiä uusia kaupunginosia, joille oli vaikeaa löytää halukkaita asunnonostajia asuntokupla-finanssikriisi yhdistelmän jälkimainingissa. Tämä tilanne oli tosin vain hetkellinen poikkeus, maan talouden toivuttua asuntojen hinnat ovat vuoteen 2016 mennessä palanneet vuoden 2007 tasolle. (FRED 2021.)

Euroalueen tapauksessa vain joissain sen jäsenmaissa oli paikallisia asuntokuplia, jotka olivat tavallaan seurausta Yhdysvalloista levinneistä ongelmista. EKP:n asettama korkotaso oli näiden maiden kohdalla liian alhainen ja maiden pankit olivat osa kansainvälisiä finanssimarkkinoita, jossa Yhdysvaltojen pankit olivat osittain altistaneet monia euroalueen pankkeja samoille roskalainoille. Mainittakoon että ennen vuotta 2007 Espanjassa ja Irlannissa noin 18–20 % BKT:stä nojautui rakentamiseen, ja asuntokuplien puhjettua molemmat maat painivat pitkään ongelmassa, tarviten EU:n järjestämiä tukipaketteja. (Gros 2007.)

Johtuen vuosien 2007–2009 finanssikriisistä ja vuosien 2010–2014 erinäisistä eurokriiseistä, usean euroalueen jäsenmaan talous ei kasvanut toivotulla tavalla. Toki

poikkeuksiakin löytyy, esimerkiksi jotkin maat kuten Irlanti toipuivat suhteellisen nopeasti ja mainittakoon myös euroalueen itäisemmät maat, jotka jatkoivat välimatkan kuromista vauraimpiin läntisempiin maihin (Trading Economics 2021). Toisaalta useat eteläisen euroalueen maat, kuten Espanja, Italia ja Kreikka olivat talousongelmissa pitkään. Heikko talouden toipuminen osaltaan estää asuntomarkkinoiden hintojen nousua. Mailla voi olla myös omia maan sisäisiä rakenteellisia ongelmia, jotka estävät tai vaikeuttavat lainanottoa ja asuntojen ostamista, mistä johtuen ne eivät EKP:n määrällisestä elvyttämisestä huolimatta päädy samanlaiselle kasvu-uralle kuin muut euroalueen maat.

8.3 Suomen ongelmat

Suomen tapauksessa heikkoa asuntojen hintakehitystä selittää moni asia. Suomen talous osittain ylikuumeni vuosina 2006–2007 ennen finanssikriisiä, ja asuntojen hintakehitys hidastui vasta viiveellä reaalityalouden ongelmiin, mistä johtuen Suomessa asuntojen hinnat olivat lievässä nousussa vielä vuoteen 2013 asti (EKP 2021a). Reaalityalouden heikko kasvu finanssikriisin jälkeen, eurokriisit ja tähän päälle vielä Venäjän vastaiset pakotteet heikensivät Suomen talouden kasvua vuosien 2011–2016 välillä ja viimeisimpinä koronakriisin aiheuttama taloutta supistava vaikutus. (Suomen Pankki 2021e.)

Heikon taloustilanteen vuoksi Suomen asuntojen hinnat alkoivat vasta hitaasti nousemaan viiveellä vuoden 2016 jälkeen, reagoiden talouden elpyneeseen kasvuun, eivätkä suinkaan jo vuonna 2014 alkaneisiin EKP:n laajoihin osto-ohjelmiin. Täten voidaan kyseenalaistaa EKP:n osto-ohjelmien kykyä vaikuttaa Suomen asuntojen hintakehitykseen.

Sama logiikka pätee myös muiden tarkasteltujen maiden osalta, jos niissä on ollut vahvaa talouskasvua, niin samalla lisääntynyt varallisuus on heijastunut asuntojen hintakehityksessä. Maissa, jossa kasvu on ollut vaimeaa tai negatiivista, saadaan hyvin alhainen M3-rahakannan vaikutuskerroin maan asuntojen hintatason indeksin muutokseen. Italian tapauksessa maalla on omia sisäisiä haasteita talouskasvun ja julkisen sektorin velkataakan kanssa (EKP 2021a). Sen tapauksessa muutos euroalueen M3-rahakannassa ei juurikaan kykene selittämään maan asuntojen hintakehityksen muutoksia.

8.4 Yhteenveto ja tulevaisuuden haasteet

Syy- ja seuraussuhde on siis osittain heikko mitä tulee euroalueen M3-rahakannan kykyyn selittää eri maiden asuntojen hintakehitystä. Eritoten kun otetaan huomioon, että jotkin

alueen ulkopuoliset taloudet korreloivat paremmin M3-rahakannan kanssa kuin raha-alueeseen kuuluvat jäsenmaat. Kuitenkin voidaan tehdä oletus, että mikäli maan talous on kasvussa ja kuluttajien kyky saada lainaa asunto-ostoja varten ei ole liian rajoitettu, niin kyseisen maan asuntojen hinnat tulevat nousemaan, mikäli raha-alueella kierrossa olevan rahan määrä kasvaa. Tämä tosin tapahtuu viiveellä ja maakohtaiset erot voivat tukea reaktion voimakkuutta tai hillitä sitä.

Rahan kvantiteettiteoria on sinänsä edelleen voimassa, rahan määrän kasvaessa hinnat kasvavat perässä, tosin viiveellä. Voi olla myös, että rahan kiertonopeus hidastuu, minkä seurauksena vaikutus hintoihin on hivenen heikompi, tai taloudessa olleiden tuotteiden määrä kasvaa, jolloin vaikutus hintoihin jää myös odotettua pienemmäksi. Voidaan uskoa, että keskuspankin elvyttävät toimet ovat saaneet aikaan jonkinlaista hintainflaatiota kulutus-työdykkeissä, kuin myös varallisuusesineissä, joiksi asunnot voidaan ymmärtää.

Mikäli aihetta haluttaisiin tutkia enemmän, voisi olla mielekästä painottaa talouskasvun ja reaalisten ansiotulojen kehityksen vaikutusta asuntojen hintojen kehitykseen. Keskuspankin kyky vaikuttaa asuntojen hintojen kehitykseen jää vaimeaksi, mutta se voi silti epäsuorasti talouskasvua tukemalla myötävaikuttaa siihen nousevatko hinnat vai eivät.

Viimeaikainen koronapandemia ja jo sitä edeltävä taloudelliset ongelmat saivat EKP:n jatkamaan osto-ohjelmiaan aiempaa pidempään (EKP 2021c). Tämä osaltaan pyrki saamaan inflaatiota ylöspäin, perimmäisenä päämääränä deflaatiokierteen estäminen. Kun eri taloudet ovat alkaneet avautumaan koronasulkujen jälkeen on myös kysyntä alkanut toipumaan, mistä seurauksena onkin havaittu historiallisen korkeata inflaatiota euroalueella vuoden 2021 loppupuoliskon aikana, tosin iso osa tästä muutoksesta on peräisin energian hinnan kallistumisesta (Eurostat 2021). Osittain tähän on toki myötävaikuttanut EKP:n alhaiset korot ja laajat osto-ohjelmat, mutta osittain tämä myös voidaan selittää sillä, että talous on ”pompahtanut” takaisin normaalille kasvu-uralle koronan aiheuttaman kuilun pohjalta.

Saa jäädä nähtäväksi, kuinka pitkään korona aiheuttaa haasteita euroalueen talouksiin ja näiden asuntomarkkinoihin. Kyseenalaista on myös se, että tuleeko EKP pitämään korot alhaalla vielä pitkään varsinkin, kun inflaatio on alkanut kiihtymään eri euroalueen maissa ja onko viimeisen kahden vuoden aikana alkanut asuntojen hintojen nopea kasvu taloudellisesti vakaalla pohjalla vai matkalla kohti seuraavaa kuplaa.

9 Lähdeluettelo

Ahearne, A., Ammer, J., Doyle, B., Kole, L. & Martin, R. 2005. House Prices and Monetary Policy: A Cross Country Study. FED: International Finance Discussion Papers, September 2005. Saatavissa <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/841/ifdp841.htm>

Ahoniemi, K. & Putkuri, H. 2021. Pohjoismaiset asuntomarkkinat vahvassa vedossa mutta eivät ilman riskejä. Suomen Pankki. Artikkel. Viitattu 15.11.2021. Saatavissa [Pohjoismaiset asuntomarkkinat vahvassa vedossa, mutta eivät ilman riskejä – Euro ja talous](#)

Amadeo, K. 2021. Causes of the 2008 Global Financial Crisis. The Balance. Artikkel. Viitattu 21.11.2021. Saatavissa <https://www.thebalance.com/what-caused-2008-global-financial-crisis-3306176>

Amberger, J. & Fendel, R. 2016. Understanding inflation dynamics in the Euro Area: deviants and commonalities across member countries. Empirica, Springer, Austrian Institute for Economic Research. Austrian Economic Association. Vol 44(2), 261-291. Saatavissa https://ideas.repec.org/a/kap/empiri/v44y2017i2d10.1007_s10663-016-9322-x.html

Bank for International Settlements. 2021. Real residential property prices. Tilasto. Viitattu 18.11.2021. Saatavissa <https://stats.bis.org/statx/srs/table/h2?m=628>

Bank of England. 2021. The UK economy during Covid-19: insights from the Bank of England's Citizens' Panels. Julkaisu. Viitattu 4.12.2021. Saatavissa <https://www.bankofengland.co.uk/get-involved/citizens-panels/the-uk-economy-during-covid-19-insights-from-the-bank-of-englands-citizens-panels>

Barnes, R. 2019. 5 Tales of Out-Of-Control Inflation. Investopedia. Artikkel. Viitattu 14.11.2021. Saatavissa <https://www.investopedia.com/financial-edge/0709/5-theses-of-out-of-control-inflation.aspx>

Barone, A., What is the Quantity Theory of Money. Investopedia. Artikkel. Viitattu 14.11.2021. Saatavissa <https://www.investopedia.com/insights/what-is-the-quantity-theory-of-money/>

Benko, R. 2013. Keynes and Copernicus: The Debasement of money overthrows the social order and governments. Forbes. Mieliidekirjoitus. Viitattu 15.11.2021. Saatavissa

<https://www.forbes.com/sites/ralphbenko/2013/12/23/keynes-and-copernicus-the-debasement-of-money-overthrows-the-social-order-and-governments/>

Bordo, M. & Filardo, A. 2005. Deflation in a historical perspective. Bank for International Settlements, BIS Working Papers No 186. Konferenssijulkaisu. Saatavissa <https://www.bis.org/publ/work186.pdf>

Bordo, M. 2007. A Brief History of Central Banks. Federal Reserve Bank of Cleveland. Kommentaari. Saatavissa <https://www.clevelandfed.org/en/newsroom-and-events/publications/economic-commentary/economic-commentary-archives/2007-economic-commentaries/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks.aspx>

Broome, L., L. 2011. The Dodd-Frank Act: TARP Bailout Backlash and Too Big To Fail. North Carolina Banking Institute. 2011 Volume 15, 1. Artikkel. Saatavissa <https://scholarship.law.unc.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1301&context=ncbi>

Cecchetti, S., G. 2008. Crisis and Responses: The Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008. The National Bureau of Economic Research. Työpaperi. Saatavissa <https://www.nber.org/papers/w14134>

Chen, J. 2020. Toxic Assets. Investopedia. Artikkel. Viitattu 17.11.2021. Saatavissa <https://www.investopedia.com/terms/t/toxic-assets.asp>

Clark, G., Moonen, T. & Nunley, J. 2018. The Story of Your City: European and its Urban Development, 1970 to 2020. European Investment Bank. Essee. Saatavissa <https://www.eib.org/en/essays/the-story-of-your-city>

Cooper, R. & Nikolov, K. 2018. Government debt and banking fragility: the spreading of strategic uncertainty. ECB Working Paper Series No 2195 / November 2018. Työpaperi. Saatavissa <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2195.en.pdf>

Cowan, D. 2018. The Richest Man in History? Crassus and Real Estate in the Late Republican Rome. Macquarie University. Artikkel. Viitattu 22.11.2021. Saatavissa <https://ancient-history-blog.mq.edu.au/cityOfRome/Roman-Real-Estate>

Eber, J. & Weber, C. 2014. ECB Collateral Criteria: A Narrative Database 2001-2013. Ifo Institute. Ifo Working Paper No. 174. Työpaperi. Saatavissa <https://www.ifo.de/DocDL/IfoWorkingPaper-174.pdf>

- EUR-Lex. 2009. Directive 2009/110/EC Of The European Parliament And Of The Council. 16.09.2009. Euroopan unioni. Säädos. Viitattu 5.12.2021. Saatavissa <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A32009L0110>
- Euroopan keskuspankki. 2010. Introductory statement with Q&A. Lehdistötilaisuus. Viitattu 3.12.2021. Saatavissa <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2010/html/is100506.en.html>
- Euroopan keskuspankki. 2014a. The ECB's negative interest rate. Viitattu 9.11.2021. Saatavissa <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html>
- Euroopan keskuspankki. 2014b. Rotation of voting rights in the Governing Council. Viitattu 6.12.2021. Saatavissa <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/voting-rotation.en.html>
- Euroopan keskuspankki. 2016. What are minimum reserve requirements? Viitattu 5.12.2021. Saatavissa https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.en.html
- Euroopan keskuspankki. 2017. Mitä on raha? Viitattu 20.11.2021. Saatavissa https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/what_is_money.fi.html
- Euroopan keskuspankki. 2021a. Tilasto. Viitattu 15.11.2021. Saatavissa <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9689727>
- Euroopan keskuspankki. 2021b. Asset purchase programmes. Viitattu 9.11.2021. Saatavissa <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>
- Euroopan keskuspankki. 2021c. Pandemic emergency purchase programme (PEPP). Viitattu 10.12.2021. Saatavissa <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>
- Euroopan komissio. 2021a. Who can join and when? Viitattu 22.11.2021. Saatavissa https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/enlargement-euro-area/who-can-join-and-when_en
- Euroopan komissio. 2021b. European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM). Viitattu 6.12.2021. <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy->

[coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/european-financial-stabilisation-mechanism-efsm_en](https://ec.europa.eu/economy_finance/coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/european-financial-stabilisation-mechanism-efsm_en)

Euroopan tilintarkastustuomioistuin. 2017. Komission puuttuminen Kreikan rahoituskriisiin. Erityiskertomus nro 17/2017. Viitattu 25.11.2021. Saatavissa <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/greek-crisis-17-2017/fi/>

Euroopan vakausmekanismi. 2019. Safeguarding the Euro in Times of Crisis. European Stability Mechanism. Kirja. Saatavissa <https://www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro/bailout-bail-towards-new-programme-greece>

European Systemic Risk Board. 2019. ESRB recommendation on medium-term vulnerabilities on the residential real estate sector in Finland (ESRB/2019/8). Official Journal of the European Union. Viranomaisen ohjeistus. Saatavissa https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation190923_fi_recommandation~60d62c4314.en.pdf

Eurostat. 2021. Tilasto. Viitattu 23.11.2021. Saatavissa <https://ec.europa.eu/eurostat/en/>

Federal Reserve. 2021a. The Federal Reserve's response to the financial crisis and actions to foster maximum employment and price stability. Yhdysvaltojen liittovaltion keskuspankki. Viitattu 12.11.2021. Saatavissa https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm

Federal Reserve. 2021b. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Viitattu 10.12.2021. Saatavissa https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

Federal Reserve Economic Data. 2021. All-Transactions House Price Index for the United States. Saint Louis Federal Reserve. Tilasto. Viitattu 14.11.2021. Saatavissa <https://fred.stlouisfed.org/series/USSTHPI>

Financial Crisis Inquiry Commission. 2011. Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States. Yhdysvaltojen liittovaltio. Raportti. Saatavissa <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

Finanssivalvonta. 2021. Makrovakauspäätös: Asuntoluottojen lainakatto 85 prosenttiin muiden kuin ensiasuntolainojen osalta. Lehdistötiedote 29.6.2021. Saatavissa

<https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/lehdistotiedotteet/2021/makrovakaus-paatos-asuntoluottojen-lainakatto-85-prosenttiin-muiden-kuin-ensiasuntolainojen-osalta/>

Friedman, M. 1970. The Counter-Revolution in Monetary Theory. Institute of Economics Affairs, London. 1970. Julkaisu. Saatavissa https://web.archive.org/web/20140322030331/http://0055d26.netsolhost.com/friedman/pdfs/other_academia/IEA.1970.pdf

Gerdesmeier, D. 2009. Price Stability: Why is it important for you? Euroopan keskuspankki. Kirja. Saatavissa <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestabilityen.pdf>

Gerlach, P. 2010. The dependence of the financial system on central bank and government support. BIS Quarterly Review, March 2010. Bank for International Settlements. Tutkimus. Saatavissa https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003g.pdf

Giles, C. 2021. Why central bankers keep their cool over rising house prices. Financial Times. Artikkele. Viitattu 28.11.2021. Saatavissa <https://www.ft.com/content/b5ad3c30-6b51-45f6-a87e-2a1a464d2945>

Gros, D. 2007. House price bubbles made in Europe. VoxEU&CEPR. Kolumni. Viitattu 25.11.2021. Saatavissa <https://voxeu.org/article/house-price-bubbles-made-europe>

Hartmann, P. & Smets, F. 2018. The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy. ECB Working Paper Series No 2219. European Central Bank. Työpaperi. Saatavissa <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2219.en.pdf>

Humphrey, T., M. 1982. Of Hume, Thornton, The Quantity Theory and the Phillips Curve. Federal Reserve Bank of Richmond. Economic Review, November/December 1982. Artikkele. Saatavissa https://www.researchgate.net/publication/5053230_Of_Hume_Thornton_the_Quantity_Theory_and_the_Phillips_Curve

Hülsewig, O. & Rottmann, H. 2021. Euro area house prices and unconventional monetary policy surprises. Economics Letters. Vol 205, August 2021, 109962. Saatavissa <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2021.109962>

Johnston, M. 2021. Open Market Operations vs. Quantitative Easing: What's the Difference. Investopedia. Artikkele. Viitattu 23.11.2021. Saatavissa <https://www.investopedia.com/articles/investing/093015/open-market-operations-vs-quantitative-easing.asp>

- Libecap, G., D. 2018. The Consequences Of Land Ownership. Hoover Institution. Julkaisu. Viitattu 2.12.2021. Saatavissa <https://www.hoover.org/research/consequences-land-ownership>
- Luxembourg Times. 2021. Moving across the border. Artikkele. Viitattu 4.12.2021. Saatavissa <https://www.luxtimes.lu/en/money-and-work/moving-across-the-border-602d7208de135b9236c00d2b>
- Mee, S. 2019. Central Bank Independence and the Legacy of the German Past. Cambridge University Press 2019. Kirjan kappale. Saatavissa <https://www.cambridge.org/core/books/central-bank-independence-and-the-legacy-of-the-german-past/introduction/27AA9A6B72C231BB5059A67428DDEBB5>
- Miller, R. 2020. Spain's Lesson in Hubris: Tracing Spain's Financial Collapse to the Beginning of its New World Empire. The Classic Journal. Artikkele. Viitattu 14.11.2021. Saatavissa <https://theclassicjournal.uga.edu/index.php/2020/05/07/spains-lesson-in-hubris-tracing-spains-financial-collapse-to-the-beginning-of-its-new-world-empire/>
- Neumann, M., J., M. 1992. Seigniorage in the United States: How much Does U.S. Government Make from Money Production? Saint Louis Federal Reserve 92/03. 29-40. Tutkimus. Saatavissa https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/92/03/Seigniorage_Mar_Apr1992.pdf
- Oner, C. 2017. Inflation: Prices on the Rise. Back to Basics Compilation. International Monetary Fund. Finance and Development. Julkaisu. Viitattu 15.11.2021. Saatavissa <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/30-inflation.htm>
- Pellervon taloustutkimus. 2021. Asuntomarkkinat 2021 – ennuste. Artikkele. Viitattu 3.12.2021. Saatavissa <https://www.ptt.fi/julkaisut-ja-hankkeet/kansantalouden-tutkimus-ryhma/asuntomarkkinat-2021-ennuste.html>
- Putkuri, H. 2019. Asuntomarkkinat Euroopassa – missä riski, sinne varoitus tai suositus. Suomen pankki. Blogi. Viitattu 4.12.2021. Saatavissa <https://www.eurojatalous.fi/fi/blogit/2019/asuntomarkkinat-euroopassa-missa-riski-sinne-varoitus-tai-suositus/>
- Rathbun, B., C., Powers, K., E. & Anders, T. 2018. Moral Hazard: German Public Opinion on the Greek Debt Crisis. Political Psychology, Vol 9, No. 0, 2018. Saatavissa https://dornsife.usc.edu/assets/sites/897/docs/Moral_hazard.pdf

- Rosenberg, S. 2019. The effects of conventional and unconventional monetary policy on house prices in the Scandinavian countries. *Journal of Housing Economics*. Vol 46. <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2019.101659>
- Schumpeter, J. 1954. *History of Economic Analysis*. Allen & Unwin Ltd. Kirja. ISBN 0-203-98391-2 Master e-book ISBN. Saatavissa <https://sttpml.org/wpcontent/uploads/2015/08/schumpeter-history-of-economic-analysis-schumphea.pdf>
- Schwaab, B. 2012. Conditional Probabilities and Contagion Measures for Euro Area Sovereign Default Risk. *ECB Research Bulletin No 17*, Winter 2012. Viitattu 25.11.2021. Saatavissa <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/researchbulletin17en.pdf>
- Shi, S., Jou, J. & Tripe, D. 2014. Can interest rates really control house prices? Effectiveness and implications for macroprudential policy. *Journal of Banking & Finance*. Vol 47, s. 15-28. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.06.012>
- Smith, A. 2020. The European Central Bank's Securities Markets Programme (ECB GFC). *The Journal of Financial Crises*. Vol 2, iss 3, 369-381. Saatavissa <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/vol2/iss3/15>
- Suomen Pankki. 2021a. Price Stability. Viitattu 4.12.2021. Saatavissa <https://www.suomenpankki.fi/en/monetary-policy/price-stability/>
- Suomen Pankki. 2021b. Rahapolitiittiset osto-ohjelmat. Viitattu 4.12.2021. Saatavissa <https://www.suomenpankki.fi/fi/rahopolitiikka/rahopolitiikan-toimeenpano/rahopoliittiset-osto-ohjelmat/>
- Suomen Pankki. 2021c. Sanasto. Viitattu 4.12.2021. Saatavissa <https://www.suomenpankki.fi/fi/opi-taloudesta/sanasto/>
- Suomen Pankki. 2021d. Elokuun 2021 Talouskatsaus. Euro ja talous. Artikkel. Viitattu 4.12.2021. Saatavissa <https://www.eurojatalous.fi/fi/2021/1/asuntomarkkinoiden-riskit-kasvat-koronakriisin-varjossa/>
- Suomen Pankki 2021e. Asuntomarkkinoiden riskit kasvavat koronakriisin varjossa. Euro ja talous. Artikkel. Viitattu 5.12.2021. Saatavissa <https://www.eurojatalous.fi/fi/2021/1/asuntomarkkinoiden-riskit-kasvat-koronakriisin-varjossa/>
- Tellier, L. 2019. *Urban World History An Economic and Geographical Perspective*. Cham : Springer International Publishing. Saatavissa <https://doi.org/10.1007/978-3-030-24842-0>

The Guardian. 2012. Eurozone crisis live: ECB lends banks €529bn but markets fall on US QE doubts – 29 February 2012. Artikkele. Viitattu 3.12.2021. Saatavissa

<https://www.theguardian.com/business/2012/feb/29/eurozone-debt-crisis-ecb-loans-ltro#block-3>

Thornton, D., L. 2009. Would Quantitative Easing Sooner Have Tempered the Financial Crisis and Economic Recession? Saint Louis Federal Reserve. Economic Synopses. Julkaisu. Saatavissa <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/es/09/ES0937.pdf>

Tilastokeskus. 2007. Suomalaisten kulutus yksitoistakertaistunut sadassa vuodessa. Artikkele. Saatavissa <https://www.stat.fi/tup/suomi90/heinakuu.html>

Tilastokeskus. 2021a. Julkaisu. Viitattu 7.12.2021. Saatavissa https://www.stat.fi/til/vtutk/2019/vtutk_2019_2021-06-08_fi.pdf

Tilastokeskus. 2021b. Julkaisu. Viitattu 3.12.2021. Saatavissa https://www.stat.fi/til/muutl/2020/muutl_2020_2021-05-12_fi.pdf

Trading Economics. 2021. Tilasto. Viitattu 5.12.2021. Saatavissa <https://tradingeconomics.com/finland/gdp>

Tsai, I. 2019. European house price deviation: infectivity and the momentum effect. Economic Research-Ekonomska Istraživanja, 32:1, 1521-1541. Saatavissa <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1636698>

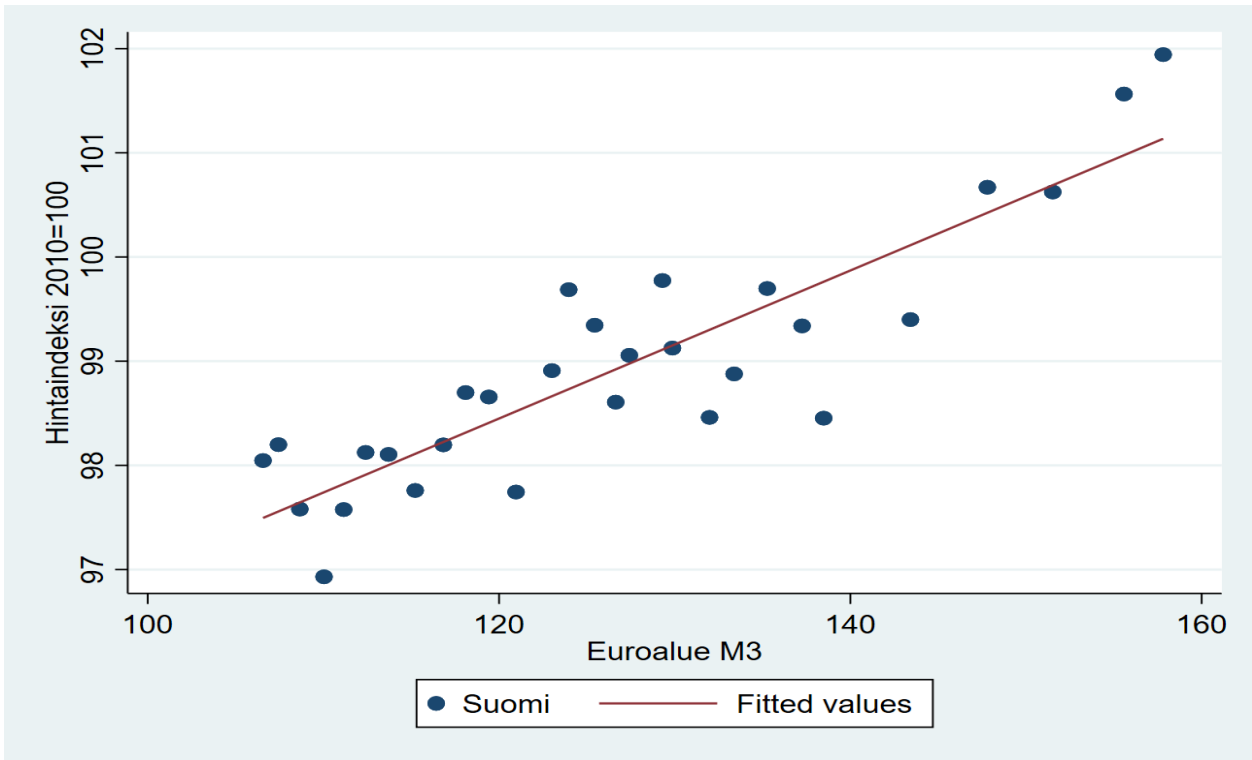
Tucker, P. 2014. The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction. Bank for International Settlements. BIS Papers No 79. Julkaisu. Saatavissa https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79b_rh.pdf

Valtioneuvosto. 2018. Tutkimus: Asumisen hintaa nostaa Suomessa tarjonnan puute, eivät asuntosijoitusyhtiöiden tuotot. Suomen valtioneuvosto. Tiedote. Viitattu 5.12.2021. Saatavissa <https://valtioneuvosto.fi/-/10616/tutkimus-asumisen-hintaa-nostaa-suomessa-tarjonnan-puute-eivat-asuntosijoitusyhtioiden-tuotot>

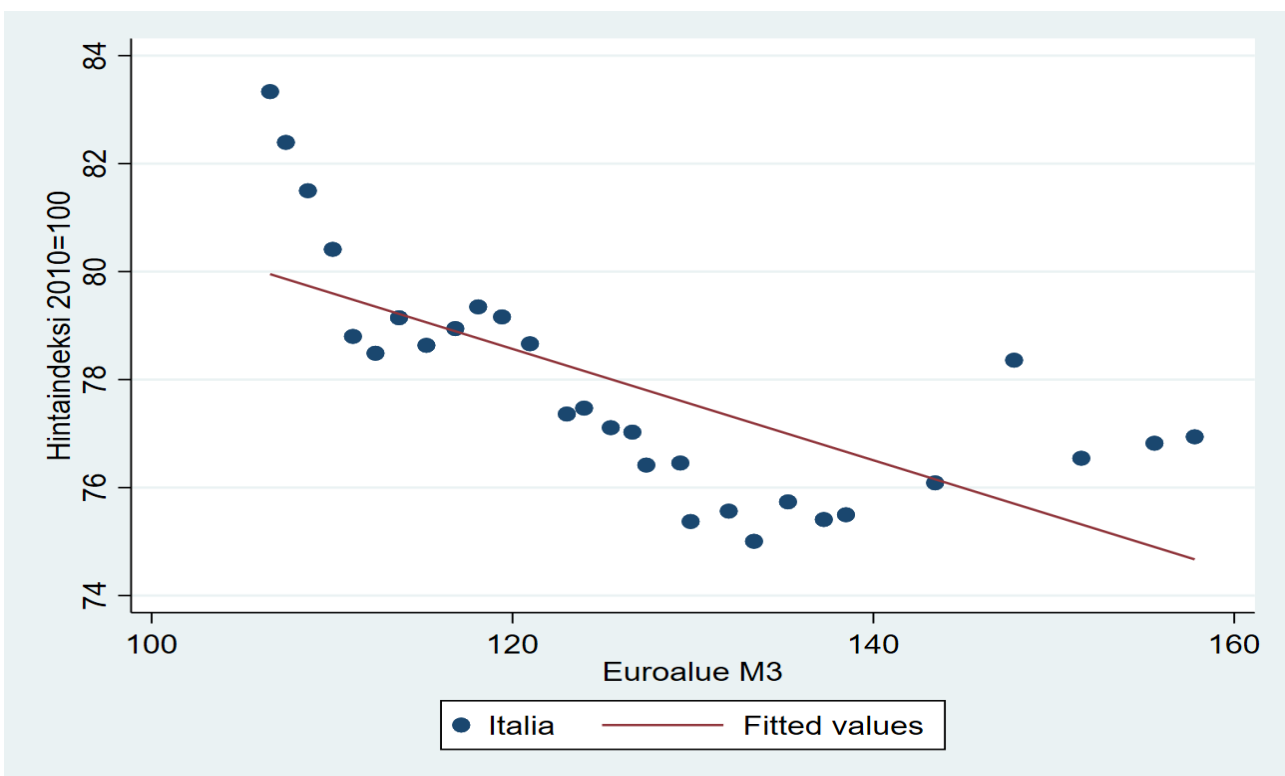
Wien. 2021. Growth of the City – History of Vienna. Kaupungin kotisivut. Viitattu 4.12.2021. Saatavissa <https://www.wien.gv.at/english/history/overview/growth.html>

10 Liitteet

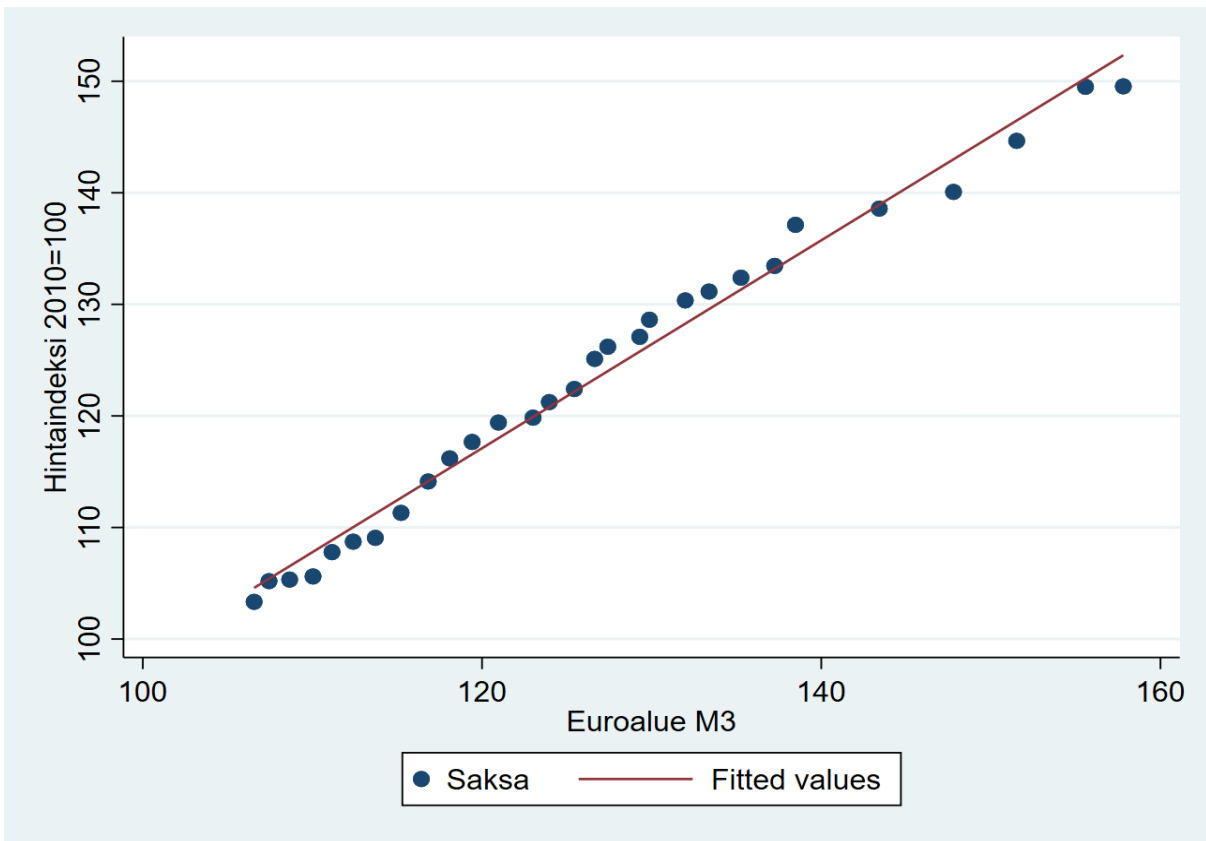
Liite 1: Suomen asuntojen hintaindeksin kehitys



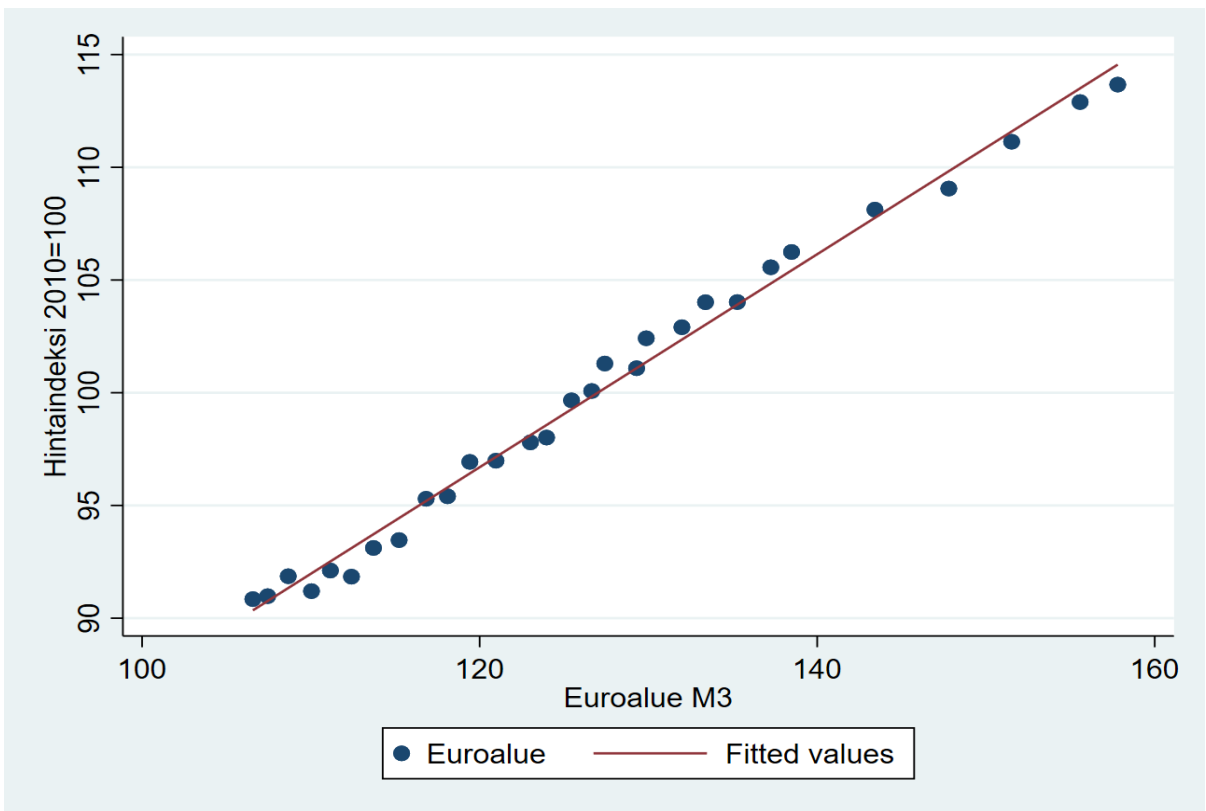
Liite 2: Italian asuntojen hintaindeksin kehitys



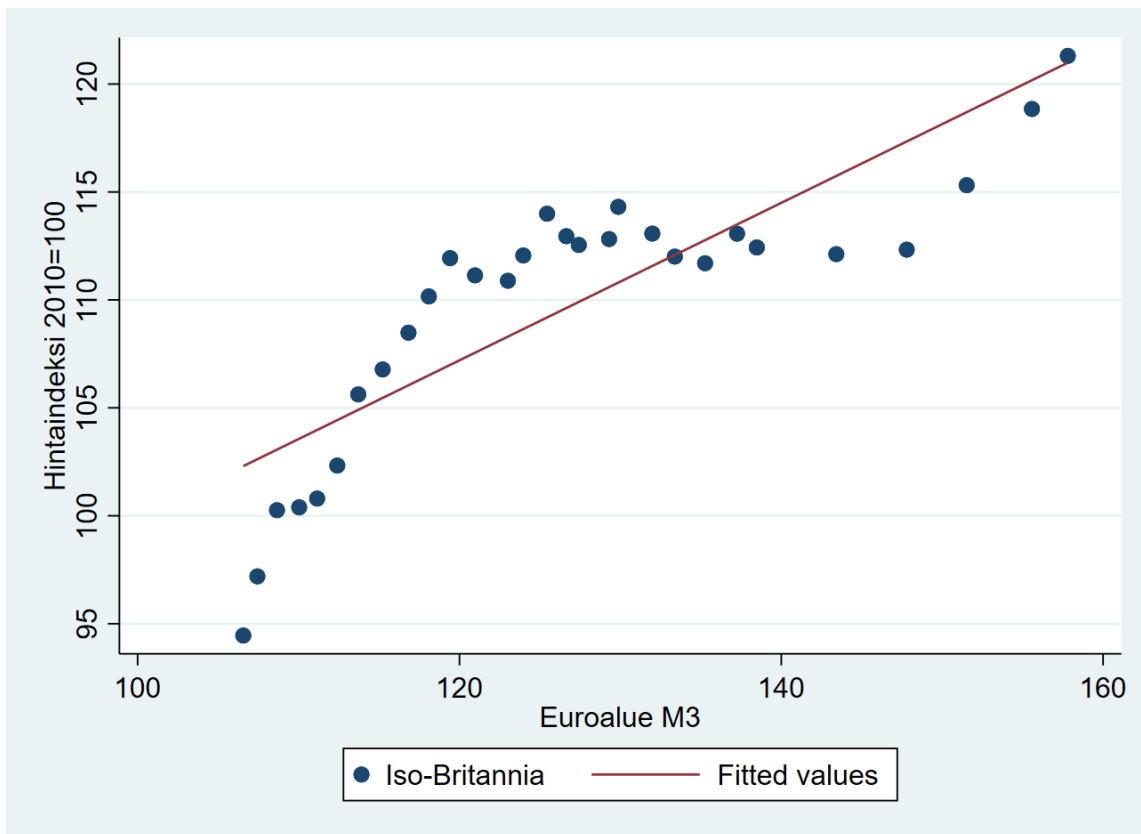
Liite 3: Saksan asuntojen hintaindeksin kehitys



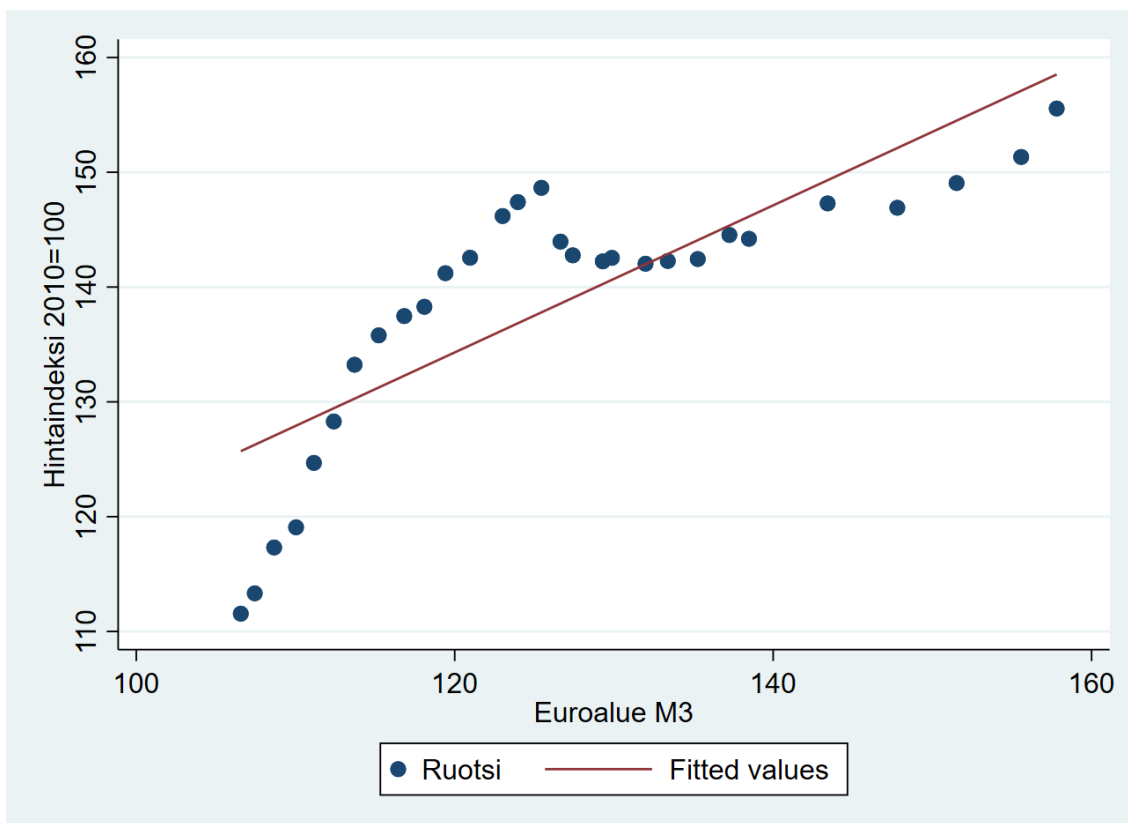
Liite 4: Euroalueen asuntojen hintaindeksin kehitys



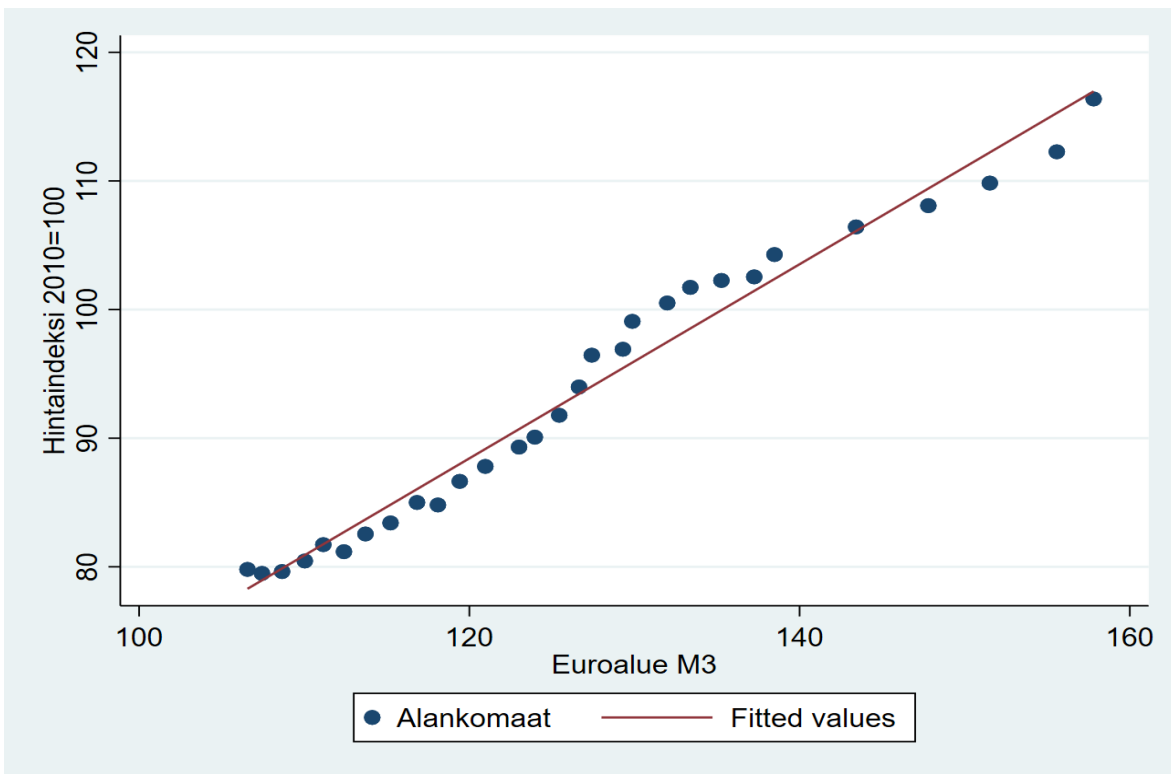
Liite 5: Iso-Britannian asuntojen hintaindeksin kehitys



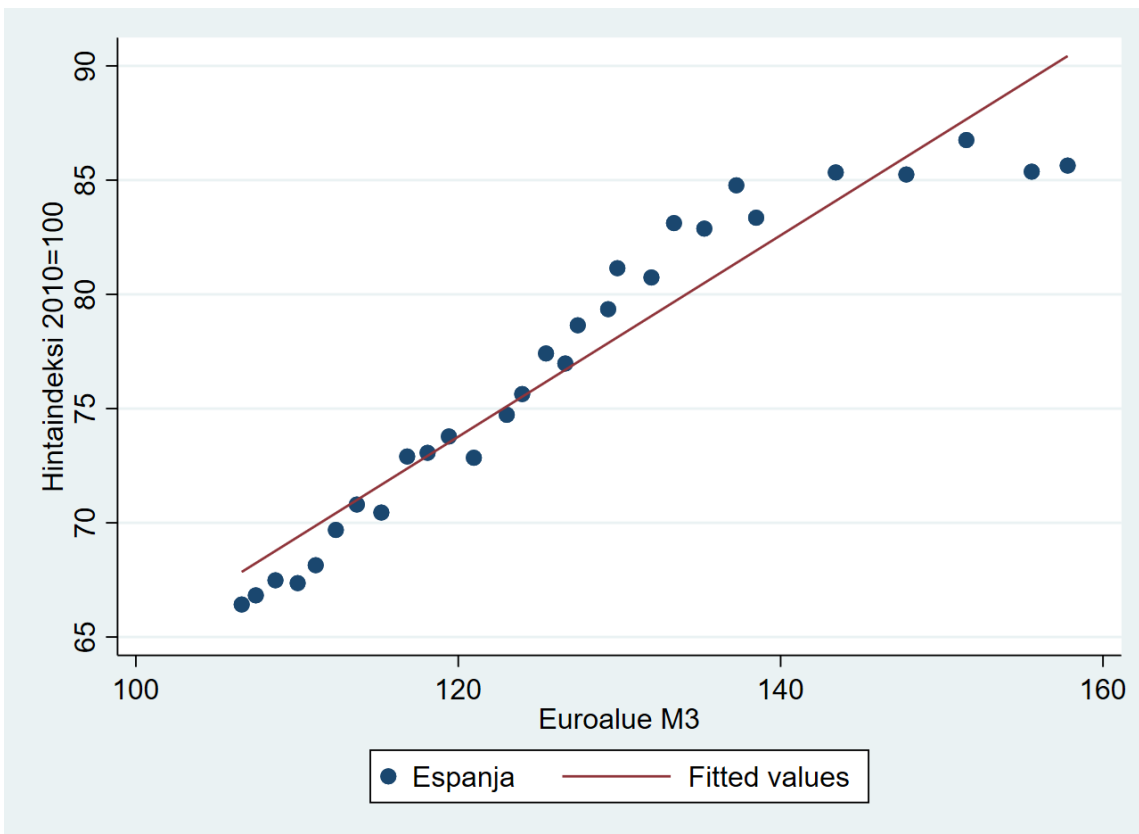
Liite 6: Ruotsin asuntojen hintaindeksin kehitys



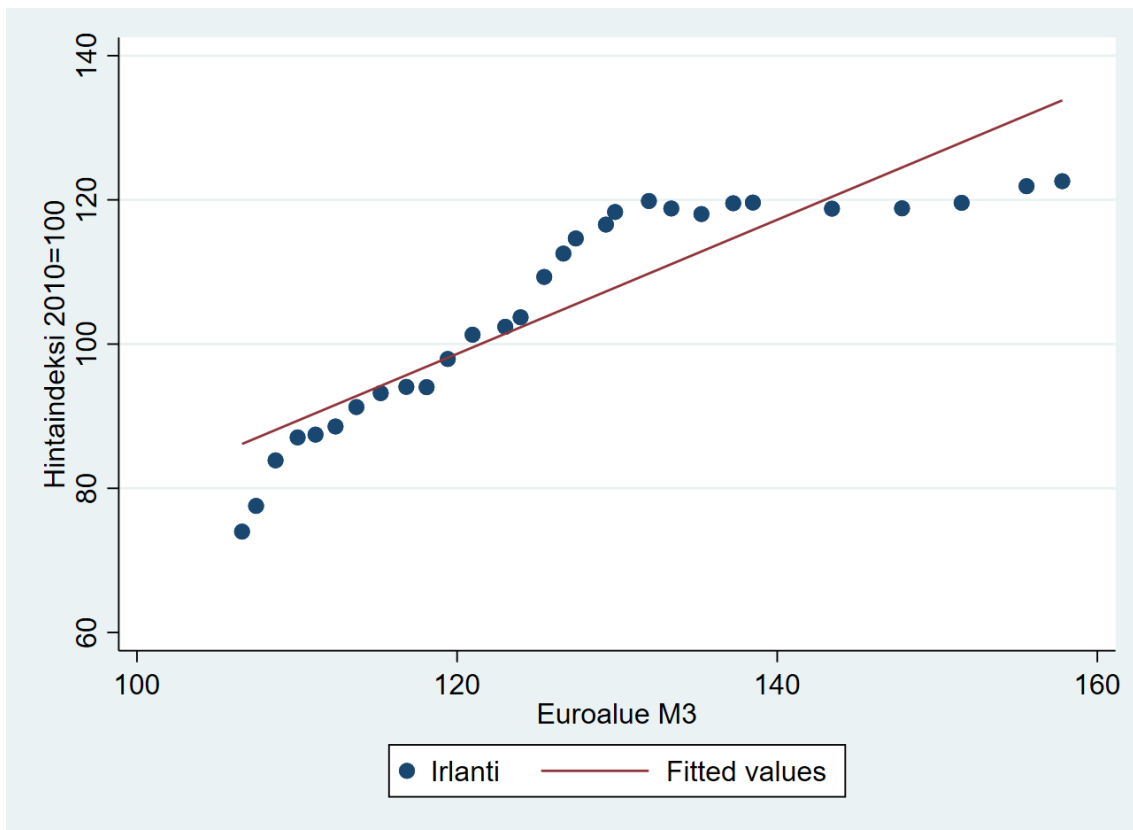
Liite 7: Alankomaiden asuntojen hintaindeksin kehitys



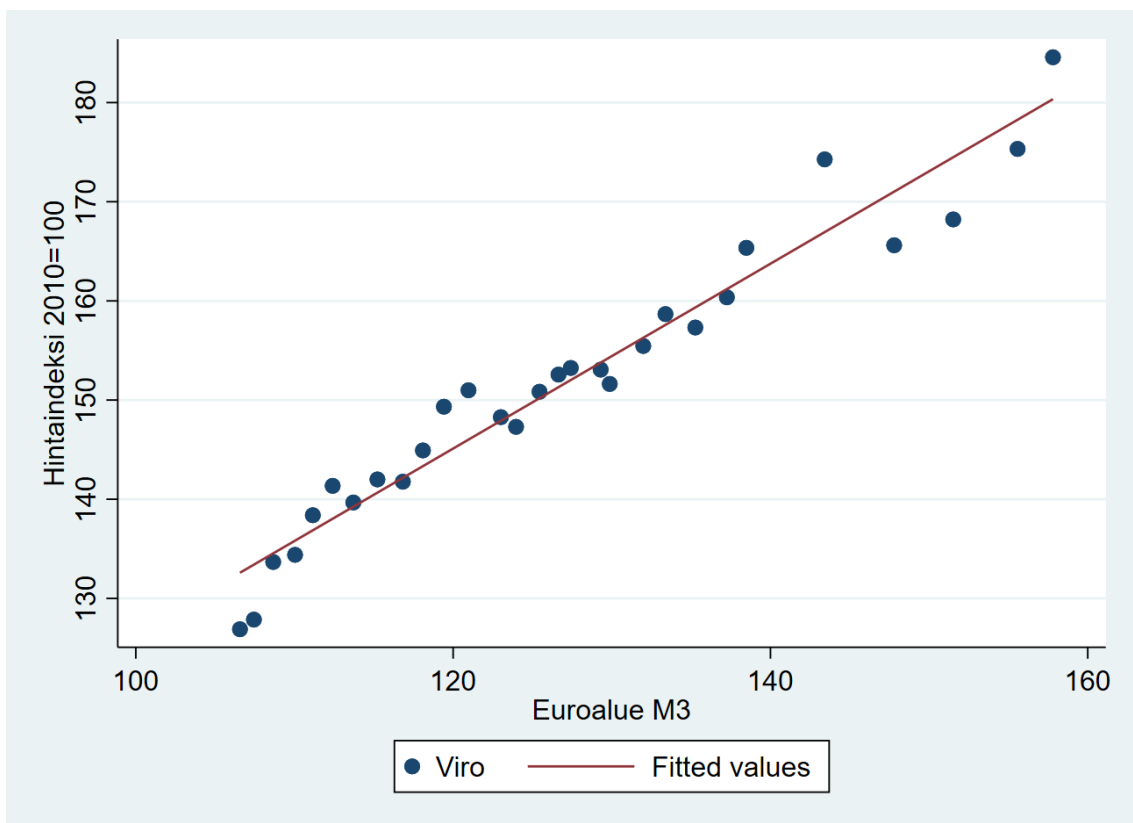
Liite 8: Espanjan asuntojen hintaindeksin kehitys



Liite 9: Irlannin asuntojen hintaindeksin kehitys



Liite 10: Viron asuntojen hintaindeksin kehitys



Liite 11: Yhdysvaltojen asuntojen hintaindeksin kehitys

