



BoF Online

2 • 2012

Asuntojen hinnat, kotitalouksien velka ja makrotalouden vakaus Suomessa

Lauri Kajanoja

Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.



Suomen Pankki

Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto

28.2.2012

Sisällys

Yhteenveto	3
1 Asuntojen hinnat	4
1.1 Kansainvälinen asuntomarkkinakehitys	4
1.2 Asuntojen hinnat Suomessa	15
2 Kotitalouksien velka	18
2.1 Suomalaisten kotitalouksien velat ja varat	18
3 Kotitalouksien velka ja rahoitusjärjestelmän vakaus: uhat ja välineet	22
3.1 Kotitalouksien velan seuraukset rahoitusjärjestelmän vakaudelle	22
3.2 Makrovakauspolitiikka ja asuntoluottokehitykseen vaikuttaminen	24
4 Poliittikkavaihtoehdot	26

Kuvioluettelo

Kuvio 1. Asuntojen reaalihintojen muutos	5
Kuvio 2. Kotitalouksien velat	7
Kuvio 3. Asuinrakennusinvestoinnit	8
Kuvio 4. Asuntojen reaali hinnat	12
Kuvio 5. Asuntojen hinnat Suomessa	15
Kuvio 6. Kotitalouksien velkaantuneisuus ja korkomenot Suomessa	19
Kuvio 7. Kotitalouksien velat ja varat	20
Kuvio 8. Kotitalouksien luotoista aiheutuneet luottotappiot	23

BoF Online
Päätoimittaja

Mika Pösö

ISSN

1796-9123 (online)

Postiosoite
PL 160
00101 HELSINKI

Käyntiosoite Snellmanin aukio
Puhelin 010 8311
Faksi (09) 174 872

Sähköposti
etunimi.sukunimi@bof.fi
www.suomenpankki.fi

Swift SPFB FI HH
Y-tunnus 0202248-1
Kotipaikka Helsinki

Yhteenveto

Viime vuosien aikana saadut kokemukset korostavat asuntomarkkinoiden ja kotitalouksien velan merkitystä yleisen talouskehityksen arvioinnissa ja siihen liittyvän talouspolitiikan suunnittelussa. Niissä maissa, joissa asuntojen hinnat ja kotitalouksien velat nousivat nopeasti ennen vuosien 2008 ja 2009 finanssikriisiä, kotimainen kysyntä usein heikkeni merkittävästi kriisin alettua.

Viime vuodet ovat myös osoittaneet, kuinka vaikeaa on tehdä yksittäisiä maita koskevia arvioita asuntomarkkinoiden tilan ja kotitalouksien velan kestävydestä. Joidenkin maiden osalta kehityksen heikkeneminen finanssikriisin alettua osattiin ennakoida useissa tutkimuksissa, mutta monissa tapauksissa arviot eivät olleen yhtä onnistuneita.

Suomea koskevat tilastot ja tutkimukset eivät pääsääntöisesti viittaa asuntohintojen olevan ilmeisen kestävämmällä tasolla. Tällaisiin arvioihin silti liittyy aina suurta epävarmuutta. Lisäksi selkeä riski on olemassa siitä, että lähivuosina tilanne kehittyi haavoittuvampaan suuntaan. Näin voi käydä etenkin, jos kotitaloudet pitävät viime vuosien poikkeuksellisen matalaa korkotasoa pysyvänä tai odottavat, että asuntohinnat jatkavat nopeaa nousuaan pitkälle tulevaisuuteen.

Suomalaisten kotitalouksien velat ovat nousseet historiallisen suuriksi suhteessa tuloihin. Tähän kehitykseen liittyy riskejä kotitalouksien taloudellisen haavoittuvuuden kasvusta ja sen seurauksena myös makrotalouden häiriöherkkyyden kasvusta. Verrattuna muihin kehittyneisiin talouksiin suomalaisten kotitalouksien velan kasvu ja sen kokonaismäärä eivät kuitenkaan ole suurimpien joukossa.

Kotitalouksien velkaantumiseen liittyviä riskejä kasvattaa velan aiempaa epätasaisempi jakautuminen kotitalouksien kesken. Kotitalouksien tuloihin suhteutettuina hyvin suurten lainojen osuus on lisääntynyt, mikä kasvattaa kyseisten kotitalouksien taloudellisia riskejä. Makrotalouden vakaudelle se ei kuitenkaan käytettävissä olevien tietojen valossa näytä aiheuttavan välitöntä uhkaa vaikka voikin voimistaa muista lähteistä mahdollisesti kumpuavien taloudellisten ongelmien vaikutuksia – etenkin rahoitusjärjestelmän häiriöiden.

Kotitalouksien velkojen kasvu ja asuntojen hintojen nousu herättävät kysymyksen, onko kotitalousluotoista aiheutuva uhka Suomen rahoitusjärjestelmän vakaudelle kasvanut. Viime vuosina luotonantajien luottotappiot kotitalouksille myönnettyistä luotoista ovat pysyneet erittäin pieninä, ja suurimmillaankin 1990-luvun alussa ne jäivät alle prosenttiin kotitalousluotto-

jen kannasta. Merkittävät luottotappiot kotitalouslainoista näyttävät epätodennäköisiltä myös lähitulevaisuudessa. Kotitalouksien velan kasvu on kuitenkin osaltaan kasvattanut makrotalouden häiriöherkkyyttä ja sitä kautta lisännyt myös rahoitusjärjestelmän riskejä.

Suomen kaltaisessa maassa on tärkeää reagoida kansallisten varallisuushintojen poikkeuksellisen voimakkaaseen nousuun liittyvien riskien kasvuun ennaltaehkäisevästi, sillä mahdollisuudet reagoida talouspolitiikan keinoin varallisuushintojen alenemisen taloudellisiin seurauksiin ovat hyvin rajalliset. Jos asuntohintojen nousu ja kotitalouksien velan kasvu nähdään Suomessa liiallisiksi ja niihin tulee jossain vaiheessa tarve puuttua, ei siihen nykyisellään ole tehokkaita välineitä. Nyt valmistelussa oleva makrovakauseräpolitiikka voi tulevaisuudessa tarjota tähän mahdollisuuden. Yksi keino saattaisi olla asuntolainojen enimmäisluototusasteen sitova rajoittaminen.

1 Asuntojen hinnat

1.1 Kansainvälinen asuntomarkkinakehitys

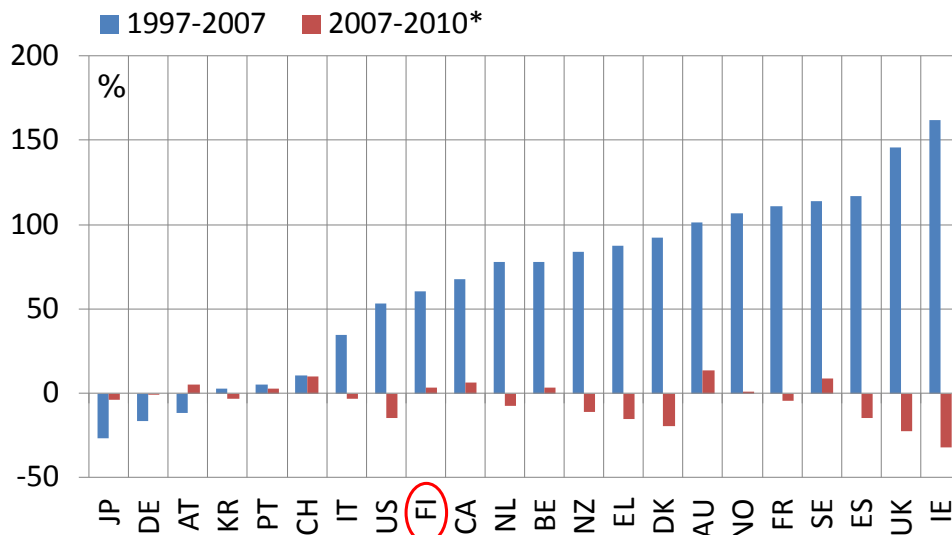
Asuntojen hinnat nousivat useimmissa kehittyneissä talouksissa selvästi yleistä kuluttajahintatasoa enemmän 1990-luvun jälkipuoliskolta lähtien aina finanssikriisiin alkuun asti. Joissain maissa hinnat nousivat enemmän kuin toisissa, mutta varsinaisia poikkeuksia oli vain kaksi: Saksa ja Japani. Niissä asuntohinnat jatkoivat 1980- ja 1990-lukujen vaihteessa alkanutta alenemistaan.

Asuntojen hintojen yleinen nousu 1990-luvun jälkipuoliskolta alkaen oli monessa suhteessa poikkeuksellista edellisiin vuosikymmeniin verrattuna. Reaalihinnat nousivat enemmän ja pidemmän aikaa kuin yleensä aiemmissa nousuepisodeissa. Lisäksi hintojen nousu oli poikkeuksellisen synkronoitua eri maiden välillä, kun vain Saksa ja Japani erottuivat joukosta. Huomattava ero aiempaan oli myös se, että asuntojen hintakehitys oli poikkeuksellisen heikosti korreloitunut yleisen suhdannevaihtelun kanssa. Tämä korostui vuosina 2001–2003, kun asuntojen hinnat nousivat vahvasti huolimatta yleisen suhdannekehityksen heikkoudesta. Samanaikaisesti korot alenivat tuntuvasti.

Asuntohintojen nousu oli erityisen nopeaa vuosina 2004–2006. Tuolloin myös talouskasvu oli vauhdikasta, muutkin varallisuushinnat nousivat, asuntoja rakennettiin paljon, ja luottojen kasvu oli nopeaa. Yleinen talouskehitys ylikuumeni ennen finanssikriisiä.

Asuntojen hintojen 1990-luvun jälkipuoliskolta alkanut yleinen nousu on liittynyt kotitalouksien velkaantumisen voimakkaaseen kasvuun. Monissa kehittyneissä talouksissa kotitalouksien velka-asteet olivat finanssikriisin alkaessa nousseet uusille ennätystasoille.

Kuvio 1. Asuntojen reaalihintojen muutos



*) NL ja JP: 2007-2009. Lähteet: Eurostat ja OECD.

Asuntojen hintojen nousun taustalla onkin ollut pitkälti tekijöitä, jotka ovat lisänneet kotitalouksien velkaantumista kannustamalla sitä tai vähentämällä sen esteitä. 1970-luvun lopulla alkanut rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen kuuluu keskeisiin taustatekijöihin, samoin kuin osin siitä seuranneet erilaiset rahoitusmarkkinoiden innovaatiot. Lisäksi velan kasvua ovat edesauttaneet makrotaloudellisen kehityksen lisääntynyt vakaus 1980-luvulta lähtien sekä reaalkorkojen aiempaa matalampi taso etenkin 1990-luvun puolivälin jälkeisenä aikana.

Maakohtaisten erojen syyt sekä kysynnässä että tarjonnassa

Vaikka asuntojen reaali hinnat nousivat tuntuvasti vuoteen 2007 asti melkein kaikissa kehittyneissä maissa, oli maiden välillä suuriakin eroja (Kuvio 1). Eniten reaali hinnat nousivat vuosien 1997 ja 2007 välillä Irlannissa, Isossa-Britanniassa, Espanjassa, Ruotsissa, Ranskassa, Norjassa ja Australiassa. Kaikissa näissä maissa reaali hinnat enemmän kuin kaksinkertaisuivat vuosien 1997 ja 2007 välillä.¹ Samalla ajanjaksolla reaali hinnat nousivat Suomessa

¹ Tämän luvun asuntohintatiedot perustuvat OECD:n, Eurostatin ja Tilastokeskuksen tilastoihin.

noin 60 %, mikä sijoittaa maamme tässä vertailussa keskikastiin kehittyneiden talouksien joukossa.

Keskeisiä taustatekijöitä maiden välisille eroille näyttävät yleisen talouskehityksen lisäksi olleen asuntorahoituksen muodot ja niiden kehitys sekä asuntojen tarjonnan joustavuus.

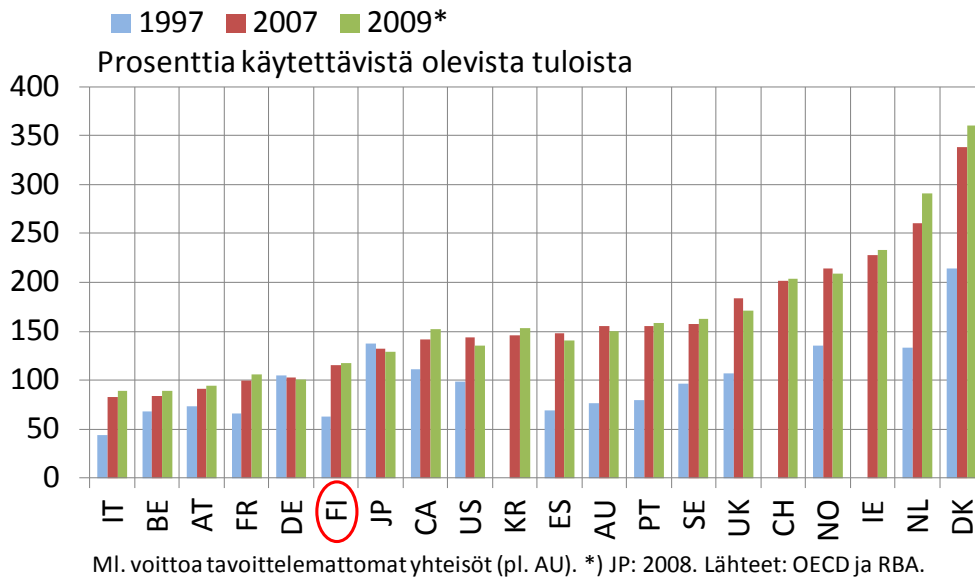
Sääntelyn purkamisesta sekä rahoitusalan innovaatioista ja kilpailun kiristymisestä seuraava asuntorahoituksen "kehittyneisyys" kuvaa sitä, kuinka rajoittamattomasti ja millä hinnalla kotitaloudet voivat ottaa asuntoluottoja. Rajoitteiden vähäisyyttä voidaan mitata mm. keskimääräisillä luototusasteilla, laina-aikojen pituudella, mahdollisuudella maksaa laina pois ennenaikaisesti ja mahdollisuudella käyttää asuntoa vakuutena asuntolainojen lisäksi muissakin lainoissa.

Erot asuntorahoituksen muodoissa maiden välillä juontavat juurensa mm. eroihin lainsäädännössä sekä kansallisissa traditioissa ja instituutioissa. Kotitalouksia koskevat asuntorahoituksen muodot määräytyvät osin sen mukaan, miten pankit ja muut asuntoluottojen myöntäjät hoitavat omat rahoituksensa.

IMF:n arvion mukaan edellä kuvattujen mittarien mukaan luokiteltuina "kehittyneen" asuntorahoituksen maihin voidaan laskea mm. Yhdysvallat, Iso-Britannia, Kanada, Australia ja Pohjoismaat.² Manner-Euroopan maista tähän joukkoon voidaan laskea mukaan oleellisesti ainoastaan Alankomaat. Yhteisenä taustana näillä mailla on se, että niissä rahoitusmarkkinoiden ja erityisesti asuntolainamarkkinoiden vapauttaminen tapahtui suhteellisen aikaisin, pitkälti jo 1980-luvun alkupuoliskolla. Näissä maissa kotitalouksien velat ovat tyypillisesti kasvaneet melko suuriksi (Kuvio 2). On syytä huomata, että asuntomarkkinoiden "kehitys" ei aina ole luonteeltaan kestävä, ja viime vuosina se onkin ottanut taka-askelia mm. Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa.

² Ks. IMF (2008): The Housing Sector and the Business Cycle. IMF World Economic Outlook, luku 3, huhtikuu 2008.

Kuvio 2. Kotitalouksien velat



Asuntorahoituksen muodoissa tapahtui 1990-luvulla ja 2000-luvun alkuvuosina muutoksia monissa maissa. Asuntolainojen laina-ajat pitenivät mm. Suomessa, Ranskassa ja Irlannissa. Lyhennysvapaat lainat otettiin laajalti käyttöön Tanskassa, Yhdysvalloissa ja Alankomaissa. Lisäksi vaihtuvakorkoisten lainojen osuus uusista lainoista kasvoi monissa maissa.

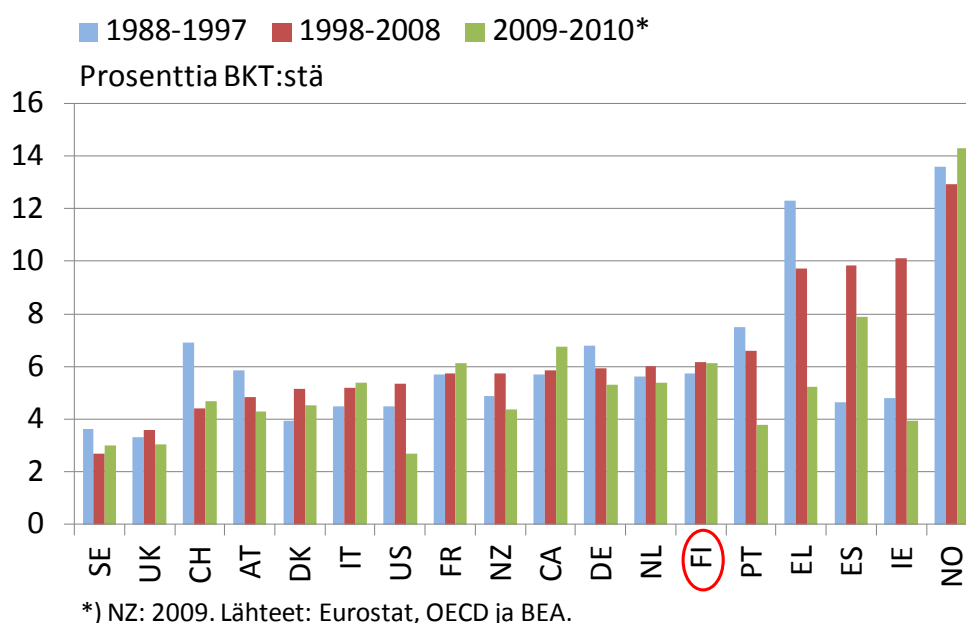
Vaihtuvakorkoisten lainojen osuus kaikista lainoista on yksi keskeinen elementti eroissa eri maiden asuntorahoitusjärjestelmien välillä. Lyhyiden korkojen taso oli matala erityisesti vuosina 2002–2005 sekä absoluuttisesti että suhteessa pitkiin korkoihin. Tämä osaltaan kasvatti kotitalouksien velkaa ja asuntojen kysyntää niissä maissa, joissa vaihtujakorkoisten lainojen osuus on suuri. Tällaisia maita ovat Australia, Irlanti, Portugali, Espanja, Ruotsi, Suomi Iso-Britannia. Vaihtuvakorkoisten lainojen osuus kasvoi useissa maissa, mm. Yhdysvalloissa.

Lyhyet korot ovat olleet poikkeuksellisen matalat sekä absoluuttisesti että suhteessa pitkiin korkoihin myös viime vuosina finanssikriisin alkamisen jälkeen. Tämä selittää osin asuntojen kysynnän ja kotitalouksien velan kasvun jatkumista edellä mainitusta vaihtuvakorkoisten lainojen maista Suomessa, Ruotsissa ja Australiassa.

Asuntorahoituksen muotojen lisäksi myös julkisen sektorin toimilla on vaikutuksensa kotitalouksien velan ja siten asuntojen kysynnän kehitykseen. Asuntolainojen korkojen verovähennysoikeus sekä muut verotukselliset tekijät kannustavat useissa maissa kotitalouksia velkaantumaan. Tällaiset verohelpotukset ovat suuria mm. Alankomaissa, Tanskassa ja Nor-

jassa, joissa kaikissa kotitalouksien velka-asteet ovatkin poikkeuksellisen suuret.³ Suomi, Ruotsi ja Yhdysvallat kuuluvat tässä vertailussa kehittyneiden maiden keskikastiin. Vaikka tällaiset verokannustimet usein liittyvät korkeisiin velka-asteisiin, niillä ei näytä olevan vahvaa korrelaatiota sen kanssa, kuinka paljon kotitalouksien velat ovat kasvaneet viimeksi kuluneiden 15 vuoden aikana. Verokannustimet ovat poikkeuksellisen pieniä mm. Irlannissa ja Espanjassa.

Kuvio 3. Asuinrakennusinvestoinnit



Vuokra-asuntomarkkinoiden toimimisella on silläkin oma vaikutuksensa omistusasuntojen kysyntään ja kotitalouksien velkaan. Hyvin toimivat vuokra-asuntomarkkinat lisäävät kotitalouden valintamahdollisuuksia, eikä sen ole pakko ostaa asuntoa, jos vuokra-asuminen muuten sopii sille paremmin. Suomessa vapaarahoitteisten vuokra-asuntojen markkinat ovat kohdalaisen suuret ja ne toimivat siinä suhteessa hyvin, että vuokrat eivät ole säännellyt. Toisaalta vuokra-asuntojen hintataso on Suomessa yksi Euroopan korkeimmista.⁴

Asuntojen tarjonnan joustavuudesta johtuen asuntoihin kohdistuvan kysynnän kasvu ei ole kaikissa maissa johtanut niiden hintojen poikkeavan suureen nousuun. Vahvasta talous-

³ Ks. D. Andrews ym. (2011): "Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries". OECD Economics Department Working Paper nr. 836.

⁴ Ks. K. Dol – M. Haffner (2010): Housing Statistics in the European Union. OTB Research Institute for the Built Environment, Delft University of Technology.

kasvusta ja asuntorahoituksen kehittyneisyydestä huolimatta asuntojen hinnat eivät vuosina 1997–2007 nousseet poikkeuksellisen nopeasti sellaisissa maissa kuin Yhdysvallat, Kanada ja Suomi. Näitä maita yhdistää pieni asukastiheys ja se, että niissä asuntojen tarjonta on viime vuosikymmeninä reagoinut OECD:n tuoreen tutkimuksen mukaan muita maita voimakkaammin asuntojen hintojen muutoksiin.⁵ Siten asuntojen kysyntäpaineen kasvusta suhteellisen suuri osa on voinut kanavoitua asuntojen rakentamiseen ja suhteellisen pieni osa niiden hintojen nousuun (Kuviot 1 ja 3).

Edellä mainituista tuloksista ei kuitenkaan voi vetää sellaista johtopäätöstä, että kyseisissä maissa asuntojen tarjontarajoitteet eivät ole sitovia eivätkä voi johtaa merkittäviin epätasapainoihin ja hyvinvointitappioihin. Näissäkin maissa on tunnetusti alueita, joissa asuntojen tarjonnan reagointi kysyntäpaineiden kasvuun on ollut heikko.

Finanssikriisi katkaisi lähes kaikissa kehittyneissä maissa asuntojen reaalihintojen pitkään jatkuneen nousun. Useimmissa maissa reaali hinnat ovat finanssikriisin alkamisen jälkeen laskeneet tai polkeneet paikallaan. Eräissä maissa ne eivät juuri laskeneet tai ovat jo kääntyneet uudelleen selvään nousuun. Tällaisia poikkeuksia ovat Australia, Kanada, Belgia, Ruotsi ja Suomi. Näitä maita yhdistää se, että niissä kotitalouksien taloudellinen tilanne ei ole heikentynyt voimakkaasti. Australiaa lukuun ottamatta ne eivät lukeudu siihen ryhmään maita, jossa kotitalouksien velka-asteen nousu oli ennen finanssikriisiä nopeimpien joukossa. Lisäksi kaikissa näissä maissa yksityinen kulutus on finanssikriisin alkamisen jälkeen kasvanut enemmän kuin kehittyneissä maissa keskimäärin.

Asuntojen hintojen nopeaa nousua voi seurata jyrkkä taantuma

Asuntomarkkinoiden ja kotitalouksien velan kehityksellä on tyypillisesti tärkeä rooli talouden yleisissä suhdannevaihteluissa. Asuntojen hintojen voimakas velkavetoinen nousu voi altistaa talouden voimakkaan laskusuhdanteen riskille etenkin, jos rahoitusjärjestelmän toiminta samalla häiriintyy.

Asuntojen kysynnän kasvun makrotaloudelliset seuraukset riippuvat osin siitä, miten asuntojen tarjonta reagoi siihen. Jos asuntojen tuotanto ei kasva nopeasti, näkyy kysynnän kasvu valtaosin asuntojen hinnoissa. Jos tällaista asuntojen kysynnän velkavetoista kasvuvaihetta seuraa syystä tai toisesta niiden kysynnän supistuminen, näkyvät sen vaikutukset suoraan kotitalouksien nettovarallisuusasemassa: velat ovat kasvaneet, mutta asuntovarallisuuden arvo laskee.

⁵ Ks. A. Sánchez – Å. Johansson (2010): "The Price Responsiveness of Housing Supply in OECD countries". OECD Economics Department Working Paper, nr. 837.

Tilanne on toisenlainen silloin, kun asuntotuotanto reagoi nopeasti kysynnän kasvuun. Tällöin hintojen nousu voi jäädä vähäisemmäksi ja kysynnän kasvusta seurata reaalisena asuntovarallisuuden kasvu, jota asuntojen hintojen mahdollinen tuleva lasku ei normaalisti pyyhi pois.⁶ Näin kotitalouksien nettovarallisuus ei välttämättä heikkene tuntuvasti. Toisaalta asuntotuotannon voimakas supistuminen voi merkitä koko talouden tuotantopotentiaalia heikentävää rakennemuutosta, sillä rakennusosalta vapautuvat resurssit eivät yleensä siirry kitkatta toisille toimialoille. Lisäksi rahoitusjärjestelmän vakautta voi tässä tilanteessa uhata rakennusalan yritysten maksuvaikeuksien kasvu.

Viime vuosien finanssikriisin aikana talouskehitys on useissa maissa heikentynyt sekä kotitalouksien taseiden kärsimisen että asuntorakentamisen supistumisen takia. Kotitalouksien velan nopea kasvu ennen kriisiä johti useissa tapauksissa sittemmin kotimaisen kysynnän merkittävään heikkenemiseen. Vertailtaessa eroja kehittyneiden talouksien kokemuksissa havaitaan, että mitä enemmän kotitalouksien velka-aste nousi ennen kriisiä, sitä enemmän niiden kulutus tyypillisesti supistui kriisin alettua.⁷ Sama yhteys on havaittu myös vertailtaessa Yhdysvaltain eri piirikuntien kokemuksia.⁸ Suomessa kotitalouksien velan kasvu ennen kriisiä oli lähellä OECD-maiden keskiarvoa, ja sama pätee yksityisen kulutuksen kehitykseen kriisin alkamisen jälkeen.

Makrotaloudellisen kehityksen vakauden kannalta olisi arvokasta tietää, onko asuntojen hinnoissa tiedossa merkittävä korjausliike. Asuntohintojen "tasapainotason" arvioiminen on kuitenkin tunnetusti hyvin vaikea tehtävä. Kuten edellä todettiin, asuntojen hintoihin vaikuttavat muutokset useissa eri taustatekijöissä ja jotkut niistä ovat luonteeltaan pysyvämpiä kuin toiset. Asuntojen kysyntään vaikuttavien tekijöiden muutokset voivat olla enemmän tai vähemmän pysyviä. Lisäksi asuntojen tarjonnan hidastuminen reagoi muutoksiin niiden kysynnässä voi nostaa hintoja lyhyellä aikavälillä, vaikka pidemmällä aikavälillä tarjonnan reaktio olisi suurempikin.

Ennen kriisiä asuntojen hinnat tyypillisesti nousivat suhteessa kotitalouksien tuloihin

Arvioitaessa asuntojen hintatason kestävyyttä yhtenä vertailukohtana pidetään usein kotitalouksien tulokehitystä. Kun kotitalouksien tulot kasvavat, on niillä varaa maksaa asunnoista enemmän. Myös korkotaso voidaan ottaa huomioon tällaisessa arvioissa, sillä matala korko-

⁶ Poikkeuksena tästä on tilanne, jossa hyvin heikon asuntojen kysynnän oloissa merkittävä osa asunnoista jää tyhjilleen, jolloin ne voivat ränsistyä nopeasti. Näin on viime vuosina käynyt useilla asuinalueilla Yhdysvalloissa.

⁷ Ks. R. Glick – K. Lansing (2010): "Global Household Leverage, House Prices, and Consumption". Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 2010-01.

⁸ Ks. A. Mian – A. Sufi (2010): "Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009". NBER Working Paper nr. 15896.

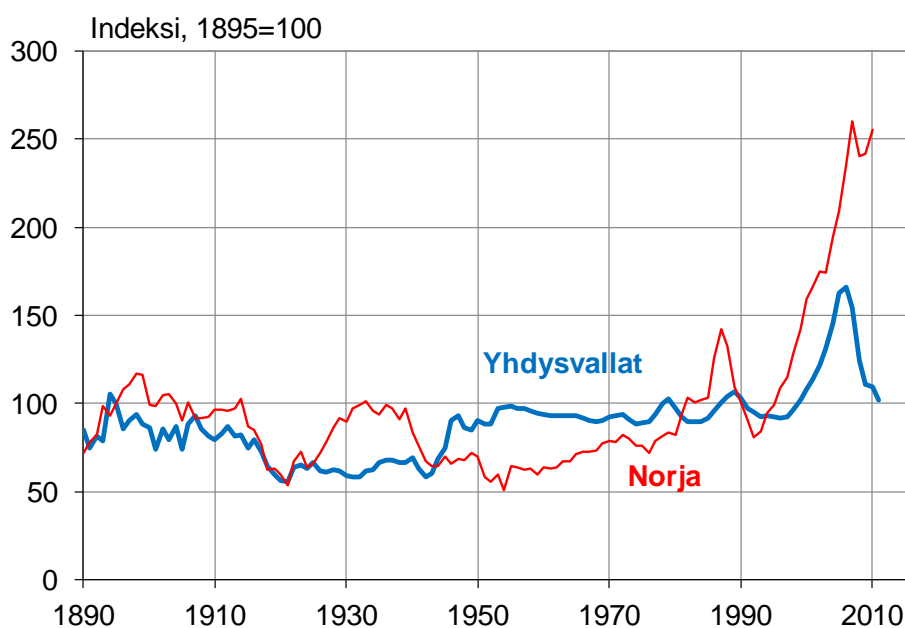
taso helpottaa kotitalouksien kykyä hoitaa asuntolainojaan ja siten myös maksaa asunnoista enemmän.

Kun arvioidaan asuntohintojen pidemmän aikavälin tasapainotaso, on kuitenkin mielekästä olettaa, että reaalin korkotaso palaa ennemmin tai myöhemmin pitkän aikavälin keskiarvonsa tuntumaan. Jos lisäksi oletetaan, että omistusasumisen kulujen osuus kotitalouksien kaikista menoista on pitkällä aikavälillä muuttumaton, saadaan seuraava nyrkkisääntö: pitkällä aikavälillä asuntojen hinnat nousevat suunnilleen yhtä paljon kuin kotitalouksien yhteenlasketut tulot, jos asuntojen tarjonta ei muutu lainkaan.

Jos sen sijaan asuntojen tarjonta kasvaa, nousevat asuntojen hinnat vähemmän kuin kotitalouksien tulot muiden edellä esitettyjen oletusten pätiessä. Jos asuntojen tarjonta on pitkällä aikavälillä täysin joustavaa, nousevat asuntojen hinnat sen verran kuin niiden tuottamisen kaikki kustannuksen kasvavat. Tällöin jos rakennusmaan tarjonta ei pitkällä aikavälillä ole rajoite, nousevat asuntojen hinnat rakentamisen kustannusten nousun verran eli yleensä suunnilleen saman verran kuin yleinen kuluttajahintojen taso.

Yhteenvetona voi siis sanoa, että pitkällä aikavälillä asuntojen reaalihintojen voi odottaa pysyvän suunnilleen vakioisina, jos niiden tarjonta reagoi esteettä. Rakentamiskelpoisen maan saatavuus voi kuitenkin muodostua pullonkaulaksi pitkälläkin aikavälillä. Lisäksi pitkä aikaväli voi olla hyvin pitkä, koska asuntojen tuottaminen vie vuosia, koska asuntotuotannon kapasiteetin kasvattaminen tarvittaessa kestää sekin aikansa ja koska reaalikorkojen yhtäjaksoiset poikkeamat pitkän aikavälin keskiarvostaan voivat kestää kauan.

Kuvio 4. Asuntojen reaali hinnat



Lähteet: Robert J. Shiller ja Norges Bank.

Tiedot asuntojen hintojen kehityksestä hyvin pitkällä aikavälillä ovat harvinaisia. Siellä, mistä tietoja on saatavissa, eli Yhdysvalloissa, Norjassa ja Amsterdamissa, asuntojen reaali hinnat olivat 1990-luvun puolivälissä hyvin lähellä tasoja, joilla ne olivat noin sata vuotta aiemmin (kuvio). Amsterdamin asuntojen hinnoista on tietoja olemassa aina 1600-luvun alkupuoliskolta lähtien, ja reaali hinnat olivat jo tuolloin lähellä 1990-luvun puolivälin tasoa. Toisaalta samat tietolähteet kertovat, että asuntojen reaali hinnat ovat usein erkaantuneet kauas pitkän aikavälin keskiarvotasoiltaan yhtäjaksoisesti jopa useiden vuosikymmenten ajaksi.

Suhteessa kotitalouksien tuloihin asuntojen hinnat nousivat useissa kehittyneissä talouksissa ennen finanssikriisiä tuntuvasti. Vuosien 1997 ja 2007 välillä suurimmat eli 80–100 prosentin hintojen nousut suhteessa tuloihin koettiin Isossa-Britanniassa, Irlannissa ja Espanjassa. Suomessa asuntojen hinnat nousivat samaan aikaan 16 % suhteessa kotitalouksien tuloihin, mikä on yksi vähäisimmistä muutoksista kehittyneiden maiden joukossa.

Finanssikriisin alkamisen jälkeen asuntohintojen ja tulojen välinen suhde on pienentynyt useissa maissa. Monissa tapauksissa suhde on pienentynyt erityisen paljon juuri niissä maissa, joissa se ennen kriisiä nousi eniten. Suurin pudotus vuosien 2007 ja 2011 välillä koettiin Irlannissa, jossa asuntojen hinnat laskivat 36 % suhteessa kotitalouksien tuloihin.

Suomessa asuntohintojen ja kotitalouksien tulojen välinen suhde on sen sijaan finanssikriisin alkamisen jälkeen pysynyt jotakuinkin muuttumattomana.

Asuntojen hinnat nousivat yleensä myös suhteessa vuokriin

Asuntojen hintakehityksen kestävyyttä arvioitaessa kotitalouksien tulojen lisäksi toinen paljon käytetty vertailukohta on vuokrien kehitys. Asuntojen hintojen ja vuokrien välinen suhde vastaa osakehintojen tason arvioinnissa käytettyjä P/E- ja P/D-lukuja eli osakkeiden hintoja suhteutettuina niiden tuloksiin tai osinkoihin. Asuntojen hintojen ja vuokrien välinen suhde kertoo siitä, kuinka edullista on omistusasuminen suhteessa vuokra-asumiseen. Asuntosijoittajan näkökulmasta kyseinen suhde kertoo siitä, mikä on asuntosijoituksen tuotto. Jos asuntojen hinnat nousevat selvästi vuokria enemmän, asunnot muuttuvat vähemmän houkuttelevaksi sijoituskohteeksi muihin sijoituskohteisiin verrattuina ja asuntohintoihin voi syntyä laskupaineita.

Ennen finanssikriisiä asuntojen hinnat nousivat monissa kehittyneissä maissa tuntuvasti suhteessa vuokriin. Vuosien 1997 ja 2007 välillä suurimmat, yli 100 prosentin nousut koettiin Isossa-Britanniassa, Uudessa-Seelannissa ja Ruotsissa. Irlannissa ja Espanjassa suhdeluvun nousu jäi 80–90 prosentin tuntumaan, kun vuokrien nousu oli myös hyvin nopeaa. Suomessa asuntojen hinnat nousivat 40 % suhteessa vuokriin. Finanssikriisin alkamisen jälkeen nämäkin suhdeluvut ovat laskeneet niissä maissa, joissa asuntojen hinnat ovat laskeneet. Sen sijaan Suomessa ja Ruotsissa nousu on jatkunut, ja Ruotsissa suhdeluku oli vuonna 2011 jo 116 % vuoden 1997 tason yläpuolella.

Asuntojen hintojen ja vuokrien suhdeluku on hyödyllinen karkeana mittarina, mutta huolellisempi tarkasteltu ottaa huomioon myös korkojen ja mm. asunnon ylläpitokustannusten kehityksen. Kun tehdään näin, voidaan verrata tarkemmin asunnon tuottoa sijoituskohteena muiden sijoituskohteiden tuottoihin.

Tällaisia asumisen käyttökustannukset huomioivia kansainvälisiä vertailuja on tehty rajallisesti. Eräs ennen finanssikriisiä vuonna 2005 tehty vertailu osoitti, että erityisesti Isossa-Britanniassa, Irlannissa ja Australiassa asuntojen hinnat nousivat suhteessa vuokriin enemmän kuin omistusasumisen käyttökustannusten alenemisellä voitiin selittää.⁹ Käyttökustannusten aleneminen johtui etenkin korkojen alenemisesta.

Suomessa vastaavat tarkastelut tuottavat tuloksen, jonka mukaan asuntojen hinnat ovat vuoden 1997 jälkeen nousseet suhteessa vuokriin sunnilleen yhtä paljon tai jopa vähemmän

⁹ Ks. N. Girouard ym. (2005): "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals". OECD Economics Department Working Paper nr. 475.

kuin omistusasumisen käyttökustannuksilla voidaan selittää.¹⁰ Ruotsissa tapahtuneesta huomattavan suuresta asuntohintojen ja vuokrien välisen suhteen noususta vuoden 1997 jälkeen voidaan Riksbankin julkaiseman tutkimuksen mukaan käyttökustannusten alenemisellä selittää suurin osa.¹¹

Asuntohintojen käänne osattiin ennakoida vain joissain tapauksissa

Asuntojen hintojen tason kestävyys arvioimisen vaikeutta kuvaa se, että erilaisissa ennen finanssikriisiä tehdyissä arvioissa onnistuttiin tulevat hintakäänteet ennakoimaan varsin epätarkasti. Nämä arviot perustuivat sekä edellä esitettyihin suhdelukuihin että erilaisiin ekonometriisiin malleihin, joissa asuntojen hintoja selitettiin niiden taustatekijöillä.

Ennen kriisiä tehtyjen arvioiden mukaan kestävämmän hintakehityksen maita olivat tyypillisesti Iso-Britannia, Irlanti, Espanja, Australia ja Alankomaat. Näistä maista suuria hinnanalaskuja on sittemmin nähty kolmessa ensin mainitussa, mutta Alankomaissa hinnat ovat laskeneet vain hieman ja Australiassa ne ovat jatkaneet nousuaan. Sen sijaan Yhdysvalloissa ja Tanskassa asuntojen reaali hinnat olivat vuonna 2010 laskeneen huipuistaan noin 20 %, mitä useimmissa tutkimuksissa ei osattu ennakoida.

Niissä aivan viimeaikaisissa tutkimuksissa, joissa tarkastellaan asuntohintojen tasoa vuosina 2010 ja 2011, merkkejä asuntohintojen mahdollisesta tulevasta alenemisestä nähdään mm. Ruotsissa, Ranskassa ja Australiassa.¹² Suomen asuntohinnoissa ei sen sijaan samojen tutkimusten mukaan edelleenkään nähdä olevan merkittävää alenemispainetta.

Yksi syy sille, miksi asuntohintojen kehitys suhteessa tuloihin tai vuokriin antaa vain epävarman indikaation hintojen todellisesta yli- tai aliarvostuksesta on, että nämä mittarit suhteuttavat asuntojen hintakehityksen sellaisiin muuttujiin, jotka voivat itsekin poiketa tasapainoisen kehityksen uralta. Tämä voi olla tilanne esimerkiksi silloin, kun yleinen taloudellinen kehitys ylikuumenee. Tällöin vuokrat ja kotitalouksien tulot voivat nousta vain laskeakseen myöhemmin laskusuhdanteessa, eikä asuntohintojen suhteuttaminen niihin anna luotettavaa kuvaa asuntohintakehityksen kestävydestä.

¹⁰ Ks. J. Kivistö (2012): "Suomen asuntohintakehitys ja siihen vaikuttavat tekijät", BoF Online (tulossa) sekä E. Oikarinen (2010): "Empirical Application of the Housing Market No-Arbitrage Condition: Problems, Solutions and a Finnish Case Study". Nordic Journal of Surveying and Real Estate Research 7:2, 7–33.

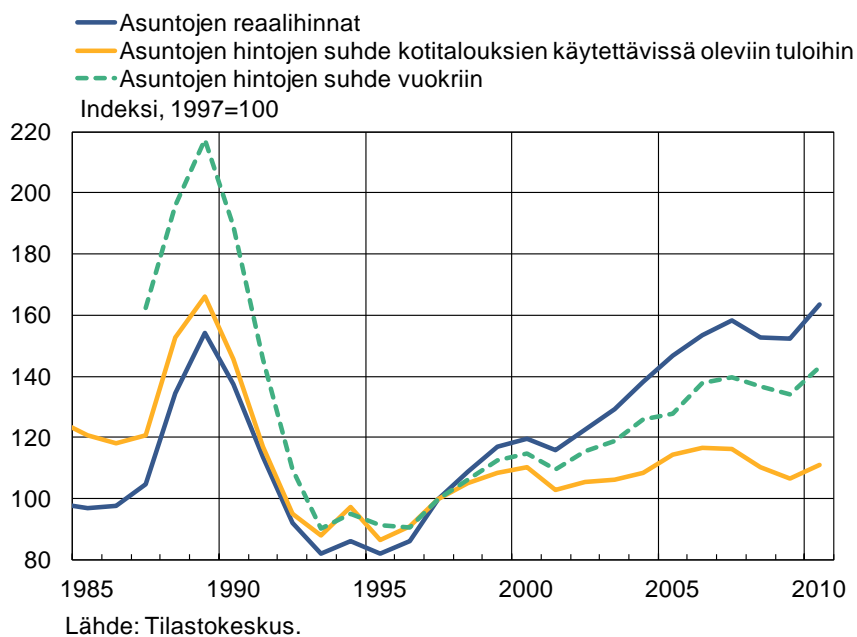
¹¹ Ks. P. Englund (2011): "Swedish House Prices in an International Perspective". Sivut 23-66 kirjassa "The Riksbank's inquiry into the Swedish Housing Market. Sveriges Riksbank".

¹² Ks. L. Rousová – P. van den Noord (2011): "Predicting Peaks and Troughs in real House Prices". OECD Economics Department Working Paper nr. 882 sekä kehikko "Tools for Detecting Possible Misalignments of Residential Property Prices from Fundamentals" teoksessa ECB Financial Stability Report, June 2011.

1.2 Asuntojen hinnat Suomessa

Suomen asuntomarkkinoiden kehitys oli 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa kansainvälisessä vertailussa poikkeuksellisen epävakaa. Sen sijaan 1990-luvun puolivälin jälkeen se on ollut useimpiin kehittyneisiin maihin verrattuna poikkeuksellisen vakaa. Asuntojen reaali hinnat nousivat vuosien 1997 ja 2007 välillä 63 % eli vähemmän kuin monissa muissa kehittyneissä talouksissa (kuvio).

Kuvio 5. Asuntojen hinnat Suomessa



Taantuman jälkeen asuntohinnoissa ei ole koettu samanlaista tuntuva laskua kuin monissa muissa kehittyneissä talouksissa. Vuosina 2008 ja 2009 asuntojen reaali hinnat laskivat yhteensä 4 % kääntyäkseen 8 prosentin nousuun vuonna 2010. Vuoden 2011 alkupuoliskolla hinnat jatkoivat nousuaan laskeakseen hieman vuoden jälkipuoliskolla. Asuntojen kysyntää on finanssikriisin alkamisen jälkeen tukenut asuntolainojen korkojen lasku, joka Suomessa oli monia muita euroalueen maita suurempi johtuen vaihtuvakorkoisten lainojen poikkeuksellisen suuresta osuudesta suomalaisten asuntolainoissa.

Asuntojen hintojen pitkän nousun taustatekijät ovat Suomessa suurelta osin samoja kuin muissakin kehittyneissä talouksissa. Asuntorahoituksen kehittyminen, makrotaloudellisen kehityksen vakautuminen ja korkojen aleneminen ovat kasvattaneet asuntojen kysyntää. Sitä on lisännyt myös kotitalouksien tulojen kasvu, joka on Suomessa ollut monia muita Euroopan maita nopeampaa.

Suomen rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen tapahtui oleellisilta osiltaan 1980-luvun alkupuoliskolla ja puolivälin tuntumassa eli suhteellisen varhaisessa vaiheessa verrattuna muihin kehittyneisiin talouksiin, etenkin useimpiin Manner-Euroopan maihin. Vaikka rahoitusmarkkinoiden vapauttamisesta on jo kulunut aikaa, ovat asuntorahoituksen muodot silti kehittyneet vielä 1990-luvun puolivälin jälkeenkin ilmeisesti osin kiristyneen kilpailun seurauksena. Kotitalouden näkökulmasta keskeisiä muutoksia ovat olleet lainamarginaalien supistuminen ja keskimääräisten laina-aikojen piteneminen, joskin nämä muutokset ovat ottaneet pieniä taka-askelia kansainvälisen finanssikriisin alkamisen jälkeen.

Suomalaisen asuntorahoituksen ehkä leimallisin piirre on vaihtuvakorkoisten lainojen suuri, viimeisimpien tietojen mukaan noin 90 prosentin osuus kaikista uusista asuntolainoista. Muihin suomalainen asuntorahoituksen piirteisiin kuuluu se, että laina-ajat ovat edelleen kansainvälisessä ja pohjoismaisessa vertailussa lyhyehköjä, kun uusien lainojen tyypillinen pituus on 20–25 vuotta. Luototusasteet ovat Suomessa normaalia kansainvälistä tasoa. Vuoden 2010 lopussa Finanssivalvonnan suorittaman pankkien asuntoluottoja koskevan kyselyn mukaan ensiasunnon ostajien asuntolainoissa keskimääräinen luototusaste on lähellä 100 prosenttia. Lisäksi suomalaisen asuntorahoituksen piirteisiin kuuluu se, että asuntoa käytetään melko yleisesti muidenkin lainojen kuin asuntolainojen vakuutena, joskin tämä käyttö on tilastojen mukaan vähäisempää kuin eräissä muissa maissa.

Suomessa on rakennettu asuntoja normaalia länsieurooppalaista tahtia viimeksi kuluneiden parinkymmenen vuoden aikana, mutta hintojen tuntuvaa nousua se ei ole estänyt. Asuinrakennusinvestointien osuus bruttokansantuotteesta on liikkunut 6 prosentin molemmin puolin. Viimeisimmän taantumien aikana asuinrakennusinvestointien osuus BKT:stä laski noin 5 prosenttiin, kun valtion tukitoimet estivät suuremman pudotuksen. Taantumien jälkeen asuinrakennusinvestointien BKT-osuus on noussut takaisin taantumaa edeltäneelle tasolle eli 6½ prosentin tuntumaan.

Suomen asuntokanta on viimeksi kuluneiden 20 vuoden aikana kasvanut sen verran, että asumisväljyys henkeä kohti on kasvanut 31 neliömetristä 39 neliömetriin samalla, kun väkiluku on kasvanut 7,5 %. Silti asumisväljyys on Suomessa edelleen yksi läntisen Euroopan pienimmistä ja selvästi pienempi kuin Ruotsissa ja Tanskassa. Ruotsissa neliöitä on asukasta kohti 45 ja Tanskassa 51.

Suomen viime vuosien asuntomarkkinakehityksen ja siihen liittyneen kotitalouksien velkaantumiskehityksen kestävyys on maamme talousnäkyvien ja niihin liittyvien riskien kannalta tärkeä kysymys. Jos asuntomarkkinakehityksessä tapahtuu voimakas käänne, menettää taloutemme sitä keskeisesti viime vuosina tukeneen voiman, joka vaimensi vuonna 2009

tapahuneen syvän kokonaistuotannon pudotuksen vaikutuksia mm. työllisyyteen. Useissa kehittyneissä talouksissa rupesivat asuntohinnat laskemaan ja kotitaloudet purkamaan kasvaneita velkataakkojaan finanssikriisin alkaessa. Jos näin käy Suomessakin, kääntyy yleinen talouskehitys vääjäämättä selvästi heikompaan suuntaan.

Empiiriset tarkastelut Suomen asuntohinta-kehityksen tasapainoisuudesta eivät selvästi viittaa siihen, että nykyinen hintataso olisi kestävä. Asuntojen hinnat ovat nousseet selvästi yleistä kuluttajahintatasoa nopeammin, mutta suhteessa kotitalouksien tuloihin ja asuntojen vuokriin hintojen asuntohintojen nousu on kansainvälisessä vertailussa ollut melko vaikeaa. Se on ollut melko vaikeaa myös suhteessa muihin Pohjoismaihin, joskin viimeaikainen asuntohintojen lasku Tanskassa on tasoittanut tilannetta.¹³ Asuntojen hinnat nousivat Suomessa vuosien 1997 ja 2007 välillä 43 % suhteessa vuokriin ja 11 % suhteessa kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin (edellinen kuvio).

Asuntohintojen ja vuokrien välisen suhteen nousu voidaan tutkimusten mukaan pitkälti selittää asumiskustannusten alenemisen eli lähinnä korkojen laskun pohjalta, kuten luvussa 1.1 todettiin. Tällaisten tutkimusten tulosten tulkitsemista voi vaikuttaa se, että niissä käytettävän korkomuuttujan valinta on aina viimekädessä mielivaltainen. Kivistön (2012) tulosten mukaan edellä mainittu johtopäätös ei ole riippuvainen siitä, mitä korkomuuttujaa laskelmassa käytetään.¹⁴

Asuntohintojen ja vuokrien välisen suhteen nousu ei siten näytä kertovan asuntohintojen kestävämmän korkeasta tasosta Suomessa. Erilaiset muut empiiriset tutkimukset eivät nekään viittaa kuin korkeintaan hienoiseen asuntohintojen yliarvostukseen.¹⁵

Ei siis ole ilmeistä, että asuntohinnat olisivat Suomessa nousseet kestävämmälle tasolle. Samaa voi sanoa myös kotitalouksien velkaantuneisuuden tasosta, kuten seuraavassa luvussa todetaan. Kovin suurella luottamuksella näihin johtopäätöksiin ei kuitenkaan ole syytä suhtautua, sillä tällaisiin arvioihin liittyy aina suurta epävarmuutta. Esimerkki tällaisista epävarmuuksista saatiin, kun ennen finanssikriisiä laajalti vallinnut käsitys siitä, etteivät Yhdysvaltain asuntohinnat ole ainakaan koko maan mittakaavassa voimakkaasti yliarvostetut, osoittautui virheelliseksi. Kuten luvussa 1.1 todettiin, Yhdysvaltain asuntohinnat eivät monien empiiristen mittareiden mukaan näyttäneet olevan kestävämmällä tasolla ennen finanssikriisiä.

¹³ Ks. H. Schauman (2012): "Asuntomarkkinat ja kotitalouksien velka – pohjoismainen vertailu". BoF Online (tulossa).

¹⁴ Ks. J. Kivistö (2012): "Suomen asuntohinta-kehitys ja siihen vaikuttavat tekijät", BoF Online (tulossa).

¹⁵ Ks. luvussa 1.1 mainitut kansainväliset vertailututkimukset sekä Mäki-Fränti ym. (2011): "Alueellisten asuntomarkkinoiden kehitys vuoteen 2013". PTT työpaperi nr. 131. Pellervon taloustutkimus.

Vaikka Suomen nykytilanne ei siis näytä ilmeisen epätasapainoiselta, on olemassa riski, että lähivuosina tilanne kehittyä haavoittuvampaan suuntaan. Asuntohintojen nousu ja kotitalouksien velan kasvu voivat jatkua pidemmän päälle kestäättömäksi osoittautuvassa vauhdissa. Näin voi käydä, jos kotitaloudet pitävät viime vuosien poikkeuksellisen matalaa korkotasoa pysyvänä tai odottavat, että asuntohinnat jatkavat nopeaa nousuaan pitkälle tulevaisuuteen.

On hyviä syitä ajatella, että vaikka asuntojen hintojen nykytaso ei olisikaan kestämaton, ei niiden nousu toisaalta voi kovin pitkään pysyä viimeksi kuluneiden 15 vuoden keskimääräisessä vauhdissa.

Tähän viittaa asuntohintojen nousun taustatekijöiden todennäköinen tuleva kehitys. Korkotaso ei voi nykyiseltä tasoltaan enää juuri laskea, ja sen nousu on jossain vaiheessa edessä. Väestön ikääntymisen vaikutusten alkaessa enenevästi vaikuttaa talouskehitykseen, ei kotitalouksien tulokehitys näyttäisi kovin pitkään voivan pysyä yhtä hyvänä, kuin se 1990-luvun puolivälin jälkeen keskimäärin on ollut. Asuntorahoituksen muodot voivat toki tulevaisuudessa muuttua edelleen aiempaa suurempaa lainanottoa kannustavaan/mahdollistavaan suuntaan, mutta varmaa se ei ole, eikä sekään voisi loputtomasti tukea asuntohintojen nousua.

Asuntohintojen nousuvauhdin hidastumiseen viittaa lisäksi se, että asuntosijoituksesta saatava tuotto ei voi pitkän aikavälin tasapainouralla olla selvästi vaihtoehtoisten sijoituskohdeiden tuottoa suurempi. Jos asuntojen tuotto-odotukset olisivat muihin sijoituskohteisiin nähden selvästi suuremmat, lisääntyisi asuntojen sijoituskysyntä vastaavasti nostaen hintoja välittömästi poistaen ylisuuret tuotto-odotukset. Samalla tavalla ei myöskään asuntohintojen nousuun kytkeytynyt tonttien hintojen nousuvauhti voi pitkän aikavälin tasapainossa olla viimeksi kuluneiden 15 vuoden keskiarvon mukainen vajaat 10 % vuodessa.

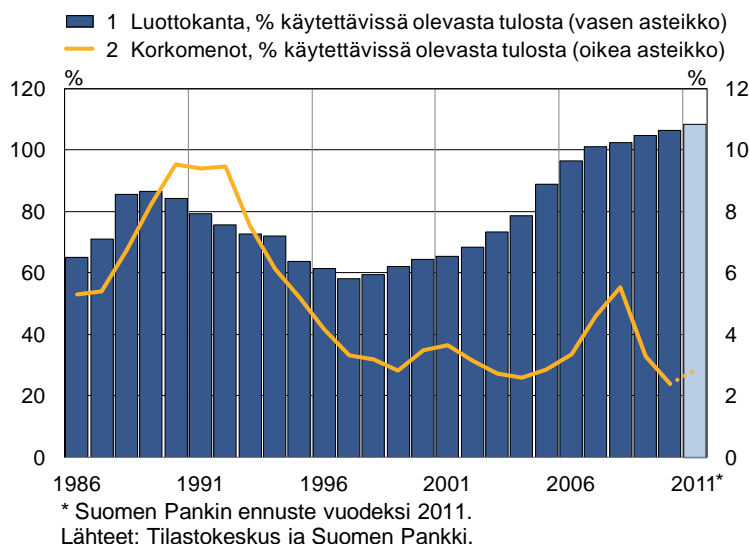
2 Kotitalouksien velka

2.1 Suomalaisten kotitalouksien velat ja varat

Kotitalouksien velkaantuneisuus on viimeksi kuluneiden 15 vuoden aikana lisääntynyt nopeasti Suomessa samoin kuin monissa muissakin kehittyneissä talouksissa. Korkotason lasku sekä asuntorahoituksen kehittyminen on tehnyt aiempaa suurempien asuntolainojen ottami-

sen kotitalouksille mahdolliseksi. Tämä on lisännyt monien kotitalouksien taloudellista hyvinvointia. Samalla se on kuitenkin useissa kehittyvissä talouksissa johtanut asuntojen hintojen nousuun sekä voinut lisätä kotitalouksien taloudellisen aseman haavoittuvuutta mm. korkojen nousun suhteen.

Kuvio 6. Kotitalouksien velkaantuneisuus ja korkomenot Suomessa



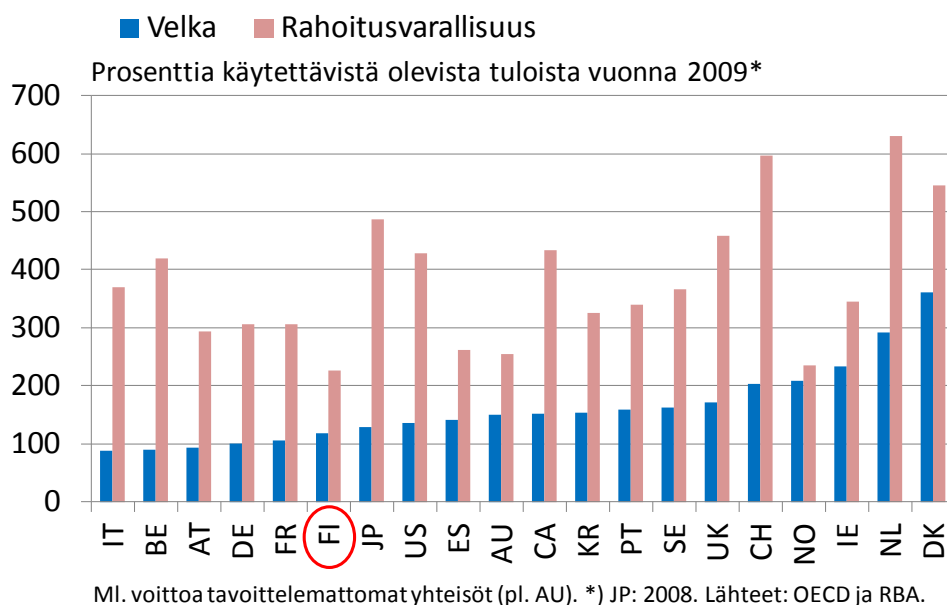
Vuonna 2010 kotitalouksien velka oli Suomessa 104 miljardia euroa eli 107 % suhteessa niiden käytettävissä oleviin vuotuisiin tuloihin (kuvio). Kun velkaan lasketaan mukaan kotitalouksien arvioitu osuus asuntoyhteisöjen lainakannasta, oli velka 111 miljardia euroa eli 114 % käytettävissä olevista tuloista.

Suomalaisten kotitalouksien velka-aste on lähellä EU:n keskiarvoa ja jonkin verran pienempi kuin Yhdysvalloissa, Japanissa ja Kanadassa (kuvio). Muihin Pohjoismaihin verrattuna suomalaisilla kotitalouksilla on vähän velkaa. Erityisen velkaantuneita ovat tanskalaiset kotitaloudet. Schauman (2012) analysoi Pohjoismaiden välisiä eroja kotitalouksien velkaantuneisuudessa.¹⁶

Finanssikriisin alkamisen jälkeen kotitalouksien velka on ruvennut supistumaan eräissä maissa kuten Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa. Suomessa velka on sen sijaan jatkanut kasvuaan. Suomessakin kotitalouksien velan kasvu on silti viime vuosina hidastunut nopeimman kasvuvaiheen ajoituttua vuosiin 2003–2007.

¹⁶ H. Schauman (2012): "Asuntomarkkinat ja kotitalouksien velka – pohjoismainen vertailu". BoF Online (tulossa).

Kuvio 7. Kotitalouksien velat ja varat



Suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarallisuus on jotakuinkin kaksinkertainen niiden velkaan verrattuna. Vuonna 2010 kotitalouksien rahoitusvarallisuus oli yhteensä 223 miljardia euroa eli 228 % suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin. Kotitalouksien rahoitusvarallisuuden arvo on vaihdellut vuodesta toiseen, mutta kumulatiivisesti sen suhde tuloihin on kasvanut noin 50 % vuodesta 1997.

Suomessa kotitalouksilla on rahoitusvarallisuutta selvästi vähemmän kuin monissa muissa kehittyneissä talouksissa. Tämän seurauksena reaali-varallisuuden eli lähinnä asuntojen osuus kotitalouksien kokonaisvarallisuudesta Suomessa on kansainvälisessä vertailussa poikkeuksellisen suuri. Suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarallisuuden vähäisyys selittyy osin maamme myöhäisellä vaurastumisella moniin muihin kehittyneisiin talouksiin verrattuna. Lisäksi se johtuu osin julkiseen sektoriin laskettavien eläkerahastojen suuresta koosta ja kenties myös julkisen talouden suhteellisen pienestä velasta.

Kun tarkastellaan kotitalouksien velkojen merkitystä niiden taloudellisen haavoittuvuuden näkökulmasta, merkitystä on etenkin sillä, miten velka on jakautunut kotitalouksien kesken: onko velka keskittynyt suhteellisen pienelle ryhmälle kotitalouksia, ja onko velkaa paljon sellaisilla kotitalouksilla, jotka ovat lähellä rahoitusrajoittuneisuuden tilaa ja joiden taloudellinen liikkumavara on muutenkin vähäinen.¹⁷

¹⁷ Rahoitusrajoitteinen kotitalous on sellaisessa taloudellisessa asemassa, ettei se pysty velkaantumaan (lisää).

Samasta näkökulmasta voidaan sanoa, ettei kotitalouksien yhteenlasketulla rahoitusvarallisuudella välttämättä ole kovin suurta merkitystä kotitalouksien taloudellisen haavoittuvuuden kannalta. Varallisuutta nimittäin lienee suhteellisen vähän suurimmalla osalla niistä kotitalouksista, joiden taloudellinen liikkumavara muutenkin on pieni mm. tuloihin suhteutettuina suurten velkojen takia. Tähän viittaavat myös kotitalouskohtaisiin varallisuustilastoihin pohjautuvat tiedot.¹⁸

Viime vuosina erityisesti nuorten kotitalouksien velat ovat kasvaneet, kun ne ovat ottaneet suuria asuntolainoja. Tämä on voinut kasvattaa kotitalouksien taloudellista haavoittuvuutta sikäli, kun velat ovat kasaantuneet vähäisen taloudellisen liikkumavaran omaaville kotitalouksille. Samanlainen kehitys on nähtävissä muissakin kehittyneissä talouksissa, joista vastaavia tietoja on saatavissa.

Kotitalouksien taseisiin liittyviä riskejä toisaalta pienentää se, että kotitalouksien veloista suurin osa on niillä kotitalouksilla, joilla on paljon tuloja. Pienet tulot omaavilla kotitalouksilla ei yhteenlaskettuna ole paljon lainaa. Tilanne on tässäkin suhteessa samansuuntainen myös muissa kehittyneissä talouksissa, joista tietoja on saatavissa.

Sitä, millaisia riskejä liittyy velan jakautumiseen kotitalouksien kesken, voidaan analysoida tarkemmin pidemmälle viedyllä mikrotason aineistojen hyödyntämisellä. Mäki-Fränti (2011) tarkastelee kotitalouskohtaisia tietoja hyödyntäen, miten korkojen nousu tai työttömyyden lisääntyminen vaikuttaisivat suomalaisten kotitalouksien taloudelliseen tilanteeseen.¹⁹ Hänen tutkimustulostensa mukaan erityisesti työttömyyden useiden prosenttiyksiköiden nousu heikentäisi monien suomalaisten asuntovelkaisten kotitalouksien taloudellista tilaa niin, että ne joutuisivat harkitsemaan omaisuutensa myymistä. Siinäkin tapauksessa asuntolainoista pankkeille koituvat luottotappiot näyttäisivät silti jäävän hyvin pieniksi.

Tällaisten tutkimusten tuloksia tulkitessa on syytä huomata, että niissä ei tarkastelle kokonaistaloudellisia skenaarioita vaan analyysi on luonteeltaan osittain. Todellisuudessa työttömyyden voimakas lisääntyminen todennäköisesti liittyisi tilanteeseen, jossa kokonaistaloudellinen kehitys muutenkin olisi poikkeuksellisen heikkoa ja jossa sekä kotitaloudet että yritykset kohtaisivat suuria ongelmia. Tällöin pankkien luottotappiot voisivat kasvaa tuntuvasti yritysluottojen osalta, kuten 1990-luvun alun laman aikana tapahtui.

Yhteenvetona voidaan todeta, että suomalaisten kotitalouksien kasvaneeseen velkaan liittyy riskejä niiden taloudellisen haavoittuvuuden kasvusta ja sen seurauksena myös makrota-

¹⁸ Ks. R. Herrala (2007): "Suomalaisten kotitalouksien varallisuus". Euro & Talous 2007:3, s. 79–85. Suomen Pankki.

¹⁹ Ks. P. Mäki-Fränti (2011): "Kotitalouksien taloudellinen liikkumavara Suomessa". Euro & Talous 2011:5, s. 75–84. Suomen Pankki.

loudellisen häiriöherkkyyden mahdollisesta kasvusta. Verrattuna muihin kehittyneisiin talouksiin ei suomalaisten kotitalouksien velan kasvu kuitenkaan ole ollut suurimpien joukossa eikä sitä ole myöskään velan kokonaismäärä. Kotitalouksien välitöntä tasesopeutumisen tarvetta vähentää matalana pysynyt korkotaso. Kotitalouksien korkomenot ovatkin pysyneet varsin pieninä suhteessa niiden tuloihin. On kuitenkin selvää, että kasvanut velkataakka lisää kotitalouksien haavoittuvuutta ja kotitalouksien laajamittaisen tasesopeutuksen riskiä etenkin sellaisessa tilanteessa, jossa korkotaso nousee ja/tai kotitalouksien tulo-odotukset heikkenevät. Tasesopeutuksen riski tarkoittaa tässä riskiä siitä, että kotitalouden joutuvat vähentämään tulonkäyttöään ja myymään omaisuuttaan.

3 Kotitalouksien velka ja rahoitusjärjestelmän vakaus: uhat ja välineet²⁰

3.1 Kotitalouksien velan seuraukset rahoitusjärjestelmän vakaukselle

Asuntoluotonannon merkitys kasvanut

Luotonanto kotitalouksille ja erityisesti asuntoluotonanto ovat perinteisesti olleet yksi kotimaisen pankkitoiminnan kulmakivistä. Kotitalousluottojen merkitys kotimaiselle rahoitusjärjestelmälle on kuitenkin entisestään kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana. Vuosituhannen vaihteeseen saakka yrityksillä (pl. asuntoyhteisöt) oli enemmän kotimaista velkaa kuin kotitalouksilla.²¹ 2000-luvulle tultaessa tilanne muuttui päinvastaiseksi, kun kotitalouksien velkaantuminen alkoi kasvaa voimakkaasti ja yritykset ottivat yhä enemmän ulkomaista velkaa.

Kotitalouksille myönnettyjen luottojen osuus kotimaisten talletuspankkien luotonannosta (pl. pankkitakaukset) oli vuonna 2011 noin puolet Finanssivalvonnan luottomarkkinatilastojen mukaan. Asuntolainojen osuus kotitalouksien lainoista oli vuonna 2011 noin kolme neljäsosaa. Luotonannon keskittymäriskejä arvioitaessa on huomioita myös se, että huomattava

²⁰ Tämä luku perustuu suurelta osin Hanna Putkurin ja Jukka Vauhkoson kontribuutioihin.

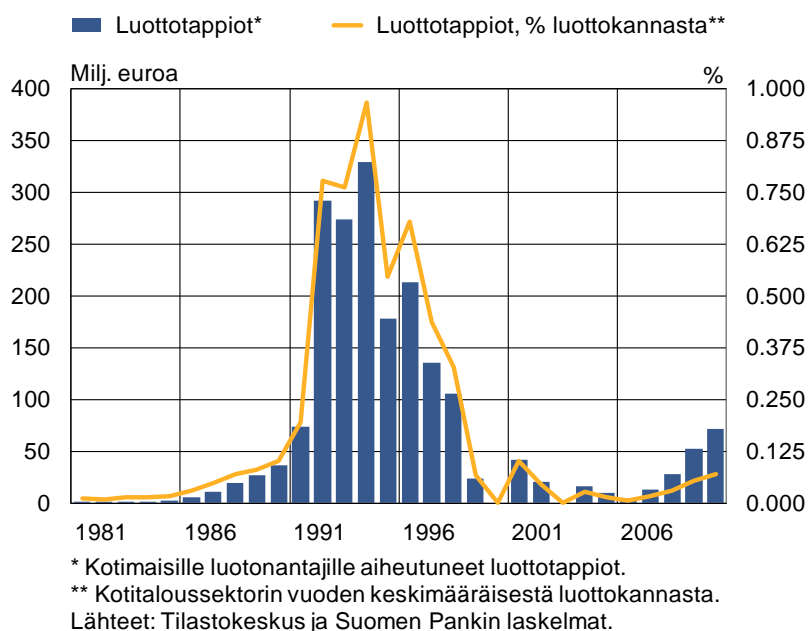
²¹ Tilastokeskuksen luottokantatilasto, ml. joukkovelkakirjalainat.

osa asuntoyhteisöille esim. korjausrakentamiseen myönnettyistä luotoista on käytännössä kotitalouksien vastuulla.

Vähäisistä luottotappioista huolimatta kotitalouksien velka on riski taloudelle

Kotimaisten luotonantajien luottotappiot kotitalouksille myönnettyistä luotoista ovat jääneet historiassa pieniksi. 1990-luvun alun laman ja pankkikriisin aikana vuotuiset luottotappiot olivat suurimmillaan vajaan prosentin keskimääräisestä kotitalousluottokannasta (kuvio). Myös Ruotsin ja Norjan suunnilleen samaan aikaan koetuissa taantumissa ja pankkikriiseissä luottotappiot kotitalousluotoista jäivät vähäisiksi.

Kuvio 8. Kotitalouksien luotoista aiheutuneet luottotappiot



Suhteellisen pieniksi jääneistä luottotappioista huolimatta asuntomarkkinoiden ylikuumeneminen ja sitä seurannut asuntojen hintojen romahdus olivat osaltaan syventämässä Suomen 1990-luvun lamaa ja pankkikriisiä mm. kulutuskysynnän supistumisen kautta. Yksityisen kulutuksen supistuminen lisäsi yritysten taloudellisia vaikeuksia ja pankkien luottotappioita yrityksille myönnettyistä lainoista, minkä seurauksena myös pankkien luotonanto supistui.

Suomen talouden nopea elpyminen vuoden 2009 taantumasta, matala korkotaso ja asuntojen hintojen nousu ovat tukeneet kotitalouksien luotonottohalukkuutta ja takaisinmaksukykyä meneillään olevan finanssi- ja velkakriisin aikana. Finanssivalvonnan mukaan suomalaisten pankkien luottotappiot asuntoluotoista olivat vuosina 2009–2010 vuosittain vain noin 0,02 % pankkien asuntoluottokannasta.

Vaikka kotitalouksille myönnettyistä lainoista koituvat luottotappiot jäisivät pahimmillaankin vähäisiksi, voi kotitalouksien velalla ja asuntomarkkinoiden kehityksellä olla merkittävä rooli kokonaistaloudellisissa vaihteluissa. Kotitalouksien voimakas velkaantuminen lisää koko kansantalouden haavoittuvuutta taloudellisten häiriöiden suhteen, ja rahoitusjärjestelmän vakauden järkkäminen voi voimistaa häiriöiden kansantaloudellisia vaikutuksia

Rahoitusjärjestelmässä syntyvät tai sen voimistamat riskit voivat toteutuessaan aiheuttaa merkittäviä taloudellisia kustannuksia. Luotonmyöntökäytäntöjen keventyminen, pankkien luotonannon kasvu, yksityisen sektorin velkaantuminen ja varallisuushintojen nousu ovat tyypillisiä tällaisten rahoitusjärjestelmän toimintaan liittyvien riskien lähteitä etenkin silloin, jos ne tapahtuvat poikkeuksellisen nopeasti. Monissa pankkikriiseissä keskeinen rooli on ollut luotto- ja asuntomarkkinoiden ylikuumenemisella ennen kriisiä ja asuntojen hintojen laskulla kriisin alkamisen jälkeen.²²

3.2 Makrovakaupolitiikka ja asuntoluottokehitykseen vaikuttaminen

Suomen viranomaisten käytössä olevat keinot tarvittaessa puuttua asuntohintojen ja kotitalouksien velan kehitykseen ovat hyvin rajalliset, vaikka niiden nähtäisiin muodostavan merkittävän uhan rahoitusjärjestelmän vakaudelle. Finanssivalvonta voi antaa pankeille asuntoluotonannon ehtoihin ja käytäntöihin liittyviä suosituksia asiakkaansuojan edistämiseksi, mutta nämä suositukset eivät ole pankkeja sitovia. Suomen Pankin vaikutuskeinona on asuntoluotonantoon ja velkaantumiseen liittyvistä rahoitusvakautta uhkaavista riskeistä varoittaminen pankin julkaisuissa, puheissa sekä pankkikontaktien ja muiden vaikutuskanavien kautta. Kehitykseen voidaan periaatteessa pyrkiä vaikuttamaan myös finanssipolitiikan avulla, mutta tällöin haasteena olisi tehokkaiden suhdanneluonteisten keinojen löytäminen ja toimenpiteiden ajoittaminen oikein. Näihin kysymyksiin palataan seuraavassa luvussa.

Viime vuosien finanssikriisin seurauksena useissa EU-maissa valmistellaan parhaillaan ns. makrovakaupolitiikan järjestämistä. Se voi tulevaisuudessa tarjota viranomaisille uusia hyödyllisiä välineitä asuntohintojen ja kotitalouksien velan kehitykseen puuttumiseen silloin, kun se katsotaan tarpeelliseksi. Makrovakaupolitiikalla tarkoitetaan perinteisten ja uusien rahoitusmarkkinoiden sääntelykeinojen käyttämistä siten, että niiden ensisijaisena tavoitteena on ehkäistä rahoitusjärjestelmässä syntyviä tai vahvistuvia järjestelmäriskejä. Järjestelmä-

²² Ks. mm. C. M. Reinhart, – K. S. Rogoff (2009) "This time is different". Princeton University Press.

riskeillä tarkoitetaan koko rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavia riskejä. Asuntohintojen ja kotitalouksien velan kehityksellä voi olla rooli tällaisten järjestelmäriskien muodostumisessa.

Vielä ei ole päätetty, miten kansallinen makrovakauserä tullaan Suomessa järjestämään ja mitkä keinot tulevat olemaan siitä päättävien viranomaisten käytettävissä. Mahdollisina kansallisina keinoina eli ns. makrovakauserälineinä on kuitenkin pidetty ainakin seuraavia rahoituslaitosten toimintaan liittyviä sääntelytoimia: 1) vastasykliset pääomapuskurivaatimukset, 2) vakavaraisuusasteen määrittelyssä käytettävien rahoituslaitoksen saamiin liittyvien ns. riskipainojen muuttaminen ja 3) niin sanottuun pilari 2 -prosessiin kuuluva pankkikohtainen valvontatoimenpide tai lisäpääomavaatimus.

Putkuri ja Vauhkonen (2012) arvioivat, että vaikka edellä mainituilla makrovakauserälineillä voitaisiin vahvistaa pankkien tappiopuskureita ja siten ylläpitää niiden luotonantokykyä luotokuplan jälkeisessä laskusuhdanteessa, niillä ei todennäköisesti juuri pystyttäisi tarvittaessa hillitsemään asuntoluotonannon kasvua.²³

Sen sijaan sitovan enimmäisluotonantokasteen asettamisella ja sen harkinnanvaraisilla vastasyklisillä muutoksilla voitaisiin mahdollisesti tehokkaastikin vaikuttaa asuntoluottojen ja kotitalouksien velan kehitykseen.²⁴ Enimmäisluotonantokaste on kansainvälisesti eniten tutkittu ja testattu asuntoluotonantoon liittyvien riskien hillintään kohdistettu makrovakauseräline. Tämänkin välineen käytettävyyteen ja tehoon liittyy silti tässä vaiheessa runsaasti epävarmuutta. Ei ole vielä tiedossa, tuleeko sen käyttö kansallisella tasolla olemaan EU-lainsäädännön puitteissa mahdollista.

²³ Ks. H. Putkuri – J. Vauhkonen (2012): "Kotitalouksien velkaantumiseen ja asuntomarkkinoiden kehitykseen vaikuttaminen: makrovakauserälineet", BoF Online (tulossa).

²⁴ Enimmäisluotonantokasteella tarkoitetaan tässä sitä, että viranomaisen rajoittaa asuntolainan kokoa suhteessa lainan vakuutena olevan asunnon arvoon.

4 Politiikkavaihtoehdot

Finanssikriisi on osoittanut, kuinka suuri merkitys asuntomarkkinoiden toiminnalla, kotitalouksien velalla ja rahoitusjärjestelmän vakaudella on kokonaistaloudellisen kehityksen kannalta. Niillä on usein keskeinen rooli suhdannevaihteluissa, ja niihin liittyvät takaisinkytkennät voivat vahvistaa erilaisten häiriöiden vaikutuksia makrotalouden vakauteen.

Asuntomarkkinakehityksen yksi vaikutuskanava makrotalouden toimintaan kulkee asuntojen rakentamisen kautta. Lisäksi asuntojen hintakehitys vaikuttaa kotitalouksien kulutuskysyntään kotitalouksien varallisuuden kautta. Kotitalouksien kulutuskysyntä voi reagoida asuntovarallisuuden kasvuun kahdesta syystä. 1) Kotitalous voi haluta kuluttaa osan kasvaneesta asuntovarallisuudesta ainakin, jos perinnönjättömotiivi ei keskeisesti vaikuta sen päätöksiin. 2) Lisäksi asuntohintojen nousu kasvattaa asunnonomistajakotitalouden laina-kuuksiksi kelpaavaa varallisuutta ja siten vähentää sen rahoitusrajoitteita.

Asuntojen hintojen nousuun ja asuntorakentamiseen usein liittyvä kotitalouksien velkaantuneisuuden kasvu vaikuttaa sekin kokonaistaloudelliseen kehitykseen eri kanavien kautta. Velkojen kasvu voi tehdä kotitaloudet haavoittuvammiksi esimerkiksi korkojen nousulle ja tulojen supistumiselle. Kun asuntovelkaisen kotitalouden taloudellinen tilanne heikkenee, se voi reagoida ensin myymällä rahoitusvarallisuuttaan ja vähentämällä kulutustaan. Jos se ei riitä, kotitalous voi joutua myymään omistusasuntonsa ja äärimmäisessä tapauksessa se voi ajautua velanhoitovaikeuksiin. Tällaisilla vaikutuksilla on viime vuosien aikana ollut merkittävä rooli useiden maiden talouskehityksessä.

Asuntomarkkinoiden rooli suhdannevaihteluissa kasvanut

IMF:n tutkimusten mukaan asuntorahoituksen kehittyminen on kasvattanut asuntomarkkinakehityksen roolia suhdannevaihteluissa eri maissa.²⁵ Asuntorakentamisen merkitys on pysynyt jotakuinkin muuttumattomana, mutta kotitalouksien kulutuskysynnän reagointi asuntojen hintojen muutoksiin on kasvanut. Syynä voi olla asuntovarallisuuden likvidiyden paraneminen ja sen entistä suurempi käyttökelpoisuus lainojen vakuutena.

IMF:n johtopäätös asuntomarkkinoiden kasvaneesta roolista on, että rahapolitiikan tulee reagoida aiempaa voimakkaammin kehitykseen asuntomarkkinoilla erityisesti kehittyneen asuntorahoituksen maissa. Suomessa asuntorahoituksen muodot ovat kansainvälisessä vertailussa melko kehittyneet. Lisäksi Suomessa asuntohintojen ja kulutuksen trendipoikkeami-

²⁵ Ks. IMF World Economic Outlook April 2008, Chapter 3.

en välinen korrelaatio on suurin kaikista IMF:n tarkastelemista maista. Siten IMF:n suositus politiikan aktiivisesta reagoimisesta asuntohintakehitykseen näyttäisi koskevan erityisesti Suomen kaltaisia maita.

Viranomaisten käytössä olevat keinot

Ennen rahoituskriisiä erityisesti anglosaksisissa maissa ajateltiin melko yleisesti, että rahapolitiikan tulee reagoida mahdollisiin varallisuushintakupliin vasta niiden puhkeamisen jälkeen. Kriisi näyttää muuttaneen käsityksiä, ja useat ekonomistit kannattavat nykyisin ennaltaehkäisevämpää reagointia. Voi olla, että uusi konsensus on syntymässä "leaning against the wind" -ajattelun ympärille.

Lisäksi on esitetty, että rahapolitiikan tulisi reagoida varallisuushintojen poikkeavaan nousuun erityisesti silloin, kun se rahoitetaan suuressa määrin velalla. Tämä näkemys perustuu siihen, että aiempien kokemusten mukaan juuri tällaista tilannetta seuraa usein tavallista pahempi taantuma, mahdollisesti rahoitusjärjestelmän kriisi. Esimerkkinä suhteellisen vaaratomasta varallisuushintakuplasta voidaan pitää vuosituhanen vaihteen osakehintakuplaa, johon ei liittynyt merkittävää luottomäärien kasvua ja jota seurasi useimmissa maissa vain lievä laskusuhdanne.

Rahapolitiikan käyttämisessä varallisuushintojen vaihtelun vaimentamiseen nähdään joissain tilanteissa se ongelma, että rahapolitiikka on "tylppä ase". Jos varallisuushinnat nousevat ilman talouden selkeää ylikuumenemista tai jos varallisuushinnoista nousee vain osa, voi rahapolitiikan kiristäminen saattaa talouden epätasapainoon muilta osin kuin toimenpiteen kohteena olevien varallisuushintojen suhteen. Onkin esitetty, että jos tarve on reagoida nimenomaan asuntohintojen nousuun, voi tätä tarkoitusta varten olla hyödyllistä käyttää muita keinoja kuin rahapolitiikkaa – lähinnä rahoituslaitosten toimintaan puuttuvia sääntelytoimia.

Yksi opetus, joka finanssikriisistä erityisesti Yhdysvaltain ja eräiden muiden maiden kokemusten pohjalta on saatu, koskee rahoituslaitosten luotonantokäytäntöjä asuntoluototuksessa. Niiden asianmukaisuuden varmistaminen on nähty tarpeelliseksi, jolloin on kyse rahoituslaitosten sääntelyn ja valvonnan tiukentamisesta tältä osin. Monissa maissa onkin finanssikriisin alkamisen jälkeen sääntelyä tiukennettu luotonantokriteereiden osalta. Rahoituslaitoksille on annettu asuntolainojen maksimiluototusasteita koskevia suosituksia. Suosituksia on lisäksi annettu mm. kotitalouksien lainanhoitokyvyn varmistamista koskien.

Silloin, kun sääntelytoimien tarkoituksena on vaikuttaa nimenomaan koko rahoitusjärjestelmän vakautta parantavasti, on kyse edellisessä luvussa tarkasteltujen makrovakaustyöka-

lujen käytöstä. Nämä välineet voivat olla joko ajassa muuttumattomia, tai niitä voidaan säätää riskien havaitsemisen myötä vastasyklisesti.

Politiikka rahaliittoon kuuluvassa maassa

Rahaliitossa rahapolitiikka voi luonnollisesti reagoida vain laajalti rahaliiton alueella tapahtuvaan varallisuushintakehitykseen. Asuntohintojen kehitys voi tässä suhteessa olla esimerkiksi osakehintojen kehitykseen verrattuna rahaliittoon kuuluvan maan kannalta ongelmallisempaa poliittikkareaktioiden näkökulmasta, sillä asuntojen hintasyklit lienevät yleensä vähemmän korreloituneita maiden välillä.

Tilanne, jossa asuntohintakupla on jo puhjennut, on tässä suhteessa erityisen ongelmallinen. Makrovakaussvälineet – sikäli kun niitä on käytössä – ovat tyypillisesti luonteeltaan sellaisia, että niillä voi pyrkiä estämään hintojen nousua ja velkojen kasvua, mutta päinvastaisissa toimissa ne ovat tehottomia. Esimerkiksi asuntoluottojen maksimiluottotusasteen nostamisella tilanteessa, jossa luottojen kysyntä on hyvin vähäinen, ei luonnollisesti ole juuri vaikutuksia. "Narulla ei voi työntää."

Yleisen talouskehityksen heikkouteen voi rahaliittoon kuuluvassakin maassa luonnollisesti reagoida elvyttävällä finanssipolitiikalla, jos siihen on varaa. Toisaalta jos tarve on reagoida suppeammin asuntomarkkinakehitykseen, ovat siihen käytettävissä olevat fiskaaliset keinot – kuten velanottoon tai asunnon hankintaan liittyvän verotuksen muuttaminen – nekin todennäköisesti melko tehottomia, jos reagoidaan jo puhjenneseen kuplaan

Tästä voi vetää sen johtopäätöksen, että erityisesti rahaliittoon kuuluvassa maassa on reagoinnin asuntohintojen nousuun ja kotitalouksien velkaantumiseen syytä olla luonteeltaan ennaltaehkäisevää..

Mahdollisten tulevien makrovakaussvälineiden lisäksi asuntojen hintojen nousuun ja kotitalouksien velan kasvuun voidaan tarvittaessa ainakin periaatteessa pyrkiä vaikuttamaan myös tätä tarkoitusta varten suunnitelluilla fiskaalisilla keinoilla. Esimerkki tällaisesta keinosta on asuntolainojen korkojen verovähennysoikeuden pienentäminen silloin, kun on tarve vaimentaa asuntohintojen nousua. Ilmeinen ongelma tällaisissa keinoissa on niiden käyttämiseen liittyvät aikaviiveet ja poliittisen päätöksenteon haasteet.

Toisaalta pysyvillä muutoksilla tällaisten fiskaalisten instrumenttien parametreihin voidaan vaikuttaa pitkän aikavälin tasapainokehitykseen. Esimerkiksi asuntolainojen korkojen verovähennysoikeuden poistaminen supistaisi osaltaan kotitalouksien velkakantaa pitkällä aikavälillä.

Korkojen verovähennysoikeuden poistaminen pienentäisi lisäksi hyvinvointia vähentävää verotuksellista vääristymää omistusasumisen ja vuokra-asumisen välillä. Jos joidenkin väestöryhmien asemaa asuntomarkkinoilla halutaan tukea, se lienee tehokkainta tehdä vaikutuksiltaan täsmällisempien ja rajallisempien toimenpiteiden kuten asumiseen liittyvien julkisten tulonsiirtojen ja palvelujen avulla.

Lupaavimpia politiikkavälineitä asuntomarkkinakehitykseen reagoitaessa Suomen tapaisessa maassa näyttäisivät siis olevan makrovakaussäilytykset, jos niitä onnistutaan käyttämään ennaltaehkäisevästi, eikä niitä pystytä laajamittaisesti kiertämään. Yksi tällainen mahdollinen väline on edellä käsitelty enimmäisluototusaste.

Asuntomarkkinoiden poikkeukselliseen kehitykseen voidaan toki vaikuttaa myös viranomaisten julkisten kannanottojen avulla. Esimerkiksi Suomen Pankin vakauseräraportissa esitetyillä arvioilla voi odottaa olevan oma vaikutuksensa asunnonostajien sekä luotonantajien käyttäytymiseen.

Meneekö Suomi muiden Pohjoismaiden tietä?

Nykyisellään kotitalouksien keskimääräinen velka-aste on Suomessa lähellä länsieurooppalaista keskitasoa ja selvästi matalampi kuin monien Euroopan ulkopuolisten kehittyneiden maiden. Ehkä läheisin vertailukohta Suomen kehitykselle ovat muut Pohjoismaat. Niissä kotitaloudet ovat huomattavasti velkaisempia kuin Suomessa. Ruotsissa ja Norjassa kotitalouksien velan suhde käytettävissä oleviin tuloihin lähestyy 200 prosenttia, ja Tanskassa se on 250 prosentin tuntumassa. Suomalaisten kotitalouksien velan viime vuosina jatkunut kasvu antaa aiheen kysyä, onko Suomi menossa tässä suhteessa muiden Pohjoismaiden suuntaan ja onko se suunta oikea. Jos näin nähdään olevan käymässä ja jos suunta nähdään vääräksi, voidaan myös kysyä, mitä asialle voidaan tehdä.

Yleinen institutionaalinen ympäristö, jossa asuntolainantajat ja -antajat toimivat muistuttaa Suomessa monessa suhteessa muiden Pohjoismaiden tilannetta. Asuntorahoituksen muodoissa on eroja, ja mm. lyhennysvapaiden asuntolainojen puuttuminen Suomesta voi olla yksi tekijä, joka on jarruttanut suomalaisten kotitalouksien velan kasvua muihin Pohjoismaihin verrattuna. Lyhennysvapaat asuntolainat voivat hyvinkin olla pian myös Suomessa toimivien pankkien tuotevalikoimassa, eikä kaiken kaikkiaan mikään näyttäisi estävän suomalaisten kotitalouksien velan huomattavaakaan kasvamista nykytilanteeseen verrattuna.

Hyväksi skandinaavisessa suurten asuntolainojen mallissa voi nähdä sen, että vähemmän rajoitteita asettavan rahoitusjärjestelmän takia kotitaloudet voivat halutessaan velkaantua enemmän. Esimerkiksi paljon asuinneliöitä tarvitsevat nuoret kotitaloudet voivat velkaantu-

malla ostaa suurempia asuntoja kuin lainanottoa enemmän rajoittavassa järjestelmässä – olettaen, että asuntojen tuotanto ainakin osin ja edes viiveellä vastaa kysynnän kasvuun niin, ettei kysyntä vaikuta pelkästään asuntojen hintoihin.

Huonoksi skandinaavisessa mallissa voi nähdä sen, että kotitalouksien suuri velka sekä voimistaa kansantalouden heilahteluita erilaisten makrotaloudellisten häiriöiden seurauksena että lisää kotitalouksien haavoittuvuutta niiden taloudellista asemaa vaikeuttavien häiriöiden suhteen. Nämä tekijät voivat koko kansantalouden tasolla paitsi lisätä talouden heilahteluja myös aiheuttaa pysyvämpiä hyvinvointimenetyksiä. Eräässä tuoreessa empiirisessä tutkimuksessa havaittiin viitteitä siitä, että jos kotitalouksien velka kasvaa hyvin suureksi, sen lisäys voi jarruttaa talouskasvua.²⁶ Tutkimustulosten mukaan velan kriittinen raja oli noin 85 % BKT:stä eli noin puolitoistakertainen suomalaisten kotitalouksien nykyiseen velkaan verrattuna.

Näyttää siltä, että kotitalouksien velkaantumismahdollisuuksien lisääntymisen mahdollisuuden liittyy ristiriita yhtäältä makrotalouden ja rahoitusjärjestelmän vakauden ja toisaalta yksittäisen kotitalouden hyvinvoinnin maksimoinnin ja pankkien voitontavoittelun välillä. Ristiriita on siinä mielessä näennäinen, että velan haitat liittyvät osin ulkoisvaikutuksiin, joita kotitalouden ja rahoituslaitoksen välisellä luottosopimuksella on. Kun suuri joukko kotitalouksia velkaantuu, niin makrotalouden suorituskyky voi kärsiä, mitä yksityiset taloudenpitäjät eivät yksittäisestä toimenpiteestä päättäessään ota huomioon.

Tämän asetelman yksi seuraus on se, että kotitalouksilla ja rahoituslaitoksilla näyttäisi olevan aito intressi pyrkiä kiertämään sitä sääntelyä, joka velkaantumisen kasvun estämiseksi voitaisiin ottaa käyttöön. Lisäksi kotitalouksien ja rahoituslaitosten voi odottaa olevan kykenemättömiä hahmottamaan täysin niitä kokonaistaloudellisesta kehityksestä kumpuavia riskejä, joille ne altistuvat suurten velkasopimusten tekemisen myötä.

Jos kotitalouksien velkojen mahdollinen kasvu skandinaaviin mittoihin halutaan estää, potentiaaliin keinoihin kuuluu sääntelyn pysyväisluonteinen tiukentaminen mm. rahoituslaitosten luotonantokriteerien osalta. Lisäksi fiskaaliset keinot kuten lainakorkojen verovähennysoikeuden pysyvä poistaminen voisivat olla tehokkaita toimenpiteitä. Sen sijaan viranomaisten varoittelu velkaantumisen vaaroista tuskin olisi toimiva keino kyseisen enemmän rakenne- kuin suhdanneluonteisen tavoitteen saavuttamiseksi.

²⁶ Ks. S. Cecchetti ym. (2011): The Real Effects of Debt. BIS Working Paper nr. 352.