



Open your mind. LUT.

Lappeenranta University of Technology

Lappeenrannan teknillinen yliopisto

Kauppakorkeakoulu

Talousjohtaminen

Asuntojen hintakehitys pääkaupunkiseudulla ja siihen vaikuttaneet tekijät vuosina 1988–2014

The price development of apartments and the factors affecting it in the Helsinki Metropolitan Area during the years 1988–2014

9.5.2015

Tekijä: Polina Vauhkonen
Ohjaaja: Heli Arminen

SISÄLLYSLUETTELO

1	JOHDANTO	1
2	ASUNTOMARKKINOIDEN LUONNE JA ERITYISPIIRTEET	4
	2.1 Hintojen muodostuminen.....	5
	2.2 Asuntokuplat.....	10
3	HINTOJEN KEHITYKSEEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT	12
	3.1 Makrotaloudelliset muutokset	12
	3.2 Kysyntään vaikuttavat tekijät	14
	3.3 Tarjontaan vaikuttavat tekijät.....	17
4	ASUNTOJEN TOTEUTUNUT HINTAKEHITYS	19
	4.1 Makrotaloudelliset tekijät	21
	4.2 Asuntojen kysyntä ja siihen vaikuttavat tekijät.....	22
	4.2.1 Väestönmuutos	22
	4.2.2 Tulotaso ja velkaantuminen	25
	4.2.3 Reaalikorko	26
	4.2.4 Asuntosijoittaminen.....	27
	4.3 Asuntojen tarjonta ja siihen vaikuttavat tekijät.....	29
5	JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO	33
	LÄHDELUETTELO	37

1 JOHDANTO

Tutkielman tarkoituksena on selvittää Suomen pääkaupunkiseudun asuntojen hintoihin vaikuttavat tekijät sekä tarkastella toteutunutta hintakehitystä vuosina 1988–2014. Pääkaupunkiseuduksi tässä tutkielmassa lasketaan Helsingin, Espoon, Kauniaisten ja Vantaan kaupungit. Aihe on mielenkiintoinen, sillä asuntokannalla ja asuntojen hintatasolla muiden taloudellisten tekijöiden rinnalla on suuri vaikutus Suomen makrotalouteen. Vaikutus tapahtuu varallisuusvaikutuksen, rakennusteollisuuden ja rahoitussektorin kautta kokonaistuotantoon, työllisyyteen sekä kotitalouksien kulutukseen (Oikarinen 2007, 102-104). Tällä hetkellä pääkaupunkiseudun asuntojen hintojen tiedetään olevan nousussa ja hintatason olevan huomattavasti korkeammalla kuin aikaisemmin. Tätä kehitystä on tutkittu jo jonkin verran, ja se on ollut myös useasti talous- ja päivittäislehtien uutisotsikoissa ja spekulatioissa. Taloussanomien (30.9.2014) mukaan yli 60 % suomalaisista kokee pääkaupunkiseudulle muodostuneen hintakuplan ja täten asuntojen hintatason liian korkeaksi.

Asuntomarkkinoista ja asuntojen hintojen kehityksestä eri alueilla on tehty lukuisia tutkimuksia (ks. esim. Hort 1998, Meese & Wallace 2003, Englund & Ioannides 1997). Tutkimuksissa on tutkittu asuntomarkkinoiden käyttäytymistä ja asuntojen hintojen muodostumista sekä niihin vaikuttavia tekijöitä. Suomen asuntomarkkinoista tehtyjen tutkimusten määrä on kuitenkin verrattain vähäinen ja pääkaupunkiseudun asuntojen hintakehityksestä vain Oikarinen (2007 & 2009a) on tehnyt laajoja tutkimuksia. Tämä tutkielma pyrkiikin vastaamaan Suomessa tehtyjen asuntojen hintoja tarkastelevien tutkimusten vähäisyyteen ja antamaan lisänäkökulmaa aikaisempiin tutkimustuloksiin sekä tarkastelemaan niiden yhteyttä Suomen pääkaupunkiseudun asuntomarkkinoihin. Tutkielman tutkimuskysymyksenä on: "Miten asuntojen hinnat ovat kehittyneet pääkaupunkiseudulla vuosina 1988-2014?" Jotta voimme ymmärtää syyt asuntojen hintakehitykseen, tutkielmassa esitetään alatutkimuskysymyksiä: "Mitkä tekijät ovat vaikuttaneet asuntojen hintojen kehitykseen pääkaupunkiseudulla vuosina 1988-2014?", "Onko asuntojen hintakehityksessä näkyvissä yliarvostusta?" ja "Onko eri

asuntomuotojen hintakehitysten välillä eroja?". Tarkastellaan siis lisäksi hintakuplan mahdollisuutta, mutta pyritään ensisijaisesti keskittymään asuntojen hintakehityksen tarkasteluun ja hintoihin vaikuttaviin tekijöihin. Pyritään myös erittelemään eri asuntomuotojen hintakehitykset. Halutaan siis tietää, löytyykö eroja esim. yksiöiden ja kaksioiden hintakehitysten välillä.

Tutkielma pyrkii antamaan kattavan yleiskuvan pääkaupunkiseudun asuntojen hintakehityksestä valitulla aikajaksolla 1988–2014. Aikajakso on rajattu aineiston saatavuuden ja aikajakson mielenkiinnon perusteella seuraamaan Suomen rahoitusmarkkinoiden vapautumisen jälkeistä aikaa 1980-luvulta tähän päivään asti. Tutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena asuntojen hintakehityksestä. Aineistona käytetään Suomen Tilastokeskukselta saatavaa tilastollista dataa pääkaupunkiseudun asuntomarkkinoista sekä tarkastellaan aikaisempia tutkimuksia ja muuta kirjallisuutta Suomen ja muiden alueiden asuntomarkkinoista.

Tutkielman ensimmäisenä tavoitteena on saada selville, mitkä muuttujat vaikuttavat hintojen muodostumiseen makrotasolla. Tämä toteutetaan perehtymällä asuntomarkkinoiden teoriaan ja aikaisempiin tutkimustuloksiin aiheesta. Pyritään kuitenkin itse muodostamaan vahva käsitys asuntojen hintoihin vaikuttavista tekijöistä ja asuntomarkkinoiden luonteesta. Tarkastelemme asuntomarkkinoiden erityispiirteitä sekä asuntojen tarjontaan ja kysyntään vaikuttavia tekijöitä. Tutkielmassa tarkastellaan kirjallisuuden tunnistamia hintatekijöitä ja niiden vaikutuksia. Tämän jälkeen tarkastellaan pääkaupunkiseudun toteutunutta hintakehitystä valitulla aikavälillä vuonna 1988–2014. Tutkielma esittää asuntojen hintakehityksen valittuun perusvuoteen muunnettuna hintoina. Tutkielmassa tarkastellaan lisäksi talouden eri muutosten vaikutusta hintakehitykseen. Tarkastellaan, miten rahoitusmarkkinoiden vapautuminen, 1990-luvun lama sekä vuonna 2007 Yhdysvalloista lähtenyt asuntoluottojen subprime-kriisi ja siitä seurannut kansainvälinen finanssikriisi näkyvät asuntojen hintojen kehityksessä. Johtopäätöksissä suhteutamme toteutuneen hintakehityksen asuntomarkkinoiden hintojen kehityksen teoriaan ja aikaisempiin tutkimustuloksiin. Tässä käsitellään myös mahdolliset jatkotutkimuskysymykset. Tutkielman osittaisena tarkoituksena onkin antaa

sopiva teoria- ja kirjallisuus pohja aiheen tutkimiseen myöhemmin myös ekonometrisesti, eli tilastotiedettä käyttäen.

Seuraavassa luvussa lähemme tarkastelemaan sitä teoreettista pohjaa, jonka mukaan asuntomarkkinat toimivat. Kun on selvitetty, mihin asuntojen hintoihin vaikuttavat muuttujat perustuvat, ja miten niitä voidaan tarkastella, niin lähdetään vertaamaan kyseisiä muuttujia toteutuneeseen asuntojen hintakehitykseen. Tarkastelevina muuttujina käytetään aikaisemmissa empiirisissä tutkimuksissa merkittävimiksi luokiteltuja asuntojen hintakehitystä selittäviä tekijöitä.

2 ASUNTOMARKKINOIDEN LUONNE JA ERITYISPIIRTEET

Yksittäisten kotitalouksien asumisvalinnoista ja yritysten asuntojen rakentamista ja omistamista koskevista päätöksistä muodostuu alati muuttuva kokonaisuus: asuntomarkkinat (Laakso & Loikkanen 2004, 267). Tässä tutkielmassa pyritään selvittämään erästä asuntomarkkinoiden ilmiötä: asuntojen hintojen vaihtelua ja sen näkymistä toteutuneessa hintakehityksessä. Keskitymme ainoastaan kaupunkialueen eli Suomen pääkaupunkiseudun asuntomarkkinoihin.

Asuntomarkkinat toimivat perusluonteeltaan paikallisesti. Asuntojen tarjonta on sidottu tiettyyn paikkaan, eikä siten ole siirrettävissä. Asuntoa ei käytännössä voida maantieteellisesti siirtää. Kun asunto on rakennettu, sen sijainti tulee olemaan lähes poikkeuksetta sama sen purkamiseen asti. Tästä syystä asuntojen kysyntä tulee paikalliselta väestöltä, vaikka muuttoliikkeet siirtävätkin kysyntää eri alueiden välillä. Tämän vuoksi eri kaupunkien asuntomarkkinoita ei periaatteessa voi verrata keskenään. Tutkimukset kuitenkin osoittavat, että asuntomarkkinat ovat tiiviisti sidoksissa kansainvälisen talouden kehitykseen asuntomarkkinoiden paikallisuudesta huolimatta. Talouden suhdannevaihtelut maiden välillä ovat yhteyksissä toisiinsa kansainvälisen kaupan ja kansainvälistyneiden rahoitusmarkkinoiden kautta. Tästä johtuen asuntomarkkinoihin voimakkaasti vaikuttavien tekijöiden, kuten työllisyyden, tulojen ja inflaation kehitys, on riippuvaista muiden maiden kehityksestä. Asuntomarkkinoita kansainvälistää myös se, että rahoitusmarkkinat ovat erittäin kansainväliset. Erityisesti säätelyn lopettamisen jälkeen rahoitusmarkkinat ovat kansainvälistyneet huomasti. Tästä syystä asuntomarkkinoiden korkojen kehitys on kansainvälistä. (Laakso & Loikkanen 2004, 278; Tang 2006, 175)

Asuntomarkkinat vaikuttavat kansantalouteen asuntojen varallisuusvaikutuksen, rakennusteollisuuden ja rahoitussektorin kautta (Oikarinen 2007, 102–104). Asunnot muodostavat valtaosan kotitalouksien varallisuudesta, joten muutokset asuntojen hinnoissa johtavat kulutuksen muuttumiseen. Kotitaloudet keskittävät varallisuutensa asuntoihin, koska niistä hyödytään sekä kuluttamalla että sijoituksena (Benjamin, Chinloy & Jud 2004, 341). Tutkimusten mukaan asuntojen varallisuusvaikutus on suurempi kuin

rahallisten sijoitusten (ks. esim. Campbell & Cocco 2007, Case, Quigley & Shiller 2001). Asuntojen hintojen lasku johtaa kulutuksen laskuun ja hintojen nousu kulutuksen nousuun. Asuntojen hintojen lasku vaikuttaa negatiivisesti myös tarjontaan, mikä johtaa rakennusteollisuuden hiipumiseen ja siten kokonaistuotannon ja työllisyyden laskuun. Asuntojen hintojen muutoksilla on myös huomattava vaikutus pankkien lainanantoon (ks. esim. Goodhart & Hofmann 2007). Asuntojen hintojen lasku vaikuttaisi rahoitussektoriin tappioiden asuntolainajilta, ja vaikuttaisi negatiivisesti kansantalouteen. Tästä esimerkkinä vuoden 2008 finanssikriisi, joka sai alkunsa juuri tällä tavalla.

Yksi asuntomarkkinoiden mielenkiintoinen piirre on asuntosijoittaminen. Asuntosijoittaminen sisältää samankaltaisia riskejä kuin rahoitusomaisuus. Asuntojen tuoton odotetaan reagoivan negatiivisesti korkotason kasvuun ja se on myös riippuvainen makrotaloudellisista muutoksista kuten osakkeet. Asunnon ostolla voidaan jopa suojautua riskiä (esim. vuokran hintojen nousua) vastaan (Sinai & Souleles 2003, 23). Asunnoilla on myös erityispiirteitä, joita ei ole rahoitusomaisuudessa, kuten käyttökustannukset ja rakennusten kuluminen. Muut kuin makrotaloudelliset riskit voidaan yleensä hajauttaa. Asuntojen tapauksessa transaktiokustannukset ovat suuret ja asunnot ovat isoja sijoituksia. Tämän vuoksi asuntojen likvidisyys on heikompi kuin rahoitusomaisuudella, ja asunto-omaisuus on pitkän ajan sijoitus. Myös asukkaiden muutot pidentävät asuntosijoitusten pitoaikaa. Tärkeä osa asuntosijoituksen houkuttavuutta on vuokratulot, joita asuntosijoittaja saa suhteellisen tasaisesti asunnon lopullisen myyntiarvon lisäksi. Suurten transaktiokustannusten vuoksi asuntojen omistajat eivät välttämättä muuta kulutustaan, vaikka ennustaisivatkin asuntojen hintojen muutokset oikein (Edin & Englund 1991, 315). Tästä johtuen sijoittajat muuttavat asuntosijoitussalkkujaan suhteellisen harvoin. (Oikarinen 2007, 35-37)

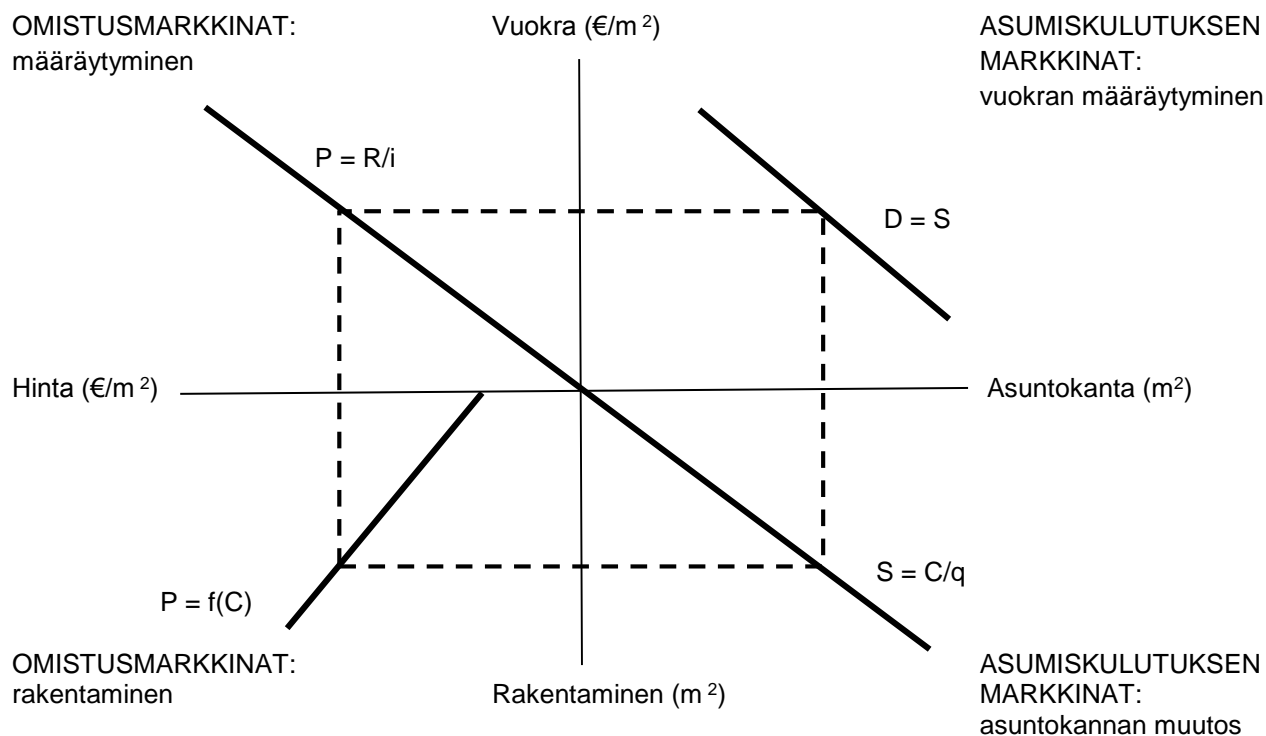
2.1 Hintojen muodostuminen

Asuntopääomasta (= asunnot ja tontit) koituu omistajalleen tuottoa niin kuin muustakin pääomasta. Tämän lisäksi asuntopääoma tuottaa kotitalouksille asumispalveluja. Asuntokantaan kohdistuu siis omistamiskysyntää (omistusasujat ja sijoittajat) sekä

kulutuskysyntää (vuokra- ja omistusasujat). Asuntopääoman hinta ja tuotanto määräytyvät pääomamarkkinoilla, joilla asuntopääomaan kohdistuvan kysynnän on oltava yhtä suurta kuin sen tarjonta. Tästä voidaan tehdä johtopäätös, että asuntojen hinta määräytyy sen mukaan, kuinka paljon ollaan halukkaita omistamaan asuntoja, sekä siitä, kuinka paljon asuntoja on tarjolla omistettavaksi. (Laakso & Loikkanen 2004, 267–268.)

Hyvin pitkällä aikavälillä asuntojen hintakehitys on riippuvainen asuntojen tarjonnasta. Useiden tutkimusten mukaan vuosittainen hintakehitys selittyy pääasiassa asuntomarkkinoiden kysynnällä sekä reaalikoroilla (ks. esim. Oikarinen 2009, Englund & Ioannides 1997), joihin palaamme myöhemmin. Alle vuotta lyhemmän ajan hintakehitys selittyy suurimmaksi osaksi asuntojen hintakehityksen dynaamisuudella, jota tarkastelemme seuraavaksi. Siihen kuuluu asuntojen tarjonnan ja hintojen vuorovaikutus sekä odotukset tulevasta hintakehityksestä. Tätä asuntomarkkinoiden dynamiikkaa kuvaavien mallien mukaan asuntojen hinnat vaikuttavat merkittävästi asuntotuotantoon ja sitä kautta asuntotarjontaan, mutta viiveellä. Tarjonnan muutokset heijastuvat takaisin hintoihin siten, että tarjonnan kasvu alentaa hintoja. Vaikutus kasvaa sen mukaan, mitä pidempi tarkasteluajanjakso on. (Laakso & Loikkanen 2004, 275)

Tutkielman teoreettinen viitekehys perustuu DiPasqualen ja Wheatonin (1992) luomaan asuntomarkkinoiden nelikenttämalliin asuntojen hintakehityksestä:



Kuvio 1. Asuntomarkkinoiden nelikenttämalli. (Lähde: DiPasquale & Wheaton 1992.)

Kuviossa 1: D = asuntopalveluiden kysyntä, S = asuntopalveluiden tarjonta, C = rakentamisen määrä, q = poistuman osuus, P = asunnon hinta/ m^2 , R = nettovuokra/ m^2 , i = korko. Mallia voidaan käyttää pitkänaikavälin asuntojen hintakehityksen tarkasteluun. Kuvio hahmottaa, miten asuntokanta, asuntotuotanto ja asumiskulutus sekä asuntojen hinnat ja vuokrat vaikuttavat toisiinsa. Kuvioista voidaan siis havaita, mitkä eri muuttujat vaikuttavat asumishintojen muodostumiseen sekä kyseisten muuttujien riippuvuus toisistaan. Kuvion vasen puolisko kuvaa asumisen omistusmarkkinoita ja oikea puolisko asumiskulutuksen markkinoita. Vasemman puoleinen vaaka-akseli ($€/m^2$) kuvaa asuntojen hintatasoa, oikean puolen vaaka-akseli asuntokannan kokoa (m^2), ylempi pystyakseli vuokratasoa ($€/m^2$) ja alempi pystyakseli rakentamisen määrää (m^2).

Kuvion oikea yläkulma kuvaa vuokratason ja asumiskulutuksen välistä yhteyttä asumiskulutuksen markkinoilla. Oikealle alas kulkeva viiva kuvaa asumiskulutuksen kysynnän riippuvuutta vuokratasosta kun talouden muut tekijät (tulotaso, kotitalouksien määrä jne.) oletetaan olevan muuttumattomassa tilassa. Viiva eli kysyntäkäyrä kuvaa siis

sitä, kuinka paljon (m^2) kotitaloudet ovat valmiita kuluttamaan asuntopalveluita milläkin vuokratasolla (€/m^2). Kysyntäkäyrän asento kuvaa sitä, kuinka jäykkää tai joustavaa asumiskulutus on suhteessa vuokratasoon. Herkästi reagoivan (joustavan) kulutuksen kysyntäkäyrä olisi lähes vaakasuora ja jäykän asumiskulutuksen kysyntä taas lähes pystysuora. Kysyntäkäyrän todellisesta asennosta eli asumiskulutuksen joustavuudesta vuokratason suhteen on tehty tutkimuksia (ks. esim. Oikarinen 2007).

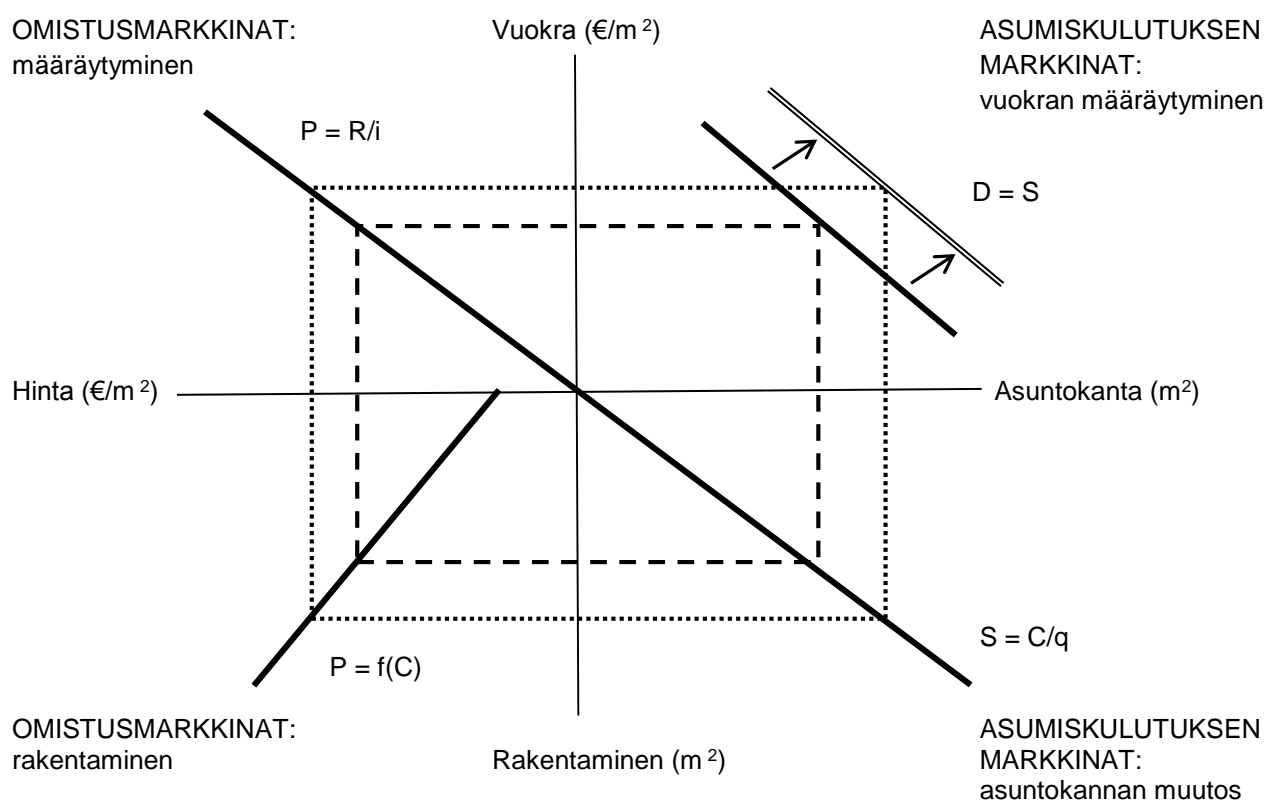
Kuvion vasen yläkulma kuvaa asuntojen hintojen määräytymistä asumisen omistusmarkkinoilla. Origosta vasemmalle yläviistoon kasvava viiva kuvaa vuokrien ja hintojen suhdetta. Asuntoneliön hinnan ja nettovuokran välillä pätee tasapainoehto, jossa asuntopääoman hinta on tulevien nettovuokrien nykyinen arvo, kun diskonttaustekijänä käytetään korkotasoa i :

$$P = \frac{R}{i}, \quad (1)$$

josta $R =$ bruttovuokra – juoksevat kulut – verot (DiPasquale & Wheaton 1992, 187–188). Asuntojen hinnat ovat siis sitä korkeammat, mitä suurempi R on, ja mitä alhaisempi omistajien tuottovaatimus eli korkotasoa i , on. Vastaavasti mitä alhaisempi R on, ja suurempi i on, sitä matalampia asuntojen hinnat ovat. Tämän yhteyden perusteella voidaan asuntojen neliöhintatasoon nähdä vaikuttavan seuraavat asiat: kansantalouden pitkän ajan korkotasoa i , bruttovuokratason muutos, tuleviin vuokratuottoihin liittyvä riski ja verokohtelu.

Kuvion vasen alalohko kuvaa asuntotuotantoa eli uusien asuntojen rakentamisen määrää. Vasemmalta vaaka-akselilta (€/m^2) vasemmalle laskeva käyrä $P = f(C)$ on tuotantokustannuskäyrä, joka kuvaa uusien asuntojen hankinnan yksikkökustannuksia; rakentamis- ja maanhankintakustannukset sekä rakennusalan yritysten normaalivoitto. Asuntojen uustuotannon yksikkökustannusten oletetaan olevan rakentamisen määrän kasvava funktio. Tuotantokustannuskäyrän ja vasemman puoleisen vaaka-akselin (€/m^2) leikkauskohta kuvaa asuntojen minimihintatasoa, jolla asuntotuotantoa toteutuu. Asuntomarkkinoiden tasapainossa asuntojen uustuotannon määrä määräytyy asuntojen hintatason perusteella tuotantokustannuskäyrän välityksellä. (DiPasquale & Wheaton 1992, 188–189.)

Kuvion oikeanpuoleinen alaosa kuvaa asuntokannan pitkän ajan muutosta asumiskulutuksen markkinoilla. Origosta alas oikealle kulkeva viiva eli poistumakäyrä kuvaa asuntokannan ja asuntotuotannon välistä suhdetta. Asuntokantaa kuvataan kuviossa yhtälöllä $S = C/q$. Asuntomarkkinoiden tasapainossa poistuma on yhtä suuri kuin asuntojen uustuotanto. Tämä voidaan myös kuvata funktiolla $\Delta S = C - q$, jossa asuntokannan muutos on yhtä kuin rakentamisen määrä vähennettynä poistuman osuudella. (DiPasquale & Wheaton 1992, 189)



Kuvio 2. Asuntomarkkinoiden uusi tasapaino, kun kysyntä muuttuu. (Lähde: DiPasquale & Wheaton 1992.)

Kuviossa 2 havainnollistetaan asuntomarkkinoiden tasapainon muuttumista. Siinä esitetään esimerkkinä kysynnän muutoksen vaikutusta asuntomarkkinoiden tasapainoon. Kysynnän kasvu ilmenee siten, että asumiskulutuksen kysyntäkäyrä siirtyy oikealle ylös pois päin origosta. Tämä saa aikaan vuokran nousun asuntomarkkinoilla ja siten lisää asuntojen omistuskysyntää kasvaneiden vuokratuottojen takia. Koska asuntokanta on

lähes kiinteä lyhyellä aikavälillä, niin vuokrat nousevat. Kohonneiden vuokratuottojen seurauksena asuntojen omistuskysyntä kasvaa, mikä lisää rakennustuotantoa. Tuotanto kasvattaa asuntokantaa ja sen myötä asuntotarjontaa, mikä puolestaan painaa vuokria alas. Tästä kaikesta syntyy uusi tasapaino jota kuviossa 2 kuvataan katkoviivasisäsuorakulmion ulkopuolella olevalla pisteiviivasuorakulmiolla. Täytyy kuitenkin huomioida, että muutosprosessi kestää useita vuosia. (Laakso & Loikkanen 2006, 271)

Asuntomarkkinoilla normaalina tilanteena voidaan pitää sitä, että markkinat eivät ole tasapainossa, vaan kysyntä ja tarjonta muuttuvat jatkuvasti. Tämän vuoksi asuntojen vuokrat, hinnat ja asuntotuotanto muuttuvat nopeasti. Asuntomarkkinoiden keskeisiä vaikutussuhteita voidaan kuvata seuraavien yhtälöiden avulla:

$$H^d = f(Y, P, r, UC, D) \quad (2)$$

kysyntä

$$H^s = g(P, C) \quad (3)$$

tarjonta,

joissa Y = reaalin tulotaso, P = asuntojen reaalihintataso, r = reaalikorko, UC = muut asumisen käyttökustannukset, D = väestölliset ja sosioekonomiset tekijät ja C = reaaliset rakennuskustannukset. Asuntomarkkinoiden tasapainotila on siis

$$H^d = H^s, \text{ josta voidaan johtaa asuntojen hintafunktio:} \quad (4)$$

$$P = h(Y, r, UC, D, C). \quad (5)$$

Yhtälö (5) kuvaa asuntojen hintojen riippuvuutta asuntokysynnän ja asuntojen tarjonnan perusmuuttujista, joita kuvaamme luvussa 3. (Laakso & Loikkanen 2004, 271–275)

2.2 Asuntokuplat

Asuntokuplat ovat yksi asuntomarkkinoiden poikkeamia, jossa asuntojen hinnat ovat tasapainohintoja korkeammalla. Kuplan yksinkertainen määritelmä on: hinta on korkea tänään vain, koska ostajat uskovat myyntihinnan olevan korkealla huomenna, eikä fundamenttimuuttujiin liittyvien muutosten ansiota (Stiglitz 1990, 13). Kupla tarkoittaa siis yleisesti hintojen yliarvostusta.

Asuntomarkkinoihin vaikuttavia fundamenttimuuttujia ovat viime kappaleessa kerrotut kotitalouksien tulot, inflaatio, rakennuskustannukset ja vuokrat. Voidaan siis sanoa, että jos hintojen nousu ei selity asuntomarkkinoihin vaikuttavista tekijöistä, niin hinnat ovat tasapainohintoja korkeammalla, eli asuntomarkkinoilla lienee asuntokupla. Hintakuplan indikaattorina voidaan pitää esim. nopeaa hintojen nousua, joka on todennäköisempää yliarvostetuilla sijoituskohteilla (Barlevy 2014, 488). Oikarisen (2009a) tutkimuksen mukaan asuntomarkkinoiden dynamiikka sisältää merkittäviä menneisyyteen katsottavia elementtejä. Tämän vuoksi asuntojen hintojen muutokset olisivat suuresti ennustettavia ja merkittäviä yli- tai aliarvostuksia saattaa ilmetä fundamentteihin kohdistuvan shokin jälkeen.

Jo 60-luvulla, useat ekonomistit kävivät keskustelua markkinavoimien mahdollisuudesta estää hintakuplia ja siitä, täytyykö kuplien puhjeta. Muun muassa Hahn (1966), Samuelson (1967), Shell, Sidrauski ja Stiglitz (1967) tulivat tutkimuksissaan siihen johtopäätökseen, että mitkään markkinavoimat eivät voisi estää kuplien muodostumista. Monissa näissä tutkituissa malleissa kupla aina lopulta puhkesi, mutta tutkijoiden mukaan jotkut spekulatiiviset kuplat voisivat silti selvitä. On siis olemassa tapauksia, joissa kuplien ei tarvitse puhjeta. Joskus sijoituskohteen (esim. asunto) hinta on korkea tänään, koska markkinat uskovat hinnan olevan korkea huomenna, mutta usko perustuu perustana olevien fundamenttimuuttujien (esim. asuntolainojen korot, tulot) muutoksiin. Tällöin hintakupla on seurausta vain siitä, että markkinoilla on mahdollista olla useita tasapainotiloja. (Stiglitz 1990, 14–15)

Kuplien olemassaoloa on siis vaikea todentaa ja tämän vuoksi sitä on tutkittu paljon ja jonkin verran myös Suomen kaltaisessa pienessä taloudessa. Flood ja Hodrick (1990) kritisoivat kuplien olemassaoloa sillä, että hintakuplat voidaan selittää rationaalisilla talousteorioilla, mutta viimeisimpien tutkimusten mukaan tutkijat pääsääntöisesti uskovat hintakuplien olemassaoloon, ja niistä sekä niiden käyttäytymisestä on tehty lukuisia tutkimuksia (ks. esim. Collins & Senhadji 2002, Barlevy 2014, Atesoglu 2011). Viimeisimmän laajan tutkimustyön mukaan asuntokuplaa pääkaupunkiseudulla ei olisi ollut olemassa, tai selviä viitteitä siitä ei olisi ollut (Oikarinen 2005).

3 HINTOJEN KEHITYKSEEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT

Tässä luvussa tarkastellaan asuntojen hinnanmuodostumista makrotaloudellisten tekijöiden sekä kysynnän ja tarjonnan kautta. Luvussa esitetään pääkaupunkiseudun kysyntä- ja tarjontatekijät ja tarkastellaan tutkimusaikavälillä olevia makrotaloudellisia muutoksia Suomessa. Apuna käytetään aikaisemmista tutkimuksista ja muusta kirjallisuudesta saatua tietoa asuntojen kysynnän ja tarjonnan muuttujista ja niiden käyttäytymisestä. Tarkastellaan ensiksi tärkeimpiä makrotaloudellisia muutoksia Suomessa tarkasteluajavälillä. Näihin lasketaan tässä tutkielmassa Suomen rahoitusmarkkinoiden vapautuminen 1980-luvulla, sitä seurannut lama sekä Yhdysvalloista lähtenyt finanssikriisi vuonna 2007–2009.

3.1 Makrotaloudelliset muutokset

1980-luvulla Suomessa vapautettiin rahoitusmarkkinat kuten muissakin Pohjoismaissa. Ulkomaisia pääomaliikkeitä vapautettiin ja antolainauskorkojen keskikorkosäätely kumottiin. Korot vapautettiin vuonna 1986 ja kelluvat korot sallittiin kaikille lainoille vuonna 1988 (Iacoviello & Minetti 2003, 28–29). Suomen asuntomarkkinoilla oli ennen rahoitusmarkkinoiden vapautumista vakavia rajoituksia. Ennen vuotta 1988 asuntorahoitusta voitiin ajatella koskevan saatavuusrajoite, jolloin pankit saivat sitoa asuntoluottoonsa pitkiin markkinakorkoihin (Salo 1990, 141). Asuntolainoja varten vaadittiin paljon säästöjä, kuluttajalainat olivat harvinaisia ja asuntolainan keskimääräinen juoksuaika oli hyvin lyhyt. Kun rahoitusmarkkinat vapautettiin, rajoitusten aikaansaama paine kysyntämarkkinoille purkautui ja mahdollisten asuntolaina-asiakkaiden määrä kasvoi huomattavasti. Pankit vastasivat kasvaneeseen kysyntään kasvaneella lainanannilla. Tästä seurauksena asuntolainat nousivat räjähdysmäiseen kasvuun. (Honkapohja 2012, 19–20)

Heti rahoitusmarkkinoiden vapautumisen jälkeen 80-luvun lopussa Suomen ja Ruotsin kansantaloudet ylikuumenivat. Kupla puhkesi lähes välittömästi kansainvälisen laman siivittämänä. Ennätyksellisen korkeat korot ja yliarvostetut valuutat pahensivat tilannetta.

Neuvostoliiton hajoaminen vuonna 1991 tuntui Suomen viennissä 20 % menetyksenä ja syöksi Suomen yhä syvemmälle taloudellista lamaa. Keskeinen populaatiota koskeva muutos laman aikana oli ihmisten muutto kaupunkien keskustoihin esikaupunkialueilta. Kelluvaan valuuttakurssiin siirtyminen ja inflaation vastaiset toimet vuonna 1992 päättivät pitkään kestäneen laman. (Honkapohja 2012, 22–23; Laakso 2000, 70–71)

Kriisi sai aikaan muutoksia Suomen päättäjissä koskien asuntosektoria. Asuntolainan korkojen verotus syntyi pääomatulon alaiseksi vuonna 1993 ja otettiin käyttöön kiinteistövero. 1990-luvun laman jälkeen Suomen talous lähti kasvamaan tasaisella vauhdilla erityisesti informaatiosektorin avittamana. Kasvua avittivat lisäksi 1990-luvun alkupuolen kansantalouden uudistukset liittyen asuntolainojen korkojen verovähennyksiin ja vuokrasäännöstelyn purkamiseen. Väestönmuutto kiihtyi vuodesta 1994 lähtien. Opiskelijoille annettiin lupa tulla opiskelukaupunkinsa asukkaaksi. Suurin syy kuitenkin muuttoliikkeeseen oli töiden tarjoaminen kaupunkialueilla. (Andre & Garcia 2012, 6-7; Laakso 2000, 75–76)

Vuosien 2007–2009 kansainvälinen finanssikriisi lähti Yhdysvaltojen sisäisestä subprime-lainojen finanssiongelma. Kriisin syinä olivat keskuspankin ylläpitämä matala korkotaso ja maksukyvyttömiä asiakkaiden asuntoluotot. Kansainväliseksi finanssikriisi ylti rahoitusmarkkinoiden ja kansainvälisen kaupan kautta. Kuten muistetaan, talouden suhdannevaihtelut maiden välillä ovat keskinäisessä riippuvuussuhteessa. Finanssikriisi tuli yllättävällä nopeudella ja vaikutti laajemmalle alueelle, kuin mitä monet valtiot osasivat odottaa. Suomeen finanssikriisi iski pahimmillaan vuonna 2008. Tällöin reaalin BKT tippui yli 9 % alle vuodessa vuoden 2008 puolivälin jälkeen. Samalla vienti väheni lähes kolmasosan. Tämä johtui suurimmaksi osaksi siitä, että Suomi oli vahvasti riippuvainen ICT-sektoristaan ja sen vahvasta yhteydestä finanssikriisistä pahiten kärsineisiin markkinoihin, kuten Venäjään. (Yeh-Yun, Edvinsson, Chen & Beding 2014, 18-21)

3.2 Kysyntään vaikuttavat tekijät

Tarkastellaan vielä Laakson ja Loikkasen (2006, 274–275) asuntojen kysyntäyhtälöä (2), ja lähdetään tarkastelemaan siinä käytettyjä muuttujia tarkemmin aikaisempien tutkimusten perusteella. Kuten muistetaan, asuntojen kysyntään vaikutti yhtälön (2) mukaan reaalin tulotaso, asuntojen reaalihintataso, reaalikorko, muut asumisen käyttökustannukset sekä väestölliset ja sosioekonomiset tekijät.

Sinikka Salo (1990) tutki vuosien 1961–1988 asuntojen kysynnän, tuotannon ja hinnan muodostumista empiirisellä sovelluksella Suomen asuntomarkkinoihin. Salon (1990) tutkimuksen mukaan Suomessa asuntokysyntään vaikutti kyseisellä aikavälillä korkotaso, eli asuntohankinnan ja koron välinen riippuvuus on positiivinen. Tutkimuksen mukaan koron nousu pienentää nykyistä kulutusta, jolloin vapautuvat varat käytetään säästökohteeseen eli kasvatetaan asuntohankintaa. Asuntojen kysyntää olivat lisänneet Salon (1990) mukaan myös odotukset asuntojen reaalisesta arvonnoususta, joka korkojen verovähennysoikeuden lisäksi alensi käyttökustannusta. Salo (1990) tulkitsee, että vapaarahoitteisten omistusasuntojen kysyntä olisi sidoksissa väestö- ja tulotasoon, asuntopääoman käyttökustannukseen, vuokramarkkinoiden tilaan ja rahoitusmarkkinoiden vapautumiseen.

Kysynnän perustekijöiksi voidaan kutsua reaalitylöjä ja väestön määrää. Reaalisella tulotasolla ja väestön tai kotitalouksien määrällä on tutkimusten mukaan merkittävä vaikutus asumiskulutukseen. Casen ja Shillerin (2003) mukaan asukkaiden tulot selittäisivät lähes kokonaan asuntojen hintojen nousun suurimmassa osassa Yhdysvaltoja. Holly ja Jones (1997) väittävät, että reaalisten asuntohintojen tärkein selittävä tekijä olisi reaalitylö. Näitä tutkimuksia vastaan on Tsatsaranosin ja Zhun (2004) tutkimus, jonka mukaan kotitalouksien tuloilla on vain pieni selittävä vaikutus kansallisiin asuntojen hintamuutoksiin. Kyseisissä tutkimuksissa reaalista tulotasoa on mitattu koko kansantalouden tasolla bruttokansantuotteella ja kotitalouksien tasolla brutto- tai nettotuloilla, käytettävissä olevilla tuloilla tai kotitalouksien odotettavissa olevilla pitkän ajan reaalitylöillä. Capozza, Hendershott, Mack ja Mayer (2002) tutkivat väestön määrää

suhteessa asuntojen hintoihin metropolialueilla. Heidän tutkimuksensa mukaan prosentin kasvu populaatiossa kasvatti asuntojen hintoja 0,15 % pitkällä aikavälillä.

Asumisen käyttökustannusten vaikutusten mittaaminen asuntojen hintoihin on vaikeaa, sillä käyttökustannusten mittaamiselle ei ole vakiintunutta käytäntöä, ja siksi tutkimustulokset ovat ristiriitaisia (ks. esim. Kuismanen, Laakso & Loikkanen 1999). Useiden tutkimusten mukaan erityisesti reaalin korkotaso selittää asuntojen hintojen kehitystä (ks. esim. Oikarinen 2007, Englund & Ioannies 1997). Reaalisen korkotason noustessa asuntojen reaali hinnat alenevat ja korkotason laskiessa hinnat nousevat. Tämä perustuu siihen, että reaalikorko on keskeinen osa omistusasumisen käyttökustannuksia, ja se vaikuttaa myös sijoitusasuntojen tuottovaatimukseen (Laakso 2000, 175–176).

Kirjallisuutta tarkastellessa täytyy muistaa, että asuntomarkkinat ovat aina paikalliset. Tämän vuoksi tutkimuksia pitää tarkastella ensisijaisesti Suomen pääkaupunkiseutua koskevaksi, ja tämän jälkeen muilta alueilta. Kuitenkin, Suomen ollessa pieni talous, paikallisia tutkimuksia ei ole tehty paljoa. Joitakin tutkimuksia kuitenkin on tehty, ja näistä Oikarisen (2009a) tutkimuksen mukaan asuntojen hintojen tasapainoa pääkaupunkiseudulla olisi vuosituhaten ensimmäisellä kymmenyksellä merkittävästi kasvattanut pääkaupunkiseudun tulotason ja populaation kasvu sekä kotitalouksien maksukykyä koskevien rajoitteiden lieventyminen rahoitusmarkkinoiden vapautumisen jälkeen 1980-luvulla.

Aikaisemmin myös Kuismanen et al. (1999) tutkivat pääkaupunkiseudun hintakehityksen vaikuttajia ja käyttivät selittävinä muuttujina demografista asuntokysyntää, reaalitylöjä, asumisen käyttökustannuksia ja työttömyysastetta. Demografisella asuntokysynnällä tutkijat tarkoittivat asuntokysynnän ikäluokkakertoimien kertomista kunkin ikäryhmän väestön määrällä vuosittain, ja laskemalla ne yhteen. Tutkijat siis ottivat huomioon asuntokysynnän ikäriippuvuuden asuntojen hintakehityksessä. Tutkimuksen mukaan asuntojen kysyntään positiivisesti vaikuttivat demografinen asuntokysyntä ja reaalitylö. Muut selittävät tekijät tutkimus koki merkityksettömiksi.

Väestöllisinä ja sosioekonomisina tekijöinä voidaan pitää mm. pääkaupunkiseudun väestönmuutosta ja asuntokuntien kehittymistä. Kauko (2006, 175) vertaili Suomen ja Alankomaiden pääkaupunkiseudun asukkaiden asumisvalintoihin vaikuttavia tekijöitä. Alankomaiden pääkaupunkiseudun asukkaat valitsivat asunnot tilavuuden ja käytännöllisyyden perusteella alueen sijaan. Suomen pääkaupunkiseudulla tilanne oli päinvastainen. Asukkaat valitsivat asunnot ensisijaisesti sijainnin mukaan, tinkien muista. Sijaintiin vaikuttivat kulkuyhteydet ja alueen ”miellyttävyyt”. Suomen pääkaupunkiseudulla siis tyydytään pienempiin asuntoihin, jotta voidaan asua halutulla sijainnilla.

Velkaantuneisuuden ja asuntojen hintojen yhteydestä on tehty lukuisia tutkimuksia (ks. esim. Oikarinen 2009a, Oikarinen 2009b, Collyns & Senhadji 2002, Liang & Cao 2007, Goodhart & Hofmann 2007). Ortalo-Magnén ja Radyn (2006) tekemän tutkimuksen mukaan asuntojen kysyntään vaikuttaa voimakkaasti nuorten kotitalouksien mahdollisuus ostaa asunto. Heidän tutkimuksensa mukaan tällaisen kysynnän kohoamisella voi olla erittäin suuri vaikutus asuntomarkkinoihin. Hoodhart ja Hofmann (2007) tutkivat 18 valtion asuntojen hintakehitystä, joista yksi oli Suomi. Näistä suurimmalla osalla tutkijat totesivat kaksisuuntaisen syy-seuraussuhteen asuntojen hintojen ja pankkien lainanannon välillä. Suomen tapauksessa syy-seuraussuhde todettiin kuitenkin vain yhdensuuntaiseksi. Pankkien lainananto vaikutti asuntojen hintoihin, mutta asuntojen hintojen muutoksilla ei ollut vaikutusta lainakantaan. Kuitenkin Oikarisen (2009b) tutkimuksen mukaan Helsingin ja pääkaupunkiseudun asuntojen hintojen ja kotitalouksien lainanoton välillä on ollut merkittävä kaksisuuntainen syy-seuraussuhde rahoitusmarkkinoiden vapautumisen jälkeen 1980-luvulta eteenpäin.

Oikarisen (2009b) mukaan lainananto vaikuttaa asuntojen reaalihintoihin. Lainan parempi saatavuus parantaa kotitalouksien maksuvalmiutta, mikä vaikuttaa piristävästi nykyiseen ja tulevaan taloudelliseen aktivisuuteen. Tämä taas puolestaan lisää asuntojen kysyntää. Lisäksi, mitä alhaisemmaksi kotitaloudet arvioivat korot tulevaisuudessa, sitä enemmän he ottavat lainaa. Asuntolainan määrä siis viestii korkotasoo-dotuksista. Kaksisuuntaisen syy-seuraussuhteen ongelmaksi muodostuu se, että jos asuntojen hintojen nousu lisää

lainanottoa, niin se taas vahvistaisi asuntojen hintoja uudelleen. Tästä seurauksena asuntomarkkinat voivat olla herkkiä kuplalle tällaisessa kaksisuuntaisessa yhteydessä. (Oikarinen 2009b, 126-127)

Mattisen ja Bedretdin (2008) tekemästä kotitalousluottokyselystä selviää, että asuntolainat vie suomalaisen nettotuloista 31–40 %. Asuntolainajista 18 % on velallisia, joiden nettotuloista menee enemmän kuin puolet asuntolainan takaisinmaksuun. Girouardin, Kennedyn ja Andrén (2007) tutkimuksen mukaan suomalaisten kotitalouksien velkaantumisaste on kasvanut 64 prosentista lähes 90 prosenttiin vuonna 1995–2005. Suomalaisilla on siis erittäin paljon velkaa suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin. Herralan (2005) tutkimuksen mukaan velkaantuneisuuden kasvu oli ollut asuntolainojen alhaisten korkojen ja pankkien välisen kiihtyneen kilpailun syytä. Asuntolainojen alhaiset korot tehostavat asuntolainojen kysyntää. Myös lainojen takaisinmaksuaikojen pidentyminen on vaikuttanut velkaantuneisuuden kasvuun. Uusien lainojen keskimääräiset juoksuajat ovat kasvaneet 11 vuodesta 16 vuoteen 1990-luvun puolivälistä vuoteen 2005. Asuntolainakannan kasvu ei Herralan (2005) mukaan kävisikään ilmi lainanottajien määrän vaan yksittäisten lainojen koon kasvuna.

3.3 Tarjontaan vaikuttavat tekijät

Asuntojen tarjonta jollain hetkellä on yhtä suuri kuin asuntokanta, josta kotitaloudet ostavat asuntoja. Asuntokanta muuttuu vuosittain uusien asuntojen rakentamisen ja vanhojen käytöstä poiston ansiosta. Asuntotuotannosta vastaavat voittoa tavoittelevat rakennusyritykset. Rakennusyrityksille asuntojen hintojen nousu merkitsee kasvavia voittoja, joten tarjontayhtälön mukaan hintojen nousu saa aikaan kasvavan asuntotarjonnan. Vastaavasti rakennuskustannusten nousu (muiden tekijöiden pysyessä samana) laskee asuntotarjontaa. Kuten muistetaan, asuntojen tarjonta muodostuu tarjontayhtälön (3) mukaan, tarjontaan vaikutti asuntojen reaalihintataso sekä reaaliset rakennuskustannukset. (Laakso & Loikkanen 2006, 279–280).

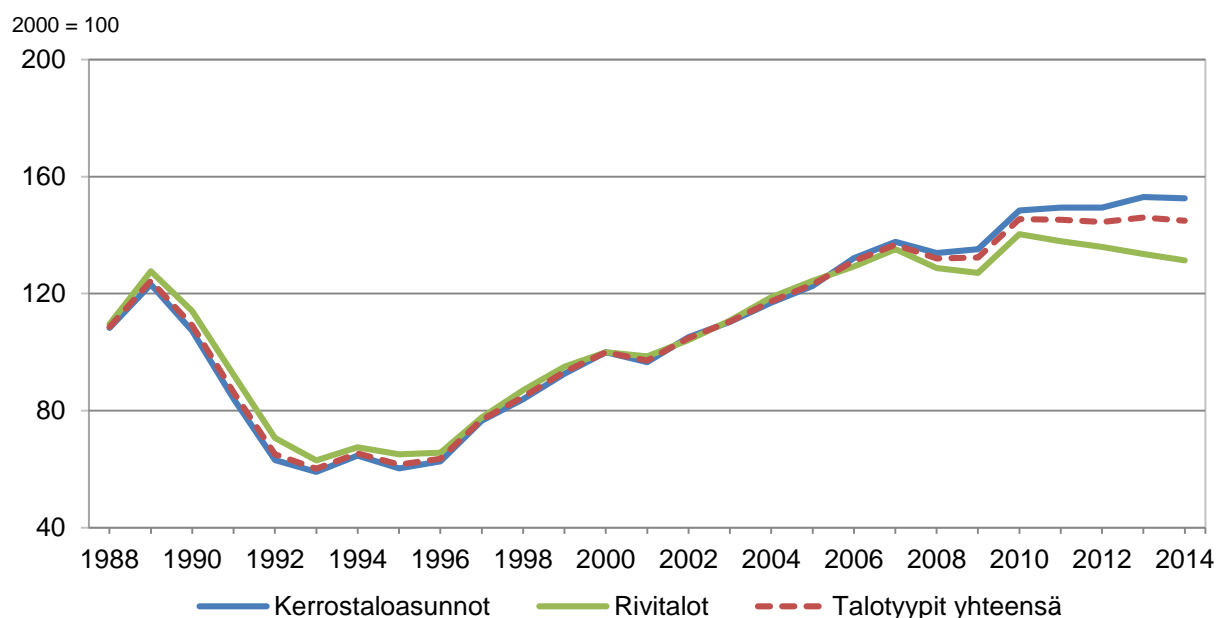
Asuntojen rakentaminen on hidas prosessi, johon kuluu aikaa vähintään yli vuoden. Tästä syystä asuntojen hintojen ja rakennuskustannusten muutoksien kestää kauan heijastua valmistuvien asuntojen määrään. Rakennuskustannuksiin vaikuttavat tonttien tarjonta, kaavoitus- ja rakentamismääräykset, niistä perittävät maksut sekä kuntien maapolitiikka. Nämä seikat vaihtelevat suuresti alueiden välillä, joten rakennuskustannukset vaihtelevat alueellisesti. (Laakso 2000, 61–62)

Useissa tutkimuksissa asuntotarjonnan muuttujia (muita kun rakennuskustannuksia) ei ole sisällytetty selittämään asuntojen hintakehitystä, sillä niitä ei pidetä merkitsevinä, tai niitä on pidetty vakioina, koska niistä on vaikea saada tutkittavaa aineistoa (ks. esim. DiPasquale & Wheaton 1994, Holly & Jones 1997, Riddell 2004). Näissä joissakin tutkimuksissa on käytetty asuntokantaa tai alkavia asuntojen rakennusprojekteja asuntojen tarjonnan hintavaikutusten tarkasteluun, vaikka asuntojen hintayhtälössä (5) ei mainita asuntokantaa. Useat tutkimukset ovat myös saaneet ristiriitaisia tuloksia rakennuskustannusten vaikutuksesta asuntojen hintoihin (ks. esim. Capozza et al. 2002, Meese & Wallace 2003, Hort 1998). Asuntotuotannosta tehtyjen tutkimusten tulos on kuitenkin, että asuntojen reaalin hintataso vaikuttaisi asuntotuotannon määrään. Myös reaalin korkotaso vaikuttaa oleellisesti rakentamisen määrään asuntojen hintojen ja rahoituskustannusten kautta (Laakso & Loikkanen 2006, 279).

4 ASUNTOJEN TOTEUTUNUT HINTAKEHITYS

Tässä luvussa tarkastellaan pääkaupunkiseudun asuntojen toteutunutta hintakehitystä. Hintakehitystä tarkastellaan koko pääkaupunkiseutua koskevana, mutta tarkastellaan vertailun vuoksi myös alueellisia eroja Helsingin, Espoon, Vantaan, Kauniaisen asuntohintojen välillä. Tarkastelu tapahtuu vertaamalla edellisessä kappaleessa esitettyjä tekijöitä toteutuneeseen hintakehitykseen. Luvussa tarkastellaan ensiksi yleisesti asuntojen hintakehitystä, ja sen jälkeen tarkastelunäkökulman mukaisesti makrotaloudellisten tekijöiden kannalta sekä kysynnän ja tarjonnan kautta.

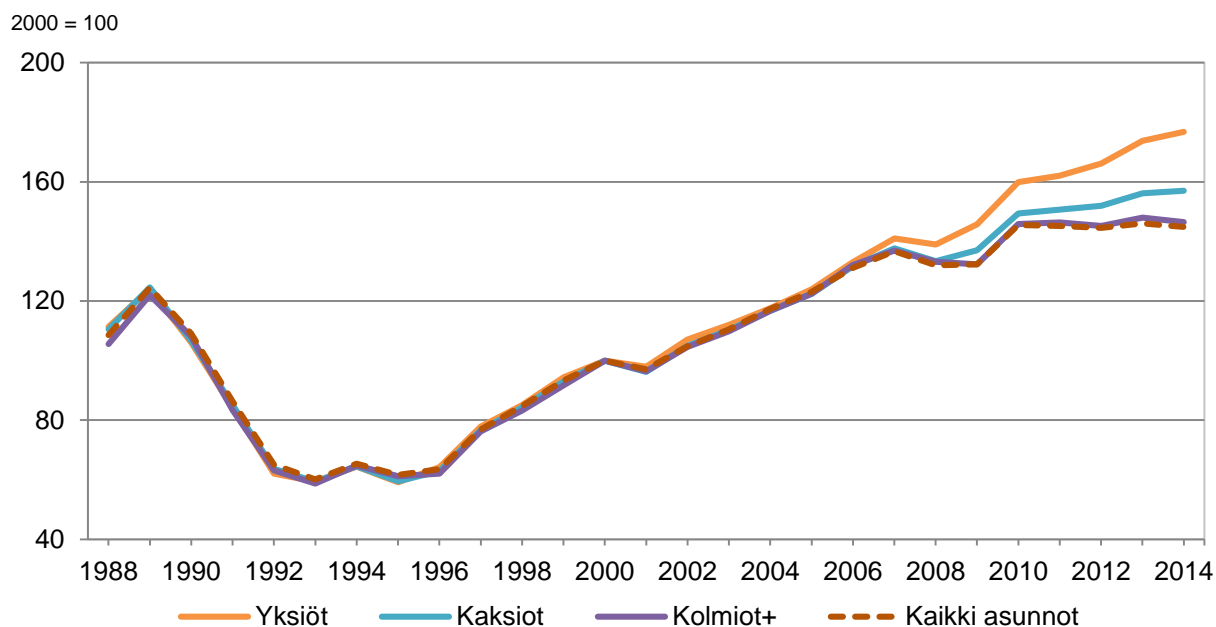
Ensiksi tarkastellaan pääkaupunkiseudun toteutunutta kehitystä kuviossa 3. Tässä tutkielmassa käytetään asuntojen hintakehityksen esittämiseksi vuoden 2000 (= 100) perusvuoden sidottua suhteellista asuntojen hintojen kehitystä. Kuviossa avataan kaikkien asuntojen hintakehitystä jakamalla se rivitaloasuntoihin ja kerrostaloasuntoihin.



Kuvio 3. Pääkaupunkiseudun kerrostaloasuntojen ja rivitalojen reaalihintaa vuonna 1988–2014 (2000 = 100). (Lähde: Tilastokeskus 2015b)

Kuviosta 3 näemme, että kerrostaloasuntojen reaali hinnat ovat kasvaneet enemmän kuin rivitalojen hinnat vuodesta 2006 eteenpäin. Rivitalojen reaali hinnat ovat jopa kääntyneet

laskuun vuonna 2010. Sijoituskohteena voimme nähdä rivitaloista saatavan tuoton olevan laskussa, kun taas kerrostaloasuntojen olevan nousussa. Tarkastellaan seuraavaksi kerrostaloasuntojen hintakehitystä pääkaupunkiseudulla kuviossa 4. Eritellään erikseen yksiöiden, kaksioiden ja sitä suurempien asuntojen hintakehitykset:



Kuvio 4. Pääkaupunkiseudun kerrostaloasuntojen ja kaikkien asuntojen reaalihintavuonna 1988–2014 (2000 = 100).

Huomaamme kuviosta, että kaikkien kerrostaloasuntotyyppien reaali hinnat ovat vähintään samalla tasolla kuin kaikkien asuntojen reaali hinnat. Asunnoissa, joissa on kolme huonetta tai enemmän (Kolmiot+), hintakehitys on lähes samaa tasoa kaikkien talotyyppien kanssa. Kaksioissa hintakehitys on ollut tätä vauhdikkaampaa vuodesta 2008 lähtien. Yksiöiden kohdalla hintakehitys on noussut kaikkien asuntotyyppien vastaavan yläpuolelle jo vuonna 2007, ja lähtenyt huomattavaan nousuun sen jälkeen. Vuonna 2014 kerrostaloyksiöiden keskimääräinen hinta oli 4 989€/m², kun kaikkien asuntotyyppien keskimääräinen hinta oli 3 578€/m². Yksiöiden hinnat olivat vuonna 2014 yli kahdenkertaisia vuoden 2000 hintoihin verrattuna.

Lähdetään tästä eteenpäin tarkastelemaan pelkästään asuntojen keskimääräistä hintakehitystä ja yksiöiden hintakehitystä. Jätämme pois rivitaloasunnot, kaksiot ja

kolmiot, sillä yksiöiden hintakehitys on ollut poikkeuksellisen korkeaa, ja täten kiintoisaa ottaa mukaan tarkempaan tarkasteluun. Palaamme kuitenkin vielä rivitalojen hintakehitykseen rakennuskustannuksissa.

4.1 Makrotaloudelliset tekijät

Tarkastellaan vielä tarkemmin kaikkien asuntojen reaalihintojen kehitystä ja siihen mahdollisesti vaikuttaneita makrotaloudellisia tekijöitä kuviosta 3. Vuoden 1987 alun ja vuoden 1987 puolivälin aikana reaaliset asuntojen hinnat nousivat yli 60 % ja asuntosijoittaminen 40 % (Andre & Garcia 2012, 6). Kuviosta 3 näemme heti ensimmäiseksi 80-luvun loppupuolen kuplan hintapiikkinä. Vuoden 1989 asuntojen hintapiikin jälkeen näemme kuviosta 5 rahoitusmarkkinoiden vapautumisen aiheuttaman rahoitusmarkkinoiden kriisin vaikutukset asuntojen reaalihintoihin pääkaupunkiseudulla. Asuntojen reaali hinnat lähtivät rajuun laskuun heti hintapiikin jälkeen. Näemme Suomen suurimman asuntohintojen romahduksen vuoden 1991 ensimmäisellä vuosineljänneksellä, jolloin asuntojen hinnat tippuivat ennätyselliset 7,8 prosenttia (Orava & Turunen 2013, 28). Vuoteen 1993 mennessä asuntojen hinnat olivat tippuneet 50 % ja asuntosijoittaminen lähemmäs 40 % (Andre & Garcia 2012, 6). 1990-luvun puolivälin jälkeen lamasta nousemisen jälkeen asuntohintojen kehitys pääkaupunkiseudulla on ollut kasvavaa.

Vuosien 2007–2009 finanssikriisin vaikutusta asuntojen reaalihintoihin voidaan tulkita noin kahden vuoden mittaisena taukona reaalihintojen noususta vuosina 2007–2009. Tämän jälkeen asuntojen hinnat lähtivät reippaasti taas nousuun, mutta taantuivat jo vuonna 2010. Tästä eteenpäin keskimääräinen reaalin hinta on ollut suhteellisen samalla tasolla vuosina 2010–2014. Huomattavaa kuitenkin on, että tämän hetkinen hintataso on korkeammalla, kuin vuoden 1989 hintapiikin aikaan, jolloin asuntomarkkinat kärsivät ylihinnittelusta eli kuplasta.

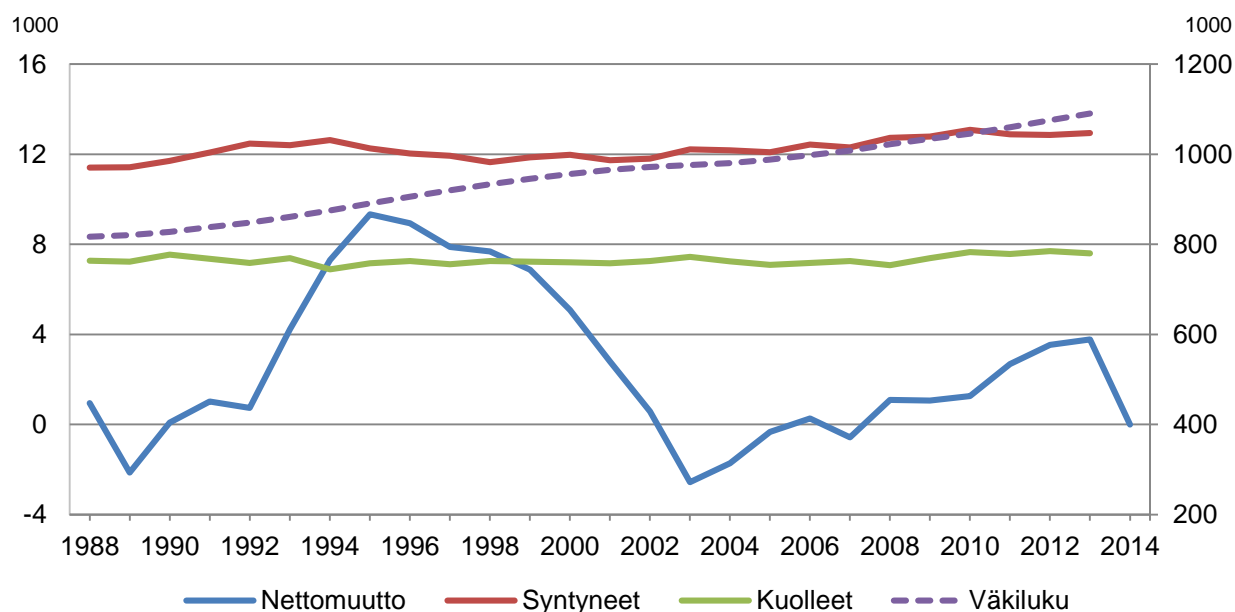
Mielenkiintoista on havaita, että vaikka 1990-luvun lama vaikutti suuresti asuntojen hintoihin, niin 2007 asuntolainoista lähteneellä finanssikriisillä ei ollut asuntojen reaaliisiin

hintoihin pitkää tai suurta vaikutusta. Huomattavaa on tosin, että finanssikriisi lähti Yhdysvaltojen asuntolainoista, eikä sillä niinkään ollut yhteyttä Suomen asuntoihin tai asuntolainoihin. 1990-luvun lama oli seurausta Suomen ja Pohjoismaiden rahoitusmarkkinoiden vapautumisesta, kun taas 2008 vuoden finanssikriisi tuli ulkomailta.

4.2 Asuntojen kysyntä ja siihen vaikuttavat tekijät

Tarkastellaan tässä kappaleessa kirjallisuudesta löydettyjen tekijöiden vaikutusta asuntojen reaaliiseen hintakehitykseen. Verrataan väestömuutoksen, tulotason, velkaantumisen, reaalikoron ja asuntosijoittamisen kehitystä asuntojen reaaliiseen hintakehitykseen. Jätetään muut asumiskustannukset pois tarkastelusta, sillä niiden tutkimisesta ei ole kirjallisuudessa päästy yhteisymmärrykseen.

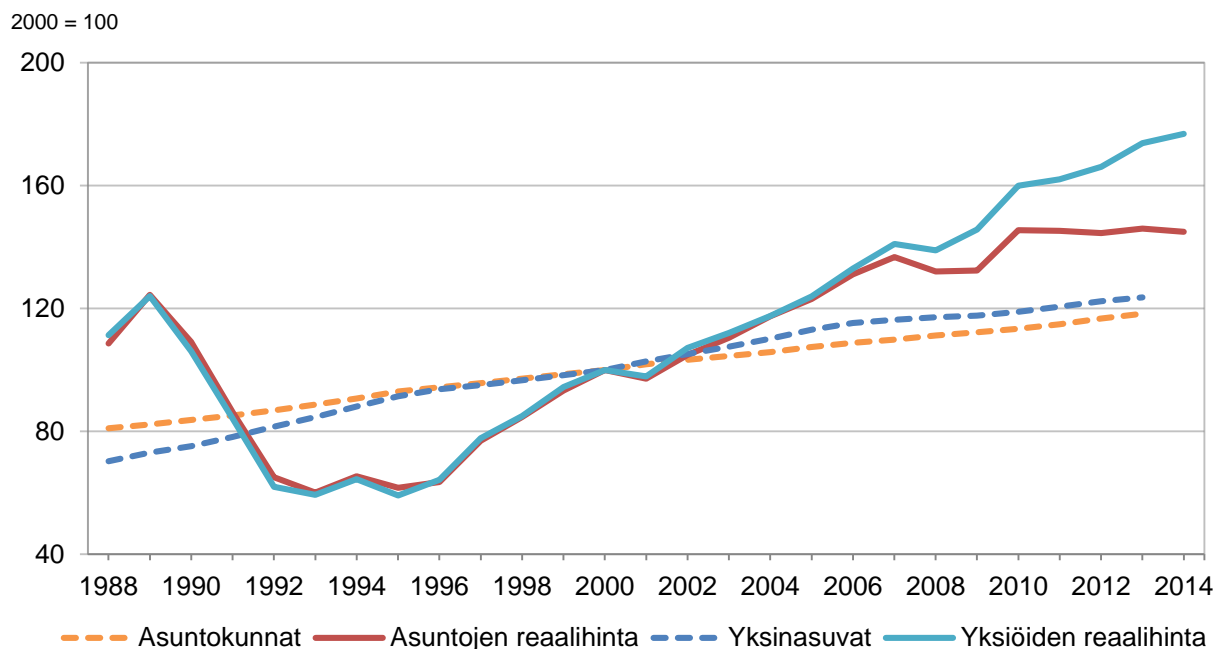
4.2.1 Väestömuutos



Kuvio 5. Pääkaupunkiseudun nettomuutto, syntyneet ja kuolleet (vasemmalla) sekä väkiluku (oikealla) vuonna 1988–2014 (1000 kpl).

Väestönmuutosta kuvaava kehitys on laskettu laskemalla yhteen Vantaan, Helsingin, Kauniaisten ja Espoon nettomuutto, syntyneet, kuolleet sekä väkiluku. Vuoden 2014 lukuja ei ole saatavilla syntyneisyydestä, kuolleista tai väkiluvusta. Kuvioista 5 huomaamme, että pääkaupunkiseudun syntyneisyys ja kuolleisuus on pysynyt suhteellisen samana tarkasteluajavälillä 1988–2013. Syntyneisyys on hieman kasvanut 2000-luvulla. Väkiluvussa huomaamme pienen kasvun 1990-luvulta lähtien. Syntyvyyden ja kuolleisuuden pysyessä suhteellisen samana voimme olettaa kasvun johtuvan muuttoliikkeestä. Kuvioista näemmekin 1990-luvun laman aikana tapahtuneen suuren muuttoliikkeen pääkaupunkiseudulle. 2000-luvun alussa muuttoliike lopahti ja pääkaupunkiseudulta muutti enemmän ihmisiä pois, kun muutti sisään. Tämän jälkeen 2000-luvun lopussa nettomuutto kääntyi taas positiiviseksi ja on ollut kasvussa siitä lähtien.

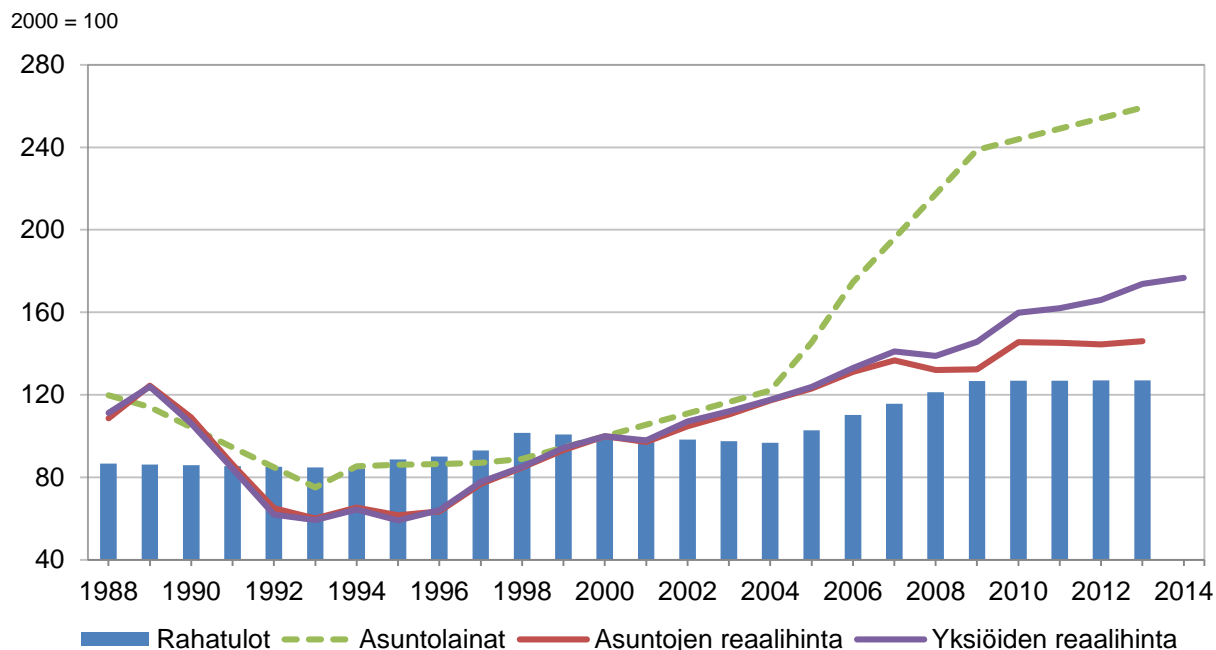
Tarkastellaan seuraavaksi väestönmuutoksen näkymistä pääkaupunkiseudun asutokunnissa ja niiden suhdetta asuntojen hintoihin kuviossa 6. Kuviossa esitetään asutokuntien ja asuntojen hintojen yhteys. Asutokunnan muodostavat asuinhuoneistossa vakinaisesti asuvat henkilöt (Tilastokeskus 2015b). Kaikkien asutokuntien ja yksinasuvien (yhden ihmisen asutokunnat asuinkerrostaloissa) muutos on saatu laskemalla yhteen Vantaan, Helsingin, Kauniaisten ja Espoon asutokunnat ja yksinasuvat, ja suhteuttamalla ne perusvuoteen 2000.



Kuvio 6. Pääkaupunkiseudun asuntokunnat ja yksinasuvat sekä asuntojen ja yksiöiden reaali hinnat vuonna 1988–2014 (2000 = 100).

Kuviosta 6 huomaamme asuntokuntien muutoksen olevan kasvavaa. Asuntokuntien kasvu ei kuitenkaan ole niin vauhdikasta tai suurta, mitä kuvion 6 1990-luvun suuri muuttoliike antaisi olettaa. 1990-luvun hintojen nousun selityksenä voidaan kuitenkin pitää muuttoliikkeestä aiheutunutta asuntojen kysynnän kasvua, johon asuntotuotanto ei kyennyt vastaamaan (André & Garcíá 2012, 19). Tarkasteltaessa kuviota 6 huomaamme, että asuntojen reaaliset hinnat ovat kasvaneet nopeammin, kuin asuntokuntien muutos. Yksinasuvien määrä on kasvanut hieman nopeammin kuin keskimääräisen asuntokunnan, mutta ei läheskään niin nopeasti, kuin yksiöiden hinnat. Yhden henkilön asuntokuntien ja yksiöiden hintojen muutoksen kehityksen erotus on huomattavasti suurempi, kuin keskimääräisen asuntokunnan ja keskimääräisten asuntohintojen kehityksen erotus. Asuntokuntien kasvu selittääkin ehkä keskimäärin asuntojen hintoja jonkin verran, mutta yksiöiden hintojen kasvua ei voi ainakaan täysin asuntokuntien kehityksellä selittää.

4.2.2 Tulotaso ja velkaantuminen



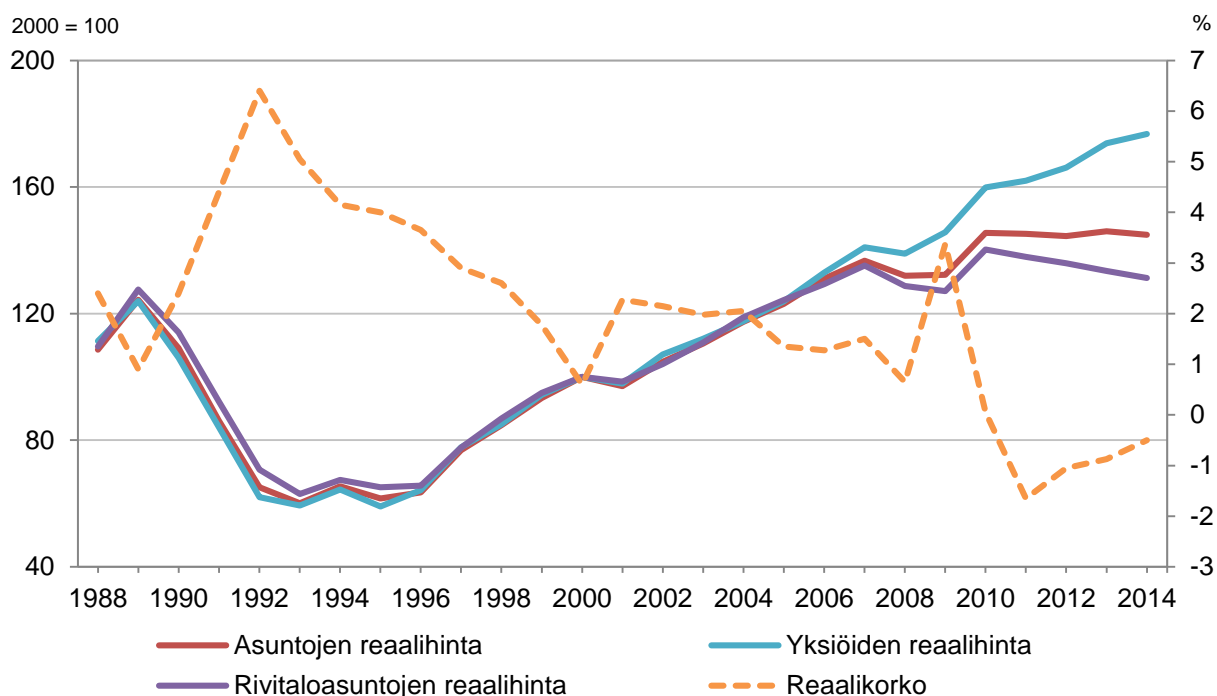
Kuvio 7. Pääkaupunkiseudun kotitalouksien käytettävissä oleva rahatulot, asuntolainat sekä asuntojen ja yksiöiden reaali hinnat (2000 = 100) vuonna 1988–2014.

Pääkaupunkiseudun aineistoa tulotasosta ja velkaantumisesta oli saatavilla vain vuosilta 1988, 1994, 1998, 2004, 2009 ja 2013. Vuosista 1988, 1994, 1998, 2004 ja 2009 arvot ovat reaalisia ja vuoden 2013 arvot deflatoitiin itse kuluttajahintaindeksillä. Kaikki arvot on arvostettu perusvuoteen 2000. Asuntolainat kuvastaa kuviossa 7 asuntolainojen kokoa per kotitalous (keskiarvo/kotitalous).

Kuviosta 7 nähdään, että kotitalouksien käytettävissä olevat rahatulot ovat kasvaneet 80-luvulta lähtien hiljaista vauhtia. Vuoden 2000 jälkeen asuntojen reaali hintojen kehitys on noussut ja kohonnut kotitalouksien tulojen kasvua korkeammalle. Tästä eteenpäin asuntojen reaali hinnat ovat kasvaneet hieman tuloja nopeammin. Ero on kuitenkin ollut maltillista verrattuna asuntolainojen kokoon per kotitalous, sillä niiden kehitys kasvoi räjähdysmäisesti vuoden 2004 jälkeen. Siihen saakka kehitys oli ollut asuntojen hintoja vastaavaa. Asuntolainojen koko on yli 2,5-kertaistunut vuoden 2000 vastaavaan pääkaupunkiseudulla.

4.2.3 Reaalikorko

Reaalikorko on laskettu ottamalla keskiarvo puolivuositain saatavasta peruskorosta Suomen Pankilta (2015b), ja tämän jälkeen se on deflaoitu Tilastokeskuksen (2015b) elinkustannusindeksillä. Peruskorko lasketaan 12 kuukauden markkinakoron perusteella. Peruskorko on hallinnollinen korko, jonka suuruuden määräsi Suomen keskuspankki vuoteen 1998 asti. Suomen kaltaisessa pienessä taloudessa korkotasoon vaikutti Suomen keskuspankin lisäksi myös Ruotsin keskuspankki (Iacoviello & Minetti 2003, 20). Nykyään peruskorko lasketaan euriborkoron perusteella. (Suomen Pankki 2015b)



Kuvio 8. Pääkaupunkiseudun asuntojen ja yksiöiden reaalihinnat (2000 = 100) sekä reaalikorko (%) vuonna 1988–2014.

Kuviossa 8 näemme reaalikoron kehityksen tarkasteluaikavälillämme. 1990-luvun laman aikana reaalin korkotaso oli korkea ja asuntojen reaalihinnat matalat. Vuonna 2001 näemme pienen heilahduksen molemmissa kehityksissä, jonka jälkeen kehitys on taas tasaista. Kansainvälisen finanssikriisin vaikutukset näkyvät lievänä asuntojen reaalihinnoissa, mutta suurena korkotasohuippuna reaalikorossa vuonna 2009. Reaalikorko jopa kolminkertaistui vuodessa, mutta lähti sen jälkeen rajuun laskuun.

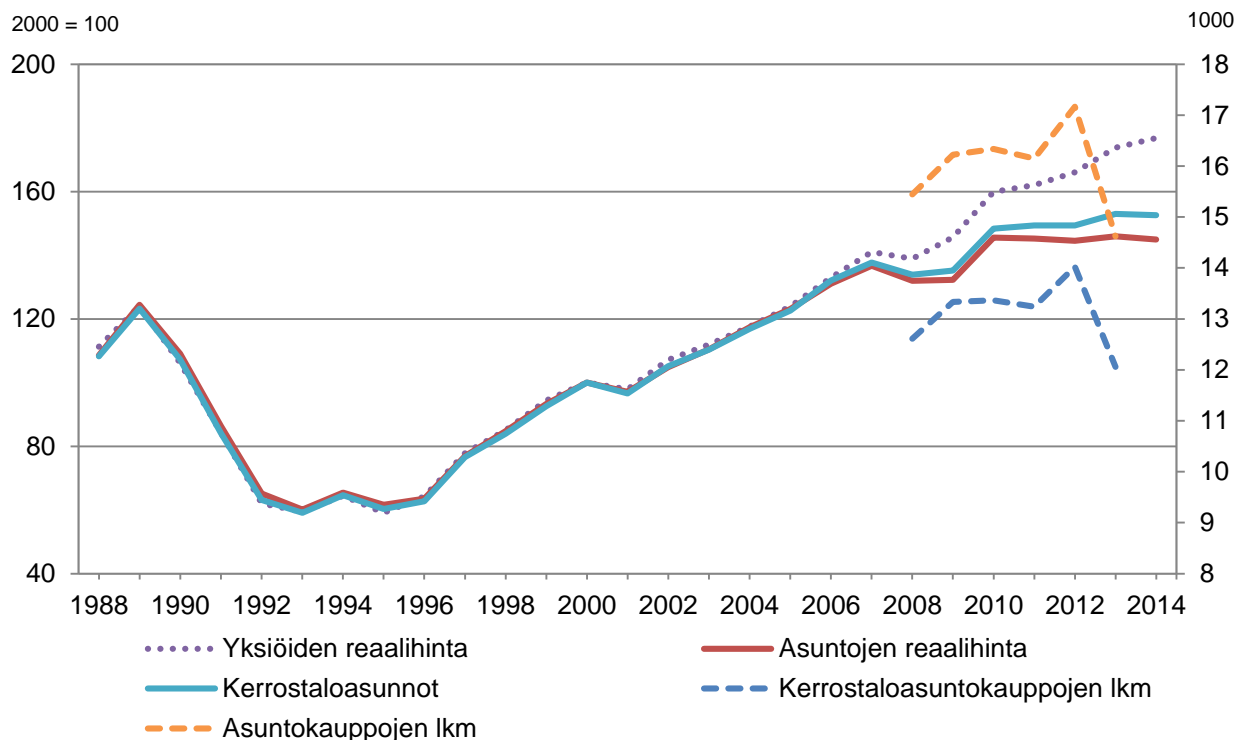
Reaalinen korkotaso on vuosina 2010–2014 ollut jopa negatiivinen. Vuosien 2008–2011 välillä reaalinen korkotaso nousi ensiksi kolme prosenttia ja sen jälkeen laski noin 5 prosenttia. Vuoden 2011 jälkeen reaalikoron kehitys on ollut kasvavaa.

Reaalikoron kehitys on ollut vaihtelevaisempaa kuin asuntojen reaalihintojen. Kuten aikaisemmista tutkimuksista ja oletuksista muistetaan, reaalikoron odotetaan muuttuvan päinvastaiseen suuntaan kuin asuntojen reaali hinnat. Tämän näemme käyvän toteen Kuvioista 9. Kehitys on ollut lähes täysin vastakkaista kuin asuntojen hinnoilla vuoteen 2006 asti. Vuonna 2007–2009 voimme olettaa poikkeavan eron johtuvan finanssikriisin erilaisista vaikutuksista reaalikorkoon kuin asuntojen hintoihin. Kuvioista 8 huomaamme, että sen jälkeen reaalikorko tippui rajusti vuonna 2010 ja hinnat kasvoivat suhteessa vain vähän. Tämän jälkeen vuonna 2011 reaalikorko on lähtenyt nousuun, mutta asuntojen keskimääräiset reaali hinnat ovat pysyneet suhteellisen samoina. Empiiristen tutkimusten ja Kuviossa 8 näkyvän historian mukaan asuntojen hintojen kuuluisi laskea. Rivitaloasuntojen hinnoissa huomaamme reaalikorkoja vastaavan päinvastaisen hintakehityksen, eli rivitaloasuntojen hinnat lähtevät laskuun, tosin jo vuonna 2010. Suurin ero huomataan kuitenkin yksiöissä, joiden hinnat ovat lähteneet poikkeuksellisesti rajuun nousuun reaalikoron noustessa myös samassa suhteessa. Vastaavaa yhtä pitkää samansuuntaista nousua ei näy muualla tarkasteluajavälillä (kuvio 8).

4.2.4 Asuntosijoittaminen

Erityisesti yksiöiden hintojen nousu on ollut empiiristen tutkimusten vastaista. Koska tutkimusten mukaan asuntojen hintojen kehitystä selittävät lähinnä kysyntätekijät, niin tarkastellaan vielä asuntosijoittamista asuntojen hintojen kysynnän selittäjänä. Tarkastellaan vapaarahoitteisten asunto-osakehuoneistojen kauppojen lukumäärää, sillä ne eivät ole valtion tukemia, eikä niitä sido varallisuusrajat. Voimme nimittäin olettaa, että asuntosijoittaja useimmin ylittää valtion tukemille asunnoille asetetut varallisuusrajat, kuin alittaa ne. Tästä syystä voimme rajata valtion tukemat asunto-osakehuoneistojen (ARAVA-) kaupat pois tarkastelusta. Aineistoa kauppojen lukumäärästä ei ole saatavilla kuin vuosilta 2008–2013, mutta katsotaan voimmeko tehdä minkäänlaisia kuvaa antavia

johtopäätöksiä asentosijoittamisen kehityksestä suhteessa pääkaupunkiseudun asuntojen hintoihin.



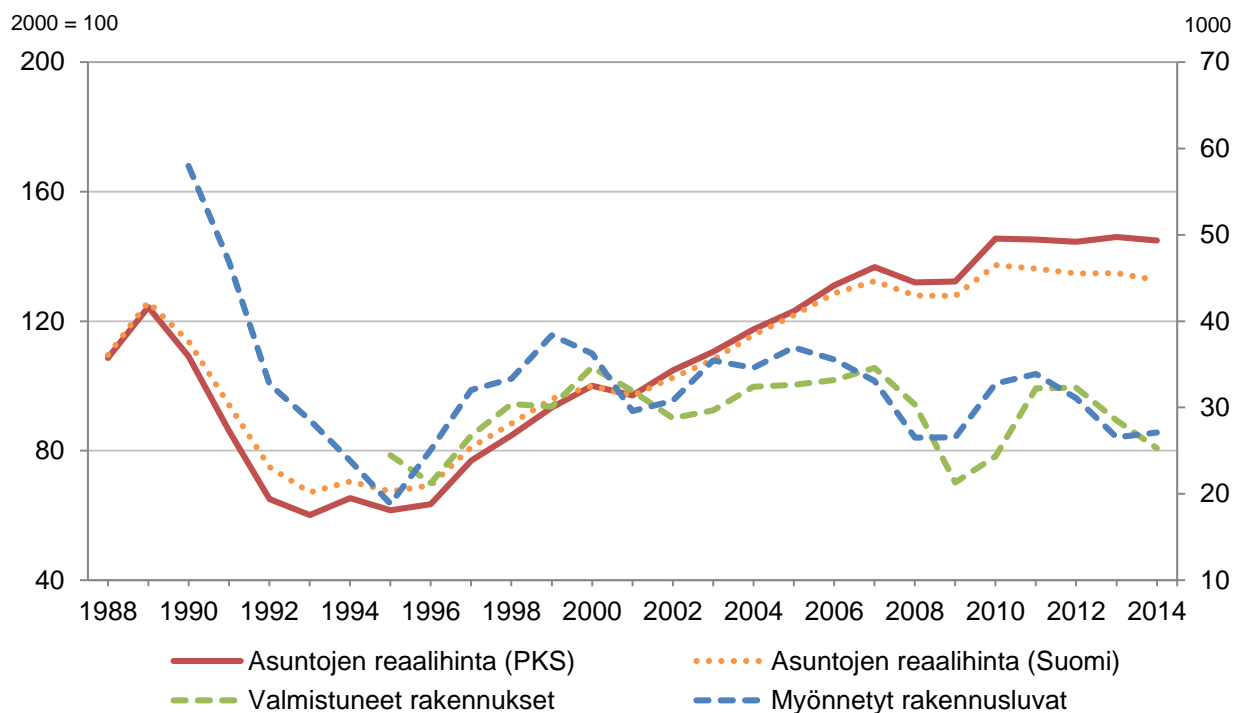
Kuvio 9. Pääkaupunkiseudun asuntojen ja yksiöiden reaali hinnat (2000 = 100) sekä vapaarahoitteisten asunto-osakehuoneistojen kauppojen lukumäärät (1000 kpl).

Kuviosta 9 näemme, että kerrostalo- ja kaikkien asuntokauppojen lukumäärä on ollut nouseva kuten asuntojen hinnat vuoteen 2012 asti, jonka jälkeen kauppamäärä tippui noin kahdella tuhannella. Tällaista rajua laskua emme näe asuntojen reaali hinnoissa, vaan reaali hintojen lasku on ollut erittäin loivaa. Kuvion mukaan voisimmekin johtaa johtopäätöksen, että asentosijoittaminen ei ole vaikuttanut asuntojen hintojen kehitykseen ainakaan vuoden 2012 jälkeen. Aineiston vähäisyyden vuoksi emme tosin tiedä, onko kauppojen lukumäärä ollut erityisen korkealla ennen vuotta 2012, ja nyt vain palautuisi asuntojen keskimääräisiä hintoja vastaavalle tasolle. Kansainvälisen finanssikriisin vaikutukset voivat näkyä ja vaikuttaa juuri vuosien 2008–2010 asentosijoittamiseen. Kuten muistetaan, sijoittajat muuttavat kiinteistösijoituksiaan suhteellisen harvoin suurten transaktiokustannusten vuoksi. Tämän vuoksi vaikutukset asentosijoituksiin näkyisivät jonkinlaisella viiveellä.

4.3 Asuntojen tarjonta ja siihen vaikuttavat tekijät

Tarkastellaan tässä kappaleessa asuntojen tarjontaa asuntokannan ja rakennuskustannusten kautta. Verrataan ensiksi asuntojen tarjonnan kehitystä Suomessa pääkaupunkiseudun asuntojen reaalisten hintojen kehitykseen. Luvut eivät ole suoraan verrannollisia, sillä tarkastelemme koko Suomen asuntotarjonnan muutosta pääkaupunkiseudun asuntoja vastaavaksi. Asuntomarkkinoiden ollessa aina paikalliset, emme voi olettaa että asuntojen tarjonnan kehitys koko Suomessa vastaisi pääkaupunkiseudun vastaavaa. Otetaan siksi tarkasteluun mukaan myös koko Suomen asuntojen reaalihintakehitys.

Asuntojen tarjonta on otettu Tilastokeskukselta (2015b) laskemalla yhteen kuukausittaisista valmistuneista asuinrakennuksista ja asuinrakennuksille myönnettyistä rakennusluvista vuosittaiset luvut. Vuodelta 2014 aineistoa ei ole valmistuneista asuinrakennuksista marras- tai joulukuulta, joten niissä on oletettu lokakuun rakennus-/lupien määrä. Myönnettyistä rakennusluvista aineisto loppuu elokuulle 2014, joten loppuvuoden kuukausissa on käytetty elokuun määrää. Aineistoa ei ole valmistuneista asuinrakennuksista saatavilla ennen vuotta 1995, ja myönnetyille rakennusluville ennen vuotta 1990. Laakson (2000, 38) tekemän tutkimuksen mukaan asuntojen hintojen nousu aiheutti rakennustuotannon kasvun vuosina 1988–89, mikä kuumensi rakennusmarkkinoita, ja sen seurauksena vuosina 1989 ja 1990 koettiin huippu valmistuneiden rakennusten määrässä pääkaupunkiseudulla. Tarkastellaan pääsääntöisesti tätä myöhempää aikaa rakennustuotannon kannalta kuviossa 10:

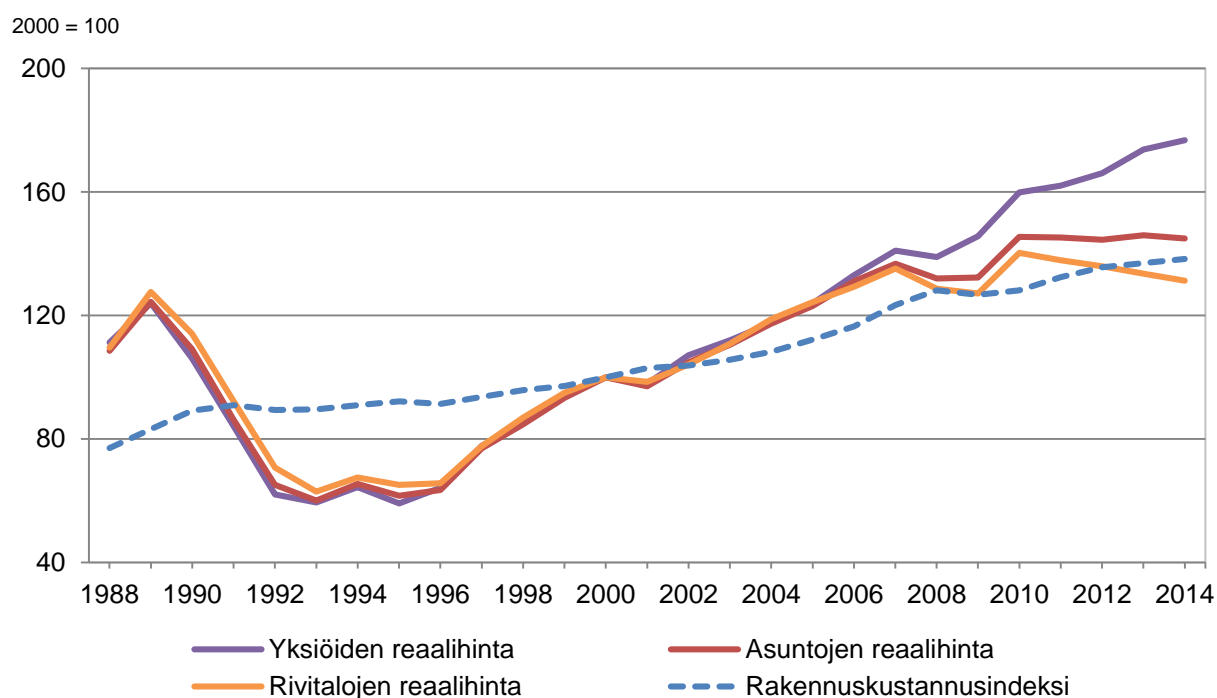


Kuvio 10. Pääkaupunkiseudun ja koko Suomen asuntojen reaali hinnat (2000 = 100) sekä valmistuneet asuinrakennukset ja myönnetyt rakennusluvut asuinrakennuksille Suomessa (1000 kpl) vuonna 1988–2014.

Kuviosta 10 nähdään, että rakennuslupien myöntäminen on yhteydessä asuntojen reaali hintojen muutoksiin. Asuntojen reaali hintojen nousua ei ole kuvion mukaan seurannut yhtä rajua asuntotuotannon nousua. Myönnettyjen rakennuslupien määrän kehitystä seuraa noin vuoden jäljessä valmistuneiden rakennusten määrän kehitys. Valmistuneet asuinrakennukset tulevat siis asuntojen hintakehitystä jäljessä, niin kuin aikaisempien tutkimustulosten perusteella odotettiin. Tosin vastoin kuin tutkimukset antavat ymmärtää, valmistuneet rakennukset ja myönnetyt rakennusluvut eivät tule kuviossa 10 niin jäljessä asuntojen hintoja kuin voisi odottaa. Vuosina 1996–1999 muutokset rakennustuotannossa näyttäisivät tulevan ennen muutosta asuntojen reaalisissa hinnoissa. Asuntojen reaali hinnat ovat 2005 vuoden jälkeen nousseet korkeammalle, kuin 1980-luvun loppupuolen asuntokuplan aikaan. Tarkasteltaessa kuitenkin asuntotuotantoa, niin huomataan, että tuotanto on noin puolittunut hintakuplan aikaisesta, eikä ole kasvanut samaa tahtia kuin asuntojen reaali hinnat.

Rakennuskustannusindeksi kuvaa talonrakentamisen tuotantopanosten hintojen kehitystä suhteessa indeksin perusvuoden hintoihin. Kyseisiin tuotantopanoksiin lasketaan tarvikkeet, palkat ja muut panokset. Tarkasteltu rakennuskustannusindeksi muodostuu Tilastokeskuksen rakennustarvikkeiden valmistajilta ja tukku- ja vähittäiskaupoista kerätyistä hintatiedoista. (Suomen Tilastokeskus 2014c)

Rakennuskustannusindeksi kuvaa rakentamisen peruspanosten hintakehitystä koko maan tasolla. Se ei kerro mahdollisista eri alueiden eroavaisuuksista. Emme voi siis tarkastella pääkaupunkiseudun rakennuskustannusindeksiä, vaan joudumme vertaamaan koko maan rakennuskustannusten hintakehitystä pääkaupunkiseudun asuntojen vastaavaan. Kuten muistamme luvusta 3.2, rakennuskustannukset vaihtelevat paikallisesti paljon, joten emme voi tehdä suoria johtopäätöksiä koko Suomen rakennuskustannusindeksin ja pääkaupunkiseudun rakennuskustannuksien samanlaisuudesta. Voimme kuitenkin tarkastella indeksiä kuvaa antavasti.



Kuvio 11. Rakennuskustannusindeksi ja pääkaupunkiseudun asuntojen sekä yksiöiden reaali hinnat vuonna 1988–2014 (2000 = 100).

Kuviossa 11 kuvataan asuntojen hintakehitystä suhteessa rakennuskustannuksien kehitykseen. Rakennuskustannusindeksi (2000 = 100) on laskettu Tilastokeskuksen kuukausittaisesta rakennuskustannusindeksistä (1980 = 100), ottamalla vuosittainen keskiarvo kuukausista. Tämän jälkeen keskiarvot on muutettu perusvuoden 2000 tasoon.

Huomataan, että asuntojen hinnat ovat nousseet huomattavasti enemmän kuin rakennuskustannukset. Kuten muistetaan luvusta 3, rakennusyriyten tuotto muuttuu, kun rakennuskustannukset muuttuvat. Jos oletetaan rakennuskustannusten pysyvän suhteellisen samoina eri talotyypeille, huomataan että rakennusliikkeiden saama voitto uusista asunnoista kasvaisi 2000-luvun alusta lähtien. Rivitaloasuntojen hintakehityksen ollessa laskeva, voidaan olettaa rakennusliikkeiden saaman tuoton rivitaloasunnoista olevan myös laskeva.

Rakennuskustannukset eivät kuitenkaan pysy samoina kaikille talotyypeille. Isompien asuntojen tekeminen maksaa suhteessa vähemmän, kuin pienten asuntojen, sillä lisähuoneen tekeminen uuteen asuntoon maksaa tietenkin vähemmän, kuin uuden yksiön rakentaminen. Nähdään kuitenkin keskimääräistä hintakehitystä verrattaessa keskimääräisiin rakennuskustannuksiin, että asunnoista kasvava tuotto rakennusliikkeille on keskimäärin lisääntynyt vuosituhannen alusta lähtien. Jos oletetaan kasvun jatkuvan vielä ainakin jonkin aikaa, voimme tehdä oletuksen, että yksiöistä saatava tuotto tulee kasvavan roimasti suhteessa rakennuskustannuksiin, jotka eivät kasva kuin hieman asuntojen hintoihin verrattuna. Asuntosijoittajan tai rakentajan kannattaisikin nyt keskittyä yksiöihin pääkaupunkiseudulla.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

Tämä tutkielma tarkasteli pääkaupunkiseudun asuntojen hintakehitystä ja siihen vaikuttaneita tekijöitä. Tutkielmassa avattiin asuntomarkkinoiden teoriaa sekä asuntojen hintojen muodostumista kysynnän ja tarjonnan avulla. Tutkielmassa haluttiin tutkia talouden muutoksista rahoitusmarkkinoiden vapautumisen, 1990-laman ja 2007 Yhdysvalloista lähteneen finanssikriisin vaikutukset asuntojen hintoihin. Tutkielmassa havaittiin, että vuonna 1989 pääkaupunkiseudulla koettiin rahoitusmarkkinoiden vapautumisen jälkeen asuntojen hintahuippu, jonka jälkeen asuntojen reaali hinnat laskivat ankarasti asuntomarkkinoiden kuplan puhjettua. 1990-luvun lama näkyi vahvasti asuntojen reaali hinnoissa, niiden ollessa alhaiset monta vuotta. Vuoden 1996 jälkeen asuntojen reaali hinnat lähtivät taas nousuun. Vuonna 2005 asuntojen reaali hintakehitys nousi jopa korkeammalle kuin vuoden 1989 hintahuipun aikana. Vuosien 2007–2009 finanssikriisi näkyi parin vuoden pienenä notkahduksena asuntojen hinnoissa, jonka jälkeen hinnat ovat taas jatkaneet kasvuaan.

Tutkielmassa eroteltiin lisäksi kerros- ja rivitalot sekä kerrostaloasuntojen yksiöt, kaksiot sekä sitä suuremmat asunnot hintakehityksen tarkastelun kannalta. Kerrostaloasuntojen hintakehitys on ollut rivitaloasuntoja korkeammalla vuodesta 2007 lähtien. Rivitaloasuntojen hintakehitys on ollut jopa laskevaa vuodesta 2010 lähtien. Asuntojen keskimääräinen hintakehitys kulkee näiden välissä. Kaksioiden reaali hintakehitys on ollut hieman keskimääräistä hintakehitystä korkeammalla vuodesta 2008 lähtien. Sitä suurempien kerrostaloasuntojen kehitys vastaa keskimääräistä asuntojen hintakehitystä. Merkittävää on, että yksiöiden reaali hintakehitys on ollut selvästikin muita asuntomuotoja nopeampaa vuodesta 2007 lähtien.

Tutkielmassa tarkasteltiin asuntojen kysynnän tekijöinä pääkaupunkiseudulla väestönmuutosta, tuloja, velkaantuneisuutta, reaali korkoa ja asuntosijoittamista sekä tarjonnan tekijöinä asuntokantaa ja rakennuskustannuksia. Kirjallisuuden (mm. Laakso & Loikkanen 2006, Oikarinen 2005) mukaan kyseisiä tekijöitä asumiskustannusten lisäksi voidaan pitää asuntojen hintakehityksen vaikuttavina tekijöinä. Väestönmuutos näkyi pääkaupunkiseudulla 1990-luvun suurena muuttoliikkeenä ja siten asuntokuntien

kasvuna tarkasteluaikavälillä. Asuntokunnat näkyivät kasvaneen tasaisesti pitkän tarkasteluaikavälillä asuntojen reaalihintojen kanssa, joten voimme olettaa väestönkasvun myötävaikuttaneen ainakin osittain asuntojen hintakehitykseen.

Tutkielma vastaa aikaisemmista tutkimuksista (Englund & Ioannides 1997, Oikarinen 2007) saatua oletusta, että reaalin korkotaso peilaa asuntojen reaalista hintakehitystä. Tämän tutkielman ja aikaisempien tutkimusten mukaan reaalin korkotason ja asuntojen hintojen välillä on käänteinen riippuvuussuhde. Poikkeuksena tähän on yksiöiden hintakehitys, joka on yllätyksellisesti lähtenyt vuodesta 2011 kasvamaan samassa suhteessa kuin reaalikorot. Tutkielma vastaa myös aikaisempia tutkimuksia (Oikarinen 2009b, Herrala 2005) velkaantumisen ja asuntojen hintojen yhteydestä. Tutkielmassa havaittiin asuntolainojen määrän nousseen 2,5-kertaiseksi vuodesta 2004. Kuten Herrala (2005) arvioi tutkimuksessaan, myös tämä tutkielma tukee ajatusta, että kasvanut velkaantuneisuus johtuisi ennätysellisen alhaisista koroista ja kasvaneista tuloista. Vuoden 2009 jälkeen korot ovat laskeneet merkittävästi ja vuosina 2010–2014 reaalikorko on ollut negatiivinen. Tutkielma esittääkin huolenaiheen huomattavasti kasvaneesta asuntolainamäärästä, joka ei vastaa tulojen kasvua. Pääkaupunkiseutulaiset velkaantuvat nopeammin kuin mitä tulojen nousu edeltäisi. Kasvu on todennäköisesti ainakin alhaisesta korkotasosta johtuvaa, eikä siten ole kääntymässä laskuun vähään aikaan 12 kuukauden euriborkoron ollessa tällä hetkellä 0,188 % (Suomen Pankki 2015a).

Yksiöiden hintojen kasvaneeseen kehitykseen voi vaikuttaa yksinasuvien määrän nopeampi kasvaminen kuin kaikkien asuntokuntien keskimäärin. Asiaan voi myös vaikuttaa Kaukon (2006) tutkimuksessa ilmi tuoma seikka pääkaupunkiseutulaiden asuntokulutustilanteista asettaa sijainti tilavuuden edelle. Kasvaneiden tulojen, alhaisen reaalikorkotason ja kasvaneen asuntolainamäärän voidaan nähdä aiheuttavan yksiöiden hintojen korkeampaa nousua. Nuoremmilla aikuisilla on enemmän varaa asuntoon kasvaneen tulotason vuoksi, ja alhaisen korkotason vuoksi asuntolainaa haetaan enemmän kuin aikaisemmin. Jo korkean asuntojen hintatason vuoksi ensiasunnoksi ostettaisiin enemmän yksiöitä. Tämä voisi selittää myös asuntolainamäärien räjähdysmäistä kasvua ja tukee Ortalo-Magnén ja Radyn (2006)

tutkimusta, jonka mukaan asuntojen kysyntään vaikuttaa voimakkaasti nuorten kotitalouksien mahdollisuus ostaa asunto.

Toisin kuin voisi olettaa, asuntojen korkeat hinnat, alhaiset korot ja kasvanut asuntolainamäärä eivät tämän tutkielman mukaan tarkoita, että asuntosijoittaminen olisi kasvanut merkittävästi ainakaan viimeisen viiden vuoden aikana. Asuntosijoittaminen näkyi kasvaneen asuntojen hintojen mukaisesti, mutta vuonna 2012 koki kovan laskun, jollaista ei asuntojen reaalihinnoissa näkynyt. Tutkielman rajoitteena tosin on datan saatavuus asuntokaupoista vain vuosilta 2008–2013. Emme tiedä onko asuntokauppojen määrä ollut erityisen korkealla aikaisemmin, ja nyt palautuu asuntojen reaalihintoja vastaavaan tasapainoon. Tarvittaisiin dataa pidemmältä ajalta, jotta voisimme johtaa tarkemmin kerrostaloasuntokauppojen määrän kehityksen toteutuneeseen yksiöiden ja muiden kerrostaloasuntojen hintakehitykseen, ja täten tulkita asuntosijoittamista pääkaupunkiseudulla.

Tutkielmassa asuntotarjonnan ja rakennuskustannusten tarkastelu oli ongelmallista, sillä aineistoa oli saatavilla vain koko Suomea koskevasti. Asuntotuotantoa tarkasteltiin myönnettyjen rakennuslupien ja valmistuneiden rakennusten kautta. Asuntojen reaalihintojen ja asuntotuotannon kehityksen välillä nähtiin yhtäläisyyksiä, mutta asuntotuotanto ei ole kasvanut ainakaan koko Suomen tasolla asuntojen reaalihintojen kasvukehitystä vastaavaksi. Tutkimusten mukaan reaaliset asuntohinnat vaikuttaisivat asuntotuotannon määrään eniten (ks. esim. DiPasquale & Wheaton 1994, Holly & Jones 1997). Vastoin kuitenkin näitä tutkimustuloksia, vuonna 1996–1999 muutokset Suomen rakennustuotannossa näyttivät tulevan ennen muutosta pääkaupunkiseudun asuntojen reaalihinnoissa. Rakennuskustannuksia tarkasteltiin rakennuskustannusindeksillä, josta havaittiin rakennuskustannusten kasvaneen asuntohintoja myötäillen. Voimme siis johtaa jonkin sortin yhteisvaikutuksen. Tosin, asuntomarkkinoiden paikallisuudesta johtuen asuntotuotantoa koskevat tutkimustulokset eivät välttämättä ole merkitseviä.

Asuntosijoittajan kannattaisi nyt sijoittaa pääkaupunkiseudulla erityisesti yksiöihin, sillä niiden hinnat ovat olleet tasaisessa noin viiden prosentin rajussa kasvussa vuodesta 2001 lähtien (lukuun ottamatta vuoden 2008 finanssikriisin aiheuttamaa pientä hidastusta hinnoissa). Korkea hintataso aiheuttaa usein spekulatiota hintakuplasta. Tässä tutkielmassa ei asuntojen korkeaa hintatasoa voida nähdä ainakaan täysin selittyvän tarkastelluilla tekijöillä, joten spekulatio on tämän tutkielman osalta aiheellinen. Yksiöiden hintakehitys on ollut huomattavasti muita asuntojen hintoja korkeammalla, joten hintakuplan (ja mahdollisen hintojen alenemisen) huoli olisi syytä ottaa huomioon asuntosijoittajana tai asunnon omistajana, varsinkin yksiöiden tapauksessa. Hintakuplan puhjetessa asuntolainojen korot taas olisivat tutkimusten (myös tämän) mukaan huipussaan ja suurien asuntolainojen kanssa se aiheuttaisi maksuvaikeuksia asuntolainajille. Oikarisen (2005) tutkimuksesta pääkaupunkiseudun asuntojen hintakuplan olemassaolosta on jo lähes 10 vuotta. Tuoreempi tarkastelu asiaan liittyen laajana tutkimustyönä olisi paikallaan, jotta voitaisiin tehdä tätä päivää koskevia johtopäätöksiä.

Tutkielman rajoitteeksi muodostuu mm. asumiskustannusten vaikeaselkoisuus. Useissa tutkimuksissa ne on jätetty tarkastelematta, tai niistä on saatu ristiriitaisia tutkimuksia. Tässäkin tutkielmassa ne on jätetty tästä syystä pois. Asumiskustannusten tarkastelu tulevaisuudessa tutkimuksissa olisikin tärkeää. Tutkielman lopulliseksi rajoitteeksi muodostuu sen pintapuolinen tarkastelu hintojen ja siihen vaikuttavien muuttujien kehityksestä. Syy-seuraussuhteita on vaikea analysoida graafisesti, joten tutkielma jää kuvailevaksi tältä osin. Tilastotieteellisesti voisimme katsoa, miten paljon eri selittävät muuttujat selittäisivät toteutuvaa hintakehitystä, tai selittävätkö ollenkaan. Jatkotutkimusehdotuksena onkin ekonometrinen tarkastelu aiheesta, jossa otetaan mukaan rivitalo- ja kerrostaloasuntojen hintakehitysten erot. Olisi kiintoisaa tutkia, miten selittävien muuttujien kertoimet eroavat eri asuntotyyppien kesken, eli selittääkö esim. korkotaso ja väestönmuutos enemmän suurten asuntojen kehitystä, kuin yksiöiden. Myös vuokrien sisällyttäminen tuleviin tutkimuksiin olisi mielekäästä. Voitaisiin tutkia, näkyykö voimakas reaalihintojen kasvu myös asuntojen vuokrien kehityksessä, kuten asuntomarkkinoiden teorian mukaan kuuluisi.

LÄHDELUETTELO

André, C. & García, C. (2012) Housing Price and Investment Dynamics in Finland. Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD Publishing. OECD Economics Department Working Papers 962.

Atesoglu, H. S. (2011) Asset price bubbles, monetary policy and financial crisis. *International Journal of Public Policy* 7, 1-2-3, 195-202.

Barlevy, G. (2014) A leverage-based model of speculative bubbles. *Journal of Economic Theory* 153, 459–505.

Benjamin, J. D., Chinloy, P. & Jud, G. D. (2004) Why Do Households Concentrate Their Wealth in Housing? *Journal of Real Estate Research* 26, 4, 329-343.

Campbell, J. Y. & Cocco, J. F. (2007) How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data. *Journal of Monetary Economics* 54, 3, 591-621.

Capozza, D. R., Hendershott, P. H., Mack, C. & Mayer, C. J. (2002) Determinants of Real House Price Dynamics. Cambridge, National Bureau of Economic Research (NBER). NBER Working Paper 9262.

Case, K. E. & Shiller, R. J. (2003) Is There a Bubble in the Housing Market? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2/2003, 299-362.

Case, K. E., Quigley, J. M. & Shiller, R. J. (2001) Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market. Cambridge, National Bureau of Economic Research (NBER). NBER Working Paper 8606.

Collins, C. & Senhadji, A. (2002) Lending booms, real estate bubbles, and the Asian crisis. International Monetary Fund (IMF). IMF Working Paper No. 02/20.

DiPasquale, D. & Wheaton, W. C. (1992) The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association* 20, 1, 181-197.

DiPasquale, D. & Wheaton, W. C. (1994) Housing Market Dynamics and the Future of Housing Price. *Journal of Urban Economics* 35, 1, 1-27.

Edin, P. & Englund, P. (1991) Moving Costs and Housing Demand: Are Recent Movers Really in Equilibrium. *Journal of Public Economics* 44, 3, 299-320.

Englund, P. & Ioannides, Y. M. (1997) House Price Dynamics: An International Empirical Perspective. *Journal of Housing Economics* 6, 119-136.

Girouard, N., Kennedy, M. & André, C. (2007) Has the Rise in Debt Made Households More Vulnerable? *Housing Finance International* 21, 5, 21-40.

Goodhart, C. & Hofmann, B. (2007) *House Prices and the Macroeconomy: Implications for Banking and Price Stability*. Oxford, Oxford University Press.

Hahn, F. (1966) Equilibrium Dynamics with Heterogeneous Capital Goods. *Quarterly Journal of Economics* 80, 633-646.

Herrala, R. (2005) The housing market and household indebtedness in Finland. Bank of Finland. Helsinki, Bank of Finland. *Bank of Finland Bulletin* 79.

Holly, S. & Jones, N. (1997) House prices since the 1940s: cointegration, demography and asymmetries. *Economic Modelling*, 14, 4, 549-565.

Honkapohja, S. (2012) The 1980s financial liberalization in the Nordic countries Bank of Finland. Helsinki, Bank of Finland *Research Discussion Papers [verkkolehti]* 36, [viitattu 10.4.2015].

Saatavissa:

http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/tutkimukset/keskustelualoitteet/Documents/BoF_DP_1236.pdf

Hort, K. (1998) The Determinants of Urban House Price Fluctuations in Sweden 1968-1994. *Journal of Housing Economics* 7, 93-120.

Kauko, T. (2006) What makes a location attractive for the housing consumer? Preliminary findings from metropolitan Helsinki and Randstad Holland using the analytical hierarchy process. *Journal of Housing and the Built Environment* 21, 2, 159-159.

Iacoviello, M. & Minetti, R. (2003) Financial liberalization and the sensitivity of house prices to monetary policy: theory and evidence. *The Manchester School* 71, 1, 20-34.

Karl, S., Sidrauski, M. & Stiglitz, J. E (1969) Capital Gains, Income and Savings. *Review of Economic Studies*, January, 36, 15-26.

Kuismanen, M.; Laakso, S. & Loikkanen H. A. (1999) Demographic Factors and the Demand for Housing in the Helsinki Metropolitan Area. Valtion taloudellinen tutkimuskeskus (VATT). Helsinki, VATT. VATT-keskustelunaloitteita 191.

Laakso, S. (2000). Regional Housing Markets in Boom and Bust: the Experience of Finland. Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos (PTT). Helsinki, PTT. Pellervon taloudellisen tutkimuslaitoksen raportteja 169.

Laakso, S. & Loikkanen, H. A. (2004) *Kaupunkitalous*. Helsinki, Gaudeamus.

Liang, Q. & Cao, H. (2007) Property prices and bank lending in China. *Journal of Asian Economics* 18, 63-75.

Lönnqvist, H., Vaattovaara, M. (2004) Asuntomarkkinoiden vuoristorata: ovatko kaikki alueet samalla radalla? Helsingin kaupungin tietokeskus. Helsinki, Helsingin kaupungin tietokeskus. Tutkimuksia 68.

Mattinen, O. & Bedretdin, T. (2008) Kotitalousluottokysely 2008: Osalla kotitalouksista huolestuttavan korkea velkarasitus. Rahoitustarkastus ja Vakuutusvalvontavirasto. Helsinki, Finanssivalvonta. Kysely-yhteenveto 27.11.2008.

Meese, R. & Wallace, N. (2003) House Price Dynamics and Market Fundamentals: The Parisian Housing Market. *Urban Studies* 40, 5-6, 1027-1045.

Hort, K. (1998) The Determinants of Urban House Price Fluctuations in Sweden 1968-1994. *Journal of Housing Economics* 7, 93-120.

Oikarinen, E. (2007) Studies on housing price dynamics. Turku School of Economics. Sarja A-9:2007. Tampere, Esa Print Tampere.

Oikarinen, E. (2009a) Household borrowing and metropolitan housing price dynamics – Empirical evidence from Helsinki. *Journal of Housing Economics* 18, 126-139.

Oikarinen, E. (2009b) Interaction between housing prices and household borrowing: The Finnish case. *Journal of Banking & Finance* 33, 4, 747-756.

Orava, J. & Turunen, O. (2013) Osta, vuokraa, vaurastu: Ensimmäinen suomalainen kirja asuntosijoittajille. Helsinki, Talentum.

Ortalo-Magné, F. & Rady, S. (2006) Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks and Credit Constraints. *The Review of Economic Studies* 73, 459-485.

Riddell, M. (2004) Housing-market disequilibrium: an examination of housing-market price and stock dynamics 1967-1998. *Journal of Housing Economics* 13, 2, 120-135.

Salo, S. (1990) Asuntojen kysynnän, tuotannon ja hinnanmuodostuksen teoriaa: Empiirinen sovellutus Suomen asuntomarkkinoihin. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos (ETLA). Helsinki, ETLA. Sarja A-14.

Samuelson, Paul A. (1967) Indeterminacy of Development in a Heterogeneous Capital Model with Constant Saving Propensity. Essays on the Theory of Optimal Economic Growth. Cambridge, M.I.T. Press.

Sinai, T. & Souleles, N. (2003) Owner-Occupied Housing as a Hedge against Rent Risk. Quaterly Journal of Economics 120, 2, 763-789.

Stiglitz, Joseph E. 1990. Symposium on Bubbles. The Journal of Economic Perspectives 4, 2, 13-18.

Summa, H. (1989) Hyvinvointipolitiikka ja suunnitteluretoriikka: Tapaus asuntopolitiikka. Teknillisen Korkeakoulun Yhdyskuntasuunnittelun täydennyskoulutuskeskus. Espoo, Teknillinen korkeakoulu. Julkaisuja A.

Suomen Pankki (2015a) Korot [verkkodokumentti]. [Viitattu 12.4.2015]. Saatavilla <http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/Pages/default.aspx>

Suomen Pankki (2015b) Taulukot [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.4.2015]. Saatavilla <http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/Pages/taulukot.aspx>

Taloussanommat (30.9.2014) Yhä useampi nuukailee – asuntoa ei nyt hevin osteta [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.10.2014]. Saatavilla <http://www.taloussanommat.fi/kansantalous/2014/09/30/yha-useampi-nuukailee-asuntoa-ei-nyt-hevin-osteta/201413517/12?&n=2#commentsHere>

Tilastokeskus (2015a) Laatuseloste: Kiinteistöjen hinnat [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.4.2015]. Saatavilla: http://www.stat.fi/til/kihi/2013/01/kihi_2013_01_2013-06-07_laa_001_fi.html

Tilastokeskus (2015b) Tilastokeskuksen PX-Web-tietokannat [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.2.2015]. Saatavilla: http://www.stat.fi/til/vtp/2013/vtp_2013_2014-03-03_tau_001_fi.html

Tilastokeskus (2015c) Rakennuskustannusindeksi [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.3.2015]. Saatavilla <http://tilastokeskus.fi/meta/til/rki.html>

Tsatsaronis, K. & Zhu, H. (2004) What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence. BIS Quarterly Review, March 2004, 65-78.

Tang, Z. (2006) The urban housing market in a transitional economy: Shanghai as a case study. Väitöskirja. Indiana, The Indiana University. Ph.D. Dissertations 175.

Yeh-Yun, L., Edvinsson, L., Chen, J. & Beding, T. (2014) National Intellectual Capital and the Financial Crisis in Denmark, Finland, Iceland, Norway, and Sweden. London, Springer.