

**Pääjohtaja Erkki Liikanen, Suomen Pankki**

**Juhlapuhe Valtakunnallisen asunto- ja yhdyskuntapäivän illallisella  
Helsingin Yliopisto, 10.5.2012**

## **RAHAPOLITIIKAN JA ASUNTOMARKKINOIDEN VUOROVAIKUTUKSESTA**

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ensisijainen tavoite on hintavakaus. Euroopan keskuspankin neuvoston tehtävänä on asettaa ohjauskoroko tasolle, joka parhaiten tukee hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. Erityisen tärkeää on pitää inflaatio-odotukset ankkuroituna hintavakaustavoitteen mukaisesti.

**Finanssikriisi on korostanut keskuspankkien roolia rahoitusjärjestelmän vakauden tukemisessa.**

Finanssikriisin jälkeen on korostunut myös huoli rahoitusmarkkinoiden vakaudesta. Keskuspankkien tehtävä tukea rahoitusjärjestelmän vakautta tulee korostumaan tämän kriisin seurauksena.

Rahapolitiikalla voidaan toissijaisesti tavoitella myös reaalitalouden kehityksen vakautta (vakaa talouden kasvu ja korkea työllisyys), kun se tehdään hintavakautta vaarantamatta. Toisaalta on laaja yhteisymmärrys siitä, että hintavakaus ja hyvin ankkuroidut inflaatio-odotukset ovat vakaan talouden ja työllisyyden kehityksen edellytys.

**Asuntomarkkinat voivat olla talouskriisin lähde.**

Asuntomarkkinoilla ja hinnoilla on suuri merkitys keskuspankin tavoitteiden näkökulmasta. Asuntomarkkinat ja asuntojen hintakehitys voimistavat suhdanteita. Asuntomarkkinat voivat olla jopa talouskriisin lähde.

Asuntohintojen voimakas nousu voi johtaa ylivelkaantumiseen ja voimistaa talouden yläsuuntaista kierrettä ylikuumenemiseen asti, jolloin vaarana on asuntohintakupla ja sen puhkeamisesta aiheutuvat suuret ongelmat.

Asuntohintojen voimakas ja pitkäaikainen lasku taas voimistaa alasuuntaista kierrettä, aiheuttaa deflaatiovaaran, heikentää sekä kotitalouksien että pankkien taseita, vaarantaa rahoitusmarkkinoiden vakauden ja voi johtaa finanssikriisiin. Varallisuushintojen vakaata kehitystä edistävät talouspoliittiset toimet tukevat talouden vakaata kehitystä.

Tutkimustulosten mukaan laskusuhdanteet, joita edeltää voimakas ja laaja-alainen luottoekspansio, ovat syvempiä ja pitkäkestoisempia kuin taantumia, joita ei edellä luottobuumi. Kansainvälisen Valuuttarahaston mukaan globaalia finanssikriisiä seurannut taantuma oli erityisen syvä niissä maissa, joissa kotitalouksien velkaantuneisuus kasvoi voimakkaasti ennen kriisiä.

Käsittelen ensin rahapolitiikan välittymistä eri kanavia myöten asunto-markkinoille ja -hintoihin. Sen jälkeen kuvaan asuntomarkkinoiden kokonaistaloudellista merkitystä tarkastelemalla asuntohintojen roolia talouden ylikuumenemisessä, voimakkaassa laskusuhdanteessa ja siitä toipumisessa.

**Keskuspankin koronnosto tekee lainanoton kalliimmaksi, mikä lykkää yritysten investointeja ja kotitalouksien kuluttamista.**

Keskuspankin korkopäätös vaikuttaa lyhyeen (reaali)korkoon. Koronnosto tekee lainaamisen kalliimmaksi. Se lykkää yritysten investointeja ja kotitalouksien kulutuspäätöksiä. Korkomuutos vaikuttaa talouteen myös valuuttakurssien ja varallisuushintojen välityksellä. Koronnosto hidastaa talouskasvua lyhyellä aikavälillä ja vaimentaa inflaatiota. Korkojen muutokset vaikuttavat inflaatioon noin ½–2 vuoden viiveellä. Inflaatiokehityksen kannalta keskeistä on keskuspankin uskottava sitoutuminen hintavakauden tavoitteeseen ja inflaatio-odotusten ankkurointi, kuten edellä todettiin.

Rahapolitiikan välittymismekanismeja kuvataan yleensä tarkastelemalla eri kanavia, joiden kautta korkomuutokset vaikuttavat talouteen. Näitä kanavia on kirjallisuudessa identifioitu useita. Seuraavassa käydään lyhyesti läpi korko, varallisuushinta- sekä luotto/tasekanava asuntohintojen ja -markkinoiden kehityksen näkökulmasta (ks. esim. Mishkin (2007)).

Ensinnäkin on korkokanava. Keskuspankki laskee liikkeeseen rahaa lainaamalla sitä pankeille. Pankit lainaavat sitä edelleen yrityksille ja kotitalouksille. Näin keskuspankin pankeilta vaatima korko vaikuttaa yleiseen lyhyeen korkotasoon.<sup>1</sup> Keskuspankin koronnoston seurauksena lainaaminen kallistuu, kotitalouksien asuntojen kysyntä vaimenee ja asuinrakentaminen hidastuu, jolloin kokonaiskysyntä vähenee.

Toisaalta asuntohinnat ovat varallisuushintoja. Varallisuushintojen muutokset heijastavat tulevaisuuden odotuksia. Rahapolitiikka vaikuttaa talouteen myös varallisuushintakanavan kautta. Varallisuushintojen noustessa kotitaloudet voivat lisätä kulutustaan, ikään kuin kuluttaa osan kasvaneesta varallisuudestaan.

**Koronnosto hillitsee välillisesti varallisuushintoja.**

Koska keskuspankin koronnostolla on talouskasvua ja inflaatiota hillitsevä vaikutus, sillä on välillisesti myös varallisuushintoja vaimentava vaikutus. Jos asuntohintojen nousun odotetaan hidastuvan, asuntojen kysyntä ja sitä kautta myös tarjonta eli rakentaminen hidastuvat. Asuinrakennusinvestointien vaimeneminen toisaalta tukee asuntohintoja. Mitä joustavammin asuntorakentaminen sopeutuu, sitä vaimeampaa asuntojen hintavaihtelu on.

<sup>1</sup> Pitkien korkojen määräytymiseen vaikuttavat kasvu- ja inflaatio-odotukset sekä mahdollinen riskilisä. Pitkät korot heijastavat kuitenkin odotettuja lyhyitä korkoja.

**Kotitalouksien taseet ja luotonanto vaikuttavat rahapolitiikan välittymiseen.**

Kolmanneksi viimeaikainen taloustieteellinen kirjallisuus korostaa kotitalouksien ja yritysten luottorajoitteisuutta eli sitä, että taloudenpitäjien ei ole mahdollista saada luottoa rajattomasti suotuisilla ehdoilla. Luoton saantiin ja sen ehtoihin sekä kustannuksiin vaikuttaa luotonottajan tulonäkymät ja taloudellinen tilanne, jota usein kuvataan luotonottajan taseella. Luottorajoitteista johtuen rahapolitiikan vaikutukset välittyvät talouteen myös kotitalouksien taseiden ja luotonsaannin kautta.

Luottorajoitteet tuovat rahapolitiikan välittymistä koskevaan analyysiin useita aineksia. Tässä käydään niistä läpi muutamia.

**Epävarmuus lainanottajan maksukyvyistä aiheuttaa rahoitusmarkkinajäykkyyttä.**

Yksi on rahoitusmarkkinajäykkyys. Sillä tarkoitetaan, että lainanantajat perivät lainanottajilta riskilisän korvaukseksi siitä, että laina saattaa jäädä maksamatta. Rahoitusmarkkinajäykkyydet johtuvat epätäydellisestä informaatiosta lainanantajan ja lainanottajan välillä: Lainanantajalla ei ole varmaa tietoa lainanottajan maksukyvyistä. Mitä paremmaksi lainanottajan lainanmaksukyky arvioidaan, sitä pienemmän riskilisän lainanottaja joutuu maksamaan. Esimerkiksi kotitaloudet maksavat asuntolainoistaan marginaalin, johon vaikuttaa mm. kyseisen kotitalouden (arvioitu) lainanmaksukyky.

**Epävarmuuden aiheuttamat riskilisät vaihtelevat suhdanteittain.**

Riskilisät elävät suhdanteiden mukaan. Laskusuhdanteessa kotitalouksien ja yritysten taseet heikkenevät, mistä syystä ne joutuvat maksamaan lainoistaan suuremman riskilisän. Riskilisät kasvavat, koska lainanantajat haluavat korvauksen siitä, että lainanottajien kyky maksaa lainansa takaisin on heikentynyt, ja riski, että laina jää maksamatta, on kasvanut. Noususuhdanteessa taseet sitä vastoin vahvistuvat ja riskilisät pienenevät, koska lainanottajien kyky maksaa lainansa takaisin on parantunut. Tästä mekanismista käytetään nimeä rahoituskiihdytin (akseleraattori)<sup>2</sup>.

**Kotitalouden velat ja varallisuus vaikuttavat luoton määrään ja hintaan.**

Asunnon vakuusarvo on tärkeä kotitalouden rahoituksen saantiin vaikuttava tekijä. Kun asunnon hinta eli sen vakuusarvo nousee, taserajoite löysentyy, ja kotitaloudella on mahdollisuus lainata enemmän rahaa (tai saada lainaa pienemmällä marginaalilla). Rahoitusmarkkinajäykkyydet vaikuttavat luoton määrään ja siitä maksettavaan hintaan. Kotitalouden tase rajoittaa luoton määrää ja vaikuttaa siitä maksettavaan hintaan.

Luottorajoitteiden takia asuntoluotoista maksettavalla nimellisellä korolla on vaikutuksia kotitalouksien korkomenoihin, käytävissä oleviin tuloihin ja sitä kautta kysyntään. Suomessa ja muissa maissa, joissa suuri osa asuntolainoista on sidottu vaihtuviin markkinakorkoihin, keskuspankin ohjauskoron muutokset välittyvät nopeasti ja voimakkaasti markkinakorkojen

<sup>2</sup> Bernanke, Gertler ja Gilchrist (1999).

muutosten kautta kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin. Asuntolainan viitekoron noustessa kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ja sitä kautta kysyntä vähenee, jos kotitaloudella ei ole mahdollisuutta lisätä luotonottoa tässä tilanteessa.

Toisaalta esimerkiksi Suomessa osa asuntolainoista on ns. tasaerälainoja, jolloin koronnousu pidentää jäljellä olevaa laina-aikaa vaikuttamatta käytettävissä oleviin kuukausituloihin. Tässä tapauksessa kotitalous ikään kuin ottaa lisää luottoa, jotta kysyntää ei tarvitsisi vähentää. Korkosidonnaisuus on eräs tekijä, joka voi voimistaa tai vaimentaa suhdannevaihteluita.

Asuntohinnoilla on suuri merkitys talouden ylikuumenemisessä, sitä seuraavassa laskusuhdanteessa ja elpymisvaiheessa

**Noususuhdanteessa  
keskuspankit hillitsevät  
inflaatiota nostamalla  
ohjaukorkoa...**

Asuntohintojen laskua edeltää usein voimakas nousukausi, jopa talouden ylikuumeneminen, jolloin varallisuushinnat nousevat ja kotitalouksien velkaantuneisuus mitattuna velan suhteella tuloihin tai bruttokansantuotteeseen kasvaa. Noususuhdanteessa rahapoliittista korkoa nostetaan inflaatiokehityksen hillitsemiseksi ja inflaatio-odotusten pitämiseksi ankkuroituna.

**...kun taas  
varallisuushintojen  
samanaikainen nousu  
voimistaa talouden  
yläsuuntaista kierrettä ja  
lisää kotitalouksien  
velkaantuneisuutta, mikä  
on riski koko makro-  
taloudelle.**

Vaikka koronnosto hillitsee inflaatiota ja vaimentaa talouskasvua, toiset rahoitustekijät vaikuttavat samaan aikaan vastakkaiseen suuntaan ja voimistavat noususuhdannetta. Esimerkiksi asuntohintojen ja muiden varallisuushintojen nousu noususuhdanteessa kasvattaa kotitalouksien nettovarallisuutta<sup>3</sup>, lisää luotonottomahdollisuuksia, alentaa luotoista maksettavaa hintaa ja tätä kautta lisää kokonaiskysyntää, mikä puolestaan voimistaa varallisuushintojen nousua. Rahoitustekijät toisin sanoen voimistavat yläsuuntaista kierrettä ja pitävät yllä kotitalouksien velkaantumisen kasvua.

Noususuhdanteessa asuntohintojen nousu ylläpitää kotitalouksien varallisuutta. Velka suhteessa varallisuuteen ei kasva, vaan voi pikemminkin laskea, jos asuntohintojen nousu lisää voimakkaasti asuntovarallisuuden arvoa. Kotitalouden kannalta nettovarallisuusaseman paraneminen lisää taloudellista liikkumavaraa ja voi jopa ylikuumentaa talouden.

Samaan aikaan kotitalouksien velkataakka suhteessa bruttokansantuotteeseen ja kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin noususuhdanteessa usein kasvaa. Seurauksena tästä on, että kotitaloussektori altistuu riskille, kun asuntohinnat laskevat, työttömyys kasvaa ja tulot laskevat. Kotitalouksien tuntuva velkaantuneisuus on riski koko makrotaloudelle.

<sup>3</sup> Noususuhdanteessa asuntohintojen nousu lisää asuntovarallisuuden arvoa samalla kun kotitalouden mahdollisuudet lyhentää asuntovelkaansa ovat hyvät. Varallisuus miinus velat eli kotitalouden nettovarallisuus kasvaa.

**Asuntokuplan riski kasvaa talouden ylikuumentuessa.**

Pahimmassa tapauksessa talous ylikuumentuu niin, että syntyy asuntohintakupla. Asuntohintakuplat liittyvät usein rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn purkamiseen tai rahoitusinovaatioihin, jolloin rahoituksen saatavuus yllättäen paranee ja/tai siitä maksettava hinta laskee, vaikka samaan aikaan kotitalouksien taseissa tai odotettavissa olevissa tuloissa ei tapahdu muutosta.

Säännöstelyn purkamiseen liittyvä asuntokupla syntyi Suomessa 1980-luvun lopulla. Vuosina 1987–1989 asuntohinnat nousivat keskimäärin 23 prosenttia vuodessa. Asuntoluottokanta kasvoi samoina vuosina keskimäärin 20 prosenttia vuodessa.

Kupla voi myös syntyä, jos taloudenpitäjillä on ylioptimistiset tulevaisuudenodotukset, luottoehtoja löysätään tai luotonantajien riskinottohalu lisääntyy. Silloin talouden noususuhdanne voi olla kestämaton ja taloudessa syntyy asuntohintakupla, joka ennemmin tai myöhemmin puhkeaa.

**Rahoitustekijät voivat joissain maissa ylikuumentaa talouden.**

Lisäksi voi olla maakohtaisia, esimerkiksi asunto- ja rahoitusmarkkinoihin liittyviä tekijöitä, jotka lisäävät asuntomarkkinoiden ylikuumentumisriskiä. Esimerkiksi euroalueella rahoitustekijöiden merkitys ja niiden vaikutusten voimakkuus vaihtelee maittain. Rahoitustekijät voivat joissakin maissa ylikuumentaa talouden, vaikka ohjauksorkoa samanaikaisesti nostetaankin. Ohjauksoron noston vaikutukset voivat kumoutua, jos samanaikaisesti kotitalouksien rahoituksen saatavuus paranee ja asuntolainamarginaalit pienenevät.

Ohjauksorkojen muutosten välittyminen kotitalouksien maksamiin korkoihin vaihtelee euroalueen maissa huomattavasti. Maissa, joissa vaihtuvakorkoisten lainojen osuus on suuri, ohjauksoron muutokset välittyvät kotitalouksien lainanhoitokuluihin nopeasti ja voimakkaasti, mikä voi pienentää talouden ylikuumentumisriskiä.

**Voimakas häiriö taloudessa voi laukaista kotitalouksien velkaantuneisuuden koko talouden ongelmaksi ja aiheuttaa finanssikriisin.**

Kotitalouksien noususuhdanteessa voimakkaasti kasvanut velkaantuneisuus paljastuu koko talouden ongelmaksi, jos talouteen kohdistuu epäsuotuisa sokki, joka kääntää asuntohinnat laskuun. Esimerkiksi pienessä avotaloudessa vientikysynnän romahtaminen voi aiheuttaa taantumaa, johon liittyy asunto- ja muiden varallisuushintojen lasku. Vaikka asuntohintojen lasku ei välttämättä ole voimakkaan laskusuhdanteen ensisijainen syy, laskevilla asuntohinnoilla on silti laskusuhdannetta voimistava vaikutus.

Asuntomarkkinat voivat myös olla laskusuhdanteen tai finanssikriisin keskeinen lähde.<sup>4</sup> Näin on silloin, kun asuntohintakupla puhkeaa ja kotitaloudet ovat sitä ennen noususuhdanteessa velkaantuneet voimakkaasti. Epäsuotuisan sokin vaikutukset ovat osoittautuneet voimakkaiksi ja pitkäkestoisiksi, jos sokki kohdistuu talouden velkaantuneeseen sektoriin. IMF:n (2012) mukaan Yhdysvalloista alkanut globaali finanssikriisi on johtanut voimakkaaseen laskusuhdanteeseen nimenomaan niissä maissa, joissa kotitaloudet ovat tuntuvasti velkaantuneet.

Useassa maassa globaalia finanssikriisiä edelsi luottoekspansioon perustuva talouden ylikuumeneminen. Kun samalla tulevaisuuden tulo-odotukset olivat korkeat ja varallisuushinnat nousivat, taseet pysyivät kunnossa, vaikka velkaa otettiin koko ajan lisää.

Velkaantumisen kasvu oli perustunut ylioptimistisiin käsityksiin odotettavissa olevista tuloista. Globaali finanssikriisi muutti odotuksia nopeasti. Kun realismi voitti ja velkaantumisen kasvun rajat alkoivat tulla vastaan, asuntohinnat kääntyivät laskuun ja kotitalouksien taseet alkoivat heiketä. Useassa maassa asuntohintojen kääntyminen laskuun tuli yllätyksenä eikä siihen ollut varauduttu. USA:ssa asuntojen reaalihinnat kääntyivät laskuun ensimmäistä kertaa sitten 1930-luvun suuren laman.

**Asuntohintojen lasku supistaa kotitalouksien varallisuutta,...**

Asuntohintojen aleneminen pienentää kotitalouksien taseessa olevan varallisuuden arvoa. Jos asuntohintojen lasku on voimakasta ja pitkäaikaista, asuntovarallisuuden arvo saattaa laskea alemmaksi kuin asuntovelan nimellinen määrä. Asuntovelan lyhentäminen on tyypillisesti hidasta. Kun asuntohinnat laskevat, monet kotitaloudet pyrkivät lisäämään säästämistään ja maksamaan asuntovelkaa nopeammin pois, jotta nettovarallisuus ei pääsisi laskemaan voimakkaasti eikä ainakaan muuttuisi negatiiviseksi.

**...hidastaa talouskasvua säästämisen lisääntyessä...**

Näin kotitalouksien velkaantuminen purkautuu. Koko talouden tasolla kotitaloussektorin velkaantumisen purkaminen voi olla välttämätöntä, mutta sillä on talouskasvua hidastava vaikutus, kun kotitalouksien kysyntä säästämisen kasvaessa luonnollisesti vähenee.

**...ja lisää finanssikriisin riskiä.**

Asuntohintojen lasku heikentää myös pankkien taseita ja lisää finanssikriisin riskiä. Asuntohintojen laskun seurauksena kiinteistöihin liittyvien saamisten arvo on alentunut (erityisesti pankkien haltuun ottamat kiinteistöt ja roskalainat) ja näiden arvonalennusten kirjaaminen rasittaa pankkien tasei-

<sup>4</sup> Globaalin finanssikriisin keskeisenä lähteenä pidetään Yhdysvaltain asuntomarkkinoita. Yhdysvaltain sub-prime liiketoimintamalli perustui asuntohintojen nousuun. Oletettiin, että asuntovakuuden arvonnousu mahdollistaa aina sub-prime -lainan uudelleen rahoittamisen parin-kolmen vuoden sisällä. Jos lainaa ei uudelleenrahoitettu, lyhennykset alkoivat ja lainasta maksettava marginaali nousi voimakkaasti, esimerkiksi 6 prosenttiyksiköllä. Pienituloiset eivät tästä selvinneet. Järjestelmän heikkoudet paljastuivat, kun asuntohinnat kääntyivät laskuun.

ta, lisää pankkisektorin sopeutustoimien tarvetta ja heikentää luotonantomahdollisuuksia. Asuntosektorin ongelmat uhkaavat pahimmillaan koko rahoitusjärjestelmän vakautta.

**Laskusuhdanteessa  
keskuspankki laskee  
ohjauskorkoiaan  
hintavakauden  
ylläpitämiseksi.**

**Koronlasku tukee asunto-  
markkinoita, asuntohintoja  
ja kotitalouksien kysyntää.**

Epäsuotuisasta sokista aiheutuneessa laskusuhdanteessa inflaatio ja inflaatio-odotukset vaimenevat. Tässä tilanteessa keskuspankki laskee ohjauskorkoiaan hintavakauden ylläpitämiseksi. Koronlasku välittyy asuntomarkkinoille ja asuntovelallisille asti edellisessä luvussa kuvatulla tavalla. Koronlasku tukee asuntomarkkinoita, asuntohintoja sekä kotitalouksien kysyntää.

Voimakkaissa laskusuhdanteissa ja talouskriisissä rahoitusolot voivat kiristyä keskuspankin koronlaskusta huolimatta poikkeuksellisen paljon. Rahoitusolojen kiristyminen on seurausta kotitalouksien ja usein myös pankkisektorin taseisiin kohdistuvista heikkenemispaineista, joiden takia asuntolainoista maksettavat korkomarginaalit kasvavat ja rahoituksen saatavuus heikkenee. Syntyy epäsuotuisaa talouskehitystä voimistava kierre.

**Finanssikriisissä osa koron-  
laskun vaikutuksista ei  
välity kotitalouksille.**

Supistuvan talouden ja kiristyvän rahoituksen kierre voi johtaa talouden rajuun hidastumiseen. Rahoitusolot kiristyvät sitä enemmän mitä korkeampi velkaantuneisuus on. Osa keskuspankin koronlaskun myönteisistä vaikutuksista kumoutuu rahoitusolojen kiristymisen takia. Varsinkin kriisitilanteessa rahapolitiikan välittyminen kotitalouksien lainoistaan maksamiin korkoihin voi häiriintyä. Tässä tilanteessa kotitalouksien lainoistaan makamat marginaalit voivat kasvaa, rahoituksen ehdot tiukentua ja rahoituksen saatavuus heiketä voimakkaasti.

Suomessa EKP:n koronlaskut ovat kuitenkin välittyneet voimakkaasti suurimmalle osalle asuntovelallisista, koska Suomessa asuntolainojen korot on tyypillisesti sidottu lyhyeen markkinakorkoon. Markkinakorkojen aleneminen pienentää kotitalouden velanhoitokuluja tai tasaerälainan tapauksessa lyhentää lainan maksuaikaa (velkaantumisen purkaminen). Näille kotitalouksille koronlaskut antavat enemmän taloudellista liikkumavaraa, mikä tukee asuntohintoja, kotitalouksien kysyntää ja vaimentaa tuotannon laskua.

**Kriisissä keskuspankkien  
on korkopolitiikan ohella  
turvaututtava epäta-  
vanomaisiin toimenpiteisiin.**

Viimeaikaisessa kriisissä rahapoliittiset korot on useassa maassa laskettu hyvin alhaalle. Keskuspankkien mahdollisuudet vaimentaa laskusuhdanteta tavanomaisen rahapolitiikan avulla ovat tällaisessa tilanteessa luonnollisesti rajoitetut. Tärkeää on ollut varmistaa poikkeuksellisen alhaisten ohjauskorkojen välittyminen kotitalouksille ja yrityksille tilanteessa, jossa rahoitusjärjestelmän epävarmuus vaikeuttaa rahapolitiikan kykyä ohjata markkinakorkoja. Keskuspankit ovat tukeutuneet ns. epätavanomaisiin toimiin rahapolitiikan välittymisen varmistamiseksi ja luotonannon tukemiseksi.

Velkaantuneisuuden kasvun takia kiristyneet rahoitusolot hidastavat talouden toipumista.

Talouden kääntyminen nousuun merkitsee, että varallisuushinnat nousevat, yritysten ja kotitalouksien taseet kohenevat ja velkaantuneisuus vähenee. Tällöin myös lainoista maksettavat riskilisät pienenevät ja rahoituksen saatavuus paranee. Noususuhdanteessa syntyy kasvavan talouden ja kevenevien rahoitusolojen myönteinen kierre.

Jos voimakkaan laskusuhdanteen taustalla on asuntohintakuplan puhkeaminen, myönteiseen kierteseen pääsemistä edeltää asuntohintojen usein pitkäaikainen lasku. Viime vuosina asuntohinnat ovat laskeneet usean vuoden ajan esimerkiksi Yhdysvalloissa ja euroalueen maista Espanjassa ja Irlannissa. Suomessa 1990-luvulla asuntohinnat laskivat runsaat puoli vuosikymmentä. Asuntohinnat saavuttivat huippunsa vuoden 1989 puolivälissä (1989 Q2), jonka jälkeen ne laskivat 40 prosenttia noin neljässä vuodessa. Vaikka asuntohinnat olivat alimmillaan vuoden 1993 alussa (1993 Q1), varsinainen nousu alkoi vasta vuonna 1996.

**Asuntohintakuplan puhkeamisesta toipuminen edellyttää asuntohintojen korjaantumista ja kotitalouksien ylivelkaantumisen purkautumista.**

Asuntohintakuplan puhkeamisen jälkeen talouden toipuminen edellyttää asuntohintojen korjaantumista ja usein myös kotitalouksien ylivelkaantumisen purkamista. Kotitalouksien velkaantumisen purkaminen voi johtua myös luottoehtoisten kiristymisestä, tulo-odotusten vaimenemisesta ja taloudellisen epävarmuuden lisääntymisestä.

**Suomessa asuntohinnat laskivat vain hetkellisesti finanssikriisin kärjistyttyä.**

Toisaalta esimerkiksi Suomessa asuntohinnat laskivat vain hetkellisesti globaalin finanssikriisin kärjistyttyä vuoden 2008 lopulla ja alkoivat hyvin pian taas nousta. Suotuisaan kehitykseen voi olla useita syitä, kuten elvyttävän rahapolitiikan nopea ja voimakas välittyminen kotitalouksille, kotitalouksien kriisiä edeltäneen velkaantumisen kohtuullisuus sekä Suomen pankkisektorin hyvä kriisinsietokunto. Asuntohintojen nopea toipuminen viittaisi myös siihen, että Suomessa ei ennen globaalia finanssikriisiä ollut syntynyt asuntohintakuplaa.

Kun talouden toipuminen alkaa, voimakkaassa laskusuhdanteessa kasvanut velkaantuneisuus alkaa hiljalleen laskea. Kotitalouksien, kuten myös talouden muiden sektoreiden, velkaantuneisuus on keskeinen syy, miksi toipuminen on hidasta. Velkaantuneisuuden purkaminen vie aikaa. ”Velka on veli otettaessa, veljenpoika maksettaessa.”

Velkaantuneisuuden kasvun takia kiristyneet rahoitusolot hidastavat ja rajoittavat talouden toipumista. Rahoitusolojen kireys rajoittaa kotitalouksien taloudellista liikkumavaraa ja luotonottoa sekä vaimentaa kotitalouksien



kysyntää, mikä taas hidastaa talouden toipumista. Ilman kriisin lisäämää velkataakkaa kotitaloudet voisivat lisätä kysyntäänsä talouden toipumisvaiheessa enemmän ja vahvistaa näin talouden elpymistä.

Asuntohintojen nousu tukee talouden toipumista kasvattamalla kotitalouksien nettovarallisuutta, mikä parantaa rahoitusolojen kevenemisen edellytyksiä. Asuntohintojen nousun aikaansaama kotitalouksien taseiden vahvistuminen ja kevenevät rahoitusolot voimistavat kotitalouksien kysyntää ja suhdannenousua.

Yhteenvetona haluan korostaa, että asuntomarkkinat ovat tärkeitä keskuspankin kannalta, sillä asuntohintojen nousu voimistaa talouden yläsuuntaista kierrettä, kun taas niiden lasku voimistaa alasuuntaista kierrettä. Asuntomarkkinat voivat jopa olla talouskriisin lähde, jos talous ylikuumentuu ja syntyy asuntohintakupla. Asuntohintakuplan puhkeaminen laskee tuotantoa voimakkaasti ja vaarantaa rahoitusjärjestelmän vakauden.

Noususuhdanteessa syntyy kasvavan talouden, kevenevien rahoitusolojen ja nousevien varallisuushintojen kierre. Vaikka kotitaloussektorin velkataakka kasvaa, niin kasvaa myös asuntovarallisuuden arvo.

Pitkään kestävässä noususuhdanteessa unohtuu usein, että asuntohinnat voivat myös laskea. Asuntohinnat laskevat tyypillisesti tilanteessa, jossa myös tuotanto laskee voimakkaasti, työttömyys lisääntyy ja kotitalouksien tulo-odotukset heikkenevät voimakkaasti.

Kotitaloussektorin velkaantuneisuus on kasvanut Suomessa 2000-luvulla. Vuonna 2005 kotitalouksien velka oli 95 prosenttia saman vuoden käytettävissä olevista tuloista. Vuonna 2011 velka oli noussut jo 114 prosenttiin (sisältäen kotitalouksien osuuden asunto-osaakeyhtiöiden lainoista). Nousua oli siis lähes 20 prosenttiyksikköä 6 vuodessa.

Vaikka Eurooppalaisessa vertailussa suomalaisten kotitalouksien keskimääräinen velkaantuneisuus ei ole poikkeuksellisen korkea, voimakkaasti velkaantuneiden kotitalouksien osuus on kasvanut. Vuoden 2010 lopussa noin 4,5 prosentilla velkaantuneista kotitalouksista velkaa oli yli 500 % käytettävissä olevasta rahatulosta. Suomessa on vaarana, että talouskasvu nojaa liikaa velkaantumiseen. Kotitaloussektorin kasvanut velkaantuneisuus on huolestuttavaa talouden vakaan kehityksen kannalta.

## LÄHTEITÄ

Bernanke B, M.Gertler and S. Gilchrist (1999), The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. Handbook of Macroeconomics, edited by J B Taylor and M Woodford. North-Holland, Amsterdam.

Mishkin, F. S. (2007), Housing and the monetary transmission mechanism. Prepared for Federal Reserve Bank of Kansas City's 2007 Jackson Hole Symposium.

IMF (2012), Dealing with household debt. World economic outlook, April 2012, chapter 3.