

Lamauttaako vai vakauttaako lainakatto Suomen asuntomarkkinat?

Jukka Vauhkonen

Ekonomisti

Suomen Pankki

Hanna Putkuri

Ekonomisti

Suomen Pankki

1. Johdanto

Useimpiin vakavimmista talous- ja rahoituskriiseistä on liittynyt asuntomarkkinoiden ylikuumeneminen, asuntoluotonannon hyvin nopea kasvu ja niiden myöhempi romahtaminen (IMF 2011, Reinhart ja Rogoff 2009). Suomen 1990-luvun talous- ja pankkikriisi sekä Yhdysvaltain, Espanjan ja Irlannin viime vuosien kriisit ovat esimerkkejä tällaisista kriiseistä. Myös Suomen 1930-luvun pankkikriisiä edelsi voimakas luottoekspansio, jolla rahoitettiin ylikuumentunutta ja myöhemmin rajusti supistunutta asunto- ja kiinteistörakentamista (Ikonen, Autio ja Elonen 1992).

Suomen omista karvaista kokemuksista huolimatta suomalaisilla viranomaisilla ei nykyisin ole juuri keinoja tarvittaessa hillitä asuntojen hintojen ja asuntoluotonannon liialliseksi arvioimaansa kasvua tai muita koko rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavia riskejä, ns. järjestelmäriskkejä. Suomella ei ole omaa kansallista rahapolitiikkaa ja finanssipolitiikalla on omat ensisijaiset tavoitteensa. Tilanteen korjaamiseksi ja kansallisten järjestelmäriskien torjumista koskevien eurooppalaisten lainsäädän-

töhankeiden¹ ja suositusten² toteuttamiseksi valtiovarainministeriö asetti tammikuussa 2012 työryhmän pohtimaan makrovakauden valvonnan järjestämistä Suomessa. Ministeri Antti Tanskasen johtama työryhmä jätti ehdotuksensa viranomaisten tarvitsemista uusista sääntelykeinoista, ns. makrovakausvälineistä, ja niiden käyttövaltuuksista marraskuussa 2012 (Valtiovarainministeriö 2012).

Yhtenä ehdotuksenaan työryhmä esittää, että Finanssivalvonnalle annettaisiin oikeus

¹ *Lainsäädäntöhankeista tärkein on valmisteilla oleva EU:n luottolaitosdirektiivi (Capital Requirements Directive, CRD IV), joka antaa kansallisten toimivaltaisten viranomaisten käyttöön tiettyjä makrovakausvälineitä, erityisesti ns. vastasyklisen pääomapuskurivaatimuksen, osana luottolaitosten vakavaraisuus- ja maksuvalmiussääntelyn laajaa kokonaisuudistusta.*

² *Euroopan järjestelmäriskikomitea (2012) antoi tammikuussa 2012 EU:n jäsenmaille makrovakausvalvonnan kansallista järjestämistä koskevia suosituksia. Suositukset koskevat viittä asiakokonaisuutta: makrovakausvalvonnan 1) lakisääteistä tavoitteita, 2) institutionaalisia järjestelyjä, 3) tehtäviä, valtuuksia ja työkaluja, 4) läpinäkyvyyttä ja tilivelvollisuutta sekä 5) itsenäisyyttä, ks. ESRB (2012).*

muita rahoitusmarkkinaviranomaisia kuultuaan tarvittaessa rajoittaa luottolaitosten myöntämien asuntoluottojen enimmäiskokoa suhteessa lainalla hankittavan ja sen vakuutena käytettävän asunnon arvoon. Ehdotuksen mukaan Finanssivalvonta saisi tarvittaessa asettaa sitovan enimmäisluototussuhteen, ns. lainakaton, alimmillaan 80 prosenttiin. Ehdotus on saanut ristiriitaisen vastaanoton. Erityisesti pankit ja niiden edunvalvojat ovat kritisoineet ehdotusta (esim. Finanssialan Keskusliitto 2012, Karhinen 2012).

Tässä artikkelissa tarkastelemme kansainvälisiä kokemuksia enimmäisluototussuhteiden säätämisen vaikutuksista asuntoluotonantoon, asuntojen hintoihin ja kotitalouksien velkaantumiseen. Lisäksi arvioimme kansainvälisesti suositeltujen varhaisten varoitusindikaattoreiden valossa asuntoluotonantoon ja asuntomarkkinoihin liittyviä vakausuhkia Suomessa.

2. Liiallinen asuntoluotonanto on vakava järjestelmäriski

Käynnissä oleva maailmanlaajuinen talouskriisi kuvastaa, kuinka suuria riskejä asuntoluotonannon ja velkaantumisen liiallinen kasvu ja asuntomarkkinoiden epätasapainot aiheuttavat rahoitusjärjestelmän ja talouden vakaudelle. Vuonna 2007 alkaneen kriisin laukaisijana olivat kasvaneet luottotappiot Yhdysvaltain subprime-asuntoluottomarkkinoilla. Asuntohintakuplan puhkeaminen on sittemmin syventänyt taantumaa myös muissa maissa, erityisesti Espanjassa ja Irlannissa.

Kriisin kokemukset ovat yhdenmukaisia taloushistoriallisten havaintojen kanssa, joiden mukaan laajamittaisesta ylivelkaantumisesta ja velkavetoisten varallisuushintakuplien puhkeamisesta aiheutuvat tai voimistuvat taantumamat

ovat poikkeuksellisen syviä ja pitkäkestoisia. Esimerkiksi kaikkiin Reinhartin ja Rogoffin (2009) ns. *Big Five* -kriiseiksi nimeämiin talouskriiseihin liittyi asuntomarkkinoiden voimakas ylikuumeneminen ja myöhempi romahtaminen.³

Taloushistorian perusteella varallisuushintojen voimakkaat laskut ovatkin erityisen vaarallisia silloin, kun varallisuushintakupla on rahoitettu suurelta osin velalla. Asunto on useimmille kotitalouksille suuri investointi, ja sen rahoittamiseen tarvitaan tyypillisesti paljon lainaa. Asuntojen hintojen äkillinen ja voimakas lasku on kansantaloudelle vaarallista, koska se pienentää kotitalouksien nettovarallisuutta ja pakottaa velkaantuneet kotitaloudet vähentämään velkaantuneisuuttaan ja kulutustaan. Velkaantumisen purkaminen – koskipa se sitten kotitalouksia, yrityksiä tai julkista sektoria – on kivuliasta, kuten euroalueen velkakriisimaiden viimeaikaiset kokemukset osoittavat. Asuntojen hintojen pitkäaikainen lasku myös vähentää asuntokauppaa, koska osa asunnon ostamista harkitsevista lykkää hankinta-aikomuksiaan laskevilla markkinoilla. Asuntomarkkinoiden romahdukset ovat tyypillisesti olleet myös yhteydessä pankkikriiseihin ja asuntoinvestointien voimakkaaseen supistumiseen.

Tämänhetkinen talouskriisi on voimistanut näkemystä, että asuntomarkkinoilla kehitymässä oleviin epätasapainoihin tulee puuttua vahvoihin politiikkatoimin hyvissä ajoin ennen kuin epätasapainot ehtivät kasvaa liian suuriksi. Kriisin vakavat seuraukset ovat rapistaneet

³ Reinbart ja Rogoff (2009) käyttävät nimitystä *The Big Five* syvimmistä teollisuusmaiden toisen maailmansodan jälkeen ja ennen vuotta 2007 kokemista talouskriiseistä. Nämä kriisit kärjistyivät Espanjassa vuonna 1977, Norjassa 1987, Suomessa 1991, Ruotsissa 1991 ja Japanissa 1992.

uskomusta ns. *Greenspan put* -doktriiniin, jonka mukaan varallisuushintakuplien puhkeamisen seuraukset voidaan kuplan puhjettua ”siivota” pienin kustannuksin ekspansiivisella rahapolitiikalla. Viime vuosina onkin maailmanlaajuisesti alettu kehittää menetelmiä liiallisen velkaantumisen ja asuntojen hintojen liiallisen nousun kaltaisten järjestelmäriskien tunnistamiseksi varhaisessa vaiheessa. Samoin on alettu kehittää ja ottaa käyttöön makrovakauserälineitä näiden riskien pienentämiseksi.⁴ Yksi eniten käytetyistä ja huomiota saaneista makrovakauserälineistä on asuntoluottojen enimmäisluototussuhde.

3. Enimmäisluototussuhde makrovakauserälineen: kansainväliset kokemukset

3.1 Enimmäisluototussuhteen määritelmä ja käyttö

Lainan luototussuhteella (*loan-to-value*, *LTV*) tarkoitetaan yleensä lainan määrää suhteessa lainan vakuutena olevan yhden tai useamman asunnon, kiinteistön tai arvopaperin markkina-arvoon.⁵ Enimmäisluototussuhteella tarkoitetaan puolestaan viranomaisten suosittelemaa tai sitovasti asettamaa ylärajaa asuntovakuudellisten luottojen luototussuhteelle luotonmyöntöhetkellä.

⁴ Esimerkkejä näistä välineistä ovat Baselin pankkivalvontakomitean valmistelemat ja kansainvälisesti käytönotettavat pankkien muuttuva lisäpääomavaatimus (”vastasyklinen pääomapuskurivaatimus”) ja kansainvälisellä tasolla systemaattisesti merkittävillä pankeilla asetettavat lisäpääomavaatimukset, ns. G-SIB-vaatimukset. Muun muassa CGFS (2012) ja Lim ym. (2011) tarkastelevat eri makrovakauserälineitä ja niiden potentiaalisia vaikutuksia.

IMF:n tutkijoiden tekemän selvityksen mukaan enimmäisluototussuhdetta on käytetty ainakin noin 30 maassa (Crowe ym. 2011b, Lim ym. 2011). Eniten kokemuksia enimmäisluototussuhteen käytöstä on Aasiasta, jossa useat maat alkoivat käyttää enimmäisluototussuhdetta 1990-luvun varallisuushintakuplan puhkeamisen synnyttämän talouskriisin jälkeen. Enimmäisluototussuhde on tai on ollut käytössä muun muassa Etelä-Koreassa, Hong Kongissa, Intiassa, Kiinassa, Malesiassa, Singaporessa ja Thaimaassa.

Euroopassa muutamat Keski- ja Itä-Euroopan maat (Bulgaria, Kroatia ja Romania) ottivat enimmäisluototussuhteen käyttöön jo 2000-luvun alkupuolella, kun yhdentyminen Euroopan rahoitusjärjestelmään alkoi nopeasti vauhdittaa kotitalouksien velkaantumista näissä maissa.⁶ Kansainvälisen finanssikriisin alkamisen jälkeen kansalliset rahoitusvalvojat ovat antaneet enimmäisluototussuhteita koskevia suosituksia tai rajoituksia myös muissa Euroopan maissa, muun muassa Italiassa, Norjassa, Suomessa Ruotsissa ja Unkarissa.

⁵ Kaikkien yksittäisten luottojen luototussuhteiden laskeminen ei ole aina suoraviivaista. Laskennassa ei ole yhtä yhteisesti käytettyä laskentatapaa, vaan tavat voivat vaihdella maittain lainsäädännöstä, pankeittain luotonmyöntökäytännöistä ja tapauskohtaisesti asiakkaiden erilaisista laina-vakuuskokonaisuuksista johtuen (Finanssivalvonta 2012a). Finanssivalvonta ja pankit tekevät yhteistyötä suomalaisten pankkien myöntämien asuntolainojen luototussuhteiden raportoinnin yhdenmukaistamiseksi (Finanssivalvonta 2012b).

⁶ Jotkin Keski- ja Itä-Euroopan maat, kuten Liettua, Puola, Serbia ja Venäjä, käyttävät enimmäisluototussuhteen sijasta enimmäisvelkaantuneisuusastetta (*debt-to-income*, *DTI*) asuntoluotonantoon liittyvien järjestelmäriskien lievittämiseen.

Enimmäisluototussuhde voi olla kiinteä, jolloin se pidetään muuttumattomana yli ajan, tai vaihtuva, jolloin viranomaisella on oikeus muuttaa enimmäisluototussuhdetta harkintansa mukaan. Joissain maissa viranomaiset ovat asettaneet erisuuruisia enimmäisluototussuhdetta eri asuntolainoille esimerkiksi asunnon sijainnin (esim. Etelä-Korea), asuntolainan suuruuden (esim. Hong Kong) tai asuntolainan valuutan (esim. Unkari) perusteella. Samoin ensiasunnon ostoon myönnettäville lainoille on joissain maissa sallittu suurempi enimmäisluototussuhde kuin asunnon vaihtoon tai sijoitusasunnon ostoon myönnettäville lainoille (Hong Kong, Kiina).

Enimmäisluototussuhteen ylittävä luotonanto ei ole kiellettyä kaikissa enimmäisluototussuhdetta käyttävissä maissa, mutta täydentävien luottojen tulee olla vakuudettomia tai niillä tulee olla muita vakuuksia kuin lainalla hankittava asunto (esim. Ruotsi ja Tanskan työryhmän ehdotus). Nämä luotot ovat yleensä selvästi kalliimpia kuin asuntovakuudelliset luotot. Muutamissa maissa asuntovakuudellista asuntolainaa voi saada yli enimmäisluototussuhteen mukaisen määrän, jos lainalle on hankittu lainaturvavakuutus (credit insurance) joko julkiselta tai yksityiseltä luottovakuuttajalta (Italia, Hong Kong, Kanada⁷).

Enimmäisluototussuhteen käytön julkilautetut tavoitteet poikkeavat myös toisistaan.

⁷ Kanadassa enimmäisluototussuhde on ollut käytössä jo 1960-luvulta saakka. On huomionarvoista, että Kanada on onnistunut välttämään Yhdysvaltain asuntomarkkinoilla viime vuosina koetun romahduksen. On houkuttelevaa ajatella, että enimmäisluototussuhteen käytöllä on ollut tässä osansa. Tiedossamme ei ole perusteellisia analyttisiä tutkimuksia, joissa olisi tarkasteltu enimmäisluototussuhteen vaikutusta Kanadan asuntoluotonannon ja -markkinoiden kehitykseen.

Esimerkiksi Suomessa (tähän saakka)⁸, Ruotsissa ja Kanadassa enimmäisluototussuhteen asettamisen ensisijaisena tavoitteena on ollut kuluttajansuojan vahvistaminen. Kuluttajansuojan ensisijaisuutta korostavissa maissa enimmäisluototussuhde on tyypillisesti ollut täysin kiinteä tai sitä on muutettu harvoin. Sen sijaan monissa Aasian maissa (erityisesti Etelä-Korea, Hong Kong ja Kiina) enimmäisluototussuhteen ja muiden asuntoluotonantoon ja asuntomarkkinoihin vaikuttavien sääntelyinstrumenttien ensisijaisena käyttötarkoituksena on ollut koko rahoitusjärjestelmän vakauden turvaaminen. Aasian mailla on ylipäänsä eniten kokemusta enimmäisluototussuhteen aktiivisesta vastasyklisestä käytöstä, eli suhteen kiristämisestä (alentamisesta) talous- tai rahoitussuhdanteen nousuvaiheessa ja keventämisestä (korottamisesta) laskusuhdanteessa.

3.2 Enimmäisluototussuhteen vaikutuskanavat rahoitusjärjestelmän vakauteen

Enimmäisluototussuhteen käytön potentiaaliset rahoitusjärjestelmän vakautta vahvistavat vaikutukset voidaan jakaa kahteen pääryhmään: enimmäisluototussuhteen asettamisella tai säätämällä voidaan joko *vaimentaa asuntoluotonannon (myötä)syklisyyttä ja sen seurauk-*

⁸ Finanssivalvonta on kevästä 2010 alkaen suosittelut suomalaisille pankeille, että ne suhtautuisivat pidättyvästi yli 90 prosentin luototussuhteisiin asuntoluotonannossa ja lisäksi arvioisivat lainanhakijan maksuvaran sellaisen tilanteen varalta, jossa lainan korko olisi vähintään 6 % ja takaisinmaksuaika enintään 25 vuotta. Finanssivalvonnan (2012b) mukaan suosituksen tarkoituksena on ensisijaisesti asiakkaan suojan parantaminen, mutta myös pankkien luottoriskien ballinnan ja finanssimarkkinoiden vakauden kehittäminen.

sia tai vahvistaa kotitalouksien ja pankkijärjestelmän riskinsietokykyä asuntomarkkinoilla syntyviä häiriöitä vastaan (CGFS 2012).

Asuntoluotonannon heilahtelut ovat muun luotonannon tavoin voimakkaita ja vahvistavat talouden yleistä suhdannevaihtelua. Enimmäisluototussuhteen kiristäminen voi jarruttaa liiallisen voimakkaaksi arvioitua asuntoluotonantoa monin tavoin. Enimmäisluototussuhteen asettamisen seurauksena hyvin suurten lainojen hoitaminen kallistuu, koska enimmäisluototussuhteen ylittävä osuus asunnon hinnasta joudutaan rahoittamaan aikaisempaa kalliimmilla luotoilla. Jos kotitaloudet reagoivat hintasignaaleihin toivotulla tavalla, tämä vähentää suurten lainojen kysyntää ja hillitsee kotitalouksien velkaantumista. Asuntoluotonannon kasvun hidastuminen puolestaan hillitsee asuntojen hintojen nousupainetta.

Enimmäisluototussuhteen asettaminen voi ylipäänsä hillitä asuntoluotonannon ja asuntojen hintojen nousun toisiaan vahvistavaa kierrettä. Tämä kierre syntyy, kun asuntojen hintojen ja samalla vakuusarvojen nousu johtaa yhä suurempien asuntolainojen hankkimiseen ja lainojen koon kasvu edelleen ylläpitää asuntojen hintojen ja vakuusarvojen nousua. Enimmäisluototussuhde, erityisesti vastasyklisesti käytettynä, voi jarruttaa tätä ajoin vaarallista dynamiikkaa ja odotuksia asuntojen hintojen tulevasta noususta. Hintojen nousuodotusten viileneminen saattaa vähentää erityisesti spekulatiivista asuntokauppaa, jossa sijoittajat hankkivat asuntoja lyhytaikaiseen omistukseen myydäkseen ne eteenpäin nousevilla markkinoilla. Enimmäisluototussuhteen kiristäminen voikin ainakin tilapäisesti pienentää asuntokaupan volyymiä ja siten rauhoittaa asuntomarkkinoita.

Enimmäisluototussuhteella voidaan potentiaalisesti vahvistaa sekä kotitalouksien että

pankkijärjestelmän riskinsietokykyä. Luototussuhteiden aleneminen pienentää laina-asiakkaiden velanhoitovaikeuksien todennäköisyyttä ja näistä vaikeuksista pankeille aiheutuvia luotto tappioita, kun laina-asiakkaiden suoja asuntojen hintojen laskua vastaan paranee. Enimmäisluototussuhteen käyttö voi myös pienentää koko kotitaloussektorin velkaantuneisuutta, mikä vahvistaa koko kansantalouden riskinsietokykyä korkojen nousua ja negatiivisia talousshokkeja vastaan. Pankkien luottotappioriskien väheneminen voi osaltaan pienentää pankkikriisien todennäköisyyttä ja voimakkuutta.

Enimmäisluototussuhteen käyttöönotto voi myös tervehdyttää pankkien luotonmyöntökäytäntöjä ja lisätä kotitalouksien tietoisuutta suuriin lainoihin liittyvistä riskeistä. Suomen kokemukset tosin osoittavat, että enimmäisluototussuhdetta koskevilla suosituksilla voi olla toivottua vähäisempi vaikutus (Finanssivalvonta 2012c). Suositusten teho voi olla erityisen vähäinen, jos pankit eivät pidä asuntoluotonantoa oman liiketoimintansa kannalta kovinkaan riskipitoisena tai asuntolainoista aiheutuneet luottotappiot ovat lähihistoriassa jääneet pieniksi.

Enimmäisluototussuhteen asettamisella – kuten millä tahansa sääntelyllä – voi olla myös epätoivottuja vaikutuksia. Enimmäisluototussuhde voi olla tehoton, jos suuri osa kotitalouksista päättää hankkia enimmäisluototussuhdetta suuremman lainamäärän esimerkiksi ottamalla asuntovakuudellisen luoton lisäksi runsaasti vakuudetonta kulutusluottoa. Jos kulutusluotto on selvästi kalliimpaa lainaa kuin asuntovakuudellinen luotto, enimmäisluototussuhteen asettaminen voi tavoitteidensa vastaisesti lisätä kotitalouksien haavoittuvuutta korkojen nousua ja omaan talouteen kohdistuvia riskejä kohtaan. Enimmäisluototussuhteen asettamisen on pelätty myös vaikeuttavan erityisesti ensiasunnon

ostajien asunnonhankintaa. Viimeaikaisessa suomalaisessa keskustelussa on väitetty, että erityisesti pääkaupunkiseudulla asuvien olisi hyvin vaikeaa samanaikaisesti maksaa kalliita vuokria ja säästää enimmäisluototussuhteen edellyttämää omarahoitusosuutta.

3.3 Vaikutukset asuntojen hintoihin ja asuntoluotonannon kasvuun

Kansainvälisten kokemusten perusteella enimmäisluototussuhde näyttäisi olevan lupaava työkalu asuntoluotonantoon ja asuntojen hintojen vaihteluihin liittyvien järjestelmäriskien torjumiseksi. Tuloksia arvioitaessa tulee kuitenkin huomioida, että vain harvoilla mailla on pitkäaikaisia kokemuksia enimmäisluototussuhteiden käytöstä ja että enimmäisluototussuhteita on käytetty eri maissa hyvin eri tavoin.

IMF:n asiantuntijat ovat tehneet kattavimmat tutkimukset enimmäisluototussuhteen ja muiden asuntoluotonantoon vaikuttavien makrovälineiden vaikutuksista (Crowe ym. 2011a, 2011b ja Lim ym. 2011). Eniten tutkimustietoa on enimmäisluototussuhteen asettamisen tai kiristämisen vaikutuksista asuntojen hintoihin ja asuntoluotonantoon. Laajassa, 49 maata kattavassa tutkimuksessaan Lim ym. (2011) osoittavat, että enimmäisluototussuhteen asettaminen on merkittävästi hidastanut luotonannon kasvuvauhtia ja asuntojen hintojen nousuvauhtia useimmissa tarkastelluissa maista. Kuttner ja Shim (2012) päätyvät 60 maata sisältävässä tutkimuksessaan samankaltaisiin tuloksiin. Crowen ym. (2011b) 21 maata kattavan karkean laskelman mukaan enimmäisluototussuhteen kiristäminen (alentaminen) 10 prosenttiyksiköllä olisi yksittäisessä maassa pienentänyt asuntojen hintojen kokonaisuusvuosien 2000–2007 välillä keskimäärin 13 prosentilla.

Enimmäisluototussuhteen asettaminen (samoin kuin enimmäisvelkaantuneisuusasteiden asettaminen ja pankkien reservivaatimusten kiristäminen) on Limin ym. (2011) mukaan myös pienentänyt luotonannon kasvun ja BKT:n kasvun välistä korrelaatiota. Tuloksen perusteella enimmäisluototussuhteen käyttö voi vaimentaa luotonannon myötäsyklisyyttä (ks. myös Almeida ym. 2006).

Aasian maiden kokemukset enimmäisluototussuhteiden käytöstä ovat erityisen mielenkiintoisia, koska maat ovat olleet edelläkävijöitä enimmäisluototussuhteiden aktiivisessa vastasyklisessä käytössä. Iganin ja Kangin (2011) mukaan Etelä-Koreassa enimmäisluototussuhdetta kiristämällä on pystytty merkittävästi hillitsemään asuntojen hintojen nousuvauhtia ja odotuksia hintojen tulevasta noususta. Etukäteisodotusten vastaisesti enimmäisluototussuhteen kiristäminen ei ole juuri vähentänyt ensiasuntoja koskevaa asuntokauppaa. Sen sijaan sääntelyn kiristäminen näyttäisi vähentäneen vanhojen asunnonomistajien tekemiä asuntokauppoja. Koska enimmäisluototussuhteen kiristäminen vaikuttaa Etelä-Korean kokemusten perusteella erityisesti potentiaalisten spekuloidijien hintaodotuksiin, Iganin ja Kangin tulkinnan mukaan enimmäisluototussuhde voi tehokkaasti vaimentaa asuntoluotonannon ja asuntojen hintojen toisiaan vahvistavaa ja siten asuntohintakuplia ruokkivaa vaikutusta.

Myös Hong Kongissa enimmäisluototussuhteen käyttö on pienentänyt asuntomarkkinoiden heilahteluihin liittyviä järjestelmäriskijä (Craig ja Hua 2011, Wong ym. 2011). Enimmäisluototussuhteen kiristämisen on havaittu hillinneen kotitalouksien velkaantuneisuutta ja asuntojen hintojen alenemisesta aiheutuvia pankkien luottotappioita, mutta vaikutus asuntojen hintoihin on jäänyt lyhytaikaiseksi. Lisäk-

si Hong Kongin kokemusten perusteella lainaturvavakuutuksen käyttäminen enimmäisluototussuhteen täydentäjänä voi helpottaa erityisesti ensiasunnon hankintaa heikentämättä kuitenkin enimmäisluototussuhteen tehoa makrovakausvälineenä.

3.4 Vaikutukset velkaantumiseen, pankkijärjestelmän kriisinsietokykyyn ja luotonannon ehtoihin

Enimmäisluototussuhteen käytön vaikutuksista kotitalouksien velkaantumiseen on varsin vähän tutkimustietoa. Enimmäisluototussuhteiden käyttö näyttäisi hillinneen kotitalouksien velkaantumista Hong Kongissa ja vähentäneen asuntojen hintojen laskun aiheuttamia kotitalouksien velanhoito-ongelmia (esim. Craig ja Hua 2011, Wong ym. 2011). Sen sijaan Etelä-Koreassa makrovakausvälineiden käyttö ei näytä juuri jarruttaneen kotitalouksien velkaantumista (Igan ja Kang 2011).

Useimmissa enimmäisluototussuhteita käytävissä maissa niitä on käytetty vasta joitakin vuosia. Tämän vuoksi on vaikea arvioida, onko enimmäisluototussuhteiden ja muiden makrovakausvälineiden käyttö esimerkiksi pienentänyt pankki- ja talouskriisien todennäköisyyttä. Merkille pantavaa kuitenkin on, että useat enimmäisluototussuhteita ja muita makrovakausvälineitä pisimpään käyttäneistä maista, kuten Aasian maat ja Kanada, ovat selvinneet käynnissä olevasta maailmanlaajuisesta talouskriisistä suhteellisen vähäisin vaurioin.

Enimmäisluototussuhteen asettamisen vaikutusta luotonannon ehtoihin on selvitetty muun muassa Ruotsissa, jonka kokemukset ovat monessa suhteessa mielenkiintoisia Suomen kannalta. Ruotsissa asuntoluotonanto ja

kotitalouksien velkaantuneisuus ovat kasvaneet ja asunnot kallistuneet hyvin voimakkaasti koko 2000-luvun ajan. Ruotsin keskuspankki Riksbanken ja rahoitusvalvoja Finansinspektionen ovat säännöllisesti varoittaneet kotitalouksien suureen velkaantuneisuuteen liittyvistä riskeistä (ks. esim. Ingves 2012).

Ruotsin valvontaviranomainen Finansinspektionen antoi joulukuussa 2010 suosituksen uusien asuntoluottojen enimmäisluototussuhteesta Ruotsissa. Finansinspektionen suosittelee, että asuntovakuudellisen asuntoluoton enimmäismäärän tulisi olla luoton myöntämishetkellä enintään 85 % asunnon markkina-arvosta. Loppuosuus asunnon hinnasta tulisi rahoittaa joko kotitalouden etukäteissäastöillä tai muilla kuin asuntovakuudellisilla luotoilla.

Finansinspektionenin suositus näyttäisi tervehdyttäneen ruotsalaisten pankkien luotonannon ehtoja ja käytäntöjä (Finansinspektionen 2012). Uusien asuntoluottojen keskimääräinen luototussuhde aleni Ruotsissa vuonna 2011 ensimmäistä kertaa noustuaan sitä ennen yhtäjaksoisesti tilaston alkamisvuodesta 2002 alkaen. Uusia asuntoluottoja hankkineista kotitalouksista 9 prosentilla luototussuhde ylitti 85 %, kun vielä vuonna 2010 osuus oli 20 %. Noin 14 prosentissa uusista asuntoluotoista luototussuhde oli täsmälleen 85 %. Tulos viittaisi siihen, että suosituksella on ollut luotonantoa normatiivisesti ohjaava vaikutus.

Suomessa Finanssivalvonnan keväällä 2010 antama enimmäisluototussuhteita koskeva suositus (ks. alaviite 8) ei näytä olleen yhtä tehokas kuin Ruotsin vastaava suositus.⁹ Finanssival-

⁹ *Finansinspektionenin antama suositus (allmänt råd-suositus) on juridiselta sitovuudeltaan vahvempi kuin Finanssivalvonnan antama suositus, mikä pitkälti selittää eroja annettujen suositusten tehokkuudessa.*

Taulukko 1. Finanssivalvonnan enimmäisluototussuhdesuosituksen ylittävien uusien asuntoluottojen osuus kaikista uusista asuntoluotoista

	Luototussuhde > 90 %		Luototussuhde ≥ 100 %	
	2010	2012	2010	2012
Kappalemäärän perusteella, %				
Ensiasunto	51,6	58,1	44,5	43,0
Asunnon vaihtaja	22,7	28,7	17,6	20,7
Euromäärän perusteella, %				
Ensiasunto	59,0	56,4	50,7	42,1
Asunnon vaihtaja	35,6	33,7	28,3	24,5

Lähde: Finanssivalvonta (2012c).

vonnan syksyllä 2012 tekemässä otantatutkimuksessa 37 % kaikista asuntolainan saajista ja 56 % ensiasunnon ostajista oli saanut lainan yli suositellun 90 prosentin luototussuhteen (Finanssivalvonta 2012c). Suosituksen ylittävistä lainoista noin kolme neljästä myönnettiin yli 100 prosentin luototussuhteella. Suosituksen noudattaminen ei ole parantunut vuodesta 2010, jolloin kysely toteutettiin ensimmäisen kerran (taulukko 1).

Suomen kokemusten perusteella enimmäisluototussuhteita koskevilla ei-sitovilla suosituksilla ei aina pystytty vaikuttamaan pankkien luotonantokäytäntöihin edes suhteellisen ”normaalissa” markkinatilanteessa. On ilmeistä, että suosituksen tehokkuus olisi voimakkaasti ylikuumentuneessa markkinatilanteessa vieläkin heikompi.

4. Enimmäisluototussuhteen kalibrointi

Valtiovarainministeriön asettama työryhmä ehdottaa, että Finanssivalvonta voisi muuttaa enimmäisluototussuhteen suuruutta harkinnanvaraisesti. Tämä mahdollisuus herättää lukuisia kysymyksiä: Milloin enimmäisluototussuhdetta tulisi kiristää ja milloin keventää? Mille tasolle

se tulisi asettaa? Mitä tunnuslukua tai tunnuslukuja tulisi käyttää päätöksenteon tukena?

Enimmäisluototussuhdetta harkinnanvaraisesti käyttäneissä maissa työkalun käyttö näyttäisi perustuneen suurelta osin yrityksen ja erehdyksen menetelmään: enimmäisluototussuhdetta on tyypillisesti muutettu vähän kerrallaan. Havaittujen vaikutusten perusteella viranomaiset ovat tarvittaessa tehneet lisämuutoksia (Lim ym. 2011). Usein enimmäisluototussuhdetta on käytetty yhdessä muiden asuntoluotonantoon vaikuttavien makrovälineiden, kuten enimmäisvelkaantuneisuusasteen tai asuntoluottojen määrällisten rajoitteiden, kanssa.

Baselin pankkivalvontakomitean yhteydessä toimiva *Committee on the Global Financial System* (CGFS) on hahmotellut systemaattisempaa menetelmää enimmäisluototussuhteen ja muiden makrovälineiden käytön operationalisoiduksi (CGFS 2012). CGFS:n ehdotusten lähtökohdaksi on havainto, että rahoitusjärjestelmän ja kansantalouden vakautta uhkaavat järjestelmäriskit – kuten talousyksiköiden liiallinen velkaantuminen tai varallisuushintojen kestämaton nousu – kumuloituvat usein hitaasti ja lähes huomaamatta rahoitusryöpyssä (“hyvinä aikoina”). Sen sijaan suuriksi kasvaneet riskit toteutuvat tyypillisesti hyvin rajusti ja äkillisesti.

Taulukko 2. Rahoitusväylien vaiheen tunnistamiseen käytettäviä tunnuslukuja

Makrotaloudelliset tunnusluvut	Laajat luottoaggregaatit Kotitalouksien velkaantuneisuus ja velanhoitorasite
Pankkien tunnusluvut	Stressitestit, herkkyyyslaskelmat Omavaraisuusasteet Varojen ja velkojen maturiteettierot Varainhankinnan riskimittarit Kannattavuus
Markkinainformaatio	Varallisuushinnat Yrityslainojen ja CDS-sopimusten korkoerot ja riskipremiot Vakuudellisten rahoitusinstrumenttien arvonalennukset Luotonannon korkomarginaalit
Laadullinen informaatio	Luotonannon ehdot Pankkien varojen laatu Luottojen saatavuus

Lähde: CGFS (2012, Table 2.2).

Taulukko 3. Kotitaloussektorin haavoittuvuutta mittaavia tunnuslukuja

Luotonanto	Luottokannan ja BKT:n suhteen trendipoikkeama (sis. Basel III:een) Kotitalousluottojen ja BKT:n poikkeama trendistään Kotitalousluotonannon reaalikasvuvauhti: poikkeama 15 vuoden liukuvasta keskiarvosta Lainanhoitokulut käytettävistä olevista tuloista: poikkeama 15 vuoden liukuvasta keskiarvosta
Asuntojen hinnat	Asuntojen hintojen vuotuinen reaalinousuvauhti: poikkeama 15 vuoden liukuvasta keskiarvosta Asuntojen hintojen ja vuokrien suhde: poikkeama pitkän ajan trendistä

Lähde: CGFS (2012, Table 2.5).

CGFS:n suosituksen mukaan viranomaisten tulisi koota ja jatkuvasti seurata järjestelmäriskien kasvamisesta varoittavia *varhaisia varoitustunnuslukuja*. CGFS suosittelee mm. taulukossa 2 esitettyjen tunnuslukujen seuraamista. Useat CGFS:n suosittelemista indikaattoreista ovat suhteellisen hidasliikkeisiä (esimerkiksi luottoaggregaatit) ja varoittavat siten mahdollisesti jo varhain kasvamassa olevista riskeistä.

Yksittäisen makrovakausvälineen käytön operationalisoimiseksi viranomaisten tulisi valikoida taulukon 2 kaltaisesta laajasta potentiaalisten varhaisten varoitustunnuslukujen joukosta ne tunnusluvut, jotka parhaiten mittaavat

niitä haavoittuvuuksia, joihin tarkastellulla makrovakausvälineellä on tarkoitus puuttua. Enimmäisluototussuhteen käyttöä ohjaavia potentiaalisia tunnuslukuja voisivat CGFS:n mukaan olla *asuin- ja liikekiinteistöjen hinnat, asuntojen hintojen ja vuokrien suhde, asunto- luotonannon kasvuvauhti, pankkien luotonannon ehdot ja luottokelpoisuusvaatimukset, asuntovakuuksien käyttö muun luotonannon vakuutena (cash-out refinancing) ja kotitaloussektorin haavoittuvuutta mittaavat tunnusluvut*. Kotitaloussektorin haavoittuvuutta voidaan tarkemmin arvioida hienojakoisemmilla tunnusluvuilla (taulukko 3).

CGFS on raportissaan tarkastellut kansainvälisellä aineistolla, mitkä taulukossa 3 esiteytistä tunnusluvuista olisivat luotettavimmin varoittaneet aiemmista pankki- ja rahoituskriiseistä.¹⁰ Analyysin mukaan näistä parhaita varhaisia varoitustunnuslukuja olisivat olleet luotonannon ja BKT:n suhteen, kotitalouksien velanhoidokustannusten, asuntojen hintojen nousun sekä asuntojen hintojen ja vuokrien suhteen suuret poikkeamat keskimääräisiltä tasoiltaan. Nämä kuuluvat epäilemättä niiden potentiaalisten tunnuslukujen joukkoon, joita Suomessakin tulee arvioida enimmäisluototussuhteesta päätettäessä.

5. Asuntoluotonanto, kotitalouksien velkaantuneisuus ja asuntojen hinnat Suomessa

CGFS:n suosittelemien kaltaisten varoitustunnuslukujen valossa kotitalouksien velkaantumiseen ja asuntomarkkinoihin liittyvät riskit ovat Suomessa viime vuosina kasvaneet.¹¹ Tosin kaikki suositellut tunnusluvut eivät viittaa huolestuttavaan kehitykseen.

Yksityisen sektorin luottokannan ja BKT:n suhteen trendipoikkeama on Suomessa jo useiden vuosien ajan ylittänyt Baselin komitean

määrittelemän “varoitusrajan” (kuvio 1).¹² Trendipoikkeama kasvoi myös ennen 1990-luvun alun pankkikriisiä. Kaukon (2012) mukaan indikaattorin tulkinnessa tulee kuitenkin olla varovainen, sillä indikaattorin hälytyskyky voi vääristyä noususuhdanteessa (taantumassa), kun BKT kasvaa (supistuu) voimakkaasti ja osaltaan pienentää (suurentaa) indikaattorin lukuarvoa. Tämän vuoksi velkaantumisen arvioinnissa tulisi tarkastella myös luottokannan muutosta (sektoreittain ja eri luottotyypeittäin), verrata velkaantumista BKT:n pidemmän aikavälin kehitykseen sekä analysoida muita muuttujia, kuten asuntojen hintoja.

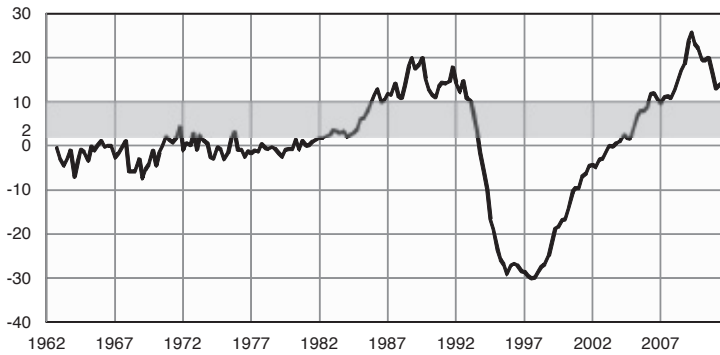
Asuntojen hinnat ovat nousseet Suomessa viime vuosina hieman nopeammin kuin euroalueella keskimäärin, joskin vauhti hidastui vuoden 2012 aikana. Euroopan keskuspankin (2012, s. 39) mukaan Suomen asuntomarkkinoilla on eräiden yleisesti käytettyjen indikaattoreiden perusteella merkkejä hintojen yliarvostuksesta. Tällaisiin arvioihin liittyy aina suurta epävarmuutta, mutta EKP pitää riskipitoisena tilannetta, jossa suurimmilla pankeilla on merkittävät asuntomarkkina-altistumat, asuntolainojen luototussuhteet ovat suuria ja kotitaloudet voimakkaasti velkaantuneita.

¹⁰ Luotettavat varhaiset varoitustunnusluvut tunnistavat ns. hyvät ja huonot ajanjaksot, niissä on riittävästi vaihtelua yli ajan, ne varoittavat jo kauan ennen kriisin toteutumista ja ne tuottavat mahdollisimman vähän vääriä hälytyksiä.

¹¹ Kajanon (2012) artikkelissa ja siihen liittyvissä Suomen Pankissa tehdyissä taustaselvityksissä arvioidaan tätä artikkelia perusteellisemmin Suomen asuntomarkkinoiden kehitykseen ja kotitalouksien velkaantumisen kasvuun liittyviä riskejä.

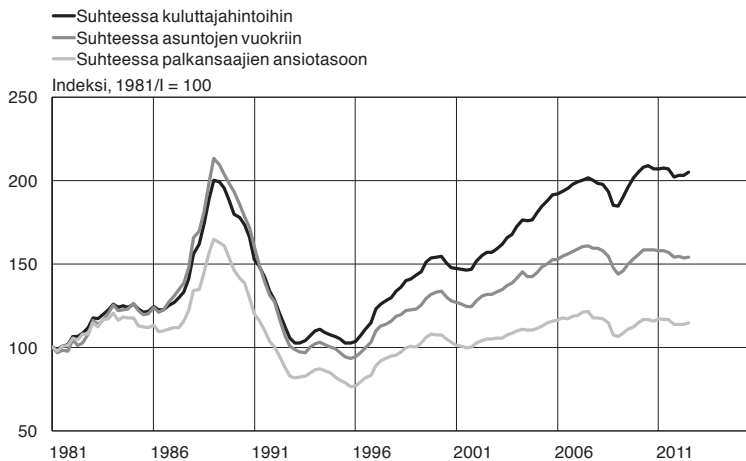
¹² Baselin pankkivalvontakomitea suosittelee kuvion 1 mukaisen yksityisen sektorin luottokannan ja nimellisen BKT:n välisen suhteen trendipoikkeaman käyttämistä Basel III -uudistukseen sisältyvän pankkien muuttuvan lisäpääomavaatimuksen (vastasyklisen pääomapuskurivaatimuksen) ensisijaisena asettamiskriteerinä. Baselin komitean suosituksen mukaan kansallisten viranomaisten tulisi lähtökohdaisesti ottaa kansallinen muuttuva lisäpääomavaatimus käyttöön, kun Baselin komitean määrittelemän laskumenetelmän (ks. Basel Committee on Banking Supervision 2010) mukainen trendipoikkeama saa arvon 2. Muuttuvan lisäpääomavaatimuksen tulisi saavuttaa maksimitasonsa 2,5 % (subteessa pankin riskipainotettuihin saamisiin), kun trendipoikkeama saavuttaa arvon 10.

Kuvio 1. Yksityisen sektorin luottokanta/BKT-subteen trendipoikkeama Suomessa



Luottokanta sisältää pankkilainat kotimaasta ja kotimaassa liikkeeseen lasketut velkapaperit. Trendipoikkeaman laskennassa on käytetty Hodrick -Prescott-suodattimen arvoa 400 000 (neljännesvuosiaineistoa).
Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

Kuvio 2. Asuntojen subteelliset hinnat Suomessa



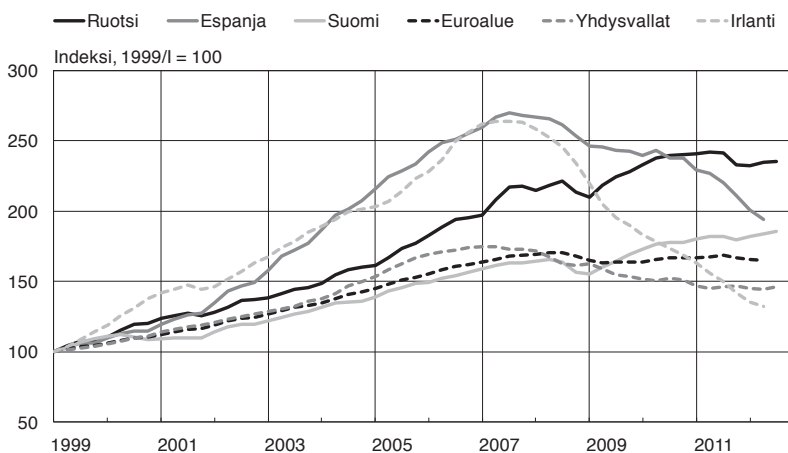
Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin laskelmat.

Asuntojen reaali hinnat ja asuntojen hintojen suhde vuokriin ovat kasvaneet Suomessa melko tasaisesti 1990-luvun puolivälistä saakka. Asuntojen reaali hinnat ovat jo ylittäneet vuoden 1989 huippulukemat. Ansiotasokehitykseen nähden asuntojen hintojen nousu on sen sijaan pysynyt varsin maltillisena (kuvio 2).¹³

Ennen finanssikriisiä ja vuoden 2009 taantumaa asuntojen hintojen nousu oli Suomessa

¹³ Nämä hintaindikaattorit ovat kansainvälisesti yleisesti käytettyjä, mutta niiden tulkintaan liittyy tilastollisia ja käsitteellisiä ongelmia ja ne voivat antaa hintakehityksestä ristiriitaisen kuvan.

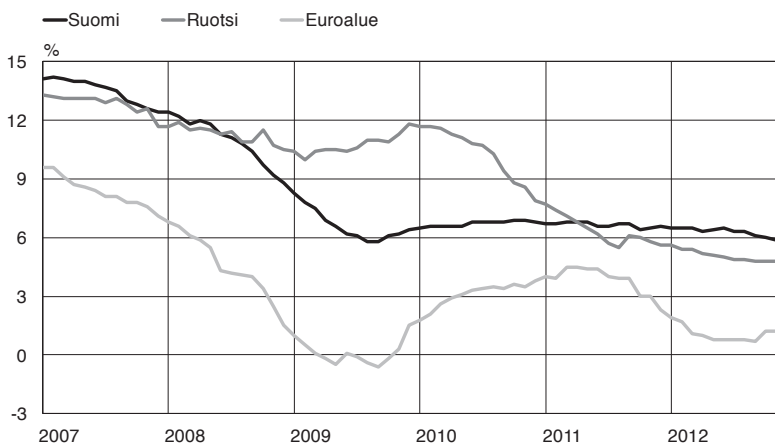
Kuvio 3. Asuntojen hinnat eräissä maissa



Nimellinen asuntobintaindeksi.

Lähteet: Tilastokeskus ja Euroopan keskuspankki.

Kuvio 4. Asuntolainakannan vuosikasvu Suomessa, Ruotsissa ja euroalueella



Rahalaitosten myöntämät asuntolainat.

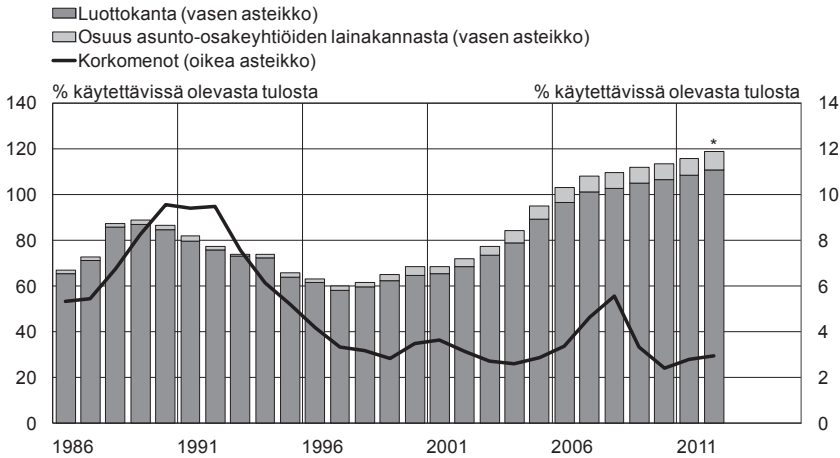
Lähde: Euroopan keskuspankki.

selvästi hitaampaa kuin eräissä kriisin myötä vaikeuksiin ajautuneissa maissa (kuvio 3). Kriisimaissa asuntojen hinnat nousivat nopeasti ennen kriisiä ja kriisin aikana lasku on ollut merkittävää ja pitkäkestoista. Tilanne voi kehittyä Suomessakin haavoittuvampaan suun-

taan etenkin, jos kotitaloudet odottavat asuntojen hintojen nousun jatkuvan nopeana pitkälle tulevaisuuteen tai pitävät nykyistä matalaa korkotasoa pysyvänä.

Asuntolainakannan vuotuinen kasvuvauhti (kuvio 4) on Suomessakin finanssikriisin myötä

Kuvio 5. Kotitalouksien velkaantuneisuus ja korkorasitus Suomessa



Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin laskelmat.

hidastunut ja tasaantunut noin 6–7 prosentin tuntumaan. Lainakanta kasvaa hidastumisestaan huolimatta edelleen selvästi nopeammin kuin kotitalouksien käytettävissä olevat tulot.

Suomalaisten kotitalouksien velkaantuneisuus on kasvanut tasaisesti ja suhteellisen voimakkaasti 1990-luvun loppupuolelta lähtien (kuvio 5). Velkaantuminen on jatkunut myös vuoden 2009 syvän taantuman ja sen jälkeisen euroalueen velkakriisin aikana. Samalla asuntolainojen merkitys kotimaiselle rahoitusjärjestelmälle on kasvanut entisestään. Tällä hetkellä lähes puolet kotimaisten talletuspankkien luottokannasta on myönnetty kotitalouksille, ja näistä luotoista noin kolme neljäsosaa on asuntolainoja. Lisäksi huomattava osa asuntoyhtiöille esimerkiksi korjausrakentamiseen myönnetyistä luotoista on käytännössä kotitalouksien vastuulla.

Velkaantumisen kasvusta huolimatta kotitalouksien korkorasitus on historiaansa nähden vähäinen (kuvio 5). Poikkeuksellisen alhaiset

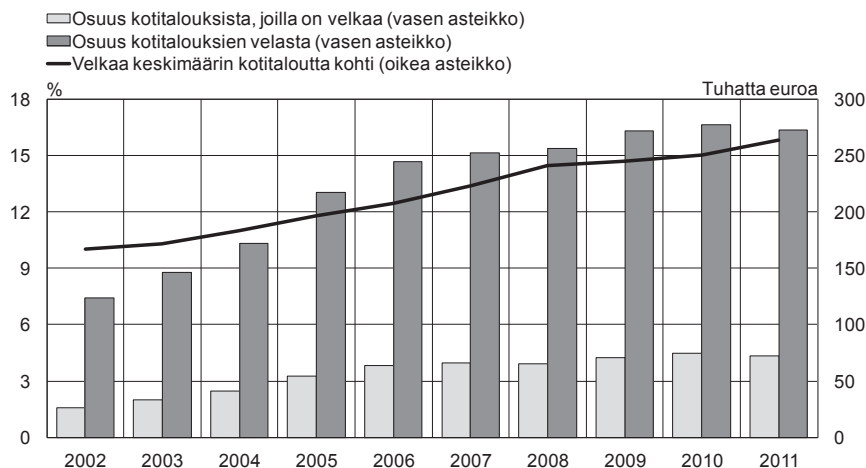
lainakorot ovat viime vuosina pienentäneet kotitalouksien velanhoitorasitetta.

Suomalaisten kotitalouksien velkataakka ei ole kansainvälisesti vertaillen hälyttävän suuri.¹⁴ Viimeaikaisessa velkaantumisessa on kuitenkin tiettyjä kansallisesti huolestuttavia piirteitä. Ensinnäkin huomattava osa uusista ensiasunnon ostamiseen liittyvistä lainoista on hyljättäin myönnetty yli 90 % luototussuhteella ja osa jopa kokonaan ilman omarahoitusta (ks. edellä luku 3).

Toiseksi tuloihinsa nähden voimakkaasti velkaantuneiden kotitalouksien määrä ja suh-

¹⁴ Syyskuu 2012 lopussa suomalaisten kotitalouksien lainakanta oli lähes 123 mrd. euroa, mikä on noin 119 % saman vuoden käytettävissä olevasta tulosta. Vuonna 2010 kotitalouksien keskimääräinen velkaantumisaste oli Suomessa 110 %, euroalueella 105 % ja EU:ssa 114 %, kun mukaan lasketaan myös kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt. Suomen luvut sisältävät myös kotitalouksien arvioitun osuuden asunto-osakeyhtiöiden lainoista.

Kuvio 6. Suomalaiset kotitaloudet, joiden velkaantumisaste on yli 500 %



Velkaantumisaste = velka, % käytettävissä olevasta rahatulosta.

Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin laskelmat.

teellinen merkitys ovat kasvaneet koko 2000-luvun ajan. Vuoden 2011 lopussa noin 4,3 prosentilla velkaantuneista kotitalouksista (2,6 prosentilla kaikista kotitalouksista) velkaantumisaste oli yli 500 %. Näillä kotitalouksilla oli velkaa keskimäärin 263 000 euroa ja yhteen laskien yli 16 % kotitalouksien kokonaisvelasta (kuvio 6).

Kolmanneksi valtaosa kotitalouksien lainoista on vaihtuvakorkoisia, eli lainojen korot ovat sidoksissa joko pankkien välisiin euriborkorkoihin tai niitä viipeellä seuraaviin pankki-kohtaisiin primekorkoihin. Tämä altistaa kotitaloudet rahamarkkinoiden häiriöille ja lisää koko talouden haavoittuvuutta korkotason vaihteluiden suhteen. Korkomenot ovat suurimmat voimakkaimmin velkaantuneilla kotitalouksilla, ja näiden kotitalouksien korkorasitus on myös herkin korkotason muutoksille.

Kaikkiaan tunnuslukujen perusteella asuntoluotonantoon ja kotitalouksien velkaantumi-

seen liittyvät vakauriskit ovat Suomessa kasvaneet ja tulleet jatkamaan kasvuaan varsinkin yleisen talouskehityksen aikanaan elyessä. Makrovakausvälineiden käytöstä päättävien viranomaisten tehtävänä on arvioida, kuinka suuren velkarasituksen kotitaloudet makrokauden näkökulmasta kestävät tai milloin luotonanto ja varallisuushintojen nousu ovat liiallista. Velkaantumiseen liittyvät järjestelmäriskit ovat käänteisesti kytköksissä samojen kokonais- ja rahataloudellisten tekijöiden kehitykseen, jotka noususuhdanteessa ja talouden ylikuumentuessa ruokkivat velkaantumista ja luotonannon kasvua. Kansainvälisten kokemusten perusteella sitovan enimmäisluototusasteen käytöllä voitaisiin lievittää näitä riskejä.

6. Johtopäätökset

Asuntoluotonannon ja asuntojen hintojen heilahtelut synnyttävät ajoittain vakavia järjestel-

märiskejä, joiden vähentämiseen Suomen viranomaisilla ei nykyisin ole juuri keinoja. Valtiovarainministeriön asettaman työryhmän ehdottama sitova enimmäisluototussuhde on eri maissa osoittautunut toimivaksi makrokausvälineeksi. Sitova enimmäisluototussuhde voisi olla erityisen tehokas väline Suomen kaltaisessa maassa, jossa asuntovarallisuuden osuus kotitalouksien kokonaisvarallisuudesta ja asuntoluottojen osuus pankkien luotonantosta ovat suuria ja jossa ei ole käytössä itsestä rahapolitiikkaa.

Kansainväliset kokemukset eivät tue väitettä, että enimmäisluototussuhteen asettaminen vaikeuttaisi merkittävästi ensiasunnon ostajien asunnonhankintaa. Sen sijaan on jonkin verran näyttöä siitä, että enimmäisluototussuhteen kiristäminen hillitsee erityisesti spekulatiivista asuntokauppaa. Ensiasunnon ostajat hyötyvät eniten siitä, että enimmäisluototusasteen säätämällä voidaan vaimentaa asuntohintojen heilahteluita. Nykyistä suuremmat keskimääräiset omavastuuosuudet myös suojaisivat sekä asunnonostajia että pankkeja asuntojen hintojen laskuun sekä kotitalouden omaan talouteen liittyviltä riskeiltä.

Sitova enimmäisluototussuhde ei ole kuitenkaan ihmelääke. Kansainvälisten kokemusten perusteella sen asettaminen tai kiristäminen voi hillitä asuntoluotonantoa ja asuntojen hintojen nousua erityisesti lyhyellä aikavälillä ja siten pienentää asuntohintakuplien syntyyn ja romahtamiseen liittyviä riskejä. Usein asuntoluotonannon epäterveen kasvun taustalla on kuitenkin sellaisia ”fundamentaalisia” tekijöitä – esimerkiksi pitkäaikainen matala korkotaso, rahoitusmarkkinoiden ja kansainvälisen pääoman tuonnin vapauttaminen, finanssi-innovaatiot, koko talouden yleinen vauhtisokeus tai liiallinen velkavetoinen asuntojen tarjonta –

joihin sitovalla enimmäisluototussuhteella pystytään vaikuttamaan parhaimmillaankin vain rajallisesti. Tällaisten riskien torjumiseksi tarvitaan myös muita makrokauspolitiikan ja yleisen talouspolitiikan keinoja. □

Kirjallisuus

- Almeida, H., Campello, M. ja Liu, C. (2006), “The financial accelerator: evidence from international housing markets”, *Review of Finance* No. 10.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010), “Countercyclical capital buffer proposal – consultative document”, July 2010.
- Craig, R. ja Hua, C. (2011), Determinants of property prices in Hong Kong SAR: implications for policy, *IMF Working Papers*, No. WP/11/277.
- CGFS, Committee on the Global Financial System (2012), “Operationalising the selection and application of macroprudential instruments”, *CGFS Papers* No. 48.
- Crowe, C., Dell’Ariccia, G., Igan, D. ja Rabanal, P. (2011a), “Policies for macrofinancial stability: Options to deal with real estate booms”, *IMF Staff Discussion Note* No. 11/02.
- Crowe, C., Dell’Ariccia, G., Igan, D. ja Rabanal, P. (2011b), “How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences”, *IMF Working Paper* No. 11/91.
- Euroopan keskuspankki (2012), *Financial Stability Review*, December 2012.
- ESRB, European Systemic Risk Board (2012), “ESRB publishes recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities”, press release 16.1.2012.
- Finanssinspektionen (2012), “The Swedish mortgage market”, report.
- Finanssialan Keskusliitto (2012), “Makrovalvontatyöryhmän loppuraportti”, lausunto valtiovarainministeriölle.
- Finanssivalvonta (2012a), “LTV-määrittely”, valvotavatiedotteen 28/2012 liitemuistio.

- Finanssivalvonta (2012b), "Asuntoluottojen luotustasestelaskentaa yhdenmukaistetaan", valvottavatie-dote 28/2012.
- Finanssivalvonta (2012c), "Otantatutkimus henkilöasiakkaiden asuntoluotoista 2012", analyysiraportti.
- Igan, D. ja Kang, H. (2011), "Do loan-to-value and debt-to-income limits work? Evidence from Korea", IMF Working Papers No. WP/11/297.
- IMF (2011), "Housing finance and financial stability – back to basics", Global Financial Stability Report April 2011, chapter 3.
- Ikonen, V., Autio, J. ja Elonen, H. (1992), "Liikepankkikriisi ja Suomen Pankin tukitoimet 1928–1934", teoksessa Ikonen, V., Autio J. ja Elonen H. (toim.), *Suomen Pankki ja 1930-luvun lama*. Suomen Pankki, A: 85.
- Ingves, S. (2012), "Finansiell stabilitet är viktigt för oss all", Tal, Finansutskottet, 15.3.2012.
- Kajanoja, L. (2012), "Asuntojen hinnat, kotitalouksien velka ja makrotalouden vakaus Suomessa", Suomen Pankki, BoF Online 2/2012.
- Karhinen, R. (2012), *Karhinen: Pankkeja näivetetään*, haastattelu Helsingin Sanomissa 10.11.2012.
- Kauko, K. (2012), "Triggers for countercyclical capital buffers", BoF Online 7/2012.
- Kuttner, K. ja Shim, I. (2012), "Taming the real estate beast", Reserve Bank of Australia, Conference Volume.
- Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T. ja Wu, X. (2011), "Macroprudential policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences", IMF Working Paper No. 11/238.
- Reinhart, C.M. ja Rogoff, K. (2009) *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Valtiovarainministeriö (2012), *Finanssimarkkinoiden makrotaloudellisten vaikutusten sääntely ja valvonta*, Valtiovarainministeriön julkaisuja 32/2012, Suomen Yliopistopaino Oy – Juvenes Print.
- Wong, E., Fong, T., Li, K. ja Choi, H. (2011), "Loan-to value ratio as a macro-prudential tool – Hong Kong's experience and cross-country evidence", Hong Kong Monetary Authority Working Paper No. 01/2011.