

Blogi: Asuntolainat ja Yhdysvaltojen suuri taantuma

1.4.2016 – Blogi



KIRJOITTAJA

Essi Eerola

Yhdysvalloista vuonna 2008 alkaneen finanssikriisin syytä ja seurauksia on analysoitu viime vuosina eri kanteilta. Paljon huomiota saanut selitys kriisin syntyyn liittyy kotitalouksien velkaantuneisuuteen ja asuntojen hintakehitykseen. Princetonin yliopiston professori Atif Mian ja Chicagon yliopiston professori Amir Sufi ovat julkaisseet kriisin taustoista, tapahtumista ja jälkihoidosta useita tutkimuksia eri kirjoittajien kanssa. Lisäksi he ovat koonneet tutkimustulokset kirjaan *The House of Debt*^[1], joka kertoo rajun tarinan velkaantumisesta ja siitä, miten tapahtumat etenivät vääjäämättömästi kohti romahdusta.

Kirjan keskeinen viesti perustuu seuraavaan ajatukseen: valtaosa yhdysvaltalaisen kotitalouksien varallisuudesta on asuntovarallisuutta. Jos kotitalouden asuntolainan suhde asunnon arvoon on suuri, pienikin pudotus asuntojen hintatasossa laskee huomattavasti kotitalouden nettovarallisuutta. Esimerkiksi jos on asuntolainaa 80 000 euroa ja asunnon arvo on 100 000 euroa, nettovarallisuus on 20 000 euroa. Jos asuntojen hinnat putoavat 10 prosentilla, asunnon arvo on 90 000 euroa. Velkaa on kuitenkin saman verran kuin ennenkin, joten varallisuuden arvo on enää 10 000 euroa. Kymmenen prosentin pudotus asuntojen hinnoissa siis puolitti varallisuuden.

Jos kotitalouden varallisuus yhtäkkiä tippuu, sen kulutus pienenee ja säästäminen kasvaa: ehkä asuntoon sidottu varallisuus oli tarkoitettu ”pahan päivän” varalle ja kadonneen puskurin tilalle aletaan säästää uutta. Lopputuloksena kotitalous vähentää kulutustaan äkillisesti.

Periaatteessa sama logiikka toimii minkä tahansa varallisuuserän kohdalla. Kokonaisvaikutusten kannalta velan jakautumisella on kuitenkin väliä: varallisuusarvojen lasku heikentää voimakkaammin kulutuskysyntää, jos se koskee erityisesti velkaantuneita kotitalouksia, joiden kulutusalttius on korkea. Tämän takia juuri asuntojen hintojen romahdus voi olla erityisen haitallista.

Periaatteessa taloudessa pitäisi olla korjaavia mekanismeja, jotka estävät sen, että

1. [Atif Mian ja Amir Sufi (2014): *House of Debt – How They (and You) Caused the Great Recession and How We Can Prevent It from Happening Again*, The University of Chicago Press.]

varallisuusarvojen romahtamisen aiheuttama kulutuksen heikkeneminen johtaa laajamittaiseen työttömyyteen. Yksi sopeuttava tekijä on korkotason lasku: kun velkaantuneiden kotitalouksien säästäminen kasvaa, korkotaso laskee, mikä lisää yritysten lainaamista ja investointeja sekä vähemmän velkaantuneiden kulutusta. Erilaiset jäykkyydet voivat toki estää tätä tapahtumasta. Yksi jäykkyys on ns. nollakorkoraja, eli se, että nimelliskorkotaso ei voi laskea kovin paljon nollan alapuolelle. Toinen oleellinen jäykkyys on se, että nimellispalkat eivät hevin jousta alaspäin. Työntekijöiden ei myöskään ole aina helppoa siirtyä toimialalta toiselle.

Kotitalouksien velkaantuneisuus vaihteli voimakkaasti kaupunkien välillä Yhdysvalloissa ennen finanssikriisin puhkeamista. Kun asuntojen hinnat romahtivat, yksityinen kulutus heikkeni erityisesti siellä, missä kotitaloudet olivat hyvin velkaantuneita. Samalla työllisyys heikkeni paikallisissa palveluissa. Kriisin edetessä työpaikkamenetykset lisääntyivät myös toimialoilla, joiden tuotanto suuntautuu paikallisen talouden ulkopuolelle. Nämä työpaikkamenetykset lisääntyivät yhtä lailla korkean ja matalan velkaantuneisuuden alueilla. Tämä vuosien 2007–2009 tapahtumaketju sopii hyvin yhteen teorian kanssa, jonka mukaan yksityinen kysyntä heikkenee ensin siellä, missä kotitalouksien nettovarallisuus romahtaa, ja negatiivinen kysyntäshokki leviää muualle talouteen erilaisten jäykkyyksien takia.

Miksi kotitaloudet olivat joillakin alueilla liian velkaantuneita ja toisaalla eivät? Mian ja Sufi aloittavat vastauksensa tähän kysymykseen toteamalla: *”As we will argue, debt not only amplifies the crash. But it also fuels the bubble that makes the crash inevitable.”*

Vuosina 2002–2005 asuntolainat lisääntyivät erityisesti alueilla, joilla lainahakemusten hylkäämisprosentti oli perinteisesti ollut korkea. Ko. vuosina hylättyjen asuntolainahakemusten osuus laski 43 prosentista 30 prosenttiin korkean hylkäysprosentin alueilla. Näin tapahtui siitä huolimatta, että hakemusten määrä kasvoi ja aiempaa suurempi osa lainahakemuksista arvioitiin niin sanottuun subprime-luokkaan, johon sijoittuivat lainanmaksukyvyltään keskimääräistä huonommaksi arvioidut lainanottajat.

Lainojen hylkäysprosentin lasku saattoi tietysti johtua siitä, että subprime-asiakkaiden taloudellinen tilanne oli paranemassa ja he lainasivat tulevia korkeampia tulojaan vastaan. Mianin ja Sufin mukaan vuosina 2002–2005 postinumeroalueittaisen asuntolainakannan kasvun ja tulokehityksen välinen korrelaatio oli kuitenkin negatiivinen, mikä viittaa siihen, ettei hylkäysten väheneminen johtunut positiivisesta tulokehityksestä.

Toinen mahdollinen selitys on, että pankit olivat halukkaita myöntämään asuntolainoja asuntojen hintojen nousuodotusten takia. Jos asuntojen hintojen odotettiin jatkavan nousuaan, kotitalouden saatettiin uskoa suoriutuvan lainataakastaan, vaikkei tulotaso riittäisikään lainan lyhennyksiin.

Kolmas mahdollisuus on, että asuntolainojen tarjonta lisääntyi ja lainoja luvattiin myös kotitalouksille, joiden ulottumattomissa oma asunto oli aiemmin ollut. Seurauksena asuntojen kysyntä kasvoi, mikä sysäsi hinnat nousuun.

Näiden kahden jälkimmäisen selityksen erottaminen toisistaan ei ole helppoa, koska

kotitalouksien velka kasvoi samaan aikaan, kun asuntojen hinnat nousivat. Kumpaan suuntaan kausaalisuus siis kulki? Tässä Mian ja Sufi hyödyntävät indeksiä, joka kuvaa asuntotarjonnan joustavuutta yhdysvaltalaisissa kaupungeissa. Kun asuntojen kysyntä kasvaa, hintataso nousee herkimmin siellä, missä asuntotarjonta on joustamatonta.

Joustavan tarjonnan ja joustamattoman tarjonnan kaupunkien hintakehityksessä ei juuri ollut eroa vuosina 1999–2001. Sen sijaan vuosina 2002–2006 asuntojen hinnat nousivat 40 prosenttia joustavissa kaupungeissa ja 100 prosenttia joustamattomissa kaupungeissa. Jos hintatason nousu aiheutti velkaantumisen kasvun, velkaantumisen olisi pitänyt olla nopeampaa joustamattomissa kaupungeissa. Näin ei kuitenkaan käynyt, vaan luotonanto alkoi aluksi kasvaa sekä joustavissa että joustamattomissa kaupungeissa ja erityisesti postinumeroalueilla, joilla subprime-asiakkaiden osuus oli suuri. Tämän perusteella Mian ja Sufi päättelevät, että asuntojen hintojen nousu oli seurausta asuntolainan saamisen helpottumisesta, ei päinvastoin.

Mutta miksi subprime-asiakkaat sitten saivat lainaa aiempaa helpommin? Tapahtumaketjun juuret ovat 1970-luvulla, jolloin paikallispankkien myöntämistä asuntolainoista alettiin muodostaa asuntolainavakuudellisia arvopapereita. 1990-luvulla arvopaperistaminen laajeni yksityisille markkinoille. Juuri yksityinen arvopaperistaminen kasvoi voimakkaasti vuosina 2002–2006 erityisesti postinumeroalueilla, joilla subprime-asiakkaiden osuus oli suuri.

Yksittäisen pankin kannustin arvioida asiakkaan luottokelpoisuutta heikkeni, koska luotonantaja pystyi siirtämään lainaan liittyvän riskin eteenpäin. Paikallispankit laajensivat luotonantoa, kunnes vuonna 2006 asiakkaat alkoivat laiminlyödä velan takaisinmaksua lähes heti lainan myöntämisen jälkeen. Kun maksuhäiriöiden määrä kääntyi nousuun, korttipakka alkoi luhistua.

Mian ja Sufi kuvaavat kirjassaan tämän tapahtumaketjun vakuuttavasti ja perkaavat syy- ja-seuraus-suhteita uskottavan tuntuisesti. Kun he siirtyvät arvioimaan kriisin jälkihoitoa Yhdysvalloissa, teksti käy spekulatiivisemmaksi ja siinä alkaa näkyä ärtymys.

Mian ja Sufi tuntuvat pitävän kriisin hoidossa tehtyjä valintoja käsittämättöminä. Heidän väitteensä on, että keskittyminen kotitalouksiin pankkien sijaan olisi nostanut Yhdysvaltojen talouden paljon nopeammin uuteen nousuun. Tilannetta pahensi se, ettei ymmärretty, miten kriisi leviäisi mm. työmarkkinoiden jäykkyyksien takia koko talouteen. Tässä kohtaa kirjoittajat eivät tarjoa lukijoilleen mitään varsinaista counterfactual-analyysiä vaan vetoavat siihen, miten kriisi kehittyi pikku hiljaa velkaantumisen ja sitä seuranneen asuntojen hintojen nousun myötä.

Miten tällaisilta tilanteilta vältytään jatkossa? Jos hyväksytään se, että kriisin siemen oli kotitalouksien velkaantumisessa, ilmeiseltä tuntuva lääke olisi velkaantumisen rajoittaminen. Mian ja Sufi mainitsevat, että verojärjestelmä suosii velkaa oman pääoman kustannuksella ja että omistusasumista suositaan muiden varallisuususerien kustannuksella, mutta kuittaavat sangen lyhyesti verotukseen liittyvät toimet. He eivät myöskään juuri keskustele erilaisista keinoista hillitä kotitalouksien velkaantumista esimerkiksi rajoittamalla asuntolainan kokoa suhteessa tuloihin tai ostettavan asunnon arvoon.

Sen sijaan he pohtivat, miten koko rahoitusjärjestelmää voitaisiin uudistaa siten, että järjestelmä mahdollistaisi riskien jakamisen nykyistä tehokkaammin. Yrityksiin, asuntoihin ja koulutukseen tehtävät investoinnit sisältävät riskejä, jotka voivat realisoituessaan olla kohtuuttomia yhden ihmisen näkökulmasta. Velkasopimukset ovat näiden riskien jakamiseen liian jäykkiä: lainaaja saa sijoitukselleen kiinteän tuoton, joka ei riipu projektin menestyksestä, paitsi siinä epätodennäköisessä tilanteessa, ettei lainaaja pysty maksamaan velkaansa.

On helppo olla periaatteessa samaa mieltä siitä, että riskien tehokkaampi jakaminen lisääisi kaikkien hyvinvointia. Toisaalta myös edellä kuvatun arvopaperistamisen piti vähentää yksittäisten pankkien asuntolainoihin liittyviä riskejä. Kuten Mianin ja Sufin kirja voimallisesti osoittaa, sillä oli lopulta kuitenkin myös muita, hyvin kielteisiä seurauksia.

Avainsanat

[kotitaloudet](#), [velkaantuminen](#), [Yhdysvallat](#), [finanssikriisi](#)