



BoF Online

5 • 2012

Asuntomarkkinat ja kotitalouksien velka – pohjoismainen vertailu

Heidi Schauman

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 Miten Pohjoismaissa asutaan?	3
2 Makrotalous ja asuntomarkkinat	5
3 Asuntohintojen kehitys	8
4 Asuntoinvestoinnit	13
Kehikko 1. 90-luvun alku, rakennusinvestoinnit, asuntohinnat ja korot	16
5 Miten paljon ja millaista lainaa kotitalouksilla on?	17
6 Asuntolainojen rahoittamisen Tanskan malli: Katetut joukkolainat	20
Kehikko 2. Tanska	22
7 Mitä opittavaa Pohjoismaista?	26

Kuvioluettelo

Kuvio 1. Asuntomarkkinat ja makrotalous	7
Kuvio 2. Reaaliset asuntohinnat, 1980=100	9
Kuvio 3. Reaaliset asuntohinnat, 1999=100	10
Kuvio 4. Asuntohinnat suhteessa kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin	11
Kuvio 5. Asuntohinnat suhteessa vuokriin	11
Kuvio 6. Vuotuiset asuntoinvestoinnit henkeä kohti, euroa	13
Kuvio 7. Asuntoinvestoinnit, % BKT:stä	14
Kuvio 8. Valmistuneet asuinrakennukset, tuhatta kappaletta	15
Kuvio 9. Kotitalouksien velka	18
Kuvio 10. Kotitalouksien velka neljännesvuosittain	18
Kuvio 11. Tanskan asuntohinnat, vuotuinen nousuvauhti	23
Kuvio 12. Asuntolainat lainatyyppin mukaan Tanskassa	24
Kuvio 13. Kotitalouksien velka ja varallisuus Pohjoismaissa	25

Taulukkuuettelo

Taulukko 1. Perustiedot	4
Taulukko 2. Omistusasuminen ja velat	5
Taulukko 3. Boom-bust -syklejä asuntohinnoissa 1970-2007	8

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

Tässä selvityksessä tarkastellaan, miten asuntomarkkinat ja kotitalouksien velkaantuneisuus ovat kehittyneet Pohjoismaissa viime vuosina ja vuosikymmeninä. Selvityksen tavoite on luoda käsitys siitä, miten Pohjoismaat eroavat toisistaan ja siitä, onko Suomella jotain opittavaa muista Pohjoismaista.

Selvitys käsittelee asuntohintojen, asuntoinvestointien, rakentamisen sekä kotitalouksien velkaantumisen kehitystä. Yhteenvetona voidaan todeta, että Pohjoismaissa asuntohinnat ovat kehittyneet hyvin samansuuntaisesti viime vuosikymmenen aikana. Kehitys heijastaa pääsääntöisesti matalia korkoja ja myönteistä tulokehitystä eikä niinkään rakentamisen niukuutta, vaikka joissakin maissa ainakin kasvukeskuksissa on ongelmia kaavoittamisen kanssa. Myös lainamarkkinoiden muuttuminen ja yhä vapaamuotoisempien lainojen tulo markkinoille on antanut tukea asuntohintojen nousulle.

1 Miten Pohjoismaissa asutaan?

Pohjoismaiden asunto- ja lainamarkkinat ovat rakenteeltaan suhteellisen samanlaisia, mutta niiden välillä on myös varteenotettavia eroja, jotka ajan myötä ovat ajaneet etenkin maiden lainamarkkinat eri suuntiin.

Tanska, Norja, Ruotsi ja Suomi ovat kaikki suhteellisen rikkaita maita, joissa asuntokanta on hyväkuntoinen ja joissa panostetaan asumiseen. Kuitenkin Norjan asukasta kohti laskettu BKT on melkein kaksi kertaa suurempi kuin Suomen. Myös Tanskan asukasta kohti laskettu BKT on suhteellisen korkea. Suomen ja Ruotsin asukasta kohti lasketut bruttokansantuotteet eivät poikkea suuresti toisistaan. Erot asukasta kohti lasketuissa bruttokansantuotteissa näkyvät osittain asuineliöiden määrissä. Suomessa henkeä kohti lasketut asuineliöt ovat tässä vertailussa ylivoimaisesti vähäisimmät. Suomessa asuineliöitä on noin 39 henkeä kohti, kun vastaava luku Ruotsissa on yli 45 ja Tanskassa yli 51 (seuraava taulukko).¹

¹ Tietoa ei ole saatavilla Norjalle.

Myös asuntojen keskimääräinen koko vaihtelee maittain. Suomessa se on 77 neliötä, Ruotsissa 91,8 neliötä ja Tanskassa 111 neliötä (tiedot vuosilta 2002-5). Tanskassa asutaan siis huomattavasti väljemmin kuin Suomessa.²

Vaikka asuinneliöt Suomessa ovat vähäiset, asuntojen kunto on erittäin hyvä (seuraava taulukko). Kaikkien Pohjoismaiden asuntojen kunto on erittäin hyvä eurooppalaisessa vertailussa, mutta Suomen asuntojen kunto on parhain.

Taulukko 1. Perustiedot

	Suomi	Ruotsi	Tanska	Norja	Euroalue
BKT/capita	44496	49183	55981	84144	32537 [^]
Asuinneliö per henkilö*	38,9	45,2	51,4		38,9/42,9***
Asuntojen kunto**	90,3	87,8	88	88,6	80,1

Lähteet: IMF, kansalliset tilastokeskukset, Eurostat, 2010.

* 2009, 2008 Ruotsille, kansalliset tilastokeskukset.

** Eurostat, 2009, Housing deprivation rate. Mitä korkeampi, sitä parempikuntoiset asunnot.

*** Ranska/Saksa

[^] EU

Pohjoismaista etenkin Norjassa ja Suomessa asuminen omistusasunnossa on yleistä (ks. taulukko 2). Norjassa jopa runsaat 85 % väestöstä asuu omistusasunnossa. Suomi on tässä vertailussa toisena. Tanskassa ja Ruotsissa omistusasuminen ei ole yhtä suosittua. Omistusasunnoissa asuvista kotitalouksista suurimmalla osalla on asuntolainaa. Suomessa noin 44 % kotitalouksista asuu omistusasunnossa ja on asuntovelallisia. Ruotsissa vastaava luku on 57 %, Tanskassa noin 53 % ja Norjassa peräti 61 %. Suomessa on siis pohjoismaisessa vertailussa suhteellisen vähän ihmisiä, joilla on asuntolainaa, kun taas suurin osuus on Norjassa. Verrattuna euroalueen keskiarvoon, 28 prosenttiin, kaikissa Pohjoismaissa asuntovelallisten osuudet ovat suuret. Jos vertailee Suomea euroalueen keskiarvoon, huomaa, että kotitalouksien velka/tulo-suhde on suurin piirtein samaa kokoluokkaa mutta Suomessa paljon suurempi osuus väestöstä jakaa tätä velkaa.

² Vastaavaa lukua ei ole saatavilla Norjalle.

Taulukko 2. Omistusasuminen ja velat

	Suomi	Ruotsi	Tanska	Norja	Euroalue
Osuus väestöstä joka asuu omistusasunnossa	74,1	69,7	66,3	85,4	72
<i>Ei lainaa</i>	30,4	12,9	13,5	24,1	44
<i>Lainaa</i>	43,7	56,8	52,8	61,3	28
Kotitalouksien velka/tulo-suhde	100,6	139,99	275,1	176,83*	98,5**

* 2008

** 2009

Lähde: 2009 Eurostat, Distribution of population by dwelling type ja sectoral accounts.

Jos tarkastelee kotitalouksien kokonaisvelkaa, vähän erilainen kuva nousee esille. Kotitalouksien velka/tulo-suhde on Suomessa alhaisin, noin 100 %, kun taas Ruotsissa se on noin 140 %, Norjassa noin 177 % ja Tanskassa peräti 275 %.³ Historiallisesti Tanskan valtavaa kotitalousvelkaa on selitetty sillä, että maan asuntorahoitusmalli on mahdollistanut pitkäaikaisia (noin 30 v.) kiinteäkorkoisia asuntolainoja.⁴ Tämä tilanne on kuitenkin muuttunut viime vuosina.⁵

2 Makrotalous ja asuntomarkkinat

Asuntomarkkinat vaikuttavat talouden eri osa-alueisiin ja ovat puolestaan riippuvaisia talouden eri osa-alueiden kehitystä. Reaaliset tekijät kuten työllisyys ja demografia, institutionaaliset tekijät kuten sääntely ja verot sekä rahataloudelliset tekijät vaikuttavat asuntomarkkinoiden toimintaan ja edellytyksiin. Rahapolitiikka vaikuttaa asuntomarkkinoihin luottokustannusten kautta. Mitä tapahtuu asuntomarkkinoilla, vaikuttaa taas makrotalouteen. Vaikutukset välittyvät esim. työllisyyteen, BKT-kehitykseen ja inflaatioon kulutuskanavan ja vakauskanavan kautta (kuvio 1, s. 5).

Kulutuskanava

Muutokset asuntomarkkinoilla vaikuttavat kulutukseen eri tavoilla. Kun asuntohinnat nousevat, varallisuus kasvaa. Kun kotitaloudet vaurastuvat, ne kokevat voivansa kuluttaa enemmän. Tämä ei kuitenkaan ole itsestään selvä suhde. Jotkut kotitaloudet hyötyvät asuntojen

³ Ei sisällä asuntoyhtiötä. Perinteisessä sektoritilastossa asuntoyhtiöt kuuluvat yrityspuolelle. Suomessa asuntoyhtiöt on lisätty rahoitustilinpäädössä tähän tilastoon ja silloin velkaantumistasen koko nousee noin 10 prosenttiyksiköllä.

⁴ Covered bond – järjestelmä perustuu siihen, että rahoituslaitokset rahoittavat asuntolainojen annon emittoimalla niiden kanssa samanpituisia katettuja joukkovelkakirjalainoja.

⁵ Enemmän aiheesta osiossa 6.

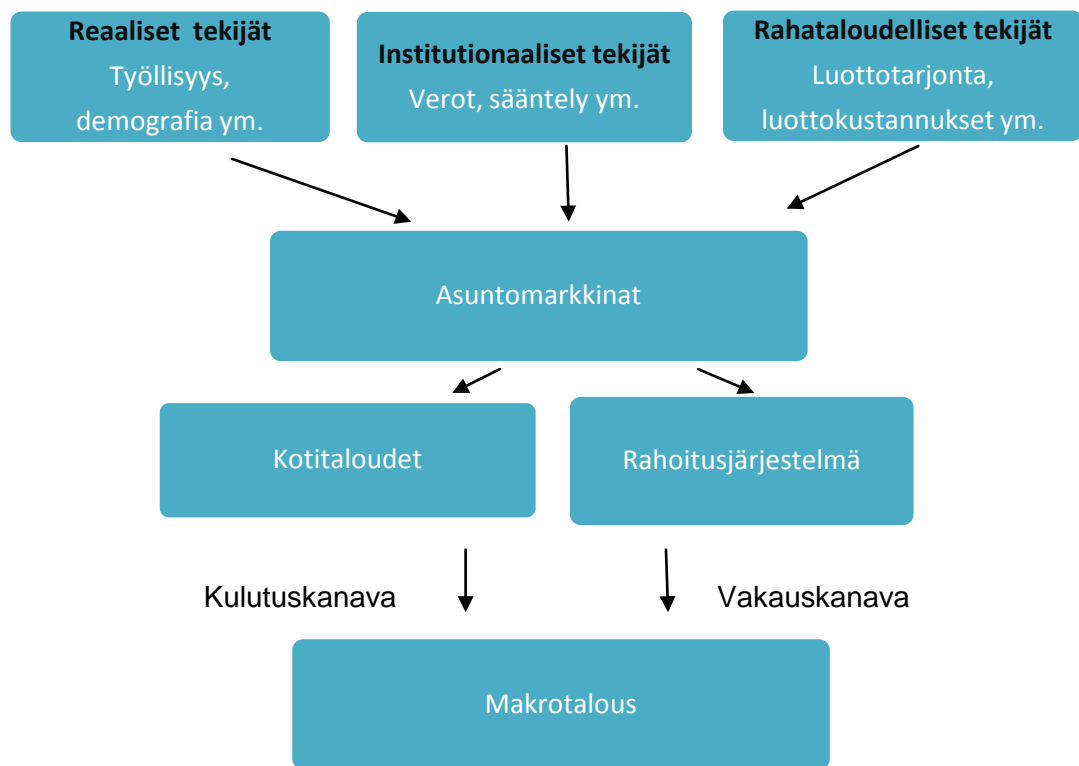
hintojen noususta, kun taas toiset kärsivät siitä. Melko selvä empiirinen yhteys kuitenkin valitsee asuntojen hintojen ja kotitalouksien kulutuksen välillä. Asunto voi myös toimia vakuutena lainalle, ja jos asunnon arvo nousee, on mahdollista saada enemmän lainaa ja paremmat lainaehdot. Päinvastainen kehitys toteutuu, jos hinnat laskevat asuntomarkkinoilla.

Jos asuntojen hintojen nousu heijastaa ylioptimistisia odotuksia ja jos siitä seuraa asuntohintojen lasku, kotitaloudet voivat tarkistaa näkemyksiään optimaalisesta velkaantumisasteestaan ja alkaa lyhentää lainojaan entistä enemmän. Siten kulutus voi laskea myös tämän ansiosta eikä ainoastaan sen takia, että asuntojen hintojen lasku heikentää lainanottomahdollisuuksia.

Vakauskanava

Jos asuntohinnat laskevat riittävän paljon, asunnon hinta voi alittaa velkojen arvon. Jos tämä tapahtuu samaan aikaan kun kotitalouksien takaisinmaksukyky huononee merkittävästi, esimerkiksi työttömyyden nousun seurauksena, näkyy se rahoituslaitosten tappioina. Jos nämä tappiot ovat riittävän suuret, tämä voi johtaa vakavaraisuusongelmiin ja makrovakausergelmiin. Pienemmällä skaalalla riittää, että rahoituslaitokset alkavat nähdä lisääntyntä epävarmuutta asuntomarkkinoilla ja tämän takia rajoittaa lainanantoaan.

Kuvio 1. Asuntomarkkinat ja makrotalous



Lähde: Riksbanken (2011).

Suomessa asuntolainoista näyttäisi suoraan koituvan pankeille kovin merkittäviä luottotappioita. 1990-luvun laman aikana luottotappiot asuntolainoista jäivät hyvin vähäisiksi yrityslainoihin verrattuna. Näin kävi myös Ruotsissa ja Norjassa. Kotitalouksien velkaantuneisuus lienee silti epäsuorasti kasvattanut pankkien luottotappioita, kun kotitaloudet velkojansa hoitaakseen joutuivat supistamaan kulutuskysyntäänsä heikentäen siten kotimarkkinoille tuottavien yritysten toimintaedellytyksiä ja kasvattaen yrityslainoista pankeille koituneita luottotappioita.

3 Asuntohintojen kehitys

Historiallisesti katsottuna reaaliset asuntohinnat ovat nousseet viime 30 vuoden aikana melkein kaikissa kehittyneissä maissa. Ajanjaksona 1978–2008 keskimääräistä vuotuista nousua oli Tanskassa 1,7 %, Suomessa 2,1 %, Norjassa 2,5 % ja Ruotsissa 1,2 %. Vastaavat luvut USA:ssa ovat 1,1 % ja Isossa-Britanniassa 4,1 %. Suurin osa pitkäaikaisesta asuntojen hinnannoususta selittyy urbanisaatiolla, väestökasvulla ja tulojen kasvulla. Keskimäärin asuntojen hinnat ovat nousseet eniten sellaisilla paikoilla, missä asutaan tiheästi ja rakennuskelpoinen maa on vähissä (Riksbanken 2011).

Vaikka useimmiten puhutaan asuntohintojen noususta, tyypillistä on että asuntohinnat kehittyvät sykleissä. Agnello ja Schuhknecht (2009) havainnollistavat tämän asian nostamalla esille myös maiden erilaisuudet. Ruotsin asuntohintojen voimakas nousu vuoden 1997 jälkeen verrattuna Suomeen selittyy osittain sillä, että vuonna 2001 asuntojen hinnat laskivat Suomessa. Täten asuntojen hintojen yhtämittaisen nousun jakso on paljon lyhyempi kuin Ruotsin 11 vuotta kestänyt voimakas kasvuvaihe. Muuten Suomen ja Ruotsin reaalisten asuntohintojen kehitys on korreloinut voimakkaasti 1980-luvulta alkaen. Tanskan ja Norjan syklit eroavat selkeästi Suomen ja Ruotsin sykleistä, mutta korreloivat vuorostaan keskenään (katso seuraava taulukko). Eli vaikka nopeasti katsottuna näyttää siltä, että kaikkien Pohjoismaiden asuntohinnat olisivat kehittyneet samansuuntaisesti viime vuosikymmeninä, tarkempi tarkastelu näyttää, että syklit eroavat merkittävästi toisistaan. Ottaen tämä huomioon Suomen tilannetta kannattaa vertailla Ruotsin tilanteeseen, koska näiden kahden maan syklit korreloivat vahvasti, mutta yhtäläisyydet Tanskan ja Norjan kanssa ovat pienemmät.

Taulukko 3. Boom-bust -syklejä asuntohinnoissa 1970-2007

	Boom	Kesto, vuotta	Bust	Kesto, vuotta
Suomi	1987–1989	3	1974–1979	6
	1996–2000	5	1990–1993	4
	2002–2007	6		
Ruotsi	1986–1990	5	1980–1985	6
	1997–2007	11	1991–1993	3
Tanska	1983–1986	4	1979–1982	4
	1994–2001	8	1987–1993	7
Norja	1994–2001	8	1975–1983	9
			1987–1993	7

Vertailussa on käytetty ns. triangular approximation -menetelmää

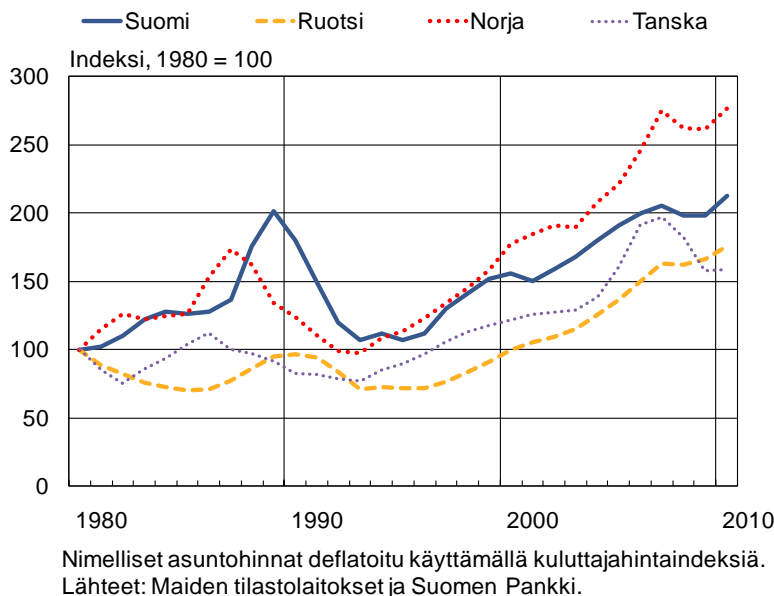
Lähde: Agnello ja Schuhknecht 2009.

Yhteinen piirre on kuitenkin, että asuntohinnat nousivat hyvin voimakkaasti kaikissa Pohjoismaissa finanssikriisiä edeltävänä ajanjaksona. Kymmenen vuoden ajanjaksona 1997–2007 reaaliset asuntohinnat (suhteessa kuluttajahintoihin) nousivat eniten Ruotsissa (113 %), toiseksi eniten Norjassa (105 %), kolmanneksi eniten Tanskassa (86 %) ja vähiten Suomessa (58 %).

Tällaisissa vertailuissa vertailuajankohdan valinta on poikkeuksellisen tärkeä, ja vertailun tulokset ovat erilaisia esim. ajanjaksolle 1980–2007. Tällä paljon pidemmällä ajanjaksolla asuntohinnat nousivat selvästi vähemmän Ruotsissa (62 % vs. 113 %) mutta enemmän muissa maissa. Suomessa asuntohinnat nousivat 105 %, Tanskassa 96 % ja Norjassa 175 %. Etenkin verrattuna Suomen kehitykseen 1990-luvun kriisin vaikutus asuntohintoihin oli paljon miedompi Ruotsissa, eikä korjausliike ollut samaa mittaluokkaa.

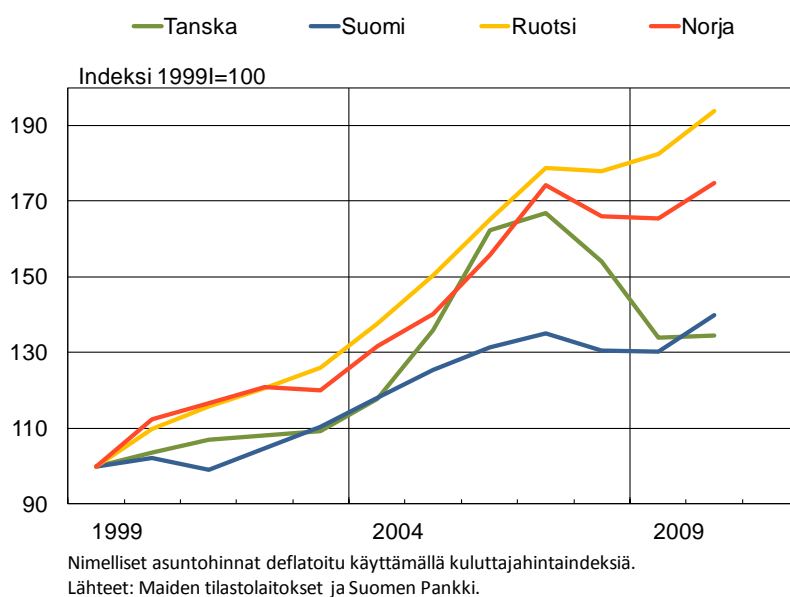
Lisäksi jos vertaa nykyisiä reaalisia asuntohintoja vuoden 1970 tilanteeseen, Suomen ja Ruotsin tilanne näyttää aika samanlaiselta. Ruotsin asuntohinnat ovat siis nousseet paljon nopeammin kuin Suomen asuntohinnat 1990-luvun kriisin jälkeen, mutta ennen sitä Ruotsin asuntohintojen kehitys oli rauhallisempi kuin Suomen.

Kuvio 2. Reaaliset asuntohinnat, 1980=100



Yhteinen piirre reaalisissa asuntohintoissa Pohjoismaissa on myös se, että kriisin vaikutukset ovat jääneet hyvin pieniksi muualla kuin Tanskassa. Tanskassa asuntohinnat ovat jo laskeneet 24 % huipustaan (kuvio 3), eikä vielä ole selkeitä merkkejä laskun pysähtymisestä.

Kuvio 3. Reaaliset asuntohinnat, 1999=100



Selitys sille, miksi hinnat eivät ole laskeneet Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa, löytyy ainakin osittain siitä, että korot ovat pysyneet matalina, työttömyys suhteellisen matalana ja että varsinainen asuntomarkkinakriisi ei ole iskenyt näihin maihin. Ostovoima on pysynyt hyvänä, eikä asuntohintojen nousuun ole liittynyt yllirakentamista, vaan etenkin Ruotsissa ja myös jossain määrin Suomessa asuntomarkkinoiden tarjonta ei ole pystynyt vastaamaan kysyntään, vaikka Suomessa korkeasuhdanteen aikana rakennettiin poikkeuksellisen paljon.

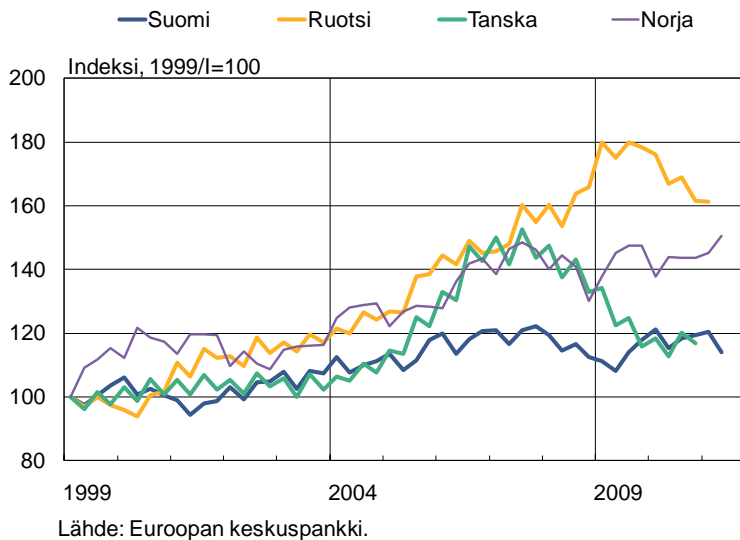
Asuntohintakehitys suhteessa tuloihin antaa jonkin verran erilaisen kuvan, kuin jos tarkastellaan asuntohintoja suhteessa inflaatiokehitykseen, mutta suuret linjat pysyvät ennallaan. Pohjoismaissa myös tulot ovat kasvaneet voimakkaasti viime vuosikymmeninä, ja suhteellisen suuren osan asuntohintojen noususta voikin selittää tulojen nousulla.

Suhteessa tuloihin Suomen asuntohinnat nousivat noin 20 % vuodesta 1999 vuoden 2011 toiselle neljännekselle. Tanskan keskimääräinen kasvu on jotakuinkin samansuuruinen, vaikka hintakehitys oli vaihtelevampaa. Norjassa nousu oli paljon voimakkaampi, noin 50 % ja Ruotsissa vielä voimakkaampi, noin 60 %. Huipussaan Ruotsin kehitys oli jo 80 prosentissa, mutta ihan viime vuosina Ruotsin asuntohinnat ovat laskeneet suhteessa tuloihin heijastaen etenkin vuoden 2010 kotitalouksien tulojen vahvaa kasvua.

Asuntohintojen reagoinnin tulojen nousuun voi tulkita siten, että kun kotitaloudet saavat lisätuloja, melko pieni osuus niistä menee ruokaan tai muuhun kulutukseen, jos kulutus on jo lähellä toivottua tasoa. Siten tulojen nousu tietyissä tuloluokissa voi johtaa siihen, että kotita-

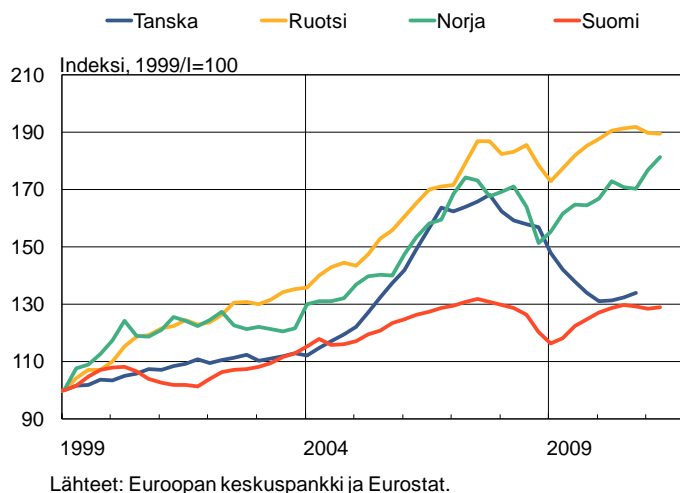
loudet ovat valmiita käyttämään entistä suuremman osuuden tuloistaan asuntoon liittyviin menoihin.

Kuvio 4. Asuntohinnat suhteessa kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin



Asuntohintojen nousu suhteessa vuokriin antaa samansuuntaisen kuvan kehityksestä kuin asuntohintojen nousu suhteessa tuloihin. Nousu on ollut voimakkainta Ruotsissa (noin 90 % vuodesta 1999), ja Norja on jälleen kakkonen vertailussa. Yksi syy Ruotsin kehitykseen löytynee Ruotsin hyvin tiukasti säännöstellyiltä vuokramarkkinoilta. Vuokrien nostoista päätetään keskitetysti kerran vuodessa, ja vuokrat ovat keskimäärin nousseet samaa tahtia kuin inflaatio.

Kuvio 5. Asuntohinnat suhteessa vuokriin



Tanskassa asuntojen hinta/vuokra-suhteen keskimääräinen kehitys vuodesta 1999 vuoteen 2010 oli viime vuosien voimakkaan hintalaskun ansiosta hyvin lähellä Suomen keskimääräistä kehitystä. Ennen laskua Tanskan asuntohinnat suhteessa vuokriin olivat nousseet suunnilleen samaa tahtia kuin Norjassa. Myös tässä vertailussa Suomen tilanne näyttää vähiten hälyttävältä. Asuntohinnat suhteessa vuokriin ovat Suomessa nousseet noin 30 % ajanjaksolla 1999–2011.

Kuinka paljon noususta on selitettävissä talouden perustekijöillä?

Tärkeä kysymys asuntojen hintojen nousua tarkasteltaessa on, kuinka suuren osan noususta voi selittää ns. fundamenteilla, eli talouden perustekijöillä. Riksbankenin (2011) tutkimusten mukaan suurimman osan Ruotsin asuntohintojen noususta voi selittää fundamenteilla. Reaalikorko on ollut matala, ja lainojen saatavuus parantunut. Tulokehitys on ollut hyvä ja tarjonta niukkaa. Samat asiat pätevät, mutta vaihtelevassa määrin, myös muissa Pohjoismaissa.

Suurin osa asuntohintojen noususta Ruotsissa ajanjaksolla 1995–2007 on Riksbankenin (2011) tutkimuksen mukaan selitettävissä käyttökustannusten – pääosin matalien ja laskevien reaalikorkojen – kehityksellä. Tämä selittää miksi asuntohinnat ovat nousseet niin paljon nopeammin kuin vuokrat.

Asuntohinnoissa on kaksi komponenttia; asunto on samalla kulutushyödyke ja varallisuutta. Pitää pystyä arvioimaan, mikä on asumispalvelun hinta sekä mikä on itse talon tai asunnon hinta. Markkinoiden halu maksaa asunnosta riippuu pitkälti siitä, mitkä asunnon omistamiseen liittyvät pääomakustannukset ja kunnossapitokulut ovat. Näiden kustannusten summaa voi kutsua käyttökustannuksiksi.

Pääomakustannukset riippuvat lainakoroista, lainamahdollisuuksista, odotetusta pääomavoitoista ja veroista. Nämä kustannukset ovat laskeneet dramaattisesti viime vuosikymmeninä. Etenkin matalammat korot ja asuntolainojen helpotettu saatavuus ovat edesauttaneet tilannetta. Ruotsissa (ja myös Tanskassa) kevennetty asuntoperävero on myös pienentänyt käyttökustannuksia (Riksbanken 2011).

Toinen kiinnostava kysymys on, miten asumispalveluiden hinnat määrittyvät. Kysyntäpuolella empiiriset tutkimukset viittaavat siihen, että asumispalveluiden kysyntä nousee suunnilleen samaa tahtia tulojen nousun kanssa. Kysynnän hintajousto vaikuttaa kuitenkin olevan suhteellisen pieni, ja jos tarjonta ei kehity samaa vauhtia kysynnän kanssa, tuntuva hintasopeutuminen voi olla tarpeen tasapainon saavuttamiseksi tarjonnan ja kysynnän välillä (Riksbanken 2011).

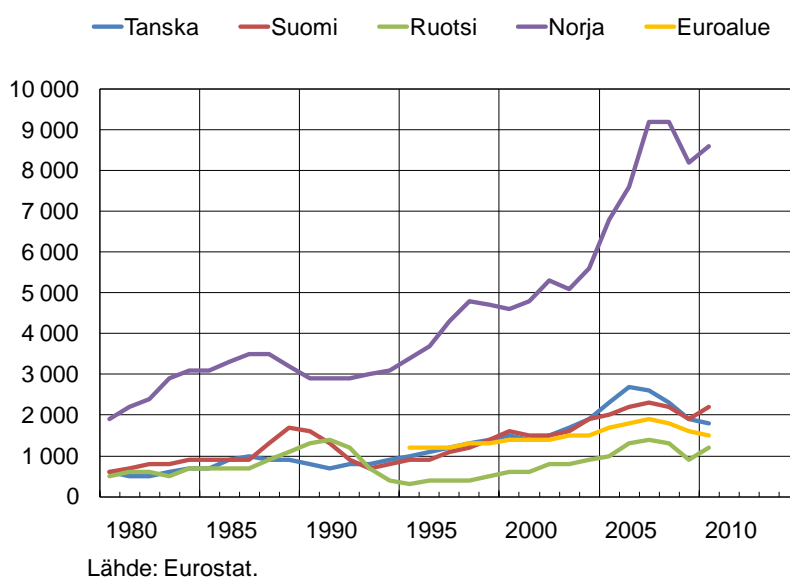
Onko fundamenttien kehitys kestävää?

Vaikka kasvava ja korkea velkaantuminen periaatteessa voi selittää asuntohintojen nousua osittain, tämä ei tarkoita, ettei se lisää asuntomarkkinoihin ja velkaantumiseen liittyviä riskejä. Asuntojen hintamuutosten taustalla vaikuttavien fundamenttien kehitys voi osoittautua kestäättömäksi. Esimerkiksi pitkään vallitseva matala korkotaso voi olla selitys asuntohintojen nousulle, mutta samalla se voi antaa vääriä signaaleja markkinoille. Jos asuntojen tarjonta ei reagoi nopeasti niiden kysynnän kasvuun, voi poikkeuksellisen matala korkotaso nostaa asuntojen hinnat tasolle, joka osoittautuu kestäättömäksi korkojen lopulta noustessa. Hyvin suuret lainat, etenkin jos niitä ei lyhennetä, voivat merkitä sitä, että kotitalouksien taloudellisen tilanteen häiriöherkkyys kasvaa liikaa. Tällöinkin asuntojen hintojen kehitys voi osoittautua olevan kestäättömällä pohjalla.

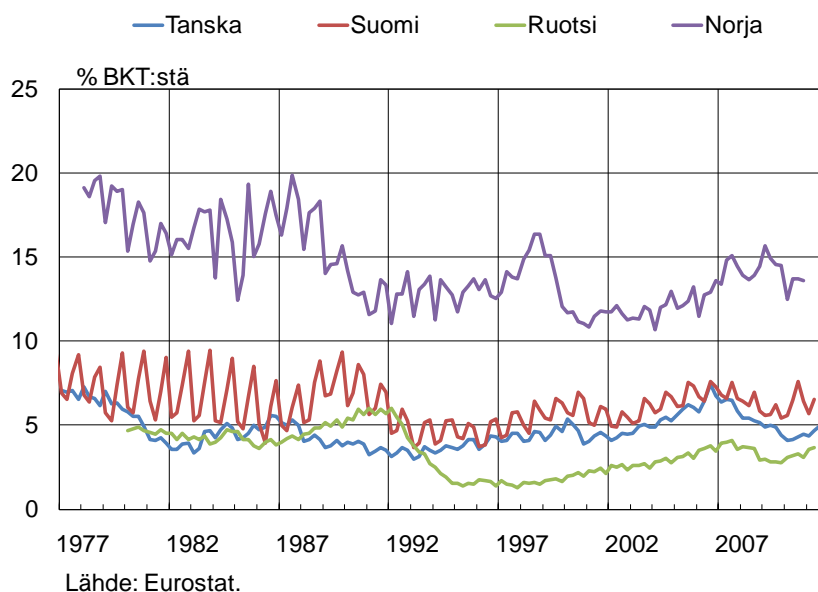
4 Asuntoinvestoinnit

Asuntoinvestoinnit kertovat, kuinka paljon maassa rakennetaan ja kunnostetaan asuntoja. Pohjoismaisessa vertailussa ilmenee, että Norjassa asuntoihin investoidaan selkeästi eniten, kun asuntoinvestoinnit suhteutetaan asukaslukuun tai bruttokansantuotteeseen. Ruotsissa taas rakennetaan trendinomaisesti vähiten. Tämä on asia, joka on noussut keskusteluun Ruotsissa, ja jolle ei ole löydetty kattavaa selitystä.

Kuvio 6. Vuotuiset asuntoinvestoinnit henkeä kohti, euroa



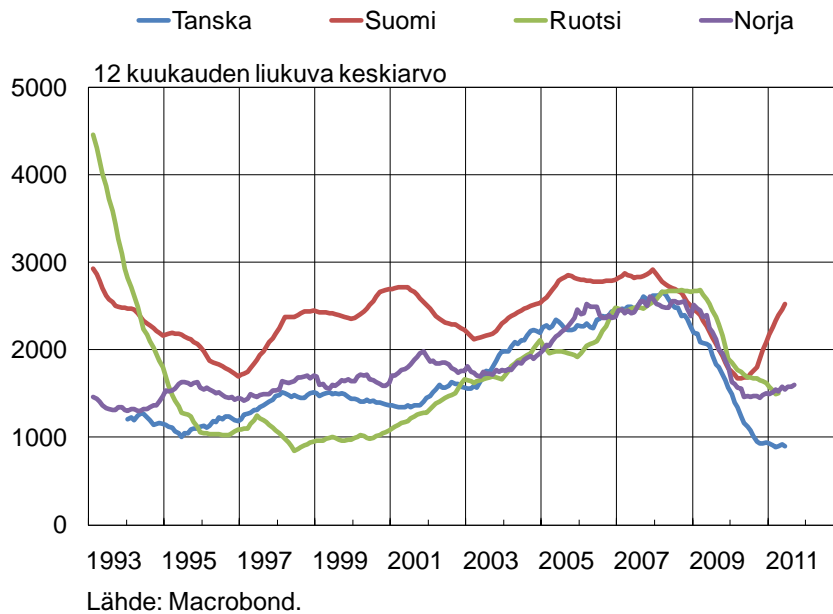
Kuvio 7. Asuntoinvestoinnit, % BKT:stä



Kun tarkastellaan valmistuvien asuinrakennusten lukumäärää, Ruotsi erottuu vertailussa maan suuremman koon vuoksi (seuraava kuvio). Suomessa asukkaita on noin 5,4 miljoonaa, Tanskassa, 5,5 miljoonaa, Norjassa 5,0 miljoonaa ja Ruotsissa 9,4 miljoonaa. Ruotsissa asuu melkein kaksi kertaa enemmän ihmisiä, mutta rakennetaan saman verran asuintaloja kuin muissa Pohjoismaissa.

Asuntoinvestointien ja rakentamisen indikaattorit viittaavat siihen, että liian vähäinen rakentaminen voi Ruotsissa olla ongelma. Toisaalta taas Norjassa rakennussektorin yliinvestoinnit voivat olla pitkäaikainen ongelma. Siten eri Pohjoismaiden tilanteet näyttävät erilaisilta tarkasteltuna investointi- ja rakennusnäkökulmasta. Maakohtaiset erot ovat suuret, ja niiden ymmärtäminen on osittain vaikeata. Etenkin suurten kaupunkien kaavoitukseen liittyvät kysymykset ovat asuntojen tarjonnan suhteen Suomessa ja Ruotsissa tunnettu ongelma, mutta miten suuri ongelma, sitä on vaikea mitata.

Kuvio 8. Valmistuneet asuinrakennukset, tuhatta kappaletta



Asuntoinvestoinnit ovat Ruotsissa vähäisiä verrattuina muihin maihin ja myös maan omaan historiaan 60-, 70- ja 80-luvuilla. Ruotsissa valmistuu vuosittain noin puolet vähemmän asuntoja kuin ennen 1990-luvun kriisiä. Statens bostadskreditnämndin (2010) tutkimuksen mukaan viime vuosikymmenen hintojen nousu ei kuitenkaan johdu alituotannosta, vaan matalat korot ja hyvä tulokehitys selittävät siitä noin 70 %, ja 30 % selittyy kotitalouksien muuttuneilla hintakehitysodotuksilla ja pienentyneellä kiinteistöverolla. Viime vuosikymmenen rakentaminen on ollut tarpeeksi suuri vastaamaan väestönkasvuun.

Tarjonnan niukkuus on ruotsalainen erityispiirre, mutta sitä on ollut havaittavissa myös Suomessa. Se, että tarjonta kasvaa nopeasti talouskriisiä edeltävänä ajanjaksona, pahentaa useimmiten rakennusalan työttömyyttä ja siten kriisin kokonaistaloudellisia vaikutuksia. Näin tapahtui esimerkiksi Espanjassa ja Irlannissa. Toisaalta tarjonnan voimakas reagointi hintakehitykseen hintojen nousuvaiheen aikana voi vaimentaa asuntojen suhdanneluonteisia hintaliikkeitä ja siten pienentää asuntohintojen mahdollisesta laskusta kotitalouksille koituvia seurauksia.

Tonttimaapula ja kaavoittaminen kasvukeskuksissa ongelma

Suomessa asuntoinvestoinnit ovat olleet suurempia kuin Ruotsissa, mutta etenkin pääkaupunkiseudulla pula tonttimaasta on rajoittanut tarjontaa ja nostanut hintoja. Tilanne on ilmeisesti sama myös Ruotsin suurilla taajama-alueilla sekä Norjassa, vaikka asuntoinvestoinnit

Norjassa ovat hyvin korkealla tasolla. Kaavoittaminen kasvualueilla on ilmeisesti yleinen pohjoismaalainen ongelma, joka nostaa kasvukeskuksien asuntohintoja.

Kehikko 1. 90-luvun alku, rakennusinvestoinnit, asuntohinnat ja korot

Suomi ja Ruotsi kokivat molemmat erittäin voimakkaan asuntomarkkinareaktion 90-luvun kriisin yhteydessä. Asuntohinnat laskivat jyrkästi ja asuntoinvestoinnit supistuivat. Samalla korot olivat erittäin korkeat molemmissa maissa.

Reaktiot olivat kuitenkin erilaisia. Ruotsissa asuntoinvestoinnit suhteessa BKT:hen supistuivat voimakkaasti noin 6 prosentin tasolta 2 prosentin tasolle kriisin yhteydessä, ja ne eivät ole palautuneet sen jälkeen. Asuntorakentaminen jäi Ruotsissa pysyvästi alemmalle tasolle. Tämä heijastaa ainakin osittain hyvin aktiivista rakentamista ennen 90-luvun kriisiä etenkin 70-luvulla. Suomessa vastaava tasosiirtymä ei toteutunut ja reaktio asuntoinvestoinneissa jäi melko lyhyeksi ja pieneksi.

Asuntohinnat puolestaan laskivat paljon vähemmän Ruotsissa kuin Suomessa kriisin yhteydessä. Suomessa asuntojen hinnat laskivat melkein 50 % vuosina 1989–1993, kun vastaava lasku Ruotsissa oli reilut 25 %. Tähän tarinaan kuuluu myös, että asuntohinnat eivät nousseet Ruotsissa kriisiä edeltävänä ajanjaksona, kun ne taas Suomessa 1980-luvulla kaksinkertaistuivat. Asuntomarkkinoiden dynamiikka oli siis hyvin erilainen näissä maissa ennen 90-luvun kriisiä, ja tämän takia kriisin aikaiset reaktiotkin erosivat. Ruotsin tasomuutos rakennusinvestoinneissa heijastanee pitkäaikaisempaa yllirakentamista 70- ja 80-luvuilla, eikä siten suoraan liity 90-luvun kriisiin, vaikka kriisi laukaisi uuden vaiheen.

5 Miten paljon ja millaista lainaa kotitalouksilla on?

Pohjoismaiden kotitaloudet ovat lisänneet velkaantuneisuuttaan nopeata tahtia viimeisten kymmenen vuoden aikana. Suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin velkoja on eniten Tanskassa, toiseksi eniten Norjassa, kolmanneksi eniten Ruotsissa ja vähiten Suomessa. Kaikissa trendinomainen kasvu on kuitenkin ollut hyvin samanlainen, ja ainoastaan lähtötaso on ollut erilainen eri maissa (seuraava kuvio).⁶

Tanskassa tyypillinen asuntolaina on 30-vuotinen, kun taas Suomessa tyypillinen laina-aika on 20–25 vuotta ja Ruotsissa 30–50 vuotta (BIS 2005).

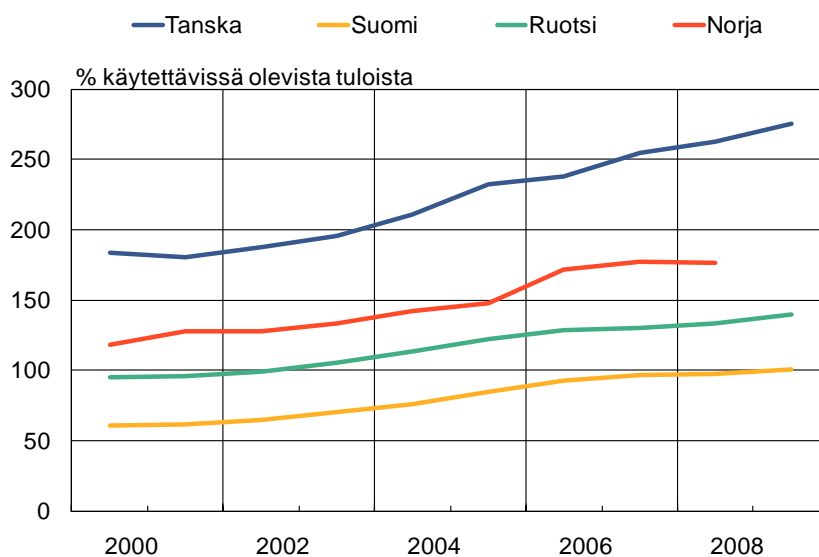
Suhteessa BKT:hen tilanne näyttää jotakuinkin samanlaiselta.⁷ Tanskassa kotitalouksien velka on kuitenkin kääntynyt selkeästi alaspäin viime vuosina. Viimeisimpien tietojen mukaan näyttää siltä, että Tanskan kotitalouksien velka olisi taittumassa pahimmista tasoista.

Tämä "*deleveraging*" vaikuttanee myös Tanskan kotitalouksien kulutukseen. Eli kulutukseen vaikuttaa asuntojen hintojen laskun lisäksi myös se, että kotitaloudet keskittyvät entistä enemmän velkojensa lyhentämiseen, kun käsitys optimaalisesta velkatasosta on muuttunut kriisin seurauksena.

⁶ Kuvioiden luvut sisältävät myös voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen velat ja tulot.

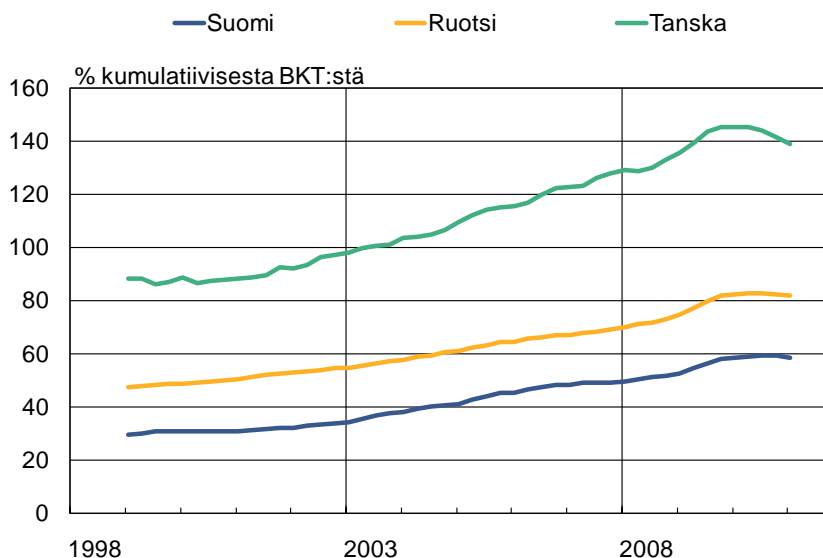
⁷ Vastaavia tietoja ei ole saatavilla Norjalle.

Kuvio 9. Kotitalouksien velka



Lähde: Eurostat.

Kuvio 10. Kotitalouksien velka neljännesvuosittain



Lähde: Eurostat.

Vaikka Pohjoismaisilla kotitalouksilla on suhteellisen paljon velkaa, ne ovat tähän mennessä pärjänneet kutakuinkin hyvin. Onkin hyvin vaikeata arvioida, miten paljon velkaa kotitaloudet kestävät. Yhä useampi kotitalous on velkaantunut, mutta ne, jotka pystyvät kantamaan velan parhaiten, myös kantavat sen.

Asuntolainojen pituus ja suuruus ovat kasvaneet, sekä suhteessa tuloihin että vakuuksiin. Lainat ovat enenevässä määrin sidottuja vaihtuviin korkoihin, ja asuntolainoja lyhennetään vähemmän ja hitaammin. Eli vaikka suurin osa kotitalouksista tulee pystymään hoitamaan velkansa, kotitalouksien riskit ovat kasvaneet tuntuvasti.

Lainat yhä enemmän sidottu lyhyihin korkoihin

Suomessa melkein kaikki lainat on sidottu lyhyisiin korkoihin. Suomelle tyypillinen järjestelmä, jossa myös pitkät lainat on sidottu lyhyihin korkoihin, on noussut suosioon myös muualla Pohjolassa. Norjassa alle 3 % asuntolainoista on sidottu kiinteisiin korkoihin (tieto koskee vuotta 2010, Finanstilsynet 2011), ja Tanskassa vastaava osuus on noin 1/3 (Danmarks Nationalbank 2011). Myös Ruotsissa asuntolainojen sitominen lyhyihin korkoihin on lisääntynyt.

Lainoja lyhennetään yhä vähemmän

Pohjoismaissa lainamuoto, jossa ei lyhennetä lainoja lainkaan, on noussut erittäin suosituksi. Tanskassa yli puolet lainoista ovat tällaisia (Euroopan komissio 2011a) ja Norjassa noin 17 % (Finanstilsynet 2011). Ruotsissa Finansinspektionenin (2011) kyselyn mukaan 81 % asuntolainoista lyhennetään (19 % ei lyhennetä), mutta suurissa kaupungeissa osuus on ainoastaan 66 % (34 % ei lyhennä). Lyhennysvapaa lainamuoto on ylivoimaisesti tavallisin Tanskassa ja yleinen myös Ruotsissa. Suomessa lyhennysvapaita lainoja ei tiettävästi juuri käytetä, vaikka esteitä sille ei lainsäädännön tai pankkien toimintamahdollisuuksien taholta ole.

Lyhennysvapaita asuntolainoja halutaan nyt laajalla rintamalla rajoittaa entistä enemmän Pohjoismaissa, koska niiden riskit etenkin laskevien asuntohintojen aikaan on huomattu. Tanskan keskuspankki on toistuvasti nostanut esille asian, ja Ruotsissa pankit jo ainakin osin suhtautuvat niihin kriittisesti.

Rajoituksia luototusasteelle

Luototusasteita on pyritty rajoittamaan Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa yhtenä keinona hillitä kotitalouksien velkaantumista ja asuntomarkkinoiden kehitystä. Ruotsissa otettiin noin vuosi sitten (lokakuu 2010) käyttöön suositus 85 prosentin maksimiluototusasteesta ja Norjassa maaliskuussa 2010 suositus 90 prosentin maksimiluototusasteesta. Suomessa FIVA:n suositus on 90 %. Kaikissa maissa on kyse suosituksesta eikä sitovasta sääntelystä, mutta Norjan ja Ruotsin keskuspankkien mukaan suositus on suhteellisen voimakas. Suomessa katetuilla joukkolainoilla rahoitetuissa asuntolainoissa lainakatto on 70 prosenttia ja muissa kiinteistölainoissa 60 prosenttia.

Sekä Norjassa että Ruotsissa alustava arvio on, että ylisuurten lainojen osuus uusista lainoista on laskenut. Tässä vaiheessa on kuitenkin vaikeata arvioida maksimiluototusasteiden toimivuutta, koska yleinen sentimentti markkinoilla on myös muuttunut varovaisempaan suuntaan. On siis mahdollista, että samanlainen kehitys olisi toteutunut myös ilman maksimiluototusasteita.

6 Asuntolainojen rahoittamisen

Tanskan malli: Katetut joukkolainat

Tanskan katettujen asuntolainavelkakirjojen (covered bonds, CB) markkina on Euroopan toiseksi suurin, ja sillä on pitkät perinteet vuodesta 1851 alkaen. Tanskan CB-markkinat ovat perustuneet 30-vuotisille lunastettavissa oleville kiinteäkorkoisille annuiteettivelkakirjoille, joita lasketaan liikkeeseen säännöllisesti. Pääsääntöisesti sijoittajat ovat olleet kotimaisia tai erikoistuneita kansainvälisiä vastapuolia. Suurin osa Tanskan CB:istä on Tanskan kruunussa.

Tanskan CB-markkinat kävivät läpi suuren muutoksen vuonna 2007, kun Tanskan parlamentti uudisti asuntolainalain niin, että se on yhteensopiva UCITS ja CRD⁸-direktiivien kanssa. Kansainvälisesti tärkeä asia on, että erikoispankkimenetelmästä on hankkiuduttu eroon. Tanskalainen talletuspankki laski vuonna 2008 liikkeeseen ensimmäinen euro-tyylisen jumbo-CB:n.

Ruotsin CB-markkinat ovat Euroopan neljänneksi suurimmat. Benchmark-velkakirjat ovat 1–5-vuotisia bullet-velkakirjoja, jotka ovat hyvin samanlaisia kuin eurooppalaiset ns. jumbo-CB:t paitsi että ne ovat Ruotsin kruunumääräisiä. Norjassa ja Suomessa CB-markkinoiden tilanne on hyvin erilainen. Näissä maissa ei ole pitkää CB-perinnettä ja CB-lainsäädäntöä on saatu vasta viime vuosina, joten CB-markkinat ovat pienet ja kehittymättömät. Esimerkiksi

⁸ The Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives 2001/107/EC and 2001/108/EC (or "UCITS") are a set of European Union Directives that aim to allow collective investment schemes to operate freely throughout the EU on the basis of a single authorisation from one member state. In practice many EU member nations have imposed additional regulatory requirements that have impeded free operation with the effect of protecting local asset managers. The Capital Requirements Directive (CRD) for the financial services industry will introduce a supervisory framework in the EU which reflects the Basel II rules on capital measurement and capital standards.

Suomessa talletuspankit saivat oikeuden laskea liikkeelle katettuja joukkolainoja vasta elokuussa 2010. Suomessa katettujen joukkolainojen liikkeeseen laskut ovat parin viime vuoden aikana olleet ripeässä kasvussa, kun vakuudettomien pitkäaikaisten joukkolainojen myynnit ovat vaikeutuneet.

Tanskan asuntolainamallia on pitkään pidetty erittäin hyvänä ja vakaana, ja sillä on myös selitetty pois kotitalouksien korkeaa velkaantumista Tanskassa. Viime vuosien muutokset Tanskan asuntorahoitusmarkkinoilla ovat kuitenkin nostaneet esille myös Tanskan CB-mallin heikkoudet. On olemassa kolme seikkaa, jotka ovat heikentäneet Tanskan CB-mallia:

- Asuntolainat sidotaan yhä enemmän lyhyihin korkoihin
- Laskevat asuntohinnat voivat johtaa lisävakuuksien tarpeen kasvamiseen katettujen joukkolainojen vakuusmateriaalissa
- Lyhennysvapaiden asuntolainojen yleistyminen

Perinteisesti 30-vuotiselle lainalle emittoitiin myös 30-vuotinen CB eli uudelleenrahoitusriskit minimoitiin. Lainan korko oli kiinteä. Nykyään tilanne on kuitenkin se, että suuri osa 30-vuotisista asuntolainoista rahoitetaan lyhyillä velkakirjoilla, joita uudelleen rahoitetaan jopa vuosittain, koska asuntolainat ovat sidottuja lyhyihin markkinakorkoihin. Lyhyet markkinakorot eivät sinänsä ole ongelmallisia, mutta ne voivat johtaa uudelleenrahoitusongelmiin velkakirjapuolella etenkin vaikeina aikoina.

Luototusasteen maksimi on Tanskassa 80 % asuntolainoille, jotka rahoitetaan CB:illä (SDO-lainsäädännön mukaan). Viime vuosina esille tullut ongelma on, mitä tapahtuu kun asuntohinnat laskevat niin paljon että maksimiluototusaste ei enää täyty? Kun lainaa pitää jälleenrahoittaa (mikä tapahtuu vuosittain, jos on vuoden korko), lainantajan pitää esittää lisää vakuuksia CB:ille, jos tarvittava vakuuksien määrä ei täyty yksinomaan asuntolainoilla. Tilannetta vaikeuttaa edelleen se että, suurta osaa lainoista ei lyhennetä. Koska lainamassa ei pienene, ajan myötä riski siitä, että luototusaste on suurempi kuin 80 %, kasvaa entisestään, kun asuntohinnat laskevat. Tanskan keskuspankki on moneen otteeseen nostanut asian esille ja arvioinut, että lyhennysvapaat lainat lisäävät riskejä asunto- ja lainamarkkinoilla.⁹

⁹ Näin Tanskan keskuspankki selittää tilannetta Financial Stability-julkaisussaan: Under SDO (covered bond) legislation, a minimum requirement for the value of the collateral pledged for a loan must be met on an ongoing basis. If house prices fall sharply, the mortgage-credit institutes may have to pledge top-up collateral that is financed by issuing junior covered bonds. If a decline in house prices coincides with a crisis in the financial markets, such issuance may be difficult or, at worst, impossible. If the necessary top-up collateral cannot be pledged, the bonds will lose their SDO status.

Kehikko 2. Tanska

Tanskan talouskasvu hidastui aikaisemmin kuin muiden Pohjoismaiden talouskasvu – jo finanssikriisiä edeltävänä ajanjaksona. Tämä selittyy ainakin osittain sillä, että maa on ainoa Pohjoismaa (Islannin lisäksi), johon talouskriisi iski myös pankki- ja asuntomarkkinakriisimuodossa. Vaikutukset talouteen olivat siten laajemmat kuin Suomessa ja Ruotsissa, jossa vaikutukset pääsääntöisesti ovat tulleet ulkomaankaupan kautta, vaikka Tanskan BKT-kasvun reaktio ei sinänsä ollut suurempi.

Tanskassa oli kaksi asiaa, jotka antoivat lisävauhtia jo ylikuumentuneille asuntomarkkinoille kriisiä edeltävänä ajanjaksona; kiinteistöveron jäädyttäminen ja lyhennysvapaat asuntolainat. Kiinteistöveron jäädyttäminen oli osa vuoden 2001 hallitusohjelmaa, jossa päätettiin verojen jäädyttämisestä. Kiinteistövero lasketaan prosenttiosuutena kiinteistön hinnasta, mutta verojäädytyksen takia arvo ei voinut ylittää vuoden 2001 tasoa +5 % (OECD). Käytännössä tämä tarkoitti, että kiinteistövero laski kasvusuhdanteessa, kun asuntohinnat nousivat. Tanskan keskuspankin analyysin mukaan kiinteistövero, jonka koko saisi vaihdella asuntohintojen kanssa, voisi hillitä asuntojen hintojen vaihtelua.

Reaaliset asuntohinnat supistuivat Tanskassa noin 20 % vuodesta 2007 vuoteen 2010, ja viime vuosina kymmenisen pientä pankkia on mennyt konkurssiin. Kymmenes pankki, joka kaatui, oli Maxbank lokakuussa 2011. Syynä pankkien kaatumiseen löytyy pääosin asuntomarkkinoista. Pankit olivat aliarvioineet sekä rakennuttajapuolen että ostajapuolen riskejä.

Tanskan talouskasvu on viime vuosina ollut vaisua pääosin kotimaisen kysynnän heikouden takia. Ulkomaankauppa on sen sijaan elpynyt suhteellisen hyvin. Kotitalouksien kulutuskysyntä on jatkunut hyvin varovaisena läpi talouskriisin. Yksi potentiaalinen selitys vaisulle kulutukselle on, että negatiivisen asuntopääoman riski on varteenotettava Tanskassa, etenkin jos on ostanut asunnon viime vuosina. Asuntohinnat ovat laskeneet niin paljon, että jotkut kotitaloudet jo ovat siinä tilanteessa, että lainat ylittävät asunnon arvon. On myös mahdollista, että kulutus kehittyy vielä vaisummin, koska kotitaloudet yrittävät pienentää velkaantumistaan heijastaen muuttunutta käsitystä optimaalisesta velkatasosta. Ottaen tätä huomioon on hyvin todennäköistä, että yksityisen kulutus tulee kehittymään hyvin vaisusti myös tulevina vuosina.

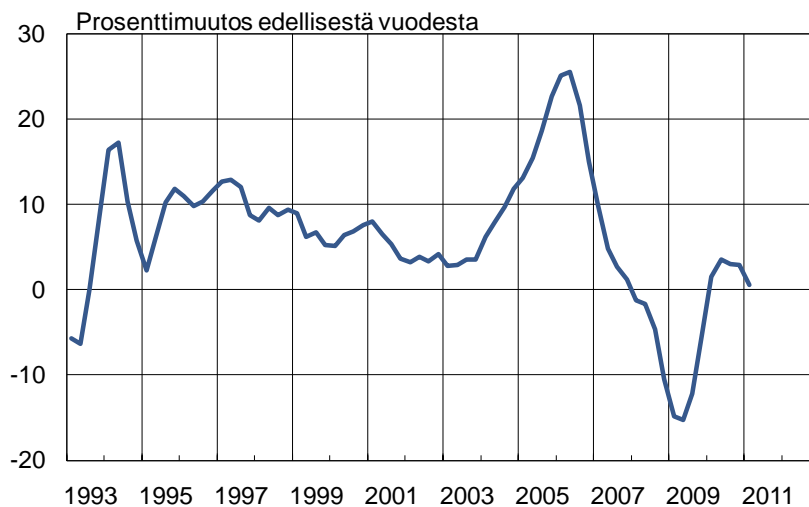
Tähän liittyy läheisesti Tanskan asuntolainalainsäädäntö, joka vuoden 2003 jälkeen on sallinut lyhentämättömät lainat. Tämä lainamuoto on erityisen suosittu niiden kotitalouksien piirissä, joiden lainojen luototusaste ylittää 60 %. Joidenkin arvioiden mukaan noin 60 % asunnon ostajista näkee asuntolainalyhennykset samanlaisina kustannuksina kuin korot ja

asuntoverot. Suurin osa pienemmistä lainoista on vanhempia lainoja, eli niitä oli otettu jo ennen kuin lyhentämättömät lainat otettiin käyttöön.

Tanskassa on siis olemassa yhä enemmän lainoja, joiden arvo on suurempi kuin asunnon arvo, ja samalla näitä lainoja ei lyhennetä lainkaan (kuvio 12). Tällainen tilanne tai kasvanut riski tällaisesta tilanteesta voi helposti hillitä kulutusta pidemmänkin ajan. Riski asuntojen hintojen laskun jatkumisesta voi olla yksi tekijä, joka hillitsee kotimaista kysyntää vielä pitkään.

Tämän lisäksi lyhennysvapaat lainat ovat rakenteeltaan sellaisia, että ensimmäiset kymmenen vuotta ovat lyhennysvapaita. Ensimmäinen kriittinen vaihe tulee siis vuonna 2013. Tämän ajanjakson jälkeen lainat muuttuvat tavallisiksi lainoiksi, ellei kotitalous pysty neuvottelemaan uutta lyhennysvapaa lainaa. Jos asuntohinnat ovat laskeneet niin paljon että luottosaste on yli 80 %, ei luultavasti tule olemaan mahdollista saada yhtä suurta lyhennysvapaa lainaa. (Danmarks Nationalbank 2011).

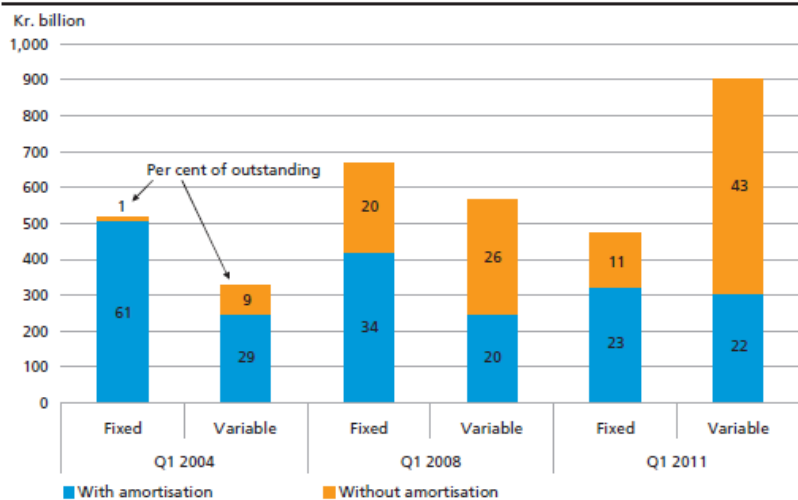
Kuvio 11. Tanskan asuntohinnat, vuotuinen nousuvauhti



Lähde: Macrobond.

Kuvio 12. Asuntolainat lainatyyppin mukaan Tanskassa

HOUSEHOLD MORTGAGE-CREDIT DEBT BROKEN DOWN BY LOAN TYPE Chart 42



Note: Based on the mortgage-credit institutes' lending against owner-occupied dwellings as collateral. The figures in the bars in this Chart show the percentages of fixed/variable-rate loans with/without amortisation, respectively. Variable-rate loans comprise adjustable-rate loans and loans based on long-term bonds with variable rates.

Source: Danmarks Nationalbank.

Lähde: Danmarks Nationalbank (2011).

Myös pidemmällä aikavälillä Tanskan kotitalouksien tilanne on kiinnostava. Vaikka kotitalouksien velkataakka on valtava, kotitalouksien varat ovat kasvaneet vielä nopeammin kuin velka (kuvio 13).

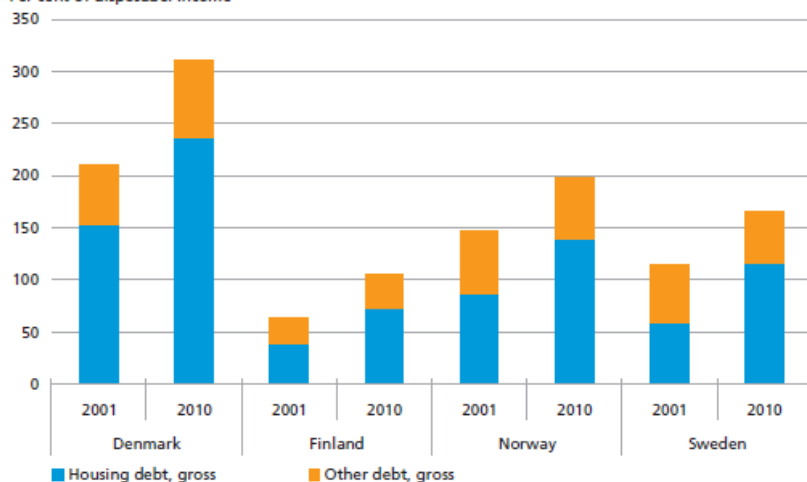
Ajanjaksolla 2001–2010 kotitalouksien nettovarallisuus nousi 360 prosentista käytettävistä olevista tuloista 460 prosenttiin. Eläkevarallisuus ja listaamattomat osakkeet ovat nettovarallisuuden kasvun päätekijät. Muut Pohjoismaat olivat vuonna 2001 suunnilleen samalla kotitalouksien nettovarallisuustasolla kuin Tanska, mutta ainoastaan Ruotsin kotitalouksien nettovarallisuus on sen jälkeen noussut samaa vauhtia kuin Tanskan. Norja ja Suomi olivat vuonna 2010 jääneet vähän jälkeen. Eri maiden kotitalouksien nettovarallisuutta on kuitenkin vaikeata vertailla, koska asuntomarkkinoiden vertailtavuus on vaikeaa samoin kuin listaamattomien osakkeiden (kuvio 12). (Danmarks Nationalbank 2011.)

Kuvio 13. Kotitalouksien velka ja varallisuus Pohjoismaissa

HOUSEHOLD DEBT

Chart 40

Per cent of disposable income

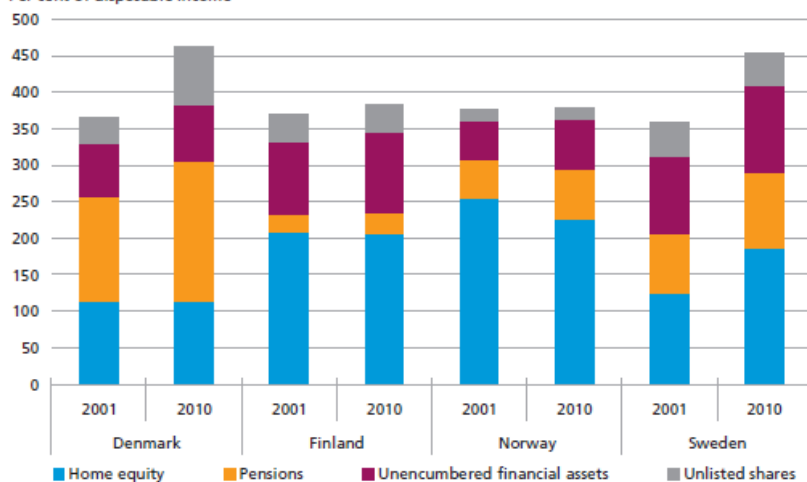


Note: Debt of the aggregate household sector, i.e. including the self-employed e.g. farmers. In 2010, Danish households had unutilised mortgage loans totalling approximately kr. 60 billion. These loans increase the gross debt and assets.
Source: Own calculations based on figures from Danmarks Nationalbank, Statistics Denmark, Eurostat, Statistics Finland, Statistics Norway and Statistics Sweden.

NET HOUSEHOLD WEALTH

Chart 41

Per cent of disposable income



Note: Net wealth of the aggregate household sector, i.e. including the self-employed e.g. farmers. Home equity is the difference between the housing market value (excluding agricultural land and other undeveloped land owned by the household sector) and total housing loans. Share certificates regarded as financial assets in the national accounts are included as housing wealth. Pension wealth is estimated net values based on tax rates reported in the OECD report "Pensions at a Glance, 2011". Unencumbered financial assets are financial assets other than pension assets and unlisted shares less non-housing debt. Unlisted shares also include unlisted equity securities.

Source: Own calculations based on figures from Danmarks Nationalbank, Statistics Denmark, Eurostat, Statistics Finland, Statistics Norway and Statistics Sweden.

Lähde: Danmarks Nationalbank (2011).

7 Mitä opittavaa Pohjoismaista?

Viimeksi kuluneiden kymmenen vuoden aikana suotuisa talouskehitys, matalat reaalikorot, mahdollisuus saada enemmän lainaa joustavimmilla ehdoilla ja hyvä tulokehitys selittävät suurelta osin asuntohintojen nousua ja kotitalouksien velkaantumisen kasvua Pohjoismaissa. Laina-ajat ovat pidentyneet ja lainat ovat suurentuneet, matala korkotaso on ollut pitkäaikainen ja vielä matalampia korkoja on saavutettu sitomalla asuntolainat yhä lyhyempiin korkoihin. Joissakin maissa lainakustannukset ovat pienentyneet sen myötä että lainoja ei ole enää lyhennetty. On vaikeata mitata, onko voimakas velan kasvu perustunut ylioptimistisiin odotuksiin, mutta ainakin Tanskassa on alustavia viitteitä kotitalouksien velkojen purkamisesta. Tämä voi olla merkki siitä, että kotitaloudet ovat muuttaneet käsitystään velan optimaalisesta koosta.

Meneekö Suomi väistämättä Ruotsin ja Tanskan suuntaan?

Suomi ei tämän analyysin perusteella automaattisesti ole menossa Ruotsin ja Tanskan suuntaan, kun on kyse kotitalouksien velkaantumisesta. Lainsäädännöllä ja valvonnalla on tässä prosessissa tärkeä rooli. Etenkin Tanskassa on monta esimerkkiä julkisen vallan päätöksistä, jotka ovat ruokkineet velkaantumista ja asuntohintoja.

Kiinteistöveroitus

Sekä Ruotsissa että Tanskassa kiinteistöverojen rajoittaminen ruokki asuntohintojen nousua kriisiä edeltävänä ajanjaksona. Tämän perusteella on hyvin tärkeää olla varuillaan kun kiinteistöverotusta muutetaan, ettei se tuo mukanaan väriä kannustimia.

Laina-aikojen pituus

Hyvin pitkiä, jopa 60-vuotisia, lainoja on olemassa myös Suomessa, mutta niiden suosio on pysynyt maltillisena. Finanssivalvonta on antanut suosituksen, että lainamaturiteetin pitäisi maksimissaan olla 25 vuotta. Voidaan kysyä, pitäisikö tästä antaa enemmän kuin suositus, eli pitäisikö laina-aikoja rajoittaa sitovasti.

Lyhennykset

Lyhennysvapaudesta näyttää tulleen ongelma muissa Pohjoismaissa, ja nuorten asuntovelallisten asenteet lyhennyksiä kohtaan ovat muuttuneet nopeasti riskejä lisäävään suuntaan. Valvojat ja lainsäätäjät voivat saada pankit ja kotitaloudet ymmärtämään lyhentämättömien lainojen oikeat riskit ja tarpeen mukaan rajoittaa mahdollisuuksia niiden käyttämiseen.

Määräaikaisia lyhennysvapaita jaksoja ei välttämättä ole syytä rajoittaa, koska ne antavat joskus poikkeustilanteissa tarvittavaa joustoa kotitalouksille ja lisäävät siten kotitalouksien pitkäaikaisia mahdollisuuksia hoitaa velkojaan. Toisaalta systemaattinen lyhennysvapaus etenkin laina-ajan alussa (niin kuin Tanskassa) tuo lisää riskejä lainamarkkinoille. Mahdollisuudet saada lyhennysvapaata voi Suomessa olla syytä kartoittaa. Tiedot myönnettyistä lyhennysvapauksista olisi myös mahdollista tarkistaa ja analysoida kriittisesti.

Lainojen koot

Suuri velka on aina isompi riski kuin pieni velka. Tutkimukset viittaavat siihen, että kotitalouksien velkaantuneisuus vaikuttaa sekä koko kansantalouden kasvuun että kotitalouksien häiriöherkkyyteen. Cecchettin, Mohantyn ja Zampollin (2011) tutkimustulosten perusteella kotitalouksien velkataso, joka ylittää 85 % BKT:stä, hillitsee talouskasvua. Tämän mukaan Tanskan kotitalouksien velka olisi jo pitkään hillinnyt maan BKT-kasvua. Myös Ruotsin kotitalouksien velka lähestyy tutkimuksessa havaittua raja-arvoa.

Debellen (2004) mukaan kotitalouksien häiriöherkkyys lisääntyy velkatason kasvaessa. Herkkyys koron muutoksille lisääntyy, ja samoin tekee herkkyys muutoksille tuloissa. Korokerkkyys lisääntyy erityisen paljon, jos asuntolainat ovat sidottu lyhyisiin korkoihin. Kulutuskysynnän reagointi muutoksiin tulevia tulovirtoja koskevissa odotuksissa voimistuu. Häiriöherkkyys on Debellen mukaan hyvin riippuvainen siitä, miten kotitaloussektorin velkaantuneisuus jakautuu kotitalouksien välillä.

Lähteet

Agnello ja Schuhknecht (2009): Booms and busts in housing markets, determinants and implications. ECB wp 1071.

Bernstein (2011): Proposals for mortgage credit regulation. Puhe 30 maaliskuuta 2011.

Cecchetti, Mohanty ja Zampolli (2011): The real effects of debt. BIS Working Papers No 352.

Danmarks Nationalbank (2011): Financial stability.

Danske Bank (2011): Scandi covered bond handbook.

Debell (2004): Macroeconomic implications of rising household debt, BIS wp 153.

ECB (2009): Housing finance in the euro area. Occasional paper series 101.

Finansinspektionen (2011): Tillsynsrapport 2011 (Ruotsi).

Finanstilsynet (2011): Risk outlook 2011 (Norja).

Euroopan komissio (2011): Tanska 2011.

Nordman (2005): Swedish country note; the Swedish market for housing finance, BIS.

OECD: Tax policy reform in Denmark.

Riksbanken (2011): Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden.

Statens bostadskreditnämnd (2010): Vad kostar det att bygga bort bostadsbristen?

Eurostat housing statistics

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Housing_statistics