



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Wilma Vierimaa

# **Makrovakauppolitiikka ja kotitalouksien velkaantuminen**

Tarkastelussa Suomi ja Ruotsi

Laskentatoimen ja rahoituksen  
akateeminen yksikkö  
Taloustieteen pro gradu -tutkielma  
Kauppatieteiden maisteriohjelma

Vaasa 2024

---

**VAASAN YLIOPISTO****Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

<b>Tekijä:</b>	Wilma Vierimaa		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Makrovakauseräpolitiikka ja kotitalouksien velkaantuminen: Tarkastelussa Suomi ja Ruotsi		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppätieteiden maisteri		
<b>Oppiaine:</b>	Taloustiede		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Hannu Piekkola		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2024	<b>Sivumäärä:</b>	70

---

**TIIVISTELMÄ:**

Maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen makrovakauseräpolitiikan merkitys huomattiin ja ymmärrettiin, että uusi poliittikakehikko rahoitusjärjestelmien riskien hallitsemiseksi on tarpeen. Sen takia rahoitusvakauden ylläpitäminen lisättiin osaksi rahapolitiikkaa ja makrovakauserävälaineiden käyttö aloitettiin ympäri maailmaa. Koska makrovakauseräpolitiikan päätavoite on rahoitusvakauden ylläpitäminen, on sen tarkoituksena estää talouskriisien syntyminen ja vaimentaa niitä.

Makrovakauserävälaineet voidaan jakaa kahteen kategoriaan: tarjontaperusteisiin, jotka vaikuttavat rahoituslaitoksiin sekä kysyntäperusteisiin, jotka kohdistuvat lainanottajiin. Välineet ovat moniulotteisia ja niitä käyttämällä oikea-aikaisesti voidaan vaikuttaa talouden eri tilanteisiin. Tutkimusten perusteella makrovakauseräpolitiikan toimenpiteet näyttävät hillitsevän järjestelmäriskin todennäköisyyttä sekä rahoitusjärjestelmän epävakautta ja ovat tarpeellisia suhdanteiden ääritilanteissa. Kotitalouksien historiallisen korkeaksi nousut velkaantuminen yhdessä asuntomarkkinoiden kuumenemisen kanssa ovat aiheuttaneet makrovakauseräpolitiikan riskin sekä Suomessa että Ruotsissa. Makrovakauserävälaineita käyttämällä voidaan tukea velkaantumisen ja asuntomarkkinoiden tasaantumista.

Vertailevassa analyysissä havaitaan, että Ruotsin asuntomarkkinat ja talous sekä kotitalouksien velkaantuminen, säästäminen ja kulutus ovat Suomeen verrattuna eri tasoilla. Ylikuumentuneet asuntomarkkinat ovat Ruotsissa makrovakauseräpolitiikan uhka yhdessä kotitalouksien velkaantumisen kanssa. Tämä tulos ei ole linjassa Svenssonin (2019) tutkimuksen tuloksen kanssa, jonka perusteella kotitalouksien velkaantuminen ja asuntojen hintojen nousu eivät aiheuta makrovakauseräpolitiikan riskiä.

Tämän tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että makrovakauseräpolitiikalla on mahdollista hillitä kotitalouksien velkaantumista. Jotta tämä on mahdollista, on välineiden käyttö tehtävä oikea-aikaisesti ja niitä on lisättävä tukemaan velkaantumisen estämistä. Analyysin pohjalta voidaan ehdottaa velkaton lisäämistä kysyntäperusteiseksi välineeksi Suomeen ja Ruotsiin täydentämään jo käytössä olevaa lainakattoa.

---

**AVAINSANAT:** Makrovakauserä, Makrovakauseräpolitiikka, Makrovakauserävälaineet, Kotitaloudet, Velkaantuminen, Suomi, Ruotsi

## Sisällys

1	Johdanto	5
1.1	Tavoite ja tutkimuskysymys	9
1.2	Rakenne	10
2	Makrovakauseräpolitiikka	11
2.1	Yleistä	11
2.2	Makrovakauserävälaineet	13
2.2.1	Pääomaperuskurit	15
2.2.2	Enimmäisluototussuhde eli lainakatto	19
2.3	Tarjontaperusteisten välineiden tehokkuus	20
3	Makrovakauseräpolitiikan vaikutus kotitalouksien velkaantumiseen	22
3.1	Kotitalouksien kokonaisvelkaantuminen ja asuntomarkkinat	22
3.1.1	Asuntolainat ja korot	25
3.1.2	Taloyhtiölainat	29
3.1.3	Asuntokuplat ja suhdannevaihtelut	33
3.2	Kysyntäperusteiset välineet velkaantumisen ehkäisemisessä	35
3.2.1	Kirjallisuus tehokkuudesta	35
3.2.2	Välineiden lisääminen ja yhtenäistäminen	38
4	Suomen ja Ruotsin kotitaloudet ja asuntomarkkinat vertailussa	41
4.1	Aineisto	42
4.2	Talousindikaattorit Suomessa ja Ruotsissa	43
4.2.1	Bruttokansantuote	43
4.2.2	Kotitalouksien velkaantumis- ja säästämisaste	45
4.2.3	Nettolainananto ja -otto	49
4.2.4	Kotitalouksien tulot ja kulutus	50
4.2.5	Asuntojen reaali hinnat	55
4.2.6	Yhteenveto	57
5	Johtopäätökset	59
	Lähteet	63

## Kuviot

**Kuvio 1.** Yksityisen sektorin suhteellisen luottokannan kehitys Suomessa 2010–2023

**Kuvio 2.** Rahalaitosten tasemuutokset vuosina 2010–2023

**Kuvio 3.** Kotitalouksien velkaantumisaste 2003Q1-2023Q1

**Kuvio 4.** Suomalaisten kotitalouksien velkaantuneisuus ja velan rakenne

**Kuvio 5.** Asuntojen hinnat ovat voimakkaasti linkittyneet suhdanteisiin

**Kuvio 6.** Suomessa nostettujen uusien asuntolainojen takaisinmaksuajat

**Kuvio 7.** Asuntolainojen korot Suomessa

**Kuvio 8.** Taloyhtiölainakanta yhä kasvussa helmikuussa 2023

**Kuvio 9.** Yhtiölainaosuudet ylittävät 60 % suuressa osassa uusien asuntojen kaupoista

**Kuvio 10.** Asuntojen hinnat alueittain Suomessa

**Kuvio 11.** Bruttokansantuotteen kehitys Suomessa ja Ruotsissa 2004–2023

**Kuvio 12.** Kotitalouksien velkaantumisaste Suomessa ja Ruotsissa 2010–2022

**Kuvio 13.** Kotitalouksien säästämisaste Suomessa ja Ruotsissa 2010–2022

**Kuvio 14.** Nettolainananto/-lainanotto Suomessa ja Ruotsissa 2010–2022

**Kuvio 15.** Kotitalouksien käytettävissä olevat tulot Suomessa ja Ruotsissa 2010–2022

**Kuvio 16.** Kotitalouksien kulutus Suomessa ja Ruotsissa 2010–2022

**Kuvio 17.** Todellisen yksilöllisen kulutuksen ostovoimapariteetit Suomessa ja Ruotsissa

**Kuvio 18.** Asuntojen reaali hinnat Suomessa ja Ruotsissa 2010 Q1-2023 Q3

## 1 Johdanto

Vuonna 2007 alkaneen maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen makrovakaupolitiikka on saanut runsaasti huomiota ja ymmärrettiin, että uudenlainen politiikkakehikko rahoitusjärjestelmien riskien kontrolloimiseksi oli tarpeen (European Central Bank, tästä eteenpäin ECB, 2016). Finanssikriisi osoitti, kuinka haavoittuvaisia ja epävakaita rahoitusmarkkinat voivat olla. Tämän huomaaminen synnytti tarpeen lisätä makrovakaupoliittisten välineiden käyttöä ja luoda uusia toimintamalleja vakauden ylläpitämiseksi. Näiden lisäksi rahoitusvakauden ylläpitäminen lisättiin uudeksi tavoitteeksi rahapolitiikan päätavoitteen eli hintavakauden ylläpitämisen rinnalle.

Finanssikriisi sai alkunsa Yhdysvalloista, jossa sen taustalla olivat muun muassa alhainen korkotaso sekä pankkien lisääntynyt luotonanto kotitalouksille, erityisesti asuntoluotonanto (Bank Of International Settlements, tästä eteenpäin BIS, 2011). Pankit myönsivät luottoja kotitalouksille, joilla ei ollut kykyä maksaa sitä takaisin. Luotonhakijoilla ei ollut työpaikkoja, tuloja, vakuuksia tai muitakaan omistuksia. Yhdysvaltojen keskuspankki piti korkotasoa myös historiallisen alhaisena, ja tämä yhdessä riskisen luotonannon kanssa aiheutti asuntomarkkinoille hintakuplan (Ahoniemi & Putkuri, 2023). Pankit ottivat valtavia riskejä luotonannossa ja myöhemmin ilmaantunut epävarmuus lisäsi markkinoille paniikkia. Pankit siirsivät luottoriskiä eteenpäin investointipankeille ja investointipankit sijoittivat valtavia summia pankkien asuntolainoista muodostettuihin johdannaisiin. Kun syyskuussa 2008 Yhdysvaltain johtava investointipankki Lehman Brothers ajautui konkurssiin, aiheutti se markkinoille sekasorron. Kun Yhdysvaltain liittovaltio ei pelastanutkaan Lehman Brothersia konkurssista, ylti paniikki markkinoilla entisestään. Pankkien keskinäinen lainaaminen loppui ja tämä jäädettiin koko rahoitusjärjestelmän toimimisen. (BIS, 2011; Fox, 2013.)

Finanssikriisin jälkeisenä vuosikymmenenä tutkimus ja mielenkiinto makrovakaupolitiikkaa kohtaan lisääntyi. Tästä huolimatta aihetta koskeva tutkimus makrovakaupolitiikan vaikuttavuudesta rahoitusjärjestelmien vakauden edistämiseen on rajallista (Akinci & Olmstead-Rumsey, 2018, s.33). Finanssikriisin avulla huomattiin

makrovakauseräpolitiikan merkityksellisyys ja tärkeys. Tämän seurauksena makrovakauseräpolitiikkaa ja sen välineitä laajennettiin. Finanssikriisin jälkeen myös Basel III säädettiin vahvistamaan pankkien sääntelyä, riskienhallintaa ja valvontaa (BIS, 2023). Vaikka Basel III ei ole itsessään makrovakauseräväline sen keskittyessä pääsääntöisesti pankkien vakauden parantamiseen, vaikuttaa se epäsuorasti koko rahoitus- ja pankkijärjestelmän vakauteen. Basel III yhteydessä otettiin käyttöön yksi sen keskeisistä osista eli vastasyklinen pääomapuskuri, toisin sanoen muuttuva lisäpääomavaatimus (Countercyclical Buffer eli CCyB). Sen tarkoitus on vahvistaa pankkien resilienssiä suhdanteille ja ehkäistä liiallista luotonantoa suhdannehuipuissa (IBM, 2021). Björklundin ja muiden (2023, s. 8) mukaan vastasyklisen pääomapuskurin ja muiden makrovakauserävälineiden käytöllä pyritään pienentämään makrovakauseräanalyysissä havaittuja haavoittuvuuksia sekä niiden toteutumisen todennäköisyyttä ja haittavaikutuksia.

Tutkimuksissa on todettu, että rahoitusjärjestelmien haavoittuvuudet voivat olla joko suhdanne- tai rakenneluonteisia. Björklund ja muut (2023, s. 9) mainitsevat, että suhdanneluonteiset haavoittuvuudet ovat usein yhteydessä luotonantoon ja velkaantuneisuuden poikkeuksellisen nopeaan kasvuun. Rakenteelliset haavoittuvuudet puolestaan ovat pidempiaikaisia ja voivat johtua esimerkiksi kotitalouksien runsaasta velkaantuneisuudesta, pankkijärjestelmien keskittyneisyydestä tai rahoituslaitosten suurista yhteisistä riskikeskittymistä. Myös yksittäisten rahoituslaitosten liian suuri merkitys on riski koko rahoitusjärjestelmälle (Björklund ja muut, 2023, s. 9). Tällaiset rahoituslaitokset ovat niin sanotusti ”too big to fail”. Tämä tutkielma keskittyy rakenteellisiin haavoittuvuuksiin, joista erityisesti kotitaloussektorin velkaantumisen vaikutuksesta makrovakauteen. Tutkielmassa tarkastellaan myös kotitalouksien velkaantumista kokonaisuutena, makrovakauseräpolitiikkaa ja sen välineitä sekä sitä, miten tehokkaita välineet ovat.

Kaiken kaikkiaan makrovakauserävälineitä on laajasti, joista Suomessa käytössä ovat muuttuva lisäpääomavaatimus eli vastasyklinen pääomapuskuri sekä asuntoluoton

enimmäisluototussuhde eli lainakatto (Loan-to-Value eli LTV) (Finanssivalvonta, 2022b). Muuttuva lisäpääomavaatimus on tarjontaperusteinen väline eli kohdistuu luotonantajiin. Lainakatto puolestaan on kysyntäperusteinen väline, joka kohdistuu luotonottajiin. Vuodesta 2018 alkaen Suomessa on ollut käytössä myös järjestelmäriskipuskuri ja pankkien asuntolainasalkkujen 15 % keskimääräinen riskipainolattia (Finanssivalvonta, 2022b). Näiden avulla rahoitusjärjestelmien vakautta ja sietokykyä haavoittuvuuksia sekä riskejä vastaan voidaan edistää tai parhaimmassa tapauksessa riskien toteutuminen onnistutaan estämään. Makrovakausanalyysia tekemällä voidaan tunnistaa koko rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavia riskejä ajoissa ja arvioida haavoittuvuuksista aiheutuvien vakausuhkien vakavuutta (Björklund ja muut, 2023, s. 7). Eduskunnan (2023) julkaisussa mainitaan, että Suomeen on pohdittu myös tulosidonnaista velkakattoa (debt-to-income ratio eli DTI) uudeksi välineeksi, mutta sitä ei otettu käyttöön viimeisimmässä hallituksen esityksessä (HE 101/2022).

Kotitalouksien velkaantuminen ja asuntolainakanta on kasvanut ripeästi viime vuosikymmenen aikana sekä Suomessa että Ruotsissa. Kotitalouksien velasta kolme neljäsosaa liittyy asumiseen (Valtiovarainministeriö, tästä eteenpäin VM, 2023b, s. 15). Ruotsissa tilanne on ollut kriittisempi kuin Suomessa, ja Ruotsin viranomaiset sekä kansainväliset organisaatiot ovat olleet Ruotsin tilanteesta erityisen huolissaan. Ruotsin asuntomarkkinoiden järjestelmäriski uhkaa voimakkaasti myös Suomea, sillä tilanne voi levitä nopeasti pohjoismaisten pankkikonsernien ja maiden välisen kaupan kautta (Suomen Pankki, 2016). Euroopan järjestelmäriskikomitea (European Systemic Risk Board, tästä eteenpäin ESRB) on raportissaan maininnut, että Suomessa ja Ruotsissa asuntomarkkinoihin ja kotitalouksien velkaantumiseen liittyvät riskit ovat jatkaneet kasvuaan viimeisimmän suosituksen (2019) jälkeen (ESRB, 2022). Etenkin Ruotsissa asuntomarkkinoiden kuumentuminen on jatkanut kasvuaan nopeammin mitä aikaisemmin. Kotitalouksien velkaantumisen riski kasvaa yhdessä asuntoluottojen kanssa, joten luotonantoa on tästä syystä tärkeää tarkastella erityisen kriittisesti makrovakaupolitiikan kannalta.

Suomessa kotitalouksien velan määrä on kasvanut viime vuosikymmeninä matalien korkojen seurauksena. Nyt viime vuosien korkojen nopea nousu ja samaan aikaan kiihtynyt inflaatio on vaikuttanut kotitalouksiin ja kokonaistalouden kasvuun (VM, 2023b, s. 7). Suomen asuntomarkkinat ovat kuitenkin tällä hetkellä rauhoittuneet. Valtiovarainministeriön työryhmän raportin (2023b, s. 7) mukaan asuntojen hinnat ovat laskeneet ja myös asuntokauppojen määrä on laskenut verrattuna aikaisempiin vuosiin. Vaikka tilanne asuntomarkkinoilla on rauhoittunut, ei sillä ole ollut merkittävää muutosta kotitalouksien velkaantumiseen tai talouskehitykseen. Kokonaisuutena korkojen nousu, inflaation kiihtyminen ja asuntomarkkinatilanne ei ole vaikuttanut kotitalouksien velanhoitokykyyn merkittävästi. Riskejä liittyy tällä hetkellä eniten velkaantuneimpiin talouksiin sekä myös velkaantuneisiin taloyhtiöihin. Hallituksen esityksessä (HE 101/2022) on tehty muutoksia uusien asuntolainojen takaisinmaksuaikaan, taloyhtiölainojen suuruuteen sekä niiden takaisinmaksuun.

Tässä tutkielmassa perehdytään myös Ruotsin makrovakauspoliittikkaan, sen välineisiin sekä kotitalouksien velkaantumiseen. Tutkielmassa pyritään vertailemaan Suomen ja Ruotsin eroavaisuuksia sekä sitä, mitä makrovakaupoliittisia toimenpiteitä tulisi tehdä, jotta kotitalouksien velkaantuminen saataisiin vähenemään. Maat ovat vertailukelpoisia, sillä Ruotsin makrovakauspoliittikka on kokonaisuutena hyvin samankaltainen Suomen kanssa (Billborn & Farelus, 2016, s. 131; Finanssivalvonta 2022a). Suomen ja Ruotsin yhtäläisyyksiä ovat asunto- ja rahoitusmarkkinoiden lisäksi myös rakenteelliset haavoittuvuudet, kuten suuri ja keskittynyt pankkisektori, kotitalouksien suuri velkaantuneisuus, asuntolainojen merkitys rahoitusjärjestelmissä sekä pankkien riippuvuus markkinavarainhankinnasta (Laakkonen ja muut, 2018).

Välineitä Ruotsissa on muuttuvan lisöpääomavaatimuksen ja lainakaton lisäksi myös järjestelmäriskipuskuri (Systemic risk buffer eli SRB) sekä sektorikohtaiset riskipainot (Billborn & Farelus, 2016, s. 136). Billborn ja Farelus (2016, s. 129) mainitsevat, että Pohjoismaiden pankkitoiminta on korkeasti integroitua sekä keskittynyttä. He myös toteavat, että Pohjoismaiden alue on makrovakaudellisesti yksi maailman tiukimmin



säädellyistä. Koska Pohjoismaiden, erityisesti Ruotsin ja Suomen keskinäisten rahoituslaitosten yhteys on tiivistä, vaikuttaa molempien rahoituspoliittiset ja makrovakaudeelliset päätökset sekä haavoittuvuudet toisiinsa voimakkaasti. Tästä syystä aihe on tärkeä tutkimuskohde.

Eroavaisuuksia ja yhtäläisyyksiä maiden kesken tarkastellaan kappaleessa neljä erilaisten talousindikaattoreiden avulla ajanjaksoilla 2004–2023 ja 2010–2022. Aineisto indikaattoreihin on kerätty OECD:n datapohjasta, joka koostuu kaikista OECD maista ja on peräisin kansantalouden tilinpitojärjestelmästä (System of National Accounts eli SNA). Tähän tutkimukseen on koottu keskeisimmät talousindikaattorit ainoastaan Suomesta ja Ruotsista. Indikaattoreita ovat asuntojen reaalihintojen muutokset, säästämisaste, nettolainananto ja -otto sekä kotitalouksien kulutus. Lisäksi on tarkasteltu myös bruttokansantuotteen muutoksia, käytettävissä olevien tulojen eroja sekä velkaantumisasastetta. Vertailevan analyysin perusteella pyritään löytämään makrovakaudeellisesti tärkeitä pointteja sekä onko maiden makrovakaupolitiikka toimivaa kotitalouksien velkaantumisen hillitsemisen kannalta.

## **1.1 Tavoite ja tutkimuskysymys**

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, kuinka Suomen ja Ruotsin makrovakaupolitiittiset toimet eroavat toisistaan kotitalouksien velkaantumisen kannalta. Tavoitteena on myös tutkia, mitä muutoksia makrovakaupolitiikkaan tulisi tehdä, jotta kotitalouksien velkaantuminen vähenisi.

Tämä tutkimus vastaa seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

1. Kuinka tehokkaita makrovakaupolitiikan keinot ja välineet ovat nyt?
2. Mitkä ovat makrovakaupolitiikan tavoitteet ja välineet Suomessa ja Ruotsissa?
3. Miten maiden välineet ja kotitalouksien velkaantuminen eroavat toisistaan?
4. Mitä muutoksia tulee toteuttaa makrovakaupolitiikan kannalta, jotta se tukisi paremmin kotitalouksien velkaantumisen vähentämistä?

## 1.2 Rakenne

Tämä tutkimus koostuu viidestä pääluvusta. Niistä ensimmäisessä johdatellaan lukija aiheeseen sekä perustellaan tutkimuksen tarkeys. Johdannossa käydään läpi lyhyesti kaikkien päälukujen pääpointit sekä sivutaan tutkimuksen vertailuosuutta. Johdannossa esitellään myös tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset. Toisessa pääluvussa tarkastellaan tutkimuksen ensimmäistä pääaihetta eli makrovakauseräpolitiikkaa. Luvussa käydään läpi makrovakauseräpolitiikka yleisesti, esitellään tutkimuksen kannalta keskeisimmät makrovakauserävälaineet ja perehdytään tarjontaperusteisten välineiden tehokkuuteen. Kolmas pääluku käsittelee tutkimuksen toista pääaihetta eli kotitalouksien velkaantumista. Kappale sisältää kartoituksen kotitalouksien velkaantumisen tilanteesta, siihen vaikuttavista tekijöistä sekä pohdintaa, miten makrovakauseräpolitiikalla voidaan vähentää velkaantuneisuutta. Kappale sisältää myös kysyntäperusteisten välineiden kirjallisuuskatsauksen sekä muutosehdotukset. Neljäs kappale keskittyy vertailemaan Suomen ja Ruotsin tilannetta makrovakauseräpolitiikan sekä kotitalouksien velkaantumisen kannalta eri talousindikaattoreiden avulla. Viimeinen eli viides luku sisältää johtopäätökset.

## 2 Makrovakauspoliittika

### 2.1 Yleistä

Makrovakauspoliittikan tavoitteena on pienentää finanssikriisien ja muiden rahoitusjärjestelmän vakavien häiriöiden syntymistä. Tavoitteena on estää häiriöiden todennäköisyys sekä haitalliset vaikutukset reaaliatalouteen ja tätä kautta edistää pitkällä aikavälillä talouskasvua. Makrovakauspoliittikalla ehkäistään järjestelmäriskien ja eri haavoittuvuuksien voimistumista sekä tuetaan rahoituksen välittymistä talouteen häiriötilanteissa (VM, 2023b, s. 42). Suomen Pankin (2023c) mukaan makrovakauspoliittikkaa toteuttavat eri viranomaiset, kuten keskuspankit ja finanssivalvojat, Euroopan keskuspankki (EKP), Bank for International Settlements (BIS) sekä International Monetary Fund (IMF).

Rahoitusvakauden ylläpitämistä voidaan pitää makrovakauspoliittikan yhtenä päätavoitteista (EKP, 2023b). Gros ja muut (2014, s. 5) toteavat, että rahoitusvakauden avulla voidaan saavuttaa vakaa talouskasvu niin, ettei se kiihdytä inflaatiota. Euroopan keskuspankin (2023b) määritelmän mukaan rahoitusvakaus vallitsee, kun rahoitusjärjestelmä kykenee selviytymään häiriöistä ja rahoitusmarkkinoiden tasapaino-ongelmien purkautumisesta. Rahoitusvakauden vallittaessa taloutta haittaavien häiriöiden syntyminen on epätodennäköisempää, maksuliikenne toimii ja rahaliikenne liikkuu häiriöttä. Euroopan keskuspankin (2023b) mukaan makrovakauspoliittikkaa käytetään keinona ylläpitää rahoitusvakautta sekä tasoittaa rahoitussuhdanteita. Sen avulla luodaan markkinaosapuolille oikeanlaiset kannustimet, jotta rahoitusvakaus ja rahoitusjärjestelmät toimivat (EKP, 2023b). Koska makrovakauspoliittikan päätavoite rahoitusvakauden ylläpitämisestä on yleinen, tarkennetaan sitä välitavoitteilla. Välitavoitteina on vähentää kotitalouksien, yritysten ja koko yksityisen sektorin liiallista velkaantuneisuutta sekä ehkäistä myönnettyjen luottojen liiallista kasvua ja sen aiheuttamia riskejä (VM, 2023b, s. 43).

Maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen säädettiin Basel III vahvistamaan pankkien sääntelyä, riskien hallintaa ja valvontaa (BIS, 2023). Basel III täydentää Basel I ja Basel II säädöksiä, jotka Baselin komitea (=Basel Committee on Banking Supervision) on aiemmin julkaissut. Basel III tavoitteena on vahvistaa pankkisektorin kykyä selviytyä talouskriiseistä takertumatta siihen, mistä kriisi on saanut alkunsa. Kun pankkisektorin selviytymiskyky on kohdallaan, pienenee riski kriisien leviämisestä talouteen. Jotta talous- ja rahoitusvakaus on mahdollinen, edellyttää se vahvaa ja vakaata pankkisektoria. (BIS, 2011.)

BIS:n (2011) mukaan yksi pääsyyistä, jonka vuoksi finanssikriisi alkoi vuonna 2007 oli pankkien lisääntynyt luotonanto. Samanaikaisesti kun asuntoluotonanto lisääntyi ja asuntojen hinnat nousivat, ei pankeilla ollut hallussaan riittävää maksuvalmiuspuskuria ja niiden likviditeetti heikentyi merkittävästi. Pankkijärjestelmä ei siis kyennyt ottamaan vastaan aiheutuneita systeemisiä luottotappioita. Lisääntynyt luotonanto yhdessä asuntojen hintojen nousun kanssa olivat vaikuttamassa finanssikriisin syntyyn (Aho Nieminen & Putkuri, 2023). Kriisi syveni entisestään, kun pankit lopettivat lainaamisen toisilleen ja tämä levitti epäluottamuksen markkinoille (Fox, 2013). Kun markkinat menettivät luottamuksen pankkien vakavaraisuuteen ja likviditeettiin, levisivät pankkisektorin heikkoudet muualle rahoitusjärjestelmiin sekä reaalityalouteen. Lopulta julkinen sektori joutui puuttumaan tilanteeseen lisäämällä likviditeettiä, pääomatukea ja takauksia, jotka altistivat muun muassa veronmaksajat suurille tappioille (BIS, 2011).

Vaikka Basel III ei ole itsessään makrovakaussväline sen keskittyessä pääsääntöisesti pankkien vakauden parantamiseen, on sillä epäsuora vaikutus pankki- ja rahoitusjärjestelmän vakauteen (BIS, 2023). Basel III yhteydessä otettiin käyttöön muun muassa vastasyklinen pääomapuskuri eli muuttuva lisäpääomavaatimus, joka on yksi makrovakausspolitiikan keskeisimmistä ja yleisimmistä välineistä (Ampudia ja muut, 2021). Björklundin ja muiden (2023, s. 8) mukaan vastasyklisen pääomapuskurin ja muiden makrovakaussvälineiden käytöllä pyritään pienentämään

makrovakausanalyysissä havaittuja haavoittuvuuksia sekä niiden toteutumisen todennäköisyyttä ja haittavaikutuksia.

Euroopan keskuspankki (2023a) huomauttaa, että euroalueen rahoitusryhmät ovat tällä hetkellä kääntymässä huonommaksi ja tästä syystä makrovakaupolitiikan tulisi keskittyä erityisesti pankkien ja lainanottajien kestokyvyn ylläpitämiseen. Rahoitusvakausriskit eivät ole vielä toteutuneet ja pankit ovat edelleen kannattavia, joten ennen tilanteen huononemista on ryhdyttävä toimiin. Makrovakaupolitiikan välineet ja keinot tilanteen ylläpitämiseksi ja parantamiseksi esitellään seuraavissa alaluvuissa.

## 2.2 Makrovakaupvälineet

Koska makrovakaupolitiikan päätavoite on pienentää finanssikriisien ja muiden rahoitusjärjestelmien vakavien häiriöiden syntymistä ja negatiivisia vaikutuksia reaalityalouteen, keskittyvät kaikki sen välineetkin tähän tavoitteeseen (VM, 2023b, s. 43). Suomessa makrovakaupvälineiden käytöstä päättää Finanssivalvonnan johtokunta neljä kertaa vuodessa. Suomen Pankki ja Finanssivalvonta valmistelevat esityksen makrovakaupolitiikan toimenpidesuosituksista Valtiovarainministeriön työryhmälle. Työryhmän suosituksen pohjalta Finanssivalvonnan johtaja tekee päätösesityksen johtokunnalle, joka vielä ennen päätöksentekoa pyytää lausunnot Suomen Pankilta, Valtiovarainministeriöltä ja konsultoi EKP:n pankkivalvontaneuvostoa. (VM, 2024).

Makrovakaupvälineet voidaan jakaa kahteen laajaan kategoriaan: kysyntäperusteisiin eli luotonottajiin kohdistuviin ja tarjontaperusteisiin eli pankkeihin sekä rahoituslaitoksiin kohdistuviin välineisiin. Luotonottajiin kohdistuvien välineiden on tarkoitus hillitä kotitalouksien, yritysten ja koko yksityisen sektorin velkaantumista (VM, 2023b, s. 44). Näitä välineitä ovat enimmäisluototussuhde eli lainakatto (loan-to-value eli LTV), tulosidonnainen velkakatto (debt-to-income eli DTI) ja enimmäisvelanhoitorasite (debt service-to-income eli DSTI). Suomessa näistä on käytössä enimmäisluototussuhde eli lainakatto. Pankkeihin ja rahoituslaitoksiin kohdistuvat välineet toimivat samalla tavalla kuin luotonottajiin kohdistuvat välineet. Molempien on tarkoitus hillitä velkaantumista

ja riskienottoa. Pankkien ja rahoituslaitoksien välineet keskittyvät pääsääntöisesti riskinoton rajoittamiseen, luotonantoon sekä pääomavaatimuksiin.

Hallituksen esityksessä (HE 101/2022) pohdittiin tulosidonnaisen velkakaton käyttöön ottamista Suomessa, mutta siihen ei ainakaan vielä päädytty. Suomalaisten kotitalouksien velkaantuneisuus suhteessa tuloihin on kasvanut huomattavasti 2000-luvusta alkaen ja yhtenä makrovakauseräpolitiikan tavoitteista on pyrkiä vähentämään sitä (Voutilainen, 2019, s. 3). Voutilaisen (2019, s. 5) mukaan tulosidonnaisen velkakaton käyttöön ottaminen jarruttaisi velkaantumisen uhkaavaa kasvua. Tulosidonnainen velkakatto rajoittaa lainaa hakevan kotitalouden velkaantumista suhteessa tuloihin. Velkakatto voi olla esimerkiksi 450 % kotitalouden vuotuisista bruttotuloista. Se olisi täydentävä tekijä jo käytössä olevalle enimmäisluototussuhteelle eli lainakatolle.

Valtiovarainministeriön, Suomen Pankin ja Finanssivalvonnan työryhmä on ehdottanut Suomeen uudeksi makrovakauserävälineeksi myös enimmäisvelanhoitorasitetta. Kyseessä on tulosidonnainen kotitalouksien kokonaisvelkaantumiseen kohdistuva väline, joka asettaisi ylärajan sille, kuinka suuren osan kotitalouden tuloista velanhoitomenot saavat enintään viedä (VM, 2023a). Työryhmän mukaan enimmäisvelanhoitorasitteen laskemisessa tulisi käyttää ns. stressattua korkotasoa eli lainanottohetkeä korkeampaa korkotasoa ja erikseen määriteltyä enimmäistakaisinmaksuaikaa. Tämä väline kohdistuisi lähes kaikkiin kotitalouksille tarjottaviin luottoihin. Väline täydentäisi makrovakauserävälineistöä ja ehkäisisi kotitalouksien velkaantumisen kasvua aiempaa paremmin (VM, 2023a).

Sekä Suomessa että Ruotsissa on käytössä riskipainot kiinteistövakuudellisille luotoille. Finanssivalvonnan (2022a) mukaan korkeammat riskipainot kiinteistövakuudellisille luotoille pienentävät riskiä kiinteistömarkkinoiden ylikuumentumiselle välillisesti, kun paino lisää kiinteistövakuudellisen luotonannon pääomavaatimusta. Edellytykset, jotka on otettava huomioon riskipainoja korottaessa, on määritetty EU:n komission teknisessä sääntelystandardissa. Ruotsissa Finansinspektionen on päättänyt asettaa riskipainolle

25 % alarajan Ruotsissa myönnettyjen asuntoluottojen keskimääräisille riskipainoille alun perin vuoden 2020 loppuun saakka, mutta on myöhemmin pidentänyt alarajan pitämistä vuoteen 2025 asti. Suomen Finanssivalvonta on päättänyt hyväksyä Ruotsin asettaman alarajan sovellettavaksi myös suomalaisiin luottolaitoksiin, joiden Ruotsissa myönnettyjen asuntoluottojen määrä ylittää 5mrd kruunua. (Finanssivalvonta, 2023.)

### 2.2.1 Pääomapuskurit

Pääomapuskureista yleisin ja maailmanlaajuisesti käytetyin on vastasyklinen pääomapuskuri (Countercyclical capital buffer = CCyB). Suomessa välineestä käytetään lainsäädännössä nimeä muuttuva lisäpääomavaatimus. Finanssivalvonnan (2022a) mukaan luottolaitoskohtainen muuttuva lisäpääomavaatimus on suuruudeltaan 0–2,5 %. Muuttuva lisäpääomavaatimus antaa suunnan luottolaitoksille riskinsietokyvyn kasvattamiseen luottosyklin noususuhdanteessa. Laskusuhdanteessa lisäpääomavaatimusta käyttämällä voidaan vastaavasti kannustaa luottolaitoksia hillitsemään luottokannan supistumista. Suomessa muuttuva lisäpääomavaatimus on ollut mahdollista asettaa vuodesta 2015 alkaen. Sen käyttö perustuu lakiin luottolaitostoiminnasta 610/2014, luku 10. (Finanssivalvonta, 2022a.)

Muuttuvan lisäpääomavaatimuksen asettamiseen käytetään ensisijaisesti Baselin pankkivalvontakomitean määrittämää trendipoikkeamaa eli yksityisen sektorin luottokanta jaettuna BKT-suhdeluvulla (Suomen Pankki, 2024). Tästä laskutoimituksesta saadut luvut ovat trendipoikkeaman ohjearvot. Nämä ohjearvot ovat kytketty muuttuvaan lisäpääomavaatimukseen. Ohjearvona (OA) muuttuvalle lisäpääomavaatimukselle käytetään alla olevia lukuja (Suomen Pankki, 2024):

1. Jos trendipoikkeama (TP) on  $< 2$ , OA = 0,0 %
2. Jos TP on  $\leq 2$   $TP \leq 10$ , OA =  $((0,3125 * TP) - 0,625)\%$
3. Jos TP  $> 10$ , OA = 2,5 %.

Suomen Pankin (2024) mukaan muita riskimittareita päätöksen tukena muuttuvan lisäpääomavaatimuksen asettamiselle ovat esimerkiksi asuntojen hintakehitys,

luotonannon kehitys, pankkien tasemuutokset, kotitalouksien velkaantuminen ja riskihinnoittelu lainanannossa tai arvopaperimarkkinoilla. Mittarit perustuvat Valtiovarainministeriön asetukseen luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten muuttuvasta lisäpääomavaatimuksesta (1029/2014). Tämä asetus puolestaan perustuu EU:n lainsäädäntöön sekä ESRB:n suositukseen (ESRB/2014/1) (Suomen Pankki, 2024).

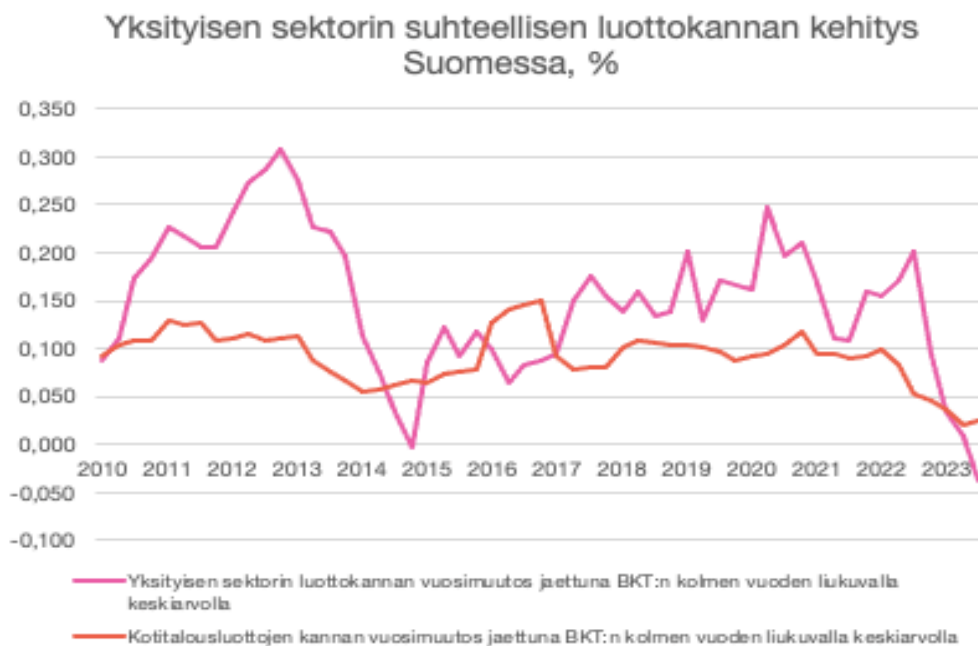
Muuttuva lisäpääomavaatimus on tarkoitus asettaa ennakoivasti ja eri riskimittareita seuraamalla voidaan havaita, onko luotto- tai finanssisykli ylikuumenemassa. Trendipoikkeama kuvaa pitkän aikavälin muutosta ja sitä täydentää lyhyellä aikavälillä esimerkiksi luottokannan muutos. Luottokannan muutos lasketaan jakamalla luottokannan vuosimuutos BKT:n kolmen vuoden liukuvalla keskiarvolla seuraavalla laskukaavalla (Suomen Pankki, 2024):

$$(1) \quad (L_t - L_{(t-4)}) / (1/3) * \Sigma j = [0,11] Y_t - j,$$

missä L on luottokanta ja Y on vuosineljänneksen BKT.

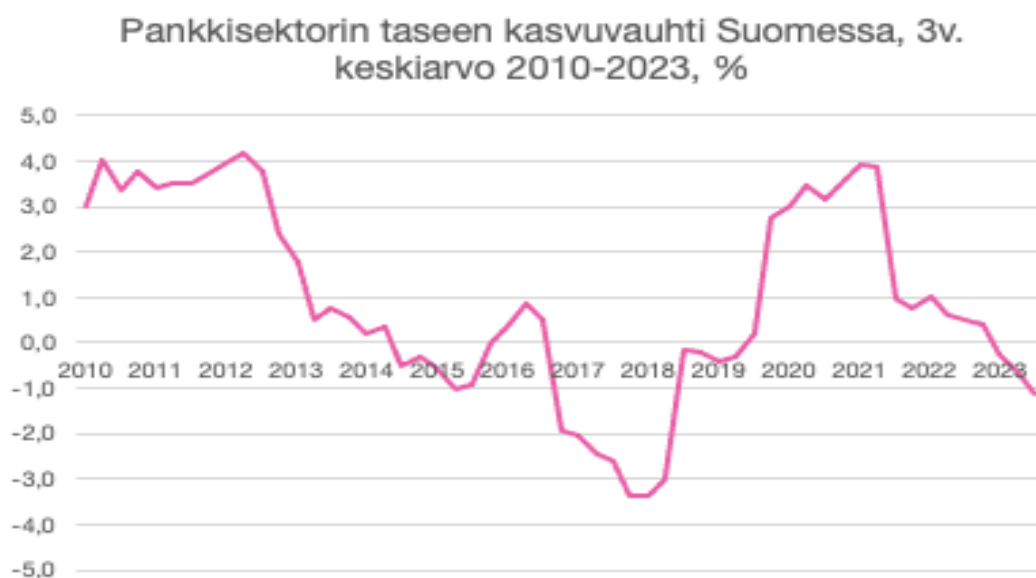
Alla oleva kuvio 1 kuvaa yksityisen sektorin suhteellista luottokannan kehitystä prosentteina Suomessa vuosina 2010–2023. Luottokannan kehitys toimii hyvänä mittarina velkaantumisen ja kasvaneen vakausriskin seurantaan. Luottokannan kehitys on hidastunut viime vuosina huomattavasti ja on vajonnut jopa negatiivisen puolelle. Yksi pääsyy tähän on kasvanut ja kiihtynyt inflaatio. Björklundin ja muiden (2023, s. 12) mukaan syynä hitaalle luottokannan kasvulle on myös heikko luotonkysyntä. Heidän mukaansa vuoden 2022 lopussa ja vuoden 2023 alussa luottojen kysyntä ja niitä koskevat odotukset ovat olleet viimeksi yhtä alhaisia globaalien finanssikriisin aikana. Hidastunut luottojen kysyntä kertoo muun muassa kotitalouksien heikosta luottamuksesta markkinoihin kasvaneiden kustannusten takia. Tämä näkyy myös asuntomarkkinoiden hiipumisena.





**Kuvio 1.** Yksityisen sektorin suhteellisen luottokannan kehitys Suomessa 2010–2023 (Suomen Pankki, 2024).

Luottolaitoksien riskejä seurataan rahalaitosten taseen ja BKT:n suhteen neljännesvuosimuutoksen kolmen vuoden keskiarvolla. Kuvio 2 esittää kotimaisten pankkien tasemuutokset vuosina 2010–2023. Taseiden nopea kasvu viittaa riskinoton kasvuun ja kuviosta 2 voidaan nähdä, että kasvaneen riskin ajanjaksot olleet 2010–2012 ja 2019–2021.



**Kuvio 2.** Rahalaitosten tasemuutokset vuosina 2010–2023 (Suomen Pankki, 2024).

Muuttuva lisöpääomavaatimus on ollut Suomessa pitkään 0,0 prosentin suuruinen trendipoikkeaman ollessa  $< 2$ . Finanssivalvonnan johtokunnan kokouksessa 19.12.2023 päätettiin edelleen asettaa lisöpääomavaatimus 0,0 prosenttiin. Maailmantalous on kasvanut vaatimattomasti kuluneen vuoden aikana ja kasvunäkymät ovat edelleen vaisut (Finanssivalvonta, 2023). Koska euroalueen ja Suomen talouskasvu on ollut heikkoa, on muuttuvan lisöpääomavaatimuksen asettaminen nolnaan välttämätöntä. Ruotsissa puolestaan muuttuva lisöpääomavaatimus on ollut viime vuosina jopa maksimitasolla (2,5 %) kuumentuneen asuntomarkkinatilanteen vuoksi. Ruotsin Finansinspektionenin eli FI:n (2024) mukaan lisöpääomavaatimus on asetettu 2,0 prosenttiin heinäkuusta 2023 lähtien.

Toinen Suomessa ja Ruotsissa käytössä oleva lisöpääomavaatimusväline on järjestelmäriskipuskuri (Systemic risk buffer = SyRB). Väline otettiin Suomessa käyttöön 2018 vuoden alussa. Järjestelmäriskipuskuri on lisöpääomavaatimus, joka voidaan määrätä luottolaitoksille rahoitusjärjestelmän rakenteellisten ominaisuuksien perusteella. Puskuri saa olla enintään 5 prosenttia luottolaitoksen kokonaisriskin tai taseerien ja taseen ulkopuolisten erien kokonaisriskin määrästä. Lisöpääomavaatimus tulee voimaan 12 kuukauden kuluttua sen asettamisesta, ellei Finanssivalvonta erityisestä syystä päättä aiemmasta voimaantulosta (Finanssivalvonta, 2022a; Topi, 2018). Topi (2018) mainitsee, että järjestelmäriskipuskurin tarkoituksena on vahvistaa luottolaitossektorin vakavaraisuutta etenkin rakenteellisten haavoittuvuuksien ja riskien varalle. Riittävä pääoman määrä antaa paremmat edellytykset toimia ja välittää rahoitusta vaikeiden olosuhteiden vallitessa.

Finanssivalvonnan (2023b) mukaan luottolaitoksille on asetettu 1,0 prosentin suuruinen järjestelmäriskipurivaatimus 1.4.2024 alkaen pankkisektorin riskinkantokyvyn vahvistamiseksi. Edellisen kerran järjestelmäriskipuria säädettiin ennen koronapandemiaa 2020 ja nyt Finanssivalvonta katsoi, että rakenteelliset haavoittuvuudet ovat samalla tasolla kuin vuonna 2020. Pääomavaatimuksen asettamisen tarkoituksena on vahvistaa suomalaisten luottolaitosten riskinsietokykyä.

Suomen Finanssivalvonnan (2022a) mukaan järjestelmäriskipuskurin lisäpääomavaatimus voidaan asettaa, jos:

1. Pitkäaikaisten ja suhdannevaihteluista riippumattomien kokonaistaloutta tai rahoitusjärjestelmiä uhkaavien tekijöiden muodostama riski vaatii isomman pääomatarpeen.
2. Kyseessä oleva riski uhkaa tai saattaa uhata Suomen rahoitusjärjestelmän vakautta.
3. Lisäpääomavaatimuksen asettamisella ei ole kielteistä vaikutusta muiden maiden rahoitusjärjestelmien toimintaan, eikä
4. Kyseisiä riskejä ole ehkäisty jo muilla lisäpääomavaatimuksilla.

### **2.2.2 Enimmäisluototussuhde eli lainakatto**

Enimmäisluototussuhde eli toisin sanoen lainakatto (loan-to-value = LTV) on makrovakauseräpolitiikan väline, jonka tarkoituksena on hillitä asuntomarkkinoiden ylikuumentumista, kotitalouksien velkaantumisen kasvua sekä luottolaitosten asuntolainan antoon liittyvää riskiä luottosyklin noususuhdanteessa (Finanssivalvonta, 2022a). Lainakatto on asetettu 90 prosenttiin 19.12.2023 alkaen (ensiasunnon ostajille 95 %) lainan myöntämishetkellä vakuudeksi annettujen vakuuksien käyvästä arvosta (Finanssivalvonta 2022a; 2023a). Ennen tätä lainakatto oli kiristetyllä tasolla 85 prosentissa 28.6.2021 lähtien. Lainakaton kiristämällä pyritään vähentämään kotitalouksille myönnettyjen luottojen määrää ja tätä kautta estämään velkaantumista. Velkaantumisen estämisen tarkoituksena on turvata kotitalouksien kestokyky lainanhoitorasituksen ja muiden elinkustannusten kasvun varalle (Finanssivalvonta, 2023b).

Hallituksen esityksen (HE 39/2014) mukaan lainakaton kiristäminen tai vakuuksien rajoittaminen tulee sovellettavaksi, jos asuntomarkkinat uhkaavat ylikuumentua tavalla, joka vaarantaa rahoitusmarkkinoiden ja kokonaistalouden vakauden. Esityksessä mainitaan keskeisiksi mittareiksi markkinoiden ylikuumentumiselle asuntojen hintojen nousu suhteessa yleiseen ansiotasokehitykseen sekä asuntolainojen määrän merkittävä

kasvu kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin verrattuna sekä asuntomarkkinoiden kokonaiskehitykseen vaikuttavat uhat. Näitä mittareita tarkastelemalla voidaan tehdä päätöksiä lainakaton vapauttamisesta tai kiristämisestä, jotta lainaaminen tukee sen hetken taloustilannetta.

### **2.3 Tarjontaperusteisten välineiden tehokkuus**

Makrovakaupolitiikan välineiden tehokkuutta voidaan tutkia useiden eri menetelmien avulla. Yleisesti voidaan todeta, että makrovakaupolitiikan toimenpiteiden on havaittu vähentävän rahoitusjärjestelmän epävakautta ja järjestelmäriskin toteutumista. Aiemmat tutkimukset keskittyvät erityisesti kysyntäperusteisiin välineisiin, jotka vaikuttavat asunto- ja luottomarkkinoihin sekä kuluttajiin. Nämä esitellään myöhemmin kappaleessa 3.2. Viime vuosina on julkaistu myös tarjontaperusteisiin välineisiin ja niiden tehokkuuteen liittyviä tutkimuksia. Tarjontaperusteiset välineet keskittyvät pääsääntöisesti luottolaitoksiin ja pankkeihin. Näitä ovat riskipainot sekä pääomapuskurit. Muuttuvasta lisäpääomavaatimuksesta ja sen tehokkuudesta on vähemmän tutkimuksia.

Biljanovska ja Chen (2023, s. 26) keskittyvät tutkimuksessaan tarjontaperusteisiin eli luotonantajiin kohdistuviin makrovakaustoimiin ja välineisiin, jotka vaikuttavat eri tuloisten kotitalouksien asuntolainaukseen. Heidän tutkimuksensa tulokset viittaavat siihen, että erityisesti korkeatuloisten kotitalouksien asuntolainojen koko pienenee keskimäärin enemmän kuin alhaisemman tulotason kotitalouksien, kun luotonantajien kokonaisvarallisuutta koskeva sääntely kiristyy. Tähän vaikuttavat välineet, jotka rajoittavat luotontarjontaa ilman, että lainanottajien riskiprofiilit on otettu huomioon. Puolestaan välineet, jotka ottavat lainanottajien riskiprofiilit eli lainanhoitokyvyn ja tulotason huomioon, vaikuttavat voimakkaammin matalan tulotason kotitalouksiin. Biljanovskan ja Chenin (2023, s. 26) tutkimus osoittaa, että makrovakaupolitiikan välineet ovat tehokkaita säätelemään sekä luotonantajien että luotonottajien käyttäytymistä. Löydös on tärkeä, sillä makrovakaupolitiikan vaikutukset ovat tutkimuksen perusteella epätasa-

arvoiset eri tuloisille kotitalouksille, vaikkakin ne vaikuttaisivat positiivisesti velkaantumisen vähenemiseen.

Schandlbauer ja muut (2023, s. 15) tutkivat myös tarjontaperusteisen välineen eli muuttuvan lisäpääomavaatimuksen vaikutusta pankkien lainaamiseen. Heidän tutkimuksensa tuloksissa todetaan, että pitkään nostetun muuttuvan lisäpääomavaatimuksen vapauttaminen vaikuttaa positiivisesti pankkien lainaamiseen. Pitkään nostetun muuttuvan lisäpääomavaatimuksen vaikutus luotonantoon voi olla haitallista pitkällä aikavälillä, jos vapauttamispäätöstä ei tehdä ajoissa ennen laskukauden alkamista. Tärkeää on kuitenkin ottaa huomioon, että nousukauden aikana kiristetty muuttuva lisäpääomavaatimus on hyödyllinen liiallisen luotonannon ja talouden ylikuumenemisen välttämiseksi. Tutkimuksen pohjalta voidaan todeta, että oikein käytettynä ja oikealla tasolla pidettynä muuttuva lisäpääomavaatimus on tehokas makrovakauseräpolitiikan väline säätelemään luottolaitosten luotonantoa.

Svensson (2019, s. 52) tutkii, onko Ruotsin asuntojen hinnat ja kotitalouksien velkaantuminen liian korkealla sekä sitä, onko kotitalouksien velkaantuminen makrovakauseräriski. Tutkimuksen tuloksen perusteella kaikkiin edellä mainittuihin kysymyksiin on vastattu ei. Tulos on poikkeava, sillä kotitalouksien velkaantuminen sekä asuntojen hinnat on nähty historiassa suurena tekijänä muun muassa finanssi- ja rahoituskriisien syntyyn. Tutkimuksen mukaan makrovakauseräriskiä voi aiheuttaa se, että kotitaloudet eivät velkaantumisen takia kykene maksamaan pankeille lainojaan takaisin ja tämän takia pankit kärsivät liian suurista luottotappioista pääomapuskureihinsa nähden. Tällöin rahoitusvakauserä on uhattuna ja riski vakauserähäiriöille on olemassa. Pankkien on tärkeää suhteuttaa pääomapuskuriensa määrä vakauseräriskeihin, kuten kotitalouksien korkeaan velkaantuneisuuteen. Myös lainanantoa säätelemällä, voidaan hillitä rahoitusvakauserän heikkenemisen riskiä. Alla olevissa luvuissa käsitellään yksityiskohtaisemmin kotitalouksien velkaantumista sekä kysyntäperusteisia välineitä.

### **3 Makrovakauseräpolitiikan vaikutus kotitalouksien velkaantumiseen**

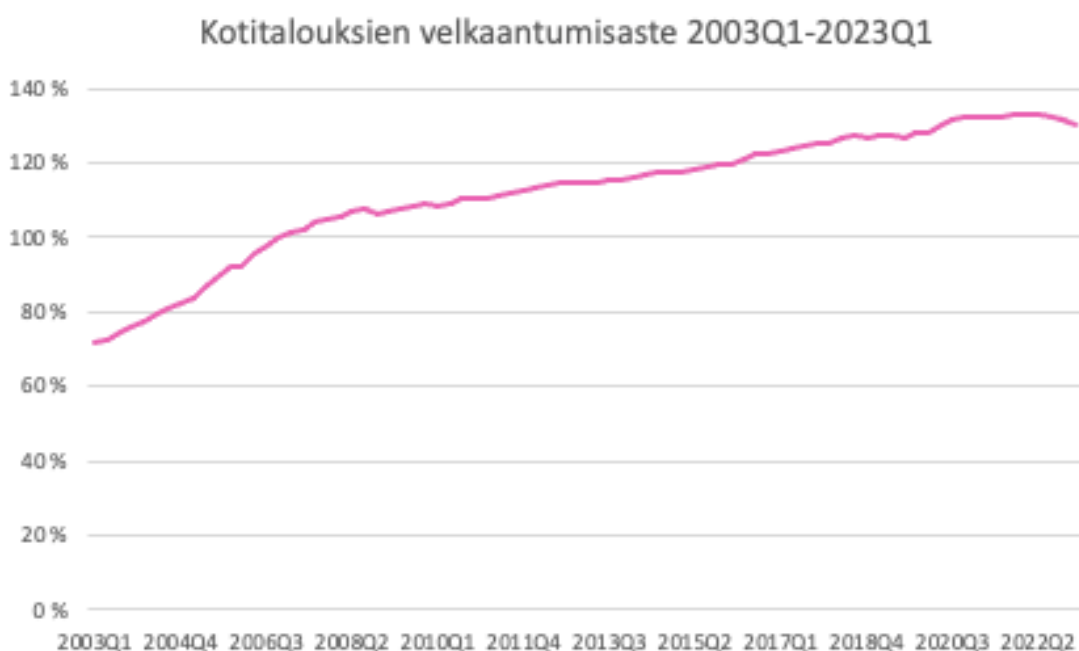
#### **3.1 Kotitalouksien kokonaisvelkaantuminen ja asuntomarkkinat**

Suomalaisten kotitalouksien velkaantuneisuus on noussut tilastollisesti vaarallisen korkeaksi ja velkaantumisaste on kasvanut nousujohteisesti viimeisen 20 vuoden ajan (Tilastokeskus, 2023). Kokonaisuudessaan ylivelkaantuminen on sekä yksilö- että makrotasolla vakava uhka. Velkakierre voi aiheuttaa yksilön syrjäytymisen ja elämäntalouden menettämisen. Makrotasolla puolestaan luotonannon liiallinen kasvu voi aiheuttaa merkittäviä vaikutuksia reaalitalouteen. Velkaantuminen heikentää kotitalouksien ja yritysten kykyä vastaanottaa mahdollisia kriisejä ja voi johtaa kysynnän merkittävään laskuun. (VM 2019, s. 11; 2023b, s. 7).

Finanssivalvonnan (2023a) johtokunnan päätöksessä mainitaan, että vuonna 2023 kotitalouksien velkaantuminen kasvoi alkuvuodesta aiempaa hitaammin ja myös lainakanta supistui verrattuna aiempaan vuoteen. Kotitaloudet nostivat myös kokonaisuudessaan pienempiä ja lyhyempiä lainoja aikaisempiin vuosiin verrattuna. Velkaantumisasteen kääntyessä laskuun, kotitalouksien nimelliset tulot puolestaan nousivat hieman. Kotitalouksien velkaantuminen oli vuonna 2021 korkeimmillaan suhteessa tuloihin. Vuodesta 2022 lähtien velkaantuneisuus kääntyi kuitenkin hieman laskuun ja on pysynyt laskusuuntaisena siitä lähtien. Velkaantuneisuuden lasku on pienentänyt rahoitusjärjestelmien haavoittuvuuksia ja sen odotetaan pienentävän niitä myös jatkossa. Myös heinäkuussa 2023 voimaan astuneet taloyhtiö- ja asuntolainojen uudet rajoitteet rajoittavat kotitalouksien velkaantumista sekä pienentävät omalta osaltaan rahoitusvakausriskejä. (Finanssivalvonta, 2023a.)

Velkaantuneisuuden ohella myös asuntojen hinnat ovat laskeneet viimeisen vuoden aikana ja asuntokauppojen määrä on vähentynyt verrattuna edellisiin vuosiin. Tämä ei kuitenkaan toistaiseksi ole vaikuttanut uhkaavasti kotitalouksien tilanteeseen tai

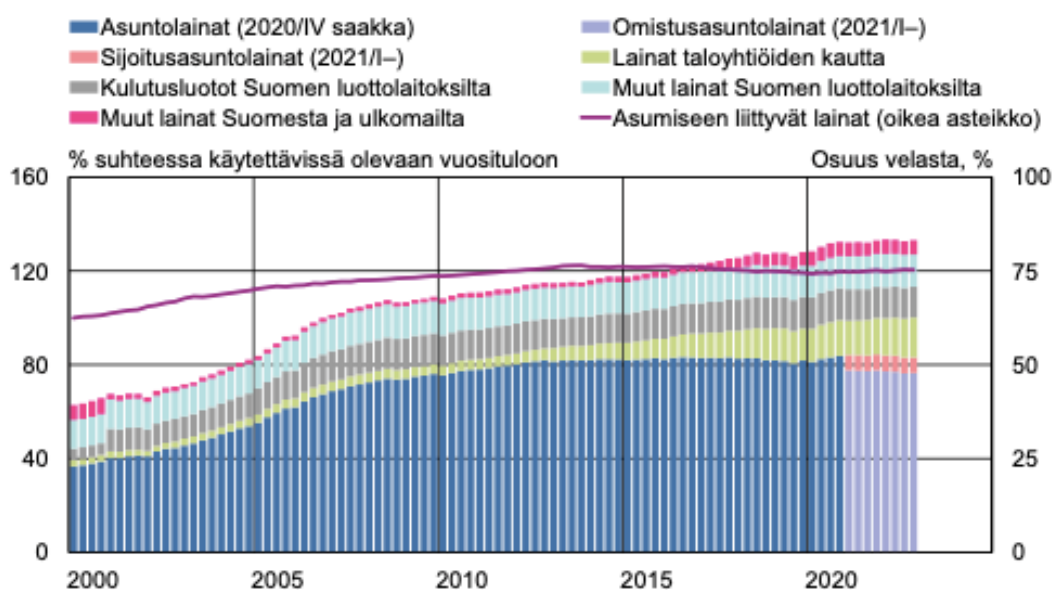
kokonaistaloudelliseen kehitykseen. Pankkien vakavaraisuus on pysynyt hyvänä, ongelmatilanteita luotoissa on vähän ja kokonaisuudessaan likviditeettitilanne on pysynyt hyvänä (VM, 2023b, s. 7). Tällä hetkellä kasvaneena riskinä nähdään kiinteistösijoittamismarkkinat ja taloyhtiölainat. Nykyinen käytäntö uudisrakentamisen veroedussa kannustaa taloyhtiöitä suureen velanottoon ja lisää kotitalouksien velkaantumisen riskiä. On siis tärkeää, että kotitaloudet saavat tarvittavan tiedon kauppaan liittyvistä velvoitteista haavoittuvuuksien vähentämiseksi. (VM, 2019, s. 12; 2023b, s.8.) Nykytilanteessa talouskehityksen ja korkotason puitteissa kotitalouksien velanhoidokyvyn odotetaan säilyvän riittävänä. Mikäli korkotaso jatkaa kasvuaan, työttömyys lisääntyy merkittävästi ja asuntojen hinnat laskevat entisestään, riskit asuntoluotonantoon ja kotitalouksien velkaantumiseen voivat toteutua mittavammin. (Finanssivalvonta, 2023a).



**Kuvio 3.** Kotitalouksien velkaantumisaste 2003Q1-2023Q1 (Tilastokeskus, 2023).

Kuviossa 3 on esitetty suomalaisten kotitalouksien velkaantumisaste viimeisen 20 vuoden ajalta. Kuviosta ilmenee, että velkaantuminen on ollut nousujohteista koko tämän ajan. Ensimmäisen kerran kuvaaja on kääntynyt laskuun vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä. Vaikuttavia tekijöitä tälle ovat lainakannan kasvun hidastuminen sekä

kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu. Vuoden 2022 lopussa kotitalouksien velkaantumisaste oli 129,9 %, joka on kokonaisuutena edelleen korkea. Tilastokeskuksen (2024) mukaan vuonna 2023 kotitalouksien velkaantumisaste jatkoi laskuaan. 2023 kolmannen neljänneksen aikana velkaantumisaste oli 123,4 %. Laskua kuvion 3 viimeiseen lukemaan tapahtui yhteensä 6,5 prosenttiyksikköä. Suunta velkaantumisessa on siis oikea.

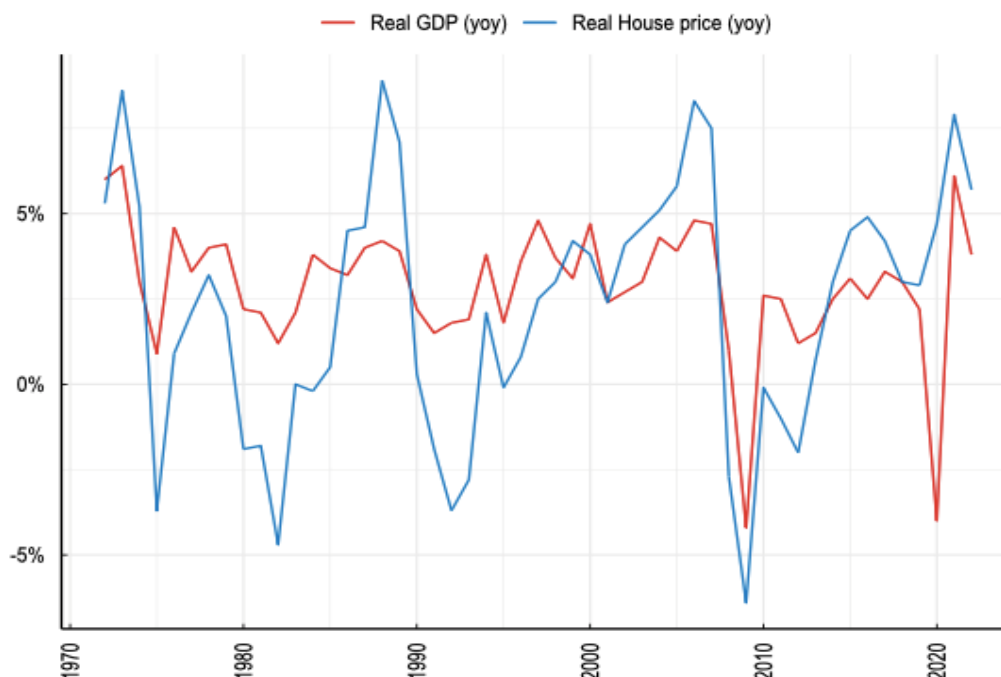


**Kuvio 4.** Suomalaisien kotitalouksien velkaantuneisuus ja velan rakenne (VM 2023b; Suomen Pankki ja Tilastokeskus, 2024a).

Kuvio 4 kuvaa kotitalouksien velan rakennetta. Suurin osa velasta liittyy asumiseen, joka on juurisyy kotitalouksien velkaantumiseen. Valtiovarainministeriön (2023b, s. 15) mukaan asuntolainat ovat vuosien mittaan suurentuneet ja pidentyneet. Lisäksi taloyhtiölainojen osuus velasta on kasvanut, kun suuret yhtiölainaosuudet ovat yleistyneet osakeasuntokaupoissa. Näiden lisäksi myös vakuudettomien kulutusluottojen määrä on lisääntynyt ja se aiheuttaa huolta kotitalouksien taloustilanteesta, sen hallinnasta sekä mahdollisista negatiivisista sosiaalisista ja taloudellisista vaikutuksista (VM, 2023b, s. 16). Kokonaisuudessaan suuret ja pitkät lainat ovat ylläpitäneet ja kasvattaneet velkaantuneisuutta huomattavasti vuosien aikana.



Mitä suurempi ja pidempi laina on, sitä suuremmat ovat myös lainanhoidosta aiheutuvat kulut ja korkojen noususta johtuva haavoittuvuus.



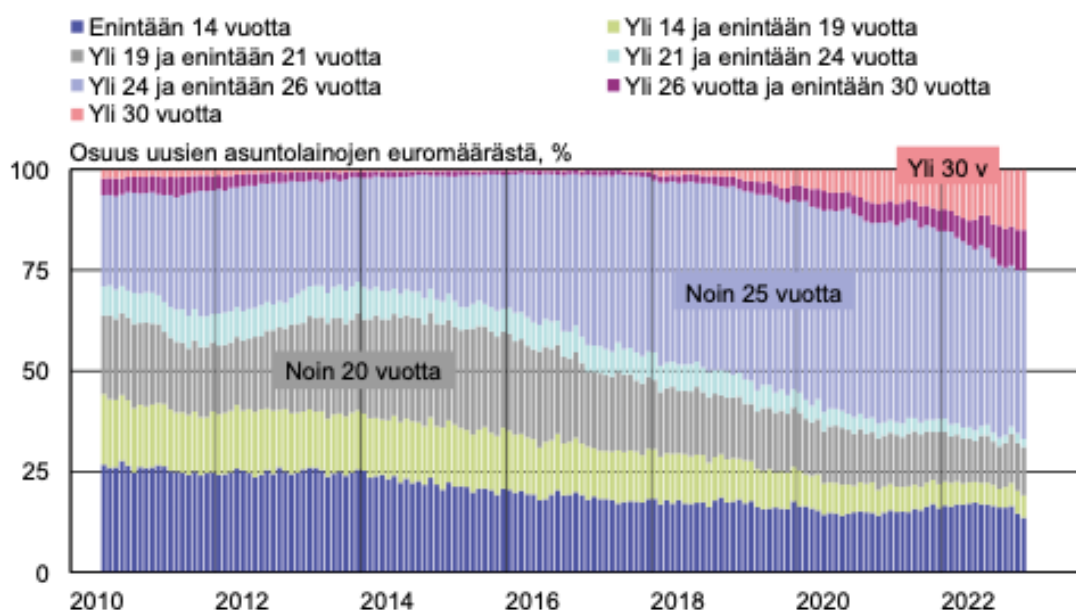
**Kuvio 5.** Asuntojen hinnat ovat voimakkaasti linkittyneet suhdanteisiin (OECD Analytical Database, 2024f).

Kuvio 5 kuvaa OECD maiden asuntojen hintojen ja suhdannevaihteluiden yhteyttä. Vahva yhteys ilmenee kuvaajasta. Suhdanteiden laskiessa myös asuntojen hinnat romahtavat ja noususuhdanteen aikana päinvastoin. Myös kotitalouksien velkaantuminen on vahvasti yhdistetty asuntojen hintoihin ja suhdannevaihteluihin. Noususuhdanteessa lainavelka kasvaa ja säästämisaste pienenee, kun taas laskusuhdanteessa velan kasvaminen hidastuu ja säästäminen lisääntyy. Laskusuhdanteissa kotitaloudet ovat kulutuskäyttäytymisessään sekä lainanotossa varovaisempia, joka näkyy vähenevänä uusien lainojen määränä sekä hidastuneena lainakannan kasvuna (VM, 2023b, s. 33).

### 3.1.1 Asuntolainat ja korot

Asuntolainat ovat kotitalouksien suurin velkaantumisen aiheuttaja, jopa kolme neljäsosaa kotitalouksien velasta liittyy asumiseen (VM, 2023b, s. 15). Asuntovelkaantuminen kasvoi nopeasti 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä

kasvattaen kotitalouksien velkaantumista. Suurin aiheuttava tekijä kasvavalle asuntovelkaantumiselle oli matalat korot, pitkät laina-ajat ja suurentuneet lainakoot. Valtiovarainministeriön selvityksen (2019, s. 18) mukaan noin joka kolmannella kotitaloudella on asuntovelkaa ja keskimääräinen velan määrä on noin 99 000 euroa asuntovelkaista kotitaloutta kohden. Kun asuntovelkaisten velan määrän suhteuttaa käytettävissä oleviin tuloihin, oli asuntovelan suhde tuloihin vuonna 2017 noin 180 %. 15 vuotta aiemmin vuonna 2002 samat lukemat olivat 44 000 euroa ja 121 %. Björklundin ja muiden (2023, s. 21) mukaan velkatilanne on nyt kääntynyt parempaan suuntaan. Kotitaloudet ovat vuoden 2023 aikana nostaneet vähemmän ja keskimäärin pienempiä asuntolainoja mitä aikaisempina vuosina. Samalla tulotaso on noussut, joten velan määrä suhteessa tuloihin on pienentynyt.



**Kuvio 6.** Suomessa nostettujen uusien asuntolainojen takaisinmaksuajat (VM, 2023b).

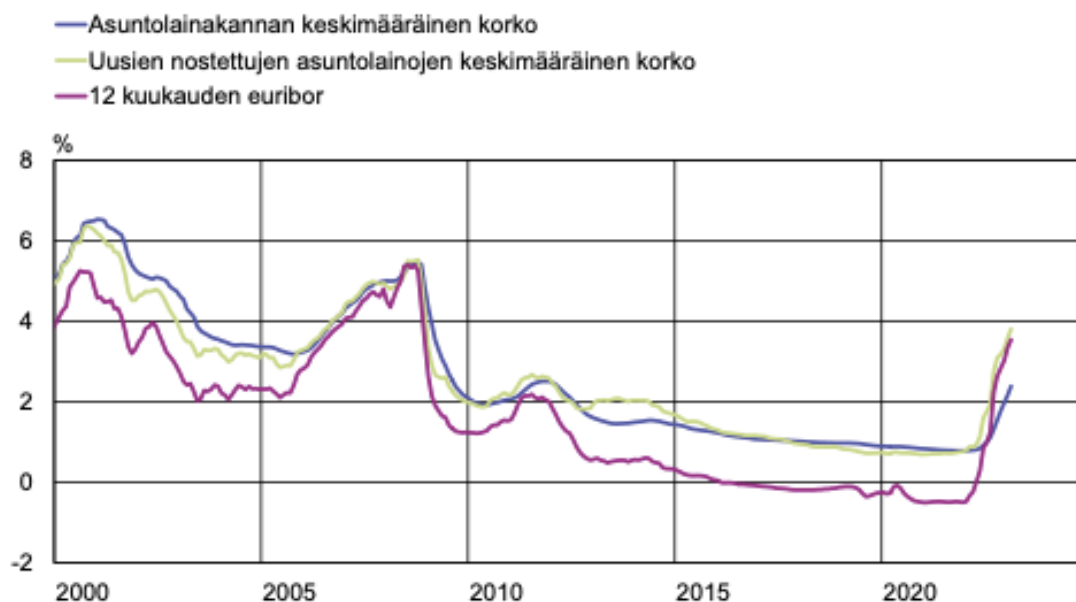
Kuvio 6 kuvaa nostettujen asuntolainojen takaisinmaksuaikoja vuosina 2010–2022. Vielä 2000-luvun alussa tyypillinen asuntolainan takaisinmaksuaika oli 15–20 vuotta. Kun päästiin 2010-luvulle, alkoivat asuntojen laina-ajat pidentyä. Tällöin asuntolainojen takaisinmaksuajat olivat noin 20–25 vuoden pituisia, harvat lainat yli 30 vuoden pituisia. 2020-luvusta lähtien lainojen takaisinmaksuajat ovat olleet suurimmaksi osaksi noin 25 vuotta tai enemmän. Pitkät takaisinmaksuajat ylläpitävät velkaantumista ja tästä syystä

hallitus on ottanut kantaa lainojen takaisinmaksuaikaan. Hallituksen esitys 101/2022 sisältää muutoksia, joissa uusien asuntolainojen takaisinmaksuaika saa olla enintään 30 vuotta. Tällä pyritään vaikuttamaan kotitalouksien velkaantumiseen, sillä pitkät asuntolainat kasvattavat velkaantuneisuutta. Mitä pidempi asuntolainan takaisinmaksuaika on, sitä kalliimmaksi laina tulee.

Asuntolainoista aiheutuvat korkomenot kuormittavat kotitalouksia tällä hetkellä, kun inflaatio on kiihtynyt ja korkotaso noussut. Asuntolainojen korkomenojen kasvaminen voi olla uhka talouskasvulle, sillä korkojen noustessa kotitaloudet voivat joutua supistamaan kulustaan, joka puolestaan vaikuttaa negatiivisesti kokonaistalouteen. Kasvava velkaantuminen heikentää myös kotitalouksien ja koko kansantalouden kykyä sopeutua negatiivisiin talousshokkeihin. Pitkään jatkunut matala korkotaso mahdollisti yhdessä pitkien takaisinmaksuaikojen kanssa kotitalouksien velkaantumisen kasvun. Toistaiseksi Valtiovarainministeriön (2019, s. 7; 2023b, s. 11) selvitysten mukaan noussut korkotaso ei ole merkittävästi heikentänyt kotitalouksien asemaa eikä kotitalouksien taloudellinen tilanne ja lainanhoitokyky ole toistaiseksi heikentynyt. Tähän vaikuttaa myös yleisen tulotason nousu.

Finanssivalvonnan johtajan esityksen (2023a) mukaan korkojen nopea nouseminen yhdessä suhdanteen heikkenemisen ja taloudessa vallitsevan epävarmuuden kanssa on omalta osaltaan johtanut asuntomarkkinoiden hiljenemiseen ja asuntojen hintojen alenemiseen. Hintojen lasku voidaan nähdä markkinoiden tekemänä korjausliikkeenä korkojen ja muiden kustannusten noustessa. Elinkustannusten ja korkojen nousu on tehnyt kuluttajista ja sijoittajista varovaisempia, joka on vähentänyt asuntojen kysyntää ja sitä kautta laskenut asuntojen hintatasoa. Ahoniemen ja Putkurin (2023) mukaan korkojen nousu vaikuttaa asuntomarkkinoiden kautta koko talouteen ja rahoitusjärjestelmään. Korkojen nousu vähentää kulutusta, asuntojen kysyntää ja asuntorakentamista. Tätä kautta reaalityalouden kasvu hidastuu ja asuntojen hinnat laskevat. Korkoja on kuitenkin tietyissä taloustilanteissa pakko nostaa inflaation hallitsemiseksi. EKP:n neuvoston kokouksessa 27.7.2023 kaikkia kolmea ohjauskorkoa

nostettiin 0,25 prosenttiyksikköä. Tällä korkopäätöksellä pyritään hillitsemään kysyntää ja varmistamaan, että inflaation palautuminen 2 % tavoitteeseen ei jää liian kauas tulevaisuuteen (Suomen Pankki, 2023a).



**Kuvio 7.** Asuntolainojen korot Suomessa (VM, 2023b).

Kuvio 7 kuvaa asuntolainojen korkoja viimeisen 20 vuoden ajalta. Viimeisin huomattava korkojen nousu ennen vuotta 2022 tapahtui finanssikriisin aikaan vuosina 2007–2008. Sen jälkeen korot ovat pysyneet pitkään matalalla tasolla. Suomen Pankin tilastojen mukaan vuoden 2019 kesäkuussa korkotaso oli historiallisen matala, vain 0,96 %. Korot alkoivat nousemaan huomattavasti vuonna 2022 ja nousseet korot välittyvät nopeasti uusiin ja vanhoihin asuntolainoihin. Noin 90 % suomalaisten lainoista on vaihtuvakorkoisia, joten korkojen muutos integroitui nopeasti lainoihin viitekorkojen mukana, korkeintaan vuoden viiveellä nousemisesta (VM, 2023b, s. 17). Tämä yhdessä inflaation kiihtymisen kanssa on kasvattanut kotitalouksien velanhoitomenoja ja elinkustannuksia sekä hidastanut kotitalouksien lainakannan kasvua.

Suomessa pankkien luottotappiot asuntolainoissa ovat olleet aina maltilliset. Tähän vaikuttaa suoraan se, että asuntolainat ovat vahvasti vakuudellisia, jolloin pankkien luottoriskit pysyvät alhaisena. Ahoniemen ja Putkurin (2023) mukaan tilanne voi

kuitenkin olla tulevaisuudessa eri kotitalouksien ollessa jo valmiiksi velkaantuneita. Vaikka kotitaloudet lyhentävät lainojaan pääsääntöisesti suunnitelmien mukaisesti, on pitkät ja suuret lainat tuoneet lisäriskin pankkien luottotappioiden toteutumiseen. Osa asuntolainoista on liian suuria suhteessa vakuuksiin, jolloin luottotappioiden määrä voi kasvaa etenkin tilanteessa, joissa asuntoja joudutaan pakkomyymään. Tällöin olemassa olevat vakuudet eivät kata lainan määrää, jolloin luotonantaja kärsii tilanteessa tappiota.

Kiinteistösijoitusmarkkinat ovat tällä hetkellä yksi keskeisimmistä vakauriskeistä asuntomarkkinoilla. Asuntomarkkinoiden hidastuessa ja rahoitusmarkkinoiden kiristyessä kiinteistösijoittajien riskit kasvavat rahoituskustannusten kasvun mukana. Pankkien saatavista suuri osa tulee kiinteistöalan toimijoilta, vaikka suurin osa lainakannasta tulee asuntomarkkinoilta ja taloyhtiölainoista. Kotimaisia vakauriskejä lisäävät myös Ruotsin kiinteistösektorin tilanne ja vahvat kytkökset siihen (Suomen Pankki, 2023a). Ahoniemi ja Putkuri (2023) mainitsevat, että vaikka Pohjoismaisilla pankeilla on runsaasti saatavia asuntovelallisilta sekä kiinteistösijoittajilta, on pankit tästä huolimatta vahvoja kohtaamaan näiden aiheuttamat riskit.

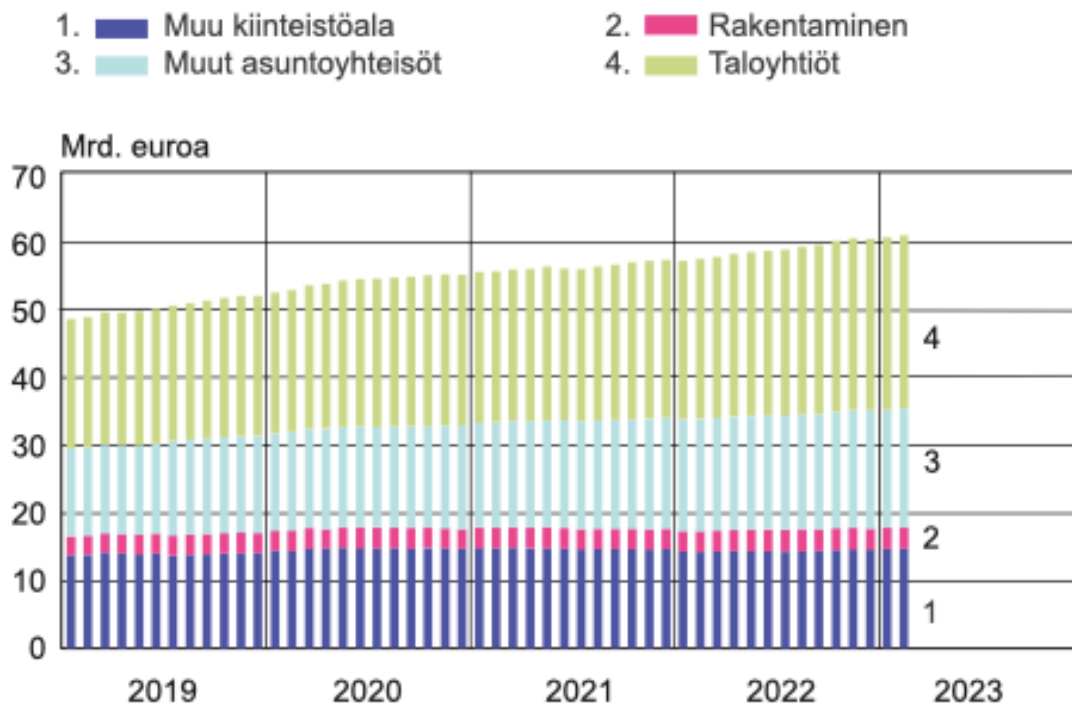
Ahoniemen ja Putkurin (2023) mukaan ammattimaiset kiinteistösijoitusmarkkinat ovat herkkiä suhdannevaihteluille. Kiihtyvä inflaatio, aleneva talouskehitys ja nousevat korot nostavat sijoittajien riskejä. Osalla kiinteistösijoittajista on suuria määriä velkaa pankeista, joten kiinteistösijoittajat ovat heikossa taloustilanteessa riski myös pankkien toiminnalle. Asuntojen kysynnän ja hintojen laskeminen vähentävät sijoittajien tuottoja ja uutta lainanottoa. Nämä tekijät vaikuttavat negatiivisesti kokonaistalouteen sekä pankkeihin joko suoraan tai eri kerrannaisvaikutusten välityksellä (Ahoniemi & Putkuri, 2023). On tärkeää, että kuluttajien ja sijoittajien luottamus markkinoille palaa ja varovaisuus väistyy, jotta talouskasvu ei kärsi nykytilanteesta pitkään.

### **3.1.2 Taloyhtiölainat**

Taloyhtiölainojen osuus kotitalouksien velan määrässä sekä velkaantumiskehityksessä on kasvanut huomattavasti. Erityisesti uudisasuntoihin liittyvät suuret yhtiölainat ovat

kasvattaneet viime vuosikymmenenä kotitalouksien kokonaisvelkaa sekä muuttaneet velan rakennetta (Koskinen & Voutilainen, 2023). Lainakannan kasvuun vaikuttaa myös korjausrakentaminen asuntokannan ikääntyessä. Taloyhtiölainojen takaisinmaksu peritään pääomavastikkeina asunto-osakkeiden omistajilta, jolloin omistajat vastaavat välillisesti asunto-osakeyhtiön velasta. Lainoilla on tarkoitus rahoittaa peruskorjaushankkeita ja asuntojen uudistuotantoa. Taloyhtiölainoista yli 80 % on kotitalouksien vastuulla (VM, 2019, s. 20). Vaikka yhtiölainaosuus vähentää asunnonostajan omiin nimiin otettavan lainan tarvetta, vaikuttaa se siitä huolimatta kotitalouksien velkaantumiseen negatiivisesti. Koko taloyhtiölainakanta oli helmikuussa 2023 noin 25,6 miljardia euroa, joka tarkoittaa noin 15 % kotitalouksien velasta ja on 20 % suhteessa kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin (Koskinen & Voutilainen, 2023).

Taloyhtiölainat ja niiden lyhennysvapaat saattavat vääristää kotitalouksien ja sijoittajien lainanhoitomenoja. Asunnonostajat ovat saattaneet ostaa lainan- ja vastikkeenhoitokykyensä nähden liian kalliita asuntoja lyhennysvapaiden hämätessä. Taloyhtiölainojen korot kasvavat nopeasti samaan aikaan talousnäköymien ollessa epävarmat. Taloyhtiölainat ovat pääsääntöisesti vaihtuvakorkoisia ja korkosuojausten käyttö on alhaista (Koskinen & Voutilainen, 2023). Lyhennysvapaiden päättyessä ja korkojen noustessa vauhdikkaasti saattavat lainanhoitomenot kasvaa hyvin nopeasti ja paljon. Lainanhoitomenojen kasvaessa kotitalouksien on tingittävä muusta kulutuksesta ja asuntosijoittajilla voi olla vaikeuksia vuokrata omistamiaan asuntoja eteenpäin. Sijoittajat voivat joutua myymään asuntojaan vaikeuksien vuoksi ja tämä vahvistaa asuntojen hintojen laskua ja vaikuttaa yhdessä kotitalouksien kulutuksen vähentämisen kanssa negatiivisesti reaalityönteeseen. Koskisen ja Voutilaisen (2023) mukaan sijoitusmarkkinoiden riskit ovat yhtä aikaa myös kotitalouksien riskejä, sillä huomattava osuus asuntosijoittajista on yksityishenkilöitä. Näin ollen sijoitusmarkkinoiden tilanne heijastuu myös kotitalouksiin.

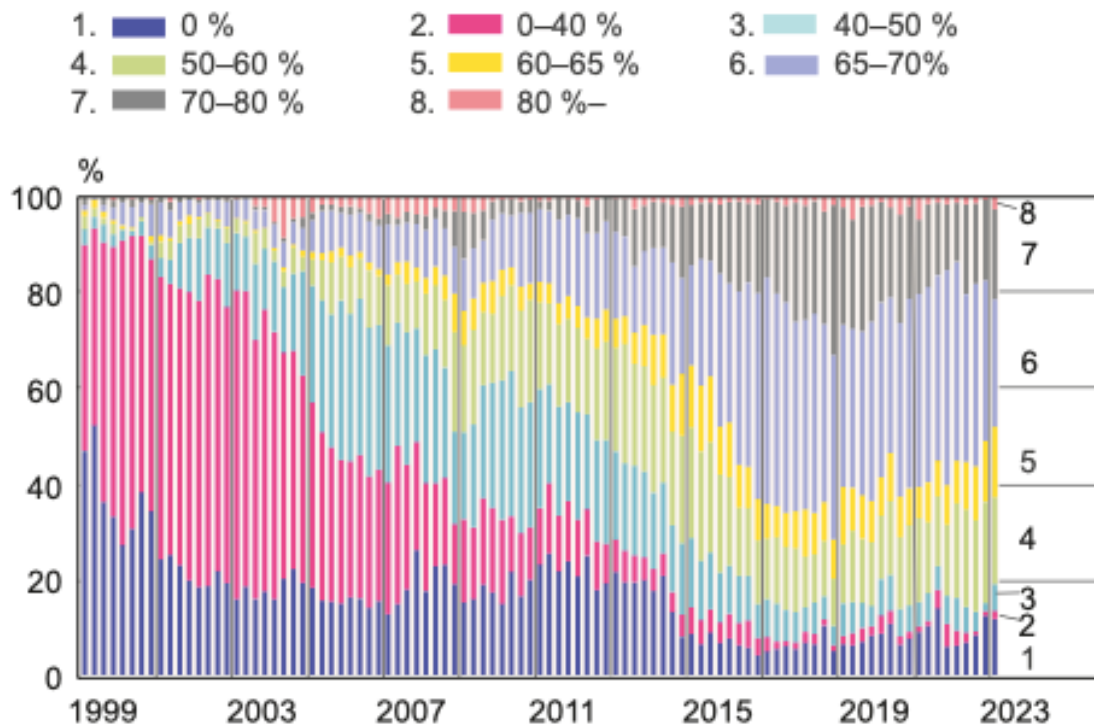


**Kuvio 8.** Taloyhtiölainakanta yhä kasvussa helmikuussa 2023 (Koskinen & Voutilainen; Suomen Pankki, 2023).

Kuvio 8 kuvaa lainakannan osuuksia. Taloyhtiöiden lainakanta on kasvanut viime vuosina muiden lainakantojen pysyessä lähes ennallaan. Asuntolainojen lainakanta on pysähtynyt ja uusien asuntolainojen määrä on laskenut. Tästä huolimatta taloyhtiöiden lainakanta on kasvanut vuonna 2023 vuositasolla jopa 8,5 %. Koskisen & Voutilaisen (2023) sekä Suomen Pankin (2023) mukaan taloyhtiöiden lainakannan kasvua ylläpitävät vilkas uudisasuntojen tuotanto sekä korjausrakentaminen. Tähän on kuitenkin odotettavissa muutos, sillä uusien rakennuslupien määrä on vähentynyt selkeästi.

Koska taloyhtiölainat ovat merkittävä tekijä velkaantumisen kasvussa, on hallitus päättänyt siihen liittyvistä lakimuutoksista. Hallituksen esityksen (HE 101/2022) pohjalta on tehty muutoksia, jotka vaikuttavat taloyhtiölainoihin. Näiden muutosten perusteella taloyhtiölainat voivat olla uudisrakentamisessa enintään 60 % myytävien asuntojen velattomasta hinnasta sekä taloyhtiölainojen takaisinmaksuaika saa olla uudisrakentamisessa enintään 30 vuotta eikä niissä voi olla lyhennysvapaata ensimmäisenä viitenä vuotena rakennuksen valmistumisesta. Lyhennysvapaa voi kuitenkin olla mahdollinen ensimmäisen vuoden aikana. Näiden uudistusten

tarkoituksena on ehkäistä kotitalouksien velkaantumista sekä liiallisen luotonantoa erityisesti taloyhtiöille.



**Kuvio 9.** Yhtiölainaosuudet ylittävät 60 % suuressa osassa uusien asuntojen kaupoista (Suomen Pankki, 2023).

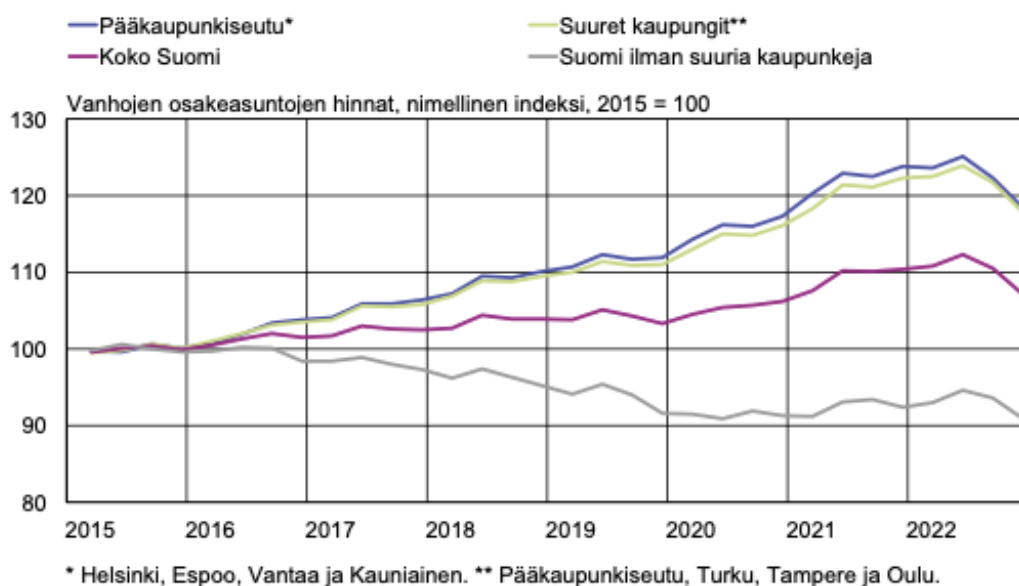
Kuvio 9 kuvaa toteutuneiden asuinkiinteistöiksi tarkoitettujen kerros- ja rivitalouudiskohteiden kauppojen osuuksia sen mukaan, mikä on yhtiölainan osuus velattomasta hinnasta vuosineljänneksittäin vuosina 1999–2023. Kuviosta ilmenee, että taloyhtiölainojen osuudet ovat varsin suuria. Yli puolet toteutuneista asuntokaupoista vuonna 2023 ylitti 60 % suuruisen enimmäisrajan. Myös yli 20 % kaupoista oli sellaisia, joissa yhtiölainan osuus oli yli 70 %. Hallituksen uudistus muuttaa tulevaa yhtiölainaosuutta ja muutokset voivat vaikuttaa negatiivisesti kotitalouksien ja sijoittajien halukkuuteen ostaa uusia asuntoja, sillä taloyhtiölaina tulisi jatkossa korvata omalla asuntolainalla. Positiivinen vaikutus toisaalta on velkaantuneisuuden pienentyminen, mikäli uutta velkaa otetaan vähemmän ja ostopäätöksiä harkitaan tarkemmin velanhoitomenojen osalta.



### 3.1.3 Asuntokuplat ja suhdannevaihtelut

Finanssi- ja pankkikriisejä tutkimalla on voitu todeta, että asuntokuplien ja toteutuneiden järjestelmäriskien välillä on vahva korrelaatio. Kriisit ilman asuntomarkkinaosuutta ovat olleet pääsääntöisesti lievempiä kuin ne, jotka sisältävät asuntokuplat ja kotitalouksien ongelmat. Ahoniemen ja Putkurin (2023) mukaan viimeaikainen asuntojen hintojen lasku on ollut markkinoiden tekemä korjausliike elinkustannusten ja korkojen nousun takia. Heidän mukaansa päätalousalueilla rahoitusolojen kehitys mukailee toisiaan, jonka takia myös asuntomarkkinoiden suhdanteet ovat saman tyyliä maiden välillä.

Asuntokuplat muodostuvat, kun asuntojen hinnat nousevat merkittävästi. Ahoniemen & Putkurin (2023) mukaan asuntojen hintojen nousu ja asuntoluotonannon voimakas kasvu yhdessä voivat aiheuttaa etenkin noususuhdanteissa velkavetoisia hintakuplia. Nämä hintakuplat ovat olleet historiassa vaikuttamassa finanssikriisien syntyyn, syvyyteen ja kestoon eri maissa. Velkavetoisten hintakuplien lisäksi kotitalouksien velkaantuneisuus on kasvanut vauhdikkaasti ja samaan aikaan rahoitusjärjestelmät, talous ja asuntomarkkinat ovat ajautuneet vaikeuksiin. Tällainen tilanne oli esimerkiksi 2007–2009 finanssikriisi (Ahoniemi & Putkuri, 2023).



**Kuvio 10.** Asuntojen hinnat alueittain Suomessa (VM, 2023b; Tilastokeskus).

Kuvio 10 kuvaa asuntojen hintojen muutosta alueittain Suomessa ajanjaksolla 2015–2023. Hinnat kallistuivat ajanjaksolla 2015–2022 pääkaupunkiseudulla ja suurissa kaupungeissa. Nopeinta kasvu oli pandemian aikana 2020–2021, kun asuntojen kysyntä nousi kasvaneen etätyön ja kotona vietetyn ajan seurauksena. Tämän jälkeen tapahtui kuitenkin muutos ja suunta kääntyi hintojen alenemiseen. Liian jyrkkä hintojen kehitys voi olla uhka kokonaistalouden vakaudelle. Hintojen alenemisen seurauksena markkinat tasoittuivat ja asuntorakentaminen väheni, joten tällä hetkellä asuntomarkkinat eivät aiheuta merkittävää uhkaa kotitalouksille tai kokonaistaloudelliselle kehitykselle (VM, 2023b, s. 30).

Tällä hetkellä asuntomarkkinat ovat laskusuhdanteessa ja tilanne on jatkunut sellaisenaan vuodesta 2022 alkaen. Suhdanne ei ole merkittävästi jyrkentyntä tai loiventunut Björklundin ja muiden (2023, s. 17) mukaan. Kuluttajien luottamus talouteen on edelleen hieman epävarma ja tämän takia asuntomarkkinat eivät käy kuumana. Asunnon ostoaiheet sekä suomalaisilla että ruotsalaisilla ovat siirtyneet tulevaisuuteen ja ovat keskimääräistä alemmalla tasolla (Björklund ja muut 2023, s. 17; Svensson, 2019, s. 18). Myös rakentaminen on hidastunut aiempiin vuosiin nähden huomattavasti. Rakentaminen mukaillee pääsääntöisesti suhdanteita, joka selittää hiljentynyttä rakentamista viimeisen vuoden aikana.

Rakennusalan suhdanneryhmä eli RAKSU (2023, s. 6) arvioi, että asuinrakentaminen on vähentynyt vuonna 2023 noin 6–8 prosenttia ja vähentyminen on painottunut suurelta osin asuinrakennuksiin. Rakennuslupia on myönnetty selvästi vähemmän aiempiin vuosiin verrattuna ja myönnettyistä luvista huolimatta rakentamisen aloitukset eivät välttämättä käynnisty. Myös muissa Pohjoismaissa ja etenkin Ruotsissa asuntoaloitusten määrä on pudonnut vielä jyrkemmin mitä Suomessa. Kustannusten ja korkojen nousu yhdessä inflaation kanssa ovat vähentäneet kotitalouksien ja yritysten halukkuutta rakentaa. RAKSU:n (2023, s. 6) mukaan rakentaminen hieman elpyy vuoden 2024 aikana ja arvioitu elpyminen on noin 3 prosenttia.

## 3.2 Kysyntäperusteiset välineet velkaantumisen ehkäisemisessä

### 3.2.1 Kirjallisuus tehokkuudesta

Makrovakauseräpolitiikka voidaan Björklundin ja muiden (2023, s. 8) mukaan kohdentaa joko suhdanneluonteisiin tai rakenneluonteisiin haavoittuvuuksiin. Heidän mukaansa suhdanneluonteisia haavoittuvuuksia ovat esimerkiksi luotonannon tai velkaantuneisuuden nopea kasvu ja rakenneluonteisia puolestaan pitkäkestoisemmat ongelmat kuten kotitalouksien runsas velkaantuminen ja pankkijärjestelmien keskittyminen. Makrovakauseräpolitiikalla on iso vaikutus kotitalouksien velkaantumisen vähentämiseen sekä estämiseen asuntomarkkinoiden kautta. Tästä syystä myös makrovakauseräanalyysi on tärkeää, sillä sen avulla voidaan seurata riskejä ja arvioida niitä.

Vuosikymmenten aikana pankki- ja finanssikriisit ovat lähteneet liikkeelle liiallisen luotonannon, asuntokuplien tai velkaantumisen seurauksena. Esimerkiksi globaali finanssikriisi lähti liikkeelle asuntoluotonannon ja kotitalouksien velkaantumisen voimakkaasta ja nopeasta kasvusta. Liiallisen luotonannon seurauksena myös asuntomarkkinat ylikuumentuivat ja myöhemmin romahtivat (Björklund ja muut, 2023, s. 8). 1990-luvun lama puolestaan lähti liikkeelle Suomen valtion ja yritysten voimakkaasta velkaantumisesta nousukauden aikana. Kianderin (2001, s. 42) mukaan pankit myönsivät lainoja yrityksille ja kotitalouksille liian kevyesti, joka johti niiden voimakkaaseen velkaantumiseen. Velkaantumisen lisäksi myös hinnat ja korot nousivat sekä inflaatio kiihtyi. Pankkikriisiä ei kuitenkaan aiheuttanut kotitalouksien holtiton velkaantuminen, sillä suurin aiheuttaja oli SKOP:n heikko riskinkantokyky sekä säästöpankkien yritysasiakkaiden luotto-ongelmat. Kianderin (2001, s. 5) mukaan jälkikäteen katsottuna myös Suomen rahapolitiikka markan osalta oli vääränlainen, joka johti talouden ylikuumentumiseen, velkakuplan syntymiseen ja niistä seuranneeseen talouden romahtamiseen.

Kotitalouksiin kohdennetuilla kysyntäperusteisilla makrovakauserävälineillä ja niiden yhdistelmillä, kuten enimmäisluototussuhteella ja enimmäisvelanhoitorasitteella

pyritään hillitsemään velkaantumista sekä jarruttamaan luotonannon voimakasta kasvua (Asplund, 2022). Koska kotitalouksien velkaantumisen suurimmat riskitekijät tulevat asuntolainoista, ovat Suomen viranomaiset kiristäneet erityisesti lainanantoon kohdistuvia makrovakausvälineitään (Nakamura Fumitaka, tästä eteenpäin Nakamura, 2023, s. 3). Makrovakausvälineet ovat tyypillisesti tehokkaita estämään merkittäviä luottomarkkinahäiriöitä vaikeiden taloudellisten ajanjaksojen aikana.

Akinci ja Olmstead-Rumsey (2018, s. 33) toteavat, että makrovakauspolitiikkaa on hyödynnetty aktiivisemmin globaalien finanssikriisien jälkeen sekä kehittyvissä että kehittyneissä maissa. Erityisesti kehittyneissä maissa makrovakauspolitiikka on kohdennettu asuntomarkkinoihin. Heidän tutkimuksessaan on tarkasteltu 57 eri maata ajanjaksolla 2000–2013. Tutkimuksen tuloksena on todettu, että makrovakauspolitiikan tiukentaminen on yhteydessä pankkien luottojen kasvun hidastumiseen, asuntoluottojen kasvuun ja asuntojen hintojen nousuun. Erityisesti kohdennetut välineet näyttävät olevan tehokkaampia talouksissa, joissa pankkien tarjoama rahoitus on tärkeää. Näitä välineitä ovat erityisesti ne, jotka rajoittavat asuntojen hintojen nousua ja lainanantoa, kuten lainakatto (LTV). (Akinci & Olmstead-Rumsey, 2018, s. 48.)

Cerutti ja muut (2015, s. 1) tutkivat makrovakauspolitiikan tehokkuutta 119 maassa ajanjaksolla 2000–2013. He tutkivat luotto- ja asuntomarkkinoiden yhteyksiä ja analysoivat makrovakauspolitiikan sekä sen välineiden tehokkuutta luotto- ja rahoitussykliin hallinnassa. Tutkimuksen tuloksena he toteavat, että kysyntäperusteisia välineitä, kuten lainakattoa (LTV) ja tulosidonnaista velkakattoa (DTI) käytetään enemmän kehittyneissä maissa, kun taas kehittyvät taloudet keskittyvät enemmän valuuttapoliittisiin välineisiin. Tämän saman tuloksen saivat myös Belkhirin ja muut (2020, s. 42). Kaikissa Cerutin ja muiden (2015, s. 16) tutkimuksen maissa on yhteistä käyttää makrovakauspolitiikkaa järjestelmäriskien vähentämiseen, erityisesti luottojen ja asuntojen hintojen hidastamiseen. Tutkimuksen perusteella he saavat samankaltaisen tuloksen kuin Akinci ja Olmstead-Rumsey (2018, s. 48) eli lainakatto ja tulosidonnainen

velkakatto nousevat tehokkaiksi välineiksi, kun luotonanto on erityisen korkealla (Cerutti ja muut, 2015, s. 16).

Myös Alam ja muut (2019, s. 22) tutkivat lainoihin kohdistuvia makrovakausvälineitä. Heidän saamiensa tuloksien perusteella voidaan todeta, että lainoihin kohdistuvat välineet kuten lainakatto, vaikuttavat merkittävästi kotitalouksien lainoihin erityisesti kulutusta madaltavana vaikutuksena. Heidän tuloksensa viittaavat taloudellisesti merkittäviin ja epälineaarisiin vaikutuksiin, joiden vaikutus pienenee suurempien tiukentamistoimenpiteiden kohdalla. Mitä tiukemmat makrovakaustoimet jo ovat, sitä vaikeammat vaikutukset välineiden tiukentamisella on. Lainakaton alkuperäisellä tasolla on merkitystä kotitalouksien kulutuksessa. Tutkimuksen mukaan lainakaton kiristäminen vaikuttaa kulutuksen vähenemiseen, mikäli lainakatto on jo lähellä maksimirajaa eivätkä muut makrovakaustoimet vaikuta asuntomarkkinoihin tällöin merkittävästi. Tämä tulos oli johdonmukainen kaikissa heidän tutkimuksensa osaotoksissa (Alam ja muut, 2019).

Makrovakauspolitiikan vaikutuksista kotitalouksien velkaantumiseen ei ole tehty vielä useita tutkimuksia. Aiheeseen kohdistuva mielenkiinto on lisääntynyt erityisesti viime vuosien aikana kotitalouksien velan noustessa historiallisen korkeaksi yhdessä kuumentuneiden asuntomarkkinoiden ja nousseiden elinkustannusten sekä korkojen vuoksi. Tutkimusten perusteella makrovakauspolitiikan toimenpiteet näyttävät hillitsevän järjestelmäriskin todennäköisyyttä sekä rahoitusjärjestelmän epävakautta ja ovat tarpeellisia talouden ääritilanteissa. Asuntomarkkinoihin kohdistuvat kysyntäperusteiset välineet, kuten lainakatto ja tulosidonnainen velkakatto rajoittavat luotonantoa ja hillitsevät asuntojen hintojen nousua. Tuloksien perusteella myös huomataan, että eniten hyötyä välineiden kiristämisestä on luotonannon ollessa korkealla.

### 3.2.2 Välineiden lisääminen ja yhtenäistäminen

Vaikka asuntomarkkinat ja kotitalouksien velkaantuminen on nähty jo pitkään keskeisenä uhkana rahoitusvakaudelle, puuttuu EU-mailta siitä huolimatta yhtenäiset makrovakaussäätelyvälineet, joilla asuntomarkkinoiden riskeihin ja kotitalouksien velkaantumisen liialliseen kasvuun voitaisiin puuttua. Suomessa sekä muissa maissa kotitalouksien velkaantuneisuus on kasvanut pitkään, mutta välineitä sen hillitsemiselle ei ole päivitetty ja ne ovat puutteelliset (Asplund & Topi, 2022). Asplundin ja Topin (2022) mukaan EU:n makrovakaussäätelyä tarkastellaan uudelleen aina viiden vuoden välein ja tarkastelun yhteydessä olisi tärkeää lisätä kysyntäperusteisia välineitä, jotta kaikilla EU-mailla olisi niitä käytettävissä (Asplund & Topi, 2022). Välineiden valikoiman yhtenäistäminen ja laajentaminen mahdollistaisi jäsenmaille paremman riskiensietokyvyn sekä ehkäisisi mahdollisten kriisien siirtymistä maasta toiseen esimerkiksi asuntomarkkinoiden välityksellä. Erityisesti Pohjoismailla olisi hyvä olla yhteneväiset makrovakaussäätelyvälineet voimakkaasti integroituneiden talouksien vuoksi.

IMF arvioi vuosittain maiden rahoitusjärjestelmien vakautta, makrovakaussäätelypolitiikan mitoittamista sekä sen kehittämistarpeita. Vuonna 2022 julkaistussa arviossa IMF suositteli, että Suomessa tulisi täydentää makrovakaussäätelyvälineistöä. Tämä oli vahva suositus kysyntäperusteisten välineiden laajentamiselle. IMF:n arviointiryhmä suositteli kotitalouden velkojen ja tulojen suhdetta rajoittavaa välinettä eli enimmäisvelkasuhdetta eli velkakattoa. Tätä on pohdittu myös Nakamuran (2023) tutkimuksessa, Suomen Pankin sekä Valtiovarainministeriön työryhmän toimesta. Nakamura (2023, s. 2) mainitsee, että negatiivisen taloudellisen shokin iskiessä talouteen, kotitalouksien on yleensä vähennettävä merkittävästi kulutustaan, jotta lainanhoito onnistuu. Tästä syystä tulosidonnainen velkakatto olisi hyvä väline täydentämään Suomen makrovakaussäätelyä, sillä sen ansiosta kotitalouksien velka olisi rajoitettu suhteessa tuloihin eikä kulutusta tarvitsisi merkittävästi vähentää (Nakamura, 2023, s. 2). Kulutuksen pysyessä ennallaan, negatiivisen talousshokin vaikutus jää alhaisemmaksi.

Makrovakausvälineet ovat tärkeitä asuntomarkkinoiden ja kotitalouksien velkaantumisen kasvun hillitsemisessä. Asplundi ja Topi (2022) mainitsevat, että Euroopan järjestelmäriskikomitea (ESRB) on kiinnittänyt useaan otteeseen huomiota Suomen sekä Ruotsin asuntomarkkinoiden ja kotitalouksien velkaantuneisuuteen. ESRB antoi 2016 varoituksen Suomelle, Ruotsille sekä neljälle muulle maalle kasvaneista haavoittuvuuksista, kuten velkaantumisen kasvusta. Varoituksen jatkoksi vuonna 2019 he julkaisivat suositukset toimenpiteistä, joilla velkaantuneisuutta voidaan hillitä. Nämä suositukset kohdistuivat makrovakausvälineiden sisällyttämiseen lainsäädäntöön joko enimmäisvelkasuhteen tai enimmäisvelanhoitorasitteen osalta. Nämä välineet ovat tehokkaita hillitsemään velkaantumista. Vuonna 2022 ESRB arvioi suositustensa noudattamista ja arvioinnissa ilmeni, että Suomen toimet uusien välineiden saamiseksi lainsäädäntöön eivät ole toteutuneet (ESRB, 2022). Lisäksi ESRB katsoi, että viranomaisten suositusten tulisi olla täsmällisempiä kotitalouksien velkaantuneisuuden kasvun hillitsemiseksi.

Björklundin ja muiden (2023, s. 6) mukaan Suomessa makrovakausvälineistä kotitalouksien velkaantumista on pyritty hillitsemään säätelemällä lainakaton suuruutta. Lainakatto palautettiin lakisääteiselle perustasolle Finanssivalvonnan johtokunnan päätöksessä 12/2023. Lakisääteinen perustaso on 90 prosenttia ja ennen palauttamista lainakatto oli 85 prosentin tasolla. Björklundin ja muiden (2023, s. 6) mukaan tällä muutoksella on ollut tarkoitus hillitä kotitalouksien velkaantumista. Koronapandemian jälkeen asuntomarkkinoiden kehitys suhteessa muuhun talouden kehitykseen oli poikkeuksellisen vahvaa ja tästä syystä lainakattoa alun perin alennettiin 85 prosenttiin.

Björklund ja muut (2023, s. 16) mainitsevat, että asuntomarkkinoihin liittyvät rakenteelliset riskit saattaisivat kasvaa poikkeuksellisesti tilanteessa, jossa asuntomarkkinat ovat ylikuumentuneet ja kotitalouksien velkaantuminen on historiallisen korkealla tasolla. Lainakaton pitäminen alemmalla tasolla on ollut perusteltua vuoden 2023 loppupuolelle saakka, sillä rahoitusvakausriskien toteutumisen mahdollisuus oli korkea ja päätöksellä pyrittiin parantamaan asuntolainanottajien

riskinkantokykyä (Björklund ja muut, 2023, s. 7). Lainakaton säätäminen yhdessä muuttuneen taloustilanteen kanssa on onnistunut saamaan kotitalouksien velkaantumisasteen laskemaan ja asuntomarkkinoiden kuumentumisen rauhoittumaan.



## 4 Suomen ja Ruotsin kotitaloudet ja asuntomarkkinat vertailussa

Suomen ja Ruotsin asunto- ja rahoitusmarkkinat ovat vahvasti integroituneet toisiinsa rahoituslaitosten kautta. Vahvassa yhteydessä on sekä hyvät että huonot puolet. Billbornin ja Fareliuksen (2016, s. 130) mukaan hyvänä puolena voidaan nähdä esimerkiksi lisääntynyt kilpailu, joka puolestaan johtaa rahoitusvalikoimien laajenemiseen yrityksille ja kotitalouksille sekä laskee korko- ja hintatasoa. Heidän mukaansa vahva rahoitusintegraatio kuitenkin lisää riskiä epävakausten leviämislle muihin pankkeihin ja yli rajojen. Suomen ja Ruotsin yhtäläisyyksiä ovat asunto- ja rahoitusmarkkinoiden lisäksi myös rakenteelliset haavoittuvuudet, kuten suuri ja keskittynyt pankkisektori, kotitalouksien suuri velkaantuneisuus, asuntolainojen merkitys rahoitusjärjestelmissä sekä pankkien riippuvuus markkinavarainhankinnasta (Laakkonen ja muut, 2018).

Makrovakaupolitiikan kannalta katsottuna Suomi ja Ruotsi ovat samankaltaiset maat. Molemmissa maissa on käytössä samat makrovakaupvälineet ja samankaltaisten talouksien vuoksi välineiden käyttö on saman tyylistä (Billborn & Farelius, 2016, s. 131; Finanssivalvonta 2022a). Eroavaisuuksia maiden kesken tulee seuraavissa alaluissa käytävissä indikaattoreissa ja nämä eroavaisuudet johtavat eri lukemiin esimerkiksi muuttuvan lisäpääomavaatimuksen määrässä tai lainakaton enimmäismäärissä. Ruotsin huolestuttava kiinteistömarkkinatilanne vaikuttaa makrovakaupvälineiden käyttöön molemmissa maissa, sillä molemmat pyrkivät vähentämään velkaantumista, asuntomarkkinoiden kuumentumista sekä talouskasvun hidastumista. Rahoitus- ja hintavakauden ylläpitäminen on tärkeää ja tässä maat käyttävät apunaan makrovakaupolitiikkaa.

Suomen Pankin julkaisemassa Finanssivalvonnan johtajan esityksessä (2023a) mainitaan, että kotimaisia vakausriskejä lisäävät tällä hetkellä vahvat rahoituslaitosten kytkökset Ruotsin kiinteistösektoriin. Ruotsin asuntomarkkinoiden tila on ollut pitkään

huolestuttava. Tässä kappaleessa perehdytään tarkemmin Suomen ja Ruotsin asuntomarkkinoiden, makrovakauseräpolitiikan ja kotitalouksien velkaantumisen eroihin ja yhtäläisyyksiin.

#### **4.1 Aineisto**

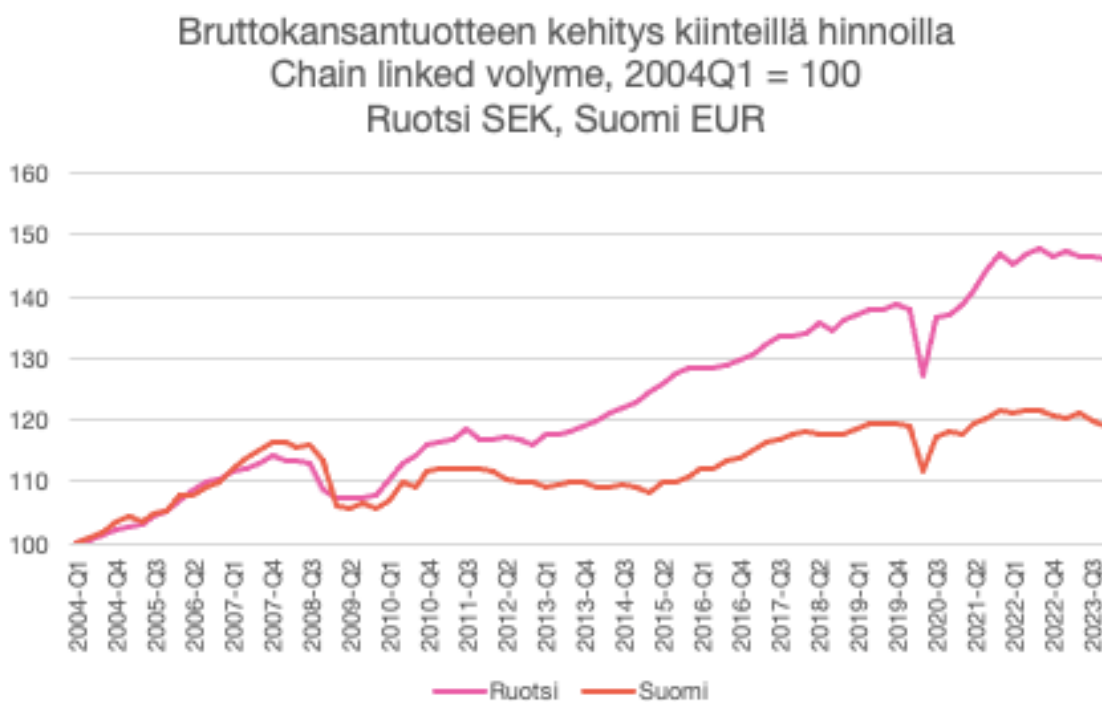
Tässä tutkimuksessa aineistona on käytetty OECD:n keräämää dataa kansantalouden tilinpitojärjestelmästä (System of National Accounts eli SNA). Aineisto sisältää kaikki OECD maat, mutta tähän tutkielmaan on koottu keskeisimmät mittarit Suomesta ja Ruotsista, joiden pohjalta voidaan tutkia miten maiden kotitalouksien velkaantuminen ja makrovakauseräpoliittiset toimet eroavat toisistaan. Tarkasteltavaksi ajanjaksoksi valikoitui aikaväli 2010–2022. Ajanjakso alkaa vuodesta 2010, sillä 1990-luvun lamaa ja 2007–2008 maailmanlaajuisista finanssikriisiä on tutkittu aiemmissä tutkimuksissa sekä kirjallisuudessa paljon. Myös makrovakauseräpolitiikka sai alkunsa finanssikriisin jälkeen, joten aika ennen finanssikriisiä ei ole tämän tutkimuksen kannalta merkittävää. Poikkeuksena edellä mainittuun ajanjaksoon ovat kuvaajat bruttokansantuotteesta sekä yksilöllisen kulutuksen ostovoimaindeksistä, jotka ovat ajanjaksolla 2004–2023 laajemman vertailun vuoksi.

Tässä vertailevassa analyysissä sivutaan myös Svenssonin (2018 ja 2019) tutkimuksia Ruotsin asuntojen hinnoista, kotitalouksien velkaantumisesta sekä siitä, aiheuttaako edellä mainitut makrovakauseräpoliittiset riskit. Tutkimuksien tuloksina Svenssonin mukaan Ruotsin asuntojen hinnat ja kotitalouksien velkaantuminen eivät ole liian korkealla eivätkä ne vaikuta makrovakauseräpolitiikkaan negatiivisesti. Tulokset ovat poikkeuksellisia verrattuna muuhun olemassa olevaan tutkimustietoon, jonka perusteella kotitalouksien velkaantuminen nostaa makrovakauseräpoliittistä riskiä sekä asuntojen hinnat ovat historiallisesti olleet usein mukana pankki- ja finanssikriisien synnyssä.

## 4.2 Talousindikaattorit Suomessa ja Ruotsissa

Tässä osiossa tarkastellaan Suomen ja Ruotsin eroja eri talousindikaattoreiden avulla ajanjaksoilla 2004–2023 ja 2010–2022. Osiossa vertaillaan maita bruttokansantuotteen, velkaantumisen ja säästämisasteen, nettolainanannon ja -oton, käytettävissä olevien tulojen, kulutuksen sekä asuntojen reaalihintojen avulla. Tutkimus on toteutettu vertailevana tutkimuksena OECD:n aineistoa hyödyntäen. Vertailun avulla pyritään etsimään yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia Suomen ja Ruotsin välillä.

### 4.2.1 Bruttokansantuote



**Kuvio 11.** Bruttokansantuotteen kehitys Suomessa ja Ruotsissa 2004–2023 (OECD Data Explorer, 2024i).

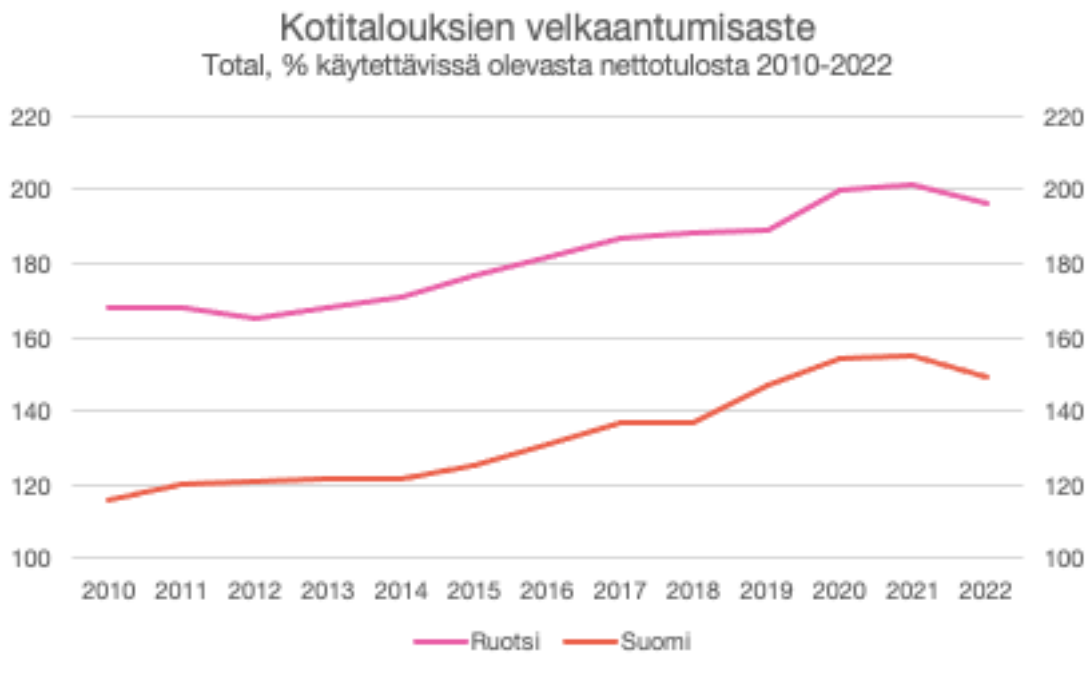
Bruttokansantuote eli BKT on yleisesti käytetyin mittari talouden analysoinnissa (OECD, 2024b). Kuvio 11 kuvaa Suomen ja Ruotsin bruttokansantuotteen kehitystä vuosina 2004–2023. BKT:n muutosta käytetään kuvaamaan talouskasvun kehitystä. Kuvio 11 osoittaa, että tarkasteltavalla ajanjaksolla BKT on kehittynyt Ruotsissa nopeammin mitä Suomessa. Lievä notkahdus alaspäin tapahtui molemmissa maissa 2020, jolloin koronakriisi oli pahimmillaan. Tämän jälkeen kuvaaja on kuitenkin lähtenyt molemmilla

jälleen nousuun, Ruotsissa huomattavasti jyrkemmin mitä Suomessa. Stenborg ja muut (2021, s. 11) toteavat analyysissään, että Suomen BKT on jäänyt jälkeen verrattavien maiden, kuten esimerkiksi Ruotsin kehityksestä. Tähän syinä ovat esimerkiksi hidas tuottavuuskasvu ja alhainen työllisyysaste. Myös Suomen julkisen velan suhde bruttokansantuotteeseen on jatkanut kasvuaan koronakriisin jälkeen samalla kun muiden maiden velkasuhteet vakaantuvat tai alenevat. Stenborgin ja muiden (2021, s. 11) mukaan Suomen BKT:n arvioidaan kasvavan vuosina 2019–2030 noin 10 prosenttia, kun taas Ruotsin kasvun arvioidaan olevan samalla ajanjaksolla yli 20 prosenttia. Ruotsin julkisen talouden velkasuhteen arvioidaan pysyvän noin 40 prosentissa ja samaan aikaan Suomessa suhde on tällä hetkellä yli 70 prosenttia ja kasvu on jatkuvaa. Myös Pohjola (2021, s. 1) toteaa, että Suomen talouskasvu ja bruttokansantuote on jäänyt muista maista jälkeen ja 2010-luku on ollut Suomen kasvuhistorian kolmanneksi heikoin.

Sekä Suomi että Ruotsi ovat kehittyneitä talouksia, joilla on korkea elintaso, vahvat sosiaaliturvajärjestelmät ja kehittynyt teollisuussektori. Maiden BKT:n vertailu on mahdollista, vaikka taloudet ja asukasluvut ovat eri kokoisia. Ruotsin kokonaistalous on kuitenkin monipuolisempi suuremman väestöpohjan ja laajemman teollisuussektorin vuoksi. Ruotsi johtaa Suomea myös teknologiassa sekä digitaalisuudessa, mutta tämä ei näy merkittävästi bruttokansantuotetta tarkastellessa (Tilastokeskus, 2024b).

Vaikka vertailu bruttokansantuotteen avulla on mahdollista, ei se kerro kaikkea elintasosta. Tarkastelun ulkopuolelle jäävät esimerkiksi terveydenhuollon laatu, koulutuksen saatavuus ja ympäristön laatu. Molemmat maat sijoittuvat korkealle kaikissa hyvinvointia ja taloutta mittaavissa mittareissa, joka heijastaa niiden korkeaa elintasoja ja vahvaa sosiaalista turvaverkkoa. Makrovakauseräpolitiikalla ja sen välineillä ei voida suoraan vaikuttaa bruttokansantuotteen kehitykseen, mutta useassa makrovakauseräpolitiikan mittarissa BKT on taustalla tai pohjana. Tästä syystä myös bruttokansantuotteen tarkasteleminen on oleellista tämän tutkimuksen kannalta.

#### 4.2.2 Kotitalouksien velkaantumis- ja säästämistä



**Kuvio 12.** Kotitalouksien velkaantumisaste Suomessa ja Ruotsissa 2010–2022 (OECD Data, 2024c).

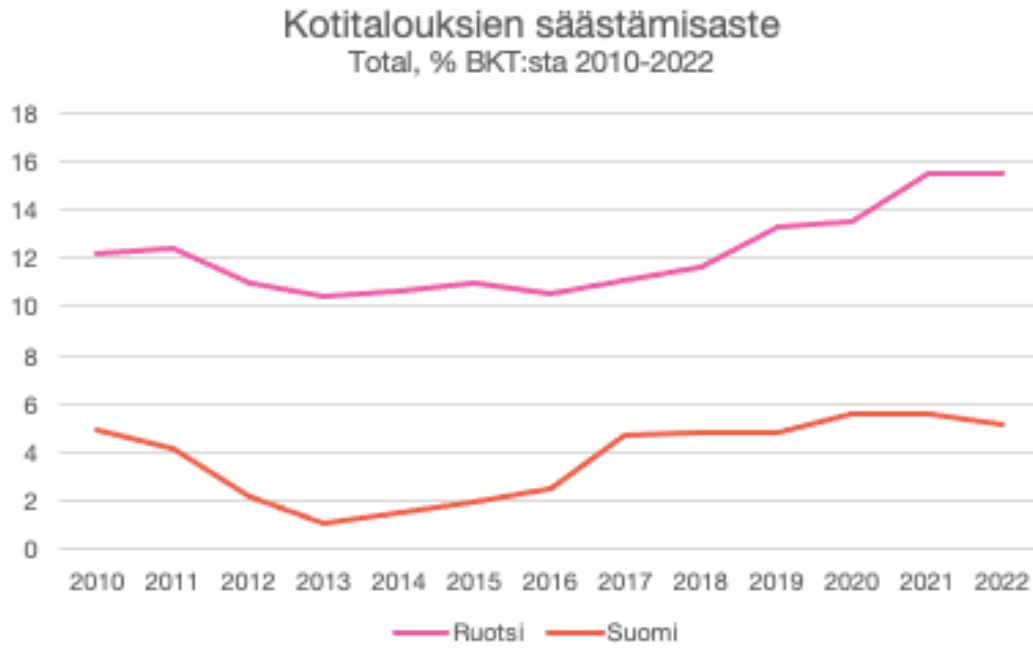
Kuvio 12 kuvaa kotitalouksien velkaantumisastetta Suomessa ja Ruotsissa ajanjaksolla 2010–2022. Kuvaajassa on käytetty kiinteitä hintoja. Molempien maiden kotitalouksien velkaantuminen on aiheuttanut huolta ja kotitalouksien velkamäärät ovat nousseet ennätyskalliseksi korkeiksi. Velkaantuneisuus on noussut molemmissa maissa koko viimeisen vuosikymmenen ja on kääntynyt ensimmäistä kertaa laskuun vasta 2022 loppupuolella. Velkaantumisaste auttaa ymmärtämään kotitalouksien taloudellista haavoittuvuutta sekä kulutuksen kestävyyttä. Korkealle nousseet velkaantumisasteet heijastavat asuntomarkkinoiden kehitystä, luotonannon muutoksia sekä kulttuurillisia asenteita velkaantumisesta kohtaan. Pitkään jatkuneet matalat korot, asuntojen hintojen nousu sekä halukkuus investoida asumiseen ovat nostaneet velkaantumisasteet historiallisen korkeiksi (VM, 2023b, s. 8). Ruotsissa velkaantumisaste on aina ollut korkeampi kuin Suomessa, ja tämä nähdään kuviosta 12. Viime vuosien kasvanut velkaantumisaste aiheutuu Ruotsin kuumenevista asuntomarkkinoista sekä lainojen pitkistä takaisinmaksuajoista, jotka ovat aiheuttaneet huolta sekä Ruotsin keskuspankin ja viranomaisten että muiden maiden ja kansainvälisten organisaatioiden puolesta.

Ruotsin keskuspankin Riksbankenin mukaan kohonnut velkaantumisaste on yksi maan talouden isoimmista haavoittuvuuksista.

Svensson (2019) on tutkinut Ruotsin asuntojen hintoja ja kotitalouksien velkaantumista makrovakauspolitiikan kannalta. Hänen tutkimuksensa tulos on vastoin edellä mainittua ja hänen mukaansa kotitalouksien voimakas velkaantuminen ei vaikuta uhkaavasti makrovakauteen. Tutkimuksen mukaan velkaantuminen ei uhkaa rahoitusvakautta, sillä lainakatto on asetettu uusille lainanottajille 85 prosenttiin ja lainanottajilla on keskimäärin hyvä ja ajan mittaan kasvava velanhoitokyky. Myös kotitalouksien resilienssi asuntojen hintahäiriöille ja korkojen nousulle on korkea (Svensson, 2019, s. 24). Svenssonin toisessa tutkimuksessa (2018) mainitaan, että Ruotsin Finansinspektionen (FI) ei pidä kotitalouksien velkaantumista makrovakaudellisena uhkana, mutta se aiheuttaa hieman kohonneen riskin. Syyt tähän ovat yhtenäiset myöhemmän (2019) tutkimuksen kanssa. Lisäksi ruotsalaisten asuntolainayhtiöiden katsotaan olevan vahvoja sietämään luottotappioita hyvien pääomapuskureiden ansiosta (Svensson, 2018, s. 113).

Historian aikana suurimmat rahoituskriisit ovat osittain aiheutuneet liiallisesta luotonannosta ja kuumentuneista asuntomarkkinoista, joten Svenssonin (2018; 2019) tutkimukset sotivat tätä vastaan. Svensson (2018, s. 114 ja 2019, s. 1) sekä Ruotsin FI mainitsevat, että makrovakaudellisen riskin toteutuminen sekä syventyminen esimerkiksi finanssikriisin aikaan ei johtunut kotitalouksien velkaantumisesta itsessään vaan kulutuksen vähentämisestä yhdessä lisääntyneen lainanannon kanssa. Kaiken kaikkiaan tutkimukset ja kirjallisuus tukevat väitettä, että kotitalouksien velkaantuminen altistaa kotitaloudet haavoittuvuuksille, jos elintaso muuttuu, korkotasoa nousee tai inflaatio kiihtyy. Nousevat elinkustannukset voivat häiritä lainanhoitoa ja aiheuttaa näin luottotappioita rahoituslaitoksille. Rahoituslaitosten luottotappiot puolestaan aiheuttavat epävarmuutta markkinoille ja tämä voi vähentää kulutusta merkittävästi. Kulutuksen vähentäminen puolestaan voi vaikuttaa negatiivisesti talouteen. Yhteenvetona voidaan todeta, että kotitalouksien velkaantuminen nähdään riskinä makrovakaudelle ja sitä tulee säädellä erinäisillä kysyntäperusteisilla

makrovakausvälineillä, kuten laina- tai velkakatolla. Myös kulutuksen tukeminen on tärkeää heikossa taloustilanteessa.



**Kuvio 13.** Kotitalouksien säästämisaste Suomessa ja Ruotsissa 2010–2022 (OECD Data, 2024j).

Kuvio 13 esittää Suomen ja Ruotsin säästämisasteen kehityksen kiinteillä hinnoilla vuosina 2010–2022. Säästämisasteella tarkoitetaan käytettävissä olevan tulon ja kulutusmenojen erotusta. Mikäli säästämisaste on positiivinen, on kotitalouksien käytettävissä oleva tulo suurempi kuin kotitalouksien kulutusmenot (OECD, 2024j). Säästämisaste on siis kotitalouksien säästöjen osuus käytettävissä olevasta tulosta. Kuvion 13 säästämisaste vastaa nettosäästöä eli säästöastetta, joka on vähennysten jälkeen kuvattu prosentteina bruttokansantuotteesta.

Kuviosta 13 ilmenee, että Suomen ja Ruotsin säästämisasteessa on eroja. Ruotsalaisten kotitalouksien säästämisaste on suhteessa korkeampi kuin suomalaisten. Molempien maiden kuvaajista on nähtävissä myös yhtäläisyyksiä. Säästämisasteet nousivat vuosina 2015–2021, jonka jälkeen tilanne on pysynyt samana tai kääntynyt hieman laskuun. Säästämisasteen laskua voidaan selittää muun muassa parantuneilla tulevaisuuden näkymillä. Tällöin kotitaloudet uskaltavat kuluttaa enemmän, jonka seurauksena

säästämisaste laskee. Säästämisasteen nousua puolestaan voidaan selittää esimerkiksi kasvaneilla koroilla, inflaatiolla ja epävarmalla taloustilanteella. Tällöin kotitaloudet eivät välttämättä uskalla kuluttaa ja päätyvät säästämään suuremman osan tuloistaan pahan päivän varalle.

Suomen ja Ruotsin säästämisasteen eroja selittävät esimerkiksi erilaiset talouspolitiikat, kulttuuritekijät, tulonjako ja sosiaaliturvajärjestelmät. Molempien maiden korkea elintaso ja suhteellisen tasainen tulonjako vaikuttaa kotitalouksien kykyyn säästää. Ruotsin korkeampi bruttokansantuote sekä kotitalouksien korkeampi varallisuus voivat vaikuttaa siihen, että ruotsalaisilla kotitalouksilla on paremman edellytykset säästää (ks. Kuvio 11). Myös asuntomarkkinat vaikuttavat voimakkaasti kotitalouksien säästämiseen. Korkeat asuntojen hinnat voivat alentaa kotitalouksien kykyä säästää, sillä asumismenot ja laina vievät suuremman osan tuloista kuin mitä matalampien hintojen aikaan.

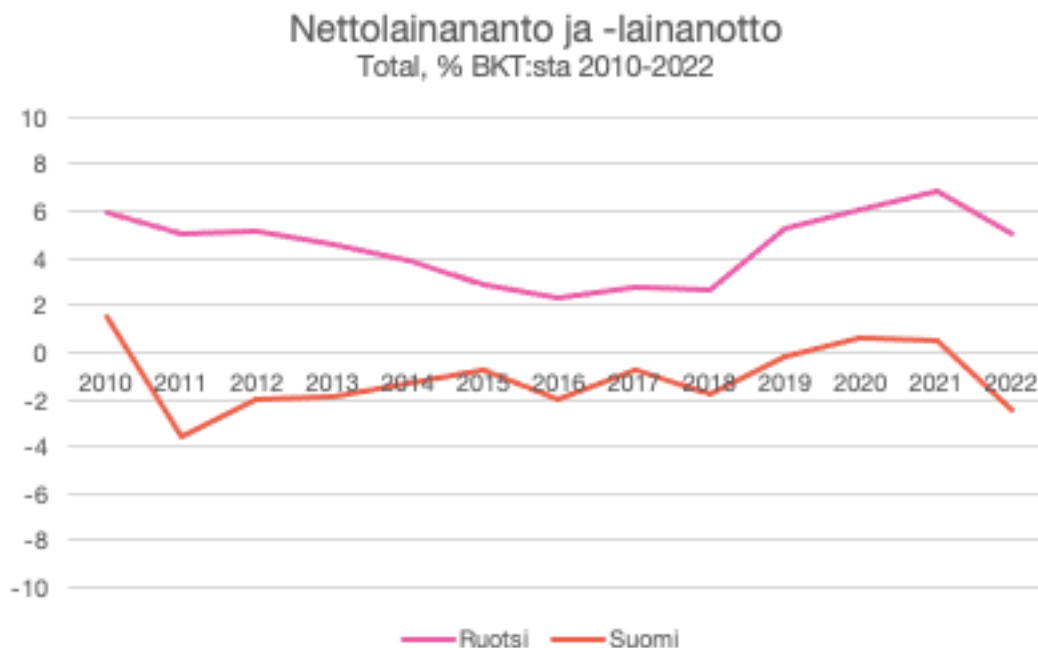
Svensson (2019, s. 19) on maininnut tutkimuksessaan, että ruotsalaisten kotitalouksien velkaantuminen on kasvanut, mutta samalla myös kotitalouksien tulot sekä varallisuus (esimerkiksi sijoitusasunnot) ovat lisääntyneet. Jos varallisuus kasvaa samalla velkaantumisen kanssa, voidaan velkaantuminen nähdä varallisuuden lisääntymisenä. Tällöin kotitalouksien velka ei aiheuta niin suurta huolta, sillä velan lisäksi kotitalouksilla on myös varallisuutta. Ruotsin korkeampi säästämisaste myös tukee väitettä, että ruotsalaisilla on enemmän mahdollisuuksia säästää sekä kuluttaa. Tämä on yksi huomio, jonka vuoksi Svensson ei ole huolissaan kotitalouksien velkaantumisesta eikä näe sitä makrovakaudeksi riskinä.

Säästämisaste on merkittävä indikaattori makrovakauseräpolitiikan kannalta katsottuna. Korkea säästämisaste voi alentaa kotitalouksien halua kuluttaa ja se puolestaan heijastuu negatiivisesti kokonaistalouteen. Makrovakauserävälineistä erityisesti kysyntäperusteisilla välineillä voidaan vaikuttaa tähän. Helpottamalla lainanottoa, kotitalouksien on helpompaa investoida ja kuluttaa, jolloin raha virtaa talouteen paremmin ja talouskasvu ei



supistu. Tässä on kuitenkin tärkeää löytää tasapaino, jotta oikeilla välineillä voidaan tehdä oikea-aikaisia muutoksia ja tukea talouspolitiikkaa.

#### 4.2.3 Nettolainananto ja -otto



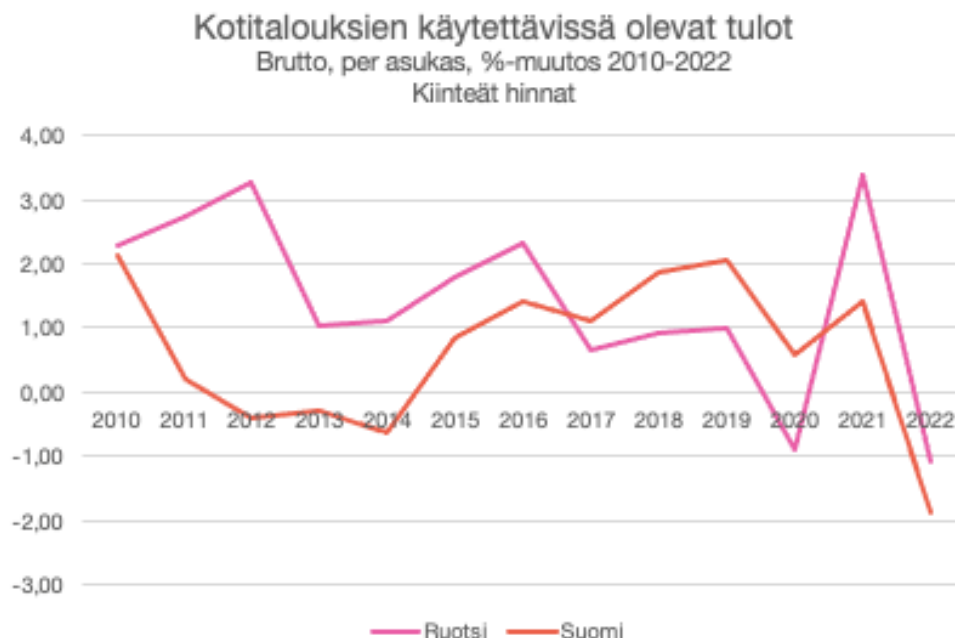
**Kuvio 14.** Nettolainananto ja -lainanotto Suomessa ja Ruotsissa 2010–2022 (OECD Data, 2024h).

Kuvio 14 kuvaa nettolainanantoa ja -ottoa prosentteina BKT:stä kiinteillä hinnoilla Suomessa ja Ruotsissa ajanjaksolla 2010–2022. Indikaattori kuvaa julkisen talouden tilaa ja hallituksen talouspolitiikan kestävyyttä. Suomen kuvaaja on ollut kuvattuna ajanjaksona nollan tuntumassa tai negatiivisena. Kokonaan negatiiviseksi Suomen kuvaaja kääntyi vuonna 2021 eli koronapandemian aikana. Ruotsin kuvaaja on puolestaan ollut koko kuvattun ajanjakson positiivinen. Negatiivinen kuvaaja tarkoittaa nettolainanottoa eli hallitus kattaa alijäämäänsä ja kuluttaa enemmän kuin tuottaa (OECD, 2024h). Suomessa tämä on ollut pitkään haasteena. Tämä ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita huonoa, sillä talouskriisien kuten koronapandemian aikana hallitus saattaa lisätä menojaan esimerkiksi työttömyysetujen ja terveydenhuollon muodossa vastatakseen kriisin aiheuttamiin haasteisiin. Pitkään jatkuneena nettolainanotto kuitenkin ei ole kannattavaa, sillä se aiheuttaa voimakasta

velkaantumista. Maita verratessa Ruotsin talous on ollut tässä indikaattorissa tarkasteltavalla ajanjaksolla paremmassa tilassa kuin Suomen. Ruotsin talous ja sen kyky ylläpitää budjettilyijäämää sekä palautua kriiseistä nopeasti on huomattavasti paremmalla tasolla kuin Suomen ja se näkyy kuviosta 14 selkeästi.

Makrovakauseräpolitiikan kannalta nettovelananto ja -otto on tärkeä indikaattori, sillä se keskittyy talouden vakauden ylläpitämiseen ja edistää talouskasvua. Makrovakauseräpolitiikalla pyritään säilyttämään rahoitusjärjestelmien vakaus, vähentämään inflaatiota ja saavuttamaan kestävä taloustilanne. Nämä ovat myös rahoitus- ja finanssipolitiikan tavoitteet, joten makrovakauserävälineillä voidaan auttaa niiden saavuttamisessa. Makrovakauserätoimilla pystytään vaikuttamaan lainanantoon ja -ottoon, joten molempien näiden seuraaminen on oleellista. Makrovakauserävälineistä sekä kysyntäperusteisilla että tarjontaperusteisilla välineillä voidaan vaikuttaa niihin. Keskeisimpiä välineitä ovat lainakatto sekä muuttuva lisäpääomavaatimus.

#### 4.2.4 Kotitalouksien tulot ja kulutus



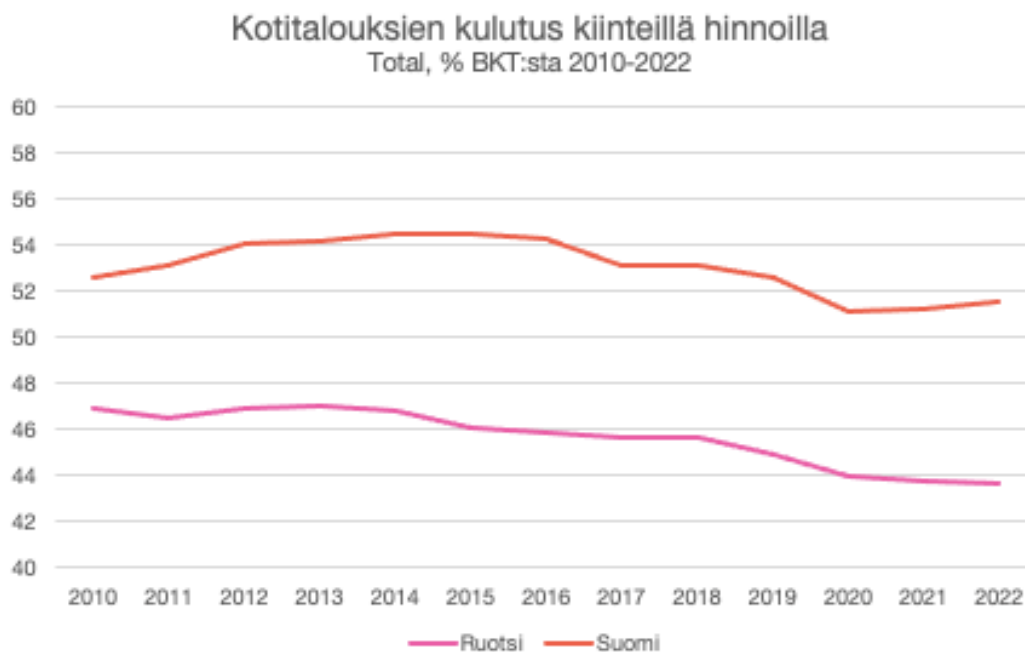
**Kuvio 15.** Kotitalouksien käytettävissä olevat tulot Suomessa ja Ruotsissa 2010–2022 (OECD Data, 2024d).

Kuvio 15 kuvaa kotitalouksien käytettävissä olevia tuloja Suomessa ja Ruotsissa ajanjaksolla 2010–2022. Kotitalouksien tulojen kehitys on ollut melko vaatimatonta koko 2010-luvun ajan. Suomessa tulojen kehitys on ollut välillä negatiivisella tasolla eli tulot ovat alentuneet kasvun sijaan. Molempien maiden kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ovat kehittyneet lähes samalla tavalla kuvatulla ajanjaksolla. Vuosina 2019–2020 tulot laskivat selvästi ja tätä voidaan selittää koronapandemialla. Seuraavan kerran voimakas lasku tapahtui 2022, kun elinkustannukset nousivat ja inflaatio kiihtyi huomattavasti yhdessä korkojen kanssa. Kotitalouksien tulot menettivät hieman ostovoimaansa ja elinkustannukset haukkasivat suuremman osan tuloista suhteessa aiempaan.

Käytettävissä olevien tulojen vertailu maiden välillä antaa hyvän tiedon maiden taloudellisesta tilanteesta ja siitä pystyy tekemään päätelmiä, minne suuntaan makrovakauseräpolitiikka kannattaa ohjata kestäväen talouskasvun ja rahoitusvakauden kannalta. Kotitalouksien tulojen jakautuminen vaikuttaa kulutukseen, säästämiseen, investointeihin ja sitä kautta myös kokonaiskysyntään. Korkeammat tulot Ruotsissa Suomeen verrattuna voivat tarkoittaa voimakkaampaa kysyntää ja talouskasvua. Ruotsalaisten korkeammat tulot voivat olla yksi tekijä myös korkeampaan säästämisasteeseen (ks. Kuvio 13). Makrovakauseräpolitiikan on tärkeää tasapainottaa kotitalouksien kokonaiskysyntää, jotta talouskasvu ja investoinnit ovat mahdollisia.

Svenssonin (2019, s. 11) tutkimuksen mukaan ruotsalaisten nimelliset käytettävissä olevat tulot ovat nousseet viimeisen kymmenen vuoden aikana noin 50 prosenttia kokonaisuudessaan. Samaan aikaan asuntolainojen korot ovat laskeneet ja nämä kaksi yhdessä ovat mahdollistaneet kotitalouksien voimakkaan lainanoton, velkaantumisen ja asuntojen hintojen nousun. Makrovakauserävälineistä etenkin laina- ja velkakatolla pystytään vaikuttamaan velkaantumisen hillitsemiseen sekä epäsuorasti myös asuntojen hintakuplien syntyyn. Velanottoa hillitsemällä esimerkiksi lainakaton avulla, voidaan vaikuttaa suoraan asuntojen kysyntään sekä kotitalouksien käytettävissä oleviin varoihin ja sitä kautta ehkäistä markkinoiden ylikuumentumista. Käytettävissä olevien tulojen

seuranta antaa arvokasta tietoa markkinoiden tilanteesta ja niistä saatavaa dataa on kannattava seurata myös makrovakausvälineiden käytön kannalta.

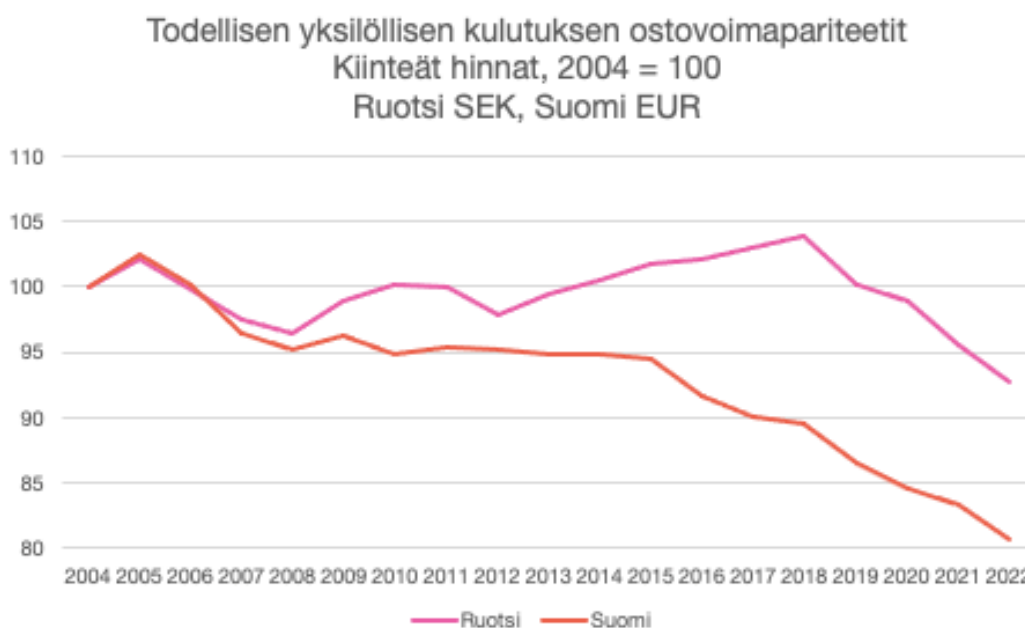


**Kuvio 16.** Kotitalouksien kulutus Suomessa ja Ruotsissa 2010–2022 (OECD Data, 2024e).

Kuvio 16 kuvaa kotitalouksien kulutusta suhteessa bruttokansantuotteeseen Suomessa ja Ruotsissa vuosina 2010–2022. Kulutuksella tarkoitetaan loppukulutusmenoja, joita kotitaloudet tekevät päivittäin esimerkiksi ruokaan, vaatteisiin, asumiseen, energiaan ja kuljetukseen (OECD, 2024e). Tavallisesti kulutus on noin 60 % bruttokansantuotteesta ja on siksi olennainen muuttuja kysynnän taloudellisessa analyysissä (OECD, 2024e). Kuvio 16 nähdään, että Suomen ja Ruotsin kotitalouksien kulutus on alle tavallisen 60 %. Ruotsin kotitalouksien alhaisempi kulutus Suomeen verrattuna voi johtua ruotsalaisten korkeammasta säästämisasteesta (ks. Kuvio 13) sekä Ruotsin kruunun heikentymisestä.

Asumiseen liittyvien rahoituskustannusten äkillinen nousu voi johtaa tilanteeseen, jossa kotitaloudet joutuvat tinkimään muusta kulutuksesta heikentyvässä suhdannetilanteessa ja tämä vahvistaa talouden laskusuhdannetta sekä lopulta heijastuu rahoituslaitosten luottosalkkujen heikentymiseen (VM, 2023b, s. 48).

Makrovakausvälineiden oikea-aikainen käyttäminen on edellytys rahoitusvakauden ylläpitämiselle. Makrovakauspoliittisilla toimilla voidaan myös vaikuttaa suhdanteiden voimakkuuteen. Esimerkiksi edellä mainittu tilanne, jossa asumiskustannukset nousevat ja kulutus vähenee merkittävästi, voivat olla lievennettävissä esimerkiksi lainakaton alentamisella. Kun kulutusta ja luotonottoa helpotetaan, virtaa talouteen enemmän rahaa ja suhdannevaihtelut lieventyvät. Jos muutoksia ei tehdä oikeaan aikaan, voi sillä olla suhdanteita voimistava vaikutus.



**Kuvio 17.** Todellisen yksilöllisen kulutuksen ostovoimapariteetit Suomessa ja Ruotsissa (OECD Data Explorer, 2024a).

Kuvio 17 esittää Suomen ja Ruotsin todellisen yksilöllisen kulutuksen ostovoimapariteetilla korjattuna. Kuviossa on käytetty perusvuotena 2004 = 100. Ostovoimapariteetit esittävät valuuttamuunnoskurseja, joilla pyritään tasoittamaan eroavaisuudet eri valuuttojen ostovoimaa eliminoimalla vertailtavien maiden väliset hintatasoerot (OECD, 2024a). Ostovoimapariteetilla korjattu todellinen kulutus antaa paremman kuvan siitä, kuinka paljon yksilöiden rahallinen kulutusvoima todella on. Luvut ovat suhteutettu maiden kansallisena valuuttana Yhdysvaltain dollariin eli Suomessa euron ja Ruotsissa kruunun. Kuvio 17 ilmenee, että yksilön todellisen kulutuksen ostovoimapariteetit eroavat toisistaan maiden välillä. Ruotsin kulutus on

tässä kuviossa korkeammalla kuin Suomen toisin kuin kuviossa 16. Eroavaisuus aiheutuu valuutasta ja ostovoimapariteetti korjauksesta. Molempien maiden yksilöiden kulutus on laskenut viime vuodet. Ruotsin yksilöiden kulutus oli korkeimmillaan vuonna 2018 ja Suomen puolestaan 2004 sekä 2015. Suomessa vuodesta 2015 alkaen yksilöiden kulutus on ollut laskusuuntaista.

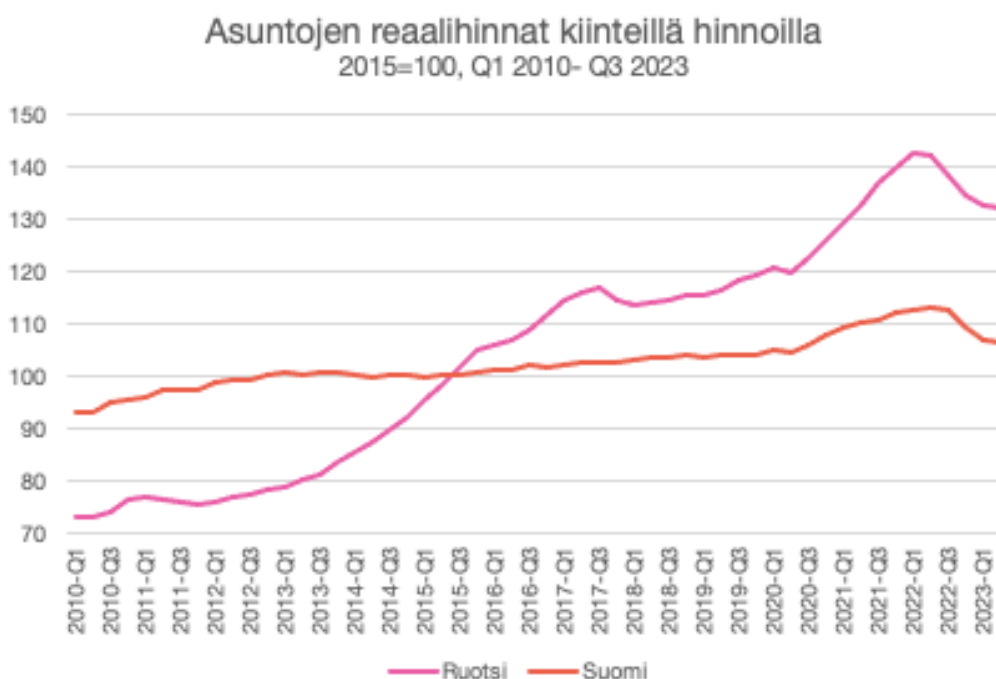
Svenssonin (2018, s. 114) mukaan yleinen kulutuksen lasku finanssikriisin aikana ja jälkeen johtui siitä, että lisääntynyt asuntolainanotto oli ennen finanssikriisiä rahoittanut kotitalouksien ylikulutusta suhteutettuna tuloihin. Tämä ilmeni esimerkiksi kokonaiskulutusbuumina ja alhaisena säästämisasteena (vastaava notkahdus on nähtävissä kuviossa 13 vuodesta 2013 alkaen). Talouskriisien aikana ylikulutus aiheuttaa kasvaneen riskin kotitalouksien taloudelle ja lainanhoitokyvylle. Svensson (2018, s. 114) pitää ratkaisevana tutkimustuloksena sitä, että kotitaloudet, jotka eivät rahoittaneet ylikulutusta asuntolainoilla eivät vähentäneet kulutusta sen enempää kuin ne kotitaloudet, jotka olivat rahoittaneet ylikulutusta asuntolainoilla. Kulutuksen lasku johtui siis asuntolainoilla rahoitetusta ylikulutuksesta, ei velkaantumisesta sinänsä.

Svensson (2018, s. 114) mainitsee myös, että kotitalouksien säästämisaste on noussut historiallisen korkealle (ks. Kuvio 13) eikä tämä sovi yhteen makrovakaudellisesti merkittävän ylikulutuksen kanssa. Hänen mukaansa myös kestokulutustavaroiden osuus kotitalouksien kulutuksesta ei ole kasvanut. Myöskään olemassa olevista mikrotietotutkimuksista ei ole näyttöä velalla rahoitetusta makrotaloudellisesti merkittävästä ylikulutuksesta. Ei siis ole näyttöä siitä, että FI:n luottojen kiristäminen vähentäisi makrotaloudellista riskiä. Kuvio 17 myös todentaa sen, että ostovoimapariteetilla korjattu todellinen kulutus on alhaisempaa mitä kiinteillä hinnoilla bruttokansantuotteeseen sidottu kulutus. Tämä siis tukee Svenssonin väitettä siitä, että ylikulutusta ei ole havaittavissa.

Myös rahoituslaitosten pääomavaatimukset ovat keino vaikuttaa välillisesti kotitalouksien kulutukseen. Tiukat pääomavaatimukset nostavat rahoituslaitosten

kynnystä antaa lainaa ja hillitsevät sitä kautta välillisesti kulutusta. Tämä toimii myös päinvastoin eli matalat pääomavaatimukset puolestaan lisäävät lainanannon herkkyyttä, ja sitä kautta lisäävät kulutuksen mahdollisuuksia kotitalouksille. Pankkeja voidaan kehottaa lisäämään vastasyklisiä puskureita hyvinä aikoina ja tätä kautta ne voivat vapauttaa pääomaa ja lisätä lainanantoa heikoissa taloustilanteissa kulutuksen tukemiseksi. Mikään makroväline ja niiden säätely ei suoranaisesti vaikuta vain kysyntään. Kaikki välineet ovat moniulotteisia ja vaikuttavat moneen talouden osa-alueeseen enemmän tai vähemmän ja ovat sen vuoksi tärkeä väline makro- ja rahoitusvakauden ylläpitämisessä.

#### 4.2.5 Asuntojen reaali hinnat



**Kuvio 18.** Asuntojen reaali hinnat Suomessa ja Ruotsissa 2010 Q1-2023 Q3 (OECD Data, 2024g).

Kuvio 18 kuvaa asuntojen reaali hintojen kehitystä vuosina 2010–2023 Suomessa ja Ruotsissa kiinteillä hinnoilla. Asuntojen hinnat sisältävät asuntojen vuokrahintaindeksit, asuntojen reaali- ja nimellishintaindeksit sekä hinta-vuokra- ja hinta-tulosuhteet. Hinnat ovat peräisin OECD:n kansantalouden tilinpidon tietokannasta ja ne ovat kausitasoitettuja. Perusvuotena kuviossa on käytetty vuotta 2015. Ruotsin asuntomarkkinoiden ylikuumeneminen sekä kotitalouksien kasvanut velkaantuneisuus

(ks. Kuvio 12) ovat huolestuttaneet viranomaisia jo pitkään. Ruotsi ja Suomi ovat molemmat saaneet ESRB:n varoituksen vuonna 2016 asuntomarkkinoihin liittyvistä kasvaneista riskeistä. Vuonna 2017 Ruotsissa pitkään jatkunut asuntojen hintojen nousu katkesi ja hinnat laskivat hetkellisesti, kunnes ne taas lähtivät uudelleen nousuun 2020. Koska Suomen ja Ruotsin taloudet ovat vahvasti integroituneet toisiinsa rahoituslaitosten kautta, voi Ruotsin asuntomarkkinoiden ylikuumentuminen levitä myös Suomeen. Suomessa tilanne ei ole ollut niin kriittinen ja nousujohteinen mitä Ruotsissa, mutta maiden hintakuvaajat ovat vuodesta 2020 alkaen mukailleet toisiaan. Molempien maiden asuntojen hinnat ovat kääntyneet laskuun 2022 kysynnän vähentyessä korkojen nousun ja elinkustannusten nousun vuoksi.

Svenssonin (2019) tutkimuksessa on tarkasteltu asuntojen hintoja Ruotsissa ja etenkin Tukholmassa makrovakauden kannalta. Svenssonin (2019, s. 10) mukaan Ruotsin asuntomarkkinoilla suurimmat ongelmat ovat rakenteellisia. Kasvava asuntojen kysyntä ja tarve eivät kohtaa, joka johtaa siihen, että asuntojen hinnat sekä kotitalouksien velkaantuminen kasvavat. Ensimmäinen rakenteellinen vääristymä on siis asuntojen riittämätön tarjonta suhteessa kysyntään. Jatkuva ylikysyntä kuumentaa asuntomarkkinoita ja nostaa hintoja voimakkaasti. Toinen rakenteellinen vääristymä Ruotsissa on kiinteistöveron alentaminen omistusasumisen yhteydessä. Vero sisällytettiin asuntojen hintoihin ja aiheutti hintojen nousemisen entisestään.

Ruotsin asuntomarkkinat poikkeavat monesta muusta, sillä yleisesti Svenssonin (2019, s. 10) mukaan kiinteistövero johtaa siihen, että korkeat asuntojen hinnat lisäävät rakentamista ja sitä kautta asuntokantaa. Tällöin vero on tehoton, sillä asuntokanta on liian suuri. Ruotsissa on kuitenkin edellä mainittu ensimmäinen rakenteellinen ongelma eli asuntoja on tarjolla liian vähän. Tämä tarkoittaa, että asuntojen yleisestä ylitarjontaa ja tästä syystä riski hintojen alenemisesta ei ole relevantti Ruotsissa (Svensson 2019, s. 10). Suomessa tilanne on ollut päinvastainen, sillä hieman ennen 2020-lukua uudisrakentaminen oli kovassa nousussa Suomessa ja etenkin pienistä asunnoista syntyi ylitarjontaa ja niiden hinnat laskivat. Tilastokeskuksen (2022) mukaan



uudisrakentaminen on viimeisen parin vuoden aikana rauhoittunut ja uusia rakennuslupia on myönnetty ennätyskellisen vähän. Markkinatilanne alkaa siis hieman tasoittumaan ja hinnat palautumaan keskimääräiselle tasolle.

Makrovakauden kannalta asuntojen reaalihintoja voidaan pitää yhtenä keskeisimpänä indikaattorina talouden ylikuumenemiselle. Hintojen nousu voi johtaa velkaantuneisuuden nousuun, sillä kotitaloudet joutuvat ottamaan entistä suurempia lainoja kattaakseen asumiskulut. Asuntojen hintojen säätelemiseen voidaan hyödyntää makrovakausvälineistä esimerkiksi lainakattoja sekä muuttaa pankkien luotonantokriteereitä. Lainakattoa säätelemällä voidaan vaikuttaa annettavan lainanmäärään ja sitä kautta välillisesti vaikuttaa kysyntään.

#### **4.2.6 Yhteenveto**

Suomen ja Ruotsin talouden indikaattorit eroavat toisistaan selvästi lukujen puolesta, vaikka kuvaajien mallit mukailevat toisiaan. Kotitalouksien velkaantuminen, kulutus ja säästäminen ovat Ruotsissa korkeammalla tasolla verrattuna Suomeen. Myös Ruotsin talouskasvu on ollut ja tulee olemaan voimakkaampaa kuin Suomessa. Ruotsin korkeampaa velkaantumisen- ja säästämisastetta voidaan selittää kotitalouksien korkeammalla varallisuudella, kuumementuneilla asuntomarkkinoilla sekä pitkillä lainojen takaisinmaksuajoilla.

Vaikka velkaantuminen on noussut molemmissa maissa ennätyskellisen korkealle, ei Svensson (2019) ole kuitenkaan huolissaan sen aiheuttamista makrovakaudellisista riskeistä. Hänen mukaansa ruotsalaisilla kotitalouksilla on hyvät lainanhoitoedellytykset ja rahoituslaitoksilla on erinomaiset pääomapuskurit suojaamassa niitä mahdollisilta luottotappioilta. Ruotsin korkeampi säästämisaste puolestaan kertoo kotitalouksien korkeasta varallisuudesta ja hyvästä kyvystä säästää. Säästöt tuovat turvaa heikkoon taloustilanteeseen ja mahdollistavat lainanhoidon ja mahdollisten elinkustannusten sekä korkojen nousun kattamisen ilman haavoittuvuuksia. Suomessa velkaantumisen- ja säästämisaste ovat alhaisempia kuin Ruotsissa, ja sitä voidaan selittää suomalaisten

heikommalla varallisuudella sekä heikentyneillä tulevaisuuden näkymillä. Suomessa taloustilanne sekä talouskasvu on heikentynyt ja elinkustannukset nousseet, jonka vuoksi suomalaisten kulutus ja uskallus investoida asumiseen ovat alentuneet. Tämä näkyy myös Suomen asuntojen hintojen sekä rakentamisen laskuna. Ruotsissa kotitalouksien uskallus kuluttaa ei ole alentunut yhtä paljon verrattuna Suomeen hyvän talouskasvun ansiosta.

Ruotsin asuntomarkkinat ovat olleet kuumentuneina jo pitkään ja se on aiheuttanut huolta eri viranomaisissa ympäri Eurooppaa sekä Suomessa. Ruotsin asuntomarkkinoiden kuumentumisen taustalla on asuntojen tarjonnan ja kysynnän kohtaamattomuus. Asuntoja on tarjolla liian vähän suhteessa kysyntään ja tämä on nostanut asuntojen hintoja jo pitkään. Asuntojen hintojen ollessa korkealla, ottavat kotitaloudet suurempia lainoja pidemmällä takaisinmaksuajoilla, joka altistaa kotitaloudet haavoittuvuudelle elinympäristön muuttuessa.

Sekä Suomen että Ruotsin tulisi kiinnittää huomiota makrovakaudellisissa päätöksissä kysyntäperusteisiin välineisiin sekä niiden lisäämiseen. Jotta välineet tukisivat paremmin kotitalouksien velkaantumisen estämistä, on niitä lisättävä jo olemassa olevien rinnalle. Velkakatto olisi erinomainen väline molempien maiden valikoimaan tukemaan tätä tavoitetta. Väline täydentäisi lainakattoa ja ottaisi huomioon kotitalouksien velan ja tulojen suhteen. Makrovakausvälineiden laaja valikoima, oikea-aikainen käyttäminen ja kokonaisuuden hahmottaminen on avainasemassa sen onnistumiseen.

## 5 Johtopäätökset

Tämä tutkielma tarkastelee vertailevasti Suomen ja Ruotsin makrovakauspoliitikkaa sekä kotitalouksien velkaantumista. Tavoitteena on tutkia, miten makrovakauspoliitikka ja sen välineet vaikuttavat kotitalouksien velkaantumiseen. Tämän lisäksi tutkimus vastaa kysymyksiin *Kuinka tehokkaita makrovakauspoliitiikan keinot ja välineet ovat? Mitkä ovat makrovakauspoliitiikan välineet ja tavoitteet Suomessa ja Ruotsissa? Miten maiden välineet ja kotitalouksien velkaantuminen eroavat toisistaan? Mitä muutoksia tulisi toteuttaa, jotta makrovakauspoliitikka tukisi paremmin kotitalouksien velkaantumista?* Jotta edellä mainittuihin kysymyksiin pystyttiin vastaamaan, oli ensin määriteltävä makrovakauspoliitikka sekä kotitalouksien velkaantuminen.

Makrovakauspoliitikka on suhteellisen tuore politiikan väline, jonka tavoitteena on ylläpitää rahoitusvakautta. Makrovakauspoliitikka otettiin laajemmin käyttöön globaalin finanssikriisin jälkeen, jonka vuoksi tämä tutkielma keskittyy pääsääntöisesti ajanjaksolle 2010–2023. Finanssikriisin jälkeen makrovakausrakenteita on otettu hiljalleen käyttöön maailmanlaajuisesti. Yleisesti käytetyimmät välineet ovat lainakatto sekä vastasyklinen pääomapuskuri eli muuttuva lisäpääomavaatimus. Ruotsissa makrovakausrakenteet ovat hyvin samankaltaiset kuin Suomessakin. Tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että vaikka välineet ja niiden käyttö on samantyylistä molemmissa maissa, on tilanne kotitalouksien velkaantumisessa ja asuntomarkkinoilla erilainen maiden välillä.

Kirjallisuuden perusteella makrovakauspoliitiikan toimenpiteet näyttävät hillitsevän järjestelmäriskin todennäköisyyttä sekä rahoitusjärjestelmän epävakautta. Vaikka kirjallisuudessa on todettu, että makrovakausrakenteet ovat tehokkaita säätämään rahoitusvakautta ja lainanantoa, on muutokset erittäin tärkeää tehdä makrovakauspoliitiikan ja sen välineiden kannalta oikea-aikaisesti. Päätöksiä tehtäessä on huomioitava usean eri riskimittarin ja indikaattorin tilanne, jotta välineiden käyttö ja yhteensovittaminen on mahdollisimman tehokasta. Esimerkiksi Cerutti ja muut (2015) toteavat yhdessä Akinci ja Olmstead-Rumseyn (2018) kanssa, että kysyntäperusteiset välineet ovat tehokkaimpia luotonannon ollessa erityisen korkealla. Tämän perusteella

niiden käyttäminen luotonannon ollessa matalalla ei välttämättä ole kannattavaa. Alam ja muut (2015) puolestaan saavat tuloksen, jossa kysyntäperusteiset välineet voivat vaikuttaa kotitalouksien kulutukseen alentavasti, joka pahimmassa tapauksessa voimistaa suhdannevaihteluita. Tämän vuoksi on oltava tarkkana, milloin välineiden säätäminen on kannattavaa. Kokonaisuuden hahmottaminen ja oikea-aikaisuus ovat avain makrovakauspoltiikan onnistumiseen.

Kotitalouksien velkaantuminen on noussut Suomessa ja Ruotsissa viime vuosikymmenen aikana tilastollisesti ennätysellisen korkeaksi. Voimakas velkaantuminen yhdessä viime vuosina nousseiden elinkustannusten kanssa on aiheuttanut kohonneen makrovakaudeellisen riskin. Kotitalouksien asuntolainojen takaisinmaksuajat ovat pidentyneet huomattavasti, ja samalla myös lainojen koot ovat kasvaneet merkittävästi. Suuret lainat suhteessa tuloihin nostavat velkaantumisasastetta ja altistavat kotitaloudet riskeille, mikäli elinkustannukset ja korot jatkavat kasvamistaan. Suomen hallitus on joutunut tekemään muutoksia asunto- ja taloyhtiölainojen takaisinmaksuaikoihin, jotta velkaantumisen kasvua voidaan hidastaa.

Tämän vertailevan tutkimuksen perusteella Suomen ja Ruotsin taloudet sekä kotitalouksien velkaantuminen eroavat toisistaan. Suomi on jäänyt talouskasvultaan Ruotsista jälkeen, eikä Suomen talouskasvu ole ollut näin vaimeaa pitkään aikaan. Hidasta talouskasvua selittävät esimerkiksi alhainen työllisyysaste ja voimakas julkinen velkaantuminen. Vaikka makrovakauspoltiikka ei itsessään ole talouskasvua edistävä tekijä, voidaan sillä välillisesti vaikuttaa esimerkiksi kotitalouksien kulutukseen sekä rahoituslaitosten lainanmyöntämisen herkkyyteen. Kulutusta tukemalla esimerkiksi lainanottoa helpottamalla mahdollistetaan talouskasvun jatkuvuus eikä voimisteta jo ennestään heikkoa suhdannetilannetta.

Vertailevan analyysin pohjalta voidaan todeta, että Ruotsi on indikaattoreissa korkeammalla myös velkaantumis- ja säästämisasteessa. Ruotsin korkeampaa velkaantumisasastetta selittävät kuumentuneet asuntomarkkinat sekä pitkät lainojen

takaisinmaksuajat. Suomessa velkaantumisaste on kääntynyt laskuun ja syynä voidaan pitää heikkoa taloustilannetta, epäluottamusta markkinoihin sekä kasvaneita elinkustannuksia. Ruotsalaiset ovat suomalaisiin verrattuna keskimäärin varakkaampia ja tämä näkyy korkeammassa säästämisasteessa sekä ostovoimapariteetilla korjatussa todellisessa kulutuksessa.

Tutkimuksessa on sivuttu Svenssonin (2018 ja 2019) tutkimuksia ja niiden tulosten perusteella Svensson ei ole huolissaan ruotsalaisten korkeasta velkaantumisesta tai nousseista asuntojen hinnoista makrovakauden kannalta. Syynä tähän hän näkee kotitalouksien hyvän lainanhoitokyvyn, korkean varallisuuden sekä asuntolainayhtiöiden vahvuuden sietää luottotappioita erinomaisten pääomapuskureiden ansiosta. Svenssonin tulos on ristiriidassa muuhun olemassa olevaan tutkimustietoon ja kansainvälisten organisaatioiden kuten ESRB:n raportteihin. Myös tämän tutkimuksen perusteella Ruotsin ylikuumentuneet asuntomarkkinat yhdessä korkeaksi kasvaneen velkaantuneisuuden kanssa aiheuttavat makrovakaudellisen riskin. Tulos ei ole linjassa Svenssonin (2019) tuloksen kanssa.

Tämän tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että makrovakauseräpolitiikalla voidaan ehkäistä ja hillitä kotitalouksien velkaantumista. Jotta tässä onnistutaan, tulee Suomen ja Ruotsin sekä koko EU:n yhteisiä välinesuosituksia päivittää. Yhtenäisillä välineillä Pohjoismaiden sekä EU:n jäsenmaiden riskinhallintakyky kehittyä ja pankkikriisien siirtyminen maasta toiseen on mahdollista estää. Analyysin pohjalta voidaan ehdottaa kysyntäperusteisista välineistä velkakaton käyttöön ottamista täydentämään jo olemassa olevaa lainakattoa. Velkakaton lisääminen välineistöön tukee makrovakauseräpolitiikan kykyä ennaltaehkäistä kotitalouksien velkaantumista.

Koska tässä tutkimuksessa keskityttiin Suomen ja Ruotsin vertailuun makrovakauseräpolitiikan ja kotitalouksien velkaantumisen kannalta, olisi jatkotutkimusta mielenkiintoista tehdä laajentamalla tutkimusta muihin maihin tai tarkastella esimerkiksi EU-tasolla. Tämä tarjoaisi laajemman näkemyksen siitä, miten erilaiset

politiikkatoimenpiteet vaikuttavat velkaantumiseen eri ympäristöissä. EU-tasoinen vertailu myös mahdollistaisi tarkemman perehtymisen siihen, millä tavoin EU:n yhteistä makrovakaussäilymistä kannattaa päivittää tukemaan kaikkien jäsenmaiden omia ja yhteisiä tarpeita.

## Lähteet

- Ahoniemi, K. & Putkuri, H. (2023). *Asuntojen hinnat laskussa – miksi ja mihin kaikkeen se voi vaikuttaa?*. Euro ja Talous 4/2023. Suomen Pankki. Noudettu 25.1.2024 osoitteesta <https://www.eurojatalous.fi/fi/2023/artikkelit/asuntojen-hinnat-laskussa-miksi-ja-mihin-kaikeeseen-se-voi-vaikuttaa/>
- Akinci, O. & Olmstead-Rumsey, J. (2018). *How effective are macroprudential policies? An empirical investigation*. Journal of Financial Intermediation 33, 33-57.
- Alam, Z., Alter, A., Eiseman, J., Gelos, G., Kang, H., Narita, M., Nier, E. & Wang, N. (2019). *Digging deeper — Evidence on the effects of macroprudential policies from a new database* IMF WP/19/66). International Monetary Fund.
- Ampudia, M., Farkas M., Lo Duca, M., Pérez-Quirós, G., Pirovano, M., Rünstler, G. & Tereanu, E. (5/2021). *On the effectiveness of macroprudential policy*. ECB Working Paper Series No 2559. Noudettu 15.12.2023 osoitteesta <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2559~15125406fd.en.pdf>
- Asplund, T. (2022). *Velkaantumisen riskejä ehkäisevät välineet yleistyvät Euroopassa*. Euro ja Talous 5/2022. Suomen Pankki. Noudettu 12.2.2024 osoitteesta <https://www.eurojatalous.fi/fi/2022/1/velkaantumisen-riskeja-ehkaisevat-valineet-yleistyvat-euroopassa/>
- Asplund, T. & Topi, J. (2022). *Makrovakaustavälineistöä tulisi täydentää Suomessa ja Euroopassa*. Euro & Talous 5/2022. Suomen Pankki. Noudettu 5.2.2024 osoitteesta <https://www.eurojatalous.fi/fi/2022/1/makrovakaustavaleistoatulisitaydentaa-suomessa-ja-euroopassa/>
- Bank of International Settlements (BIS). (2011). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems – revised version June 2011*. Basel Committee on Banking Supervision. Noudettu 5.1.2024 osoitteesta <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>
- Bank of International Settlements (BIS). (2023). *Basel III: international regulatory framework for banks*. Noudettu 20.12.2023 osoitteesta <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

- Belkhir, M., Ben Naceur, S., Candelon, B. & Wijnandts, J. (2020). *Macroprudential Policies, Economic Growth, and Banking Crises*. IMF WP/20/65. International Monetary Fund.
- Biljanovska, N. & Chen, S. (2023). *Differential Effects of Macroprudential Policy*. IMF WP/23/43. International Monetary Fund.
- Billborn, J. & Farelus, D. (2016). *Macroprudential policy in the Nordic-Baltic are*. Penning och valutapolitik. 2016:1. Svenska Riksbank.
- Björklund, N., Järvenpää, M., Kauko, K., Koponen, H., Putkuri, H. & Vauhkonen, J. (2023). *Makrovakausraportti 2/2023. Suomen Pankin selvitykset ja raportoinnit*. Suomen Pankki ja Finanssivalvonta. Noudettu 20.12.2023 osoitteesta [https://publications.bof.fi/bitstream/handle/10024/53211/02\\_2023\\_Makrovakausraportti\\_SANITOITU.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://publications.bof.fi/bitstream/handle/10024/53211/02_2023_Makrovakausraportti_SANITOITU.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- Cerutti, E., Claessens, S. & Laeven, L. (2015). *The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence*. Journal of Financial Stability 28, 203-224. Noudettu 12.1.2024 osoitteesta <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1561.pdf>
- Eduskunta. (2023). *Kotitalouksien velkaantumisen rajoittaminen. HE 101/2022 tiivistys ja tietopaketti*. Eduskunnan kirjasto.
- Euroopan keskuspankki (EKP). (2023a). *Macroprudential Bulletin*. Noudettu 29.11.2023 osoitteesta [https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macroprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202307\\_01~ef3b5994fb.fi.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macroprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202307_01~ef3b5994fb.fi.html)
- Euroopan keskuspankki (EKP). (2023b). *Rahoitusvakaus ja makrovakauseräpolitiikka*. Noudettu 29.11.2023 osoitteesta <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.fi.html>
- European Central Bank (ECB). (2016). *Macroprudential Bulletin*. Issue 1/2016. Noudettu 13.10.2023 osoitteesta <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mpbu/ecbmpbu201603.en.pdf?98650569ad9f9f1964376df88e5d4b2e>



- European Systemic Risk Board (ESRB). (2022). *ESRB issues new warnings and recommendations on medium-term residential real estate vulnerabilities*. Julkaistu 11. Helmikuuta 2022. Noudettu 21.12.2023 osoitteesta <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2022/html/esrb.pr220211~9393d5e991.en.html>
- European Systemic Risk Board (ESRB). (2022). *Review of the EU Macroprudential Framework for Banking Sector, March 2022*. European System of Financial Supervision. Noudettu 5.2.2024 osoitteesta <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.reviewmacropruframework.220331~65e86a81aa.en.pdf?bfc4a41f94ce2a016dbdfb6958eff83e>
- Finanssinspektionen. (2024). *Countercyclical capital buffer*. Noudettu 10.1.2024 osoitteesta <https://www.fi.se/en/financial-stability/countercyclical-capital-buffer/>
- Finanssivalvonta FIN-FSA. (2022a). *Kuvaukset makrovakaussäilytyksistä*. Noudettu 10.1.2024 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/markkinoiden-vakaus/makrovakaus/kuvaus-makrovakaussäilytyksista/>
- Finanssivalvonta FIN-FSA. (2022b). *Makrovakaussäilytykset*. Noudettu 20.12.2023 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/markkinoiden-vakaus/makrovakaus/makrovakaussäilytykset/>
- Finanssivalvonta FIN-FSA. (2023a). *Finanssivalvonnan johtokunnan päätös makrovakaussäilytyksien soveltamisesta*. FIVA/2023/1853. Noudettu 10.1.2024 osoitteesta [https://www.finanssivalvonta.fi/contentassets/8237b00f23e94708b8558e317dec712d/mv\\_20122023/jk\\_paatos\\_makrovakaussäilytykset\\_q4\\_fi.pdf](https://www.finanssivalvonta.fi/contentassets/8237b00f23e94708b8558e317dec712d/mv_20122023/jk_paatos_makrovakaussäilytykset_q4_fi.pdf)
- Finanssivalvonta FIN-FSA. (2023b). *Makrovakauspäätös: Luottolaitoksille asetetaan järjestelmäriskipuskurivaatimus, lainakatto säilytetään aiemmalla tasolla*. Noudettu 5.4.2024 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/lehdistotiedotteet/2023/makrovakauspäätös-luottolaitoksille-asetetaan-järjestelmäriskipuskurivaatimus-lainakatto-säilytetään-aiemmalla-tasolla/>

- Fox, J. (2013). *What We've Learned from the Financial Crisis*. Harvard Business Review. Noudettu 22.12.2023 osoitteesta <https://hbr.org/2013/11/what-weve-learned-from-the-financial-crisis>
- Gros, D., Langfield, S., Pagano, M. & Schoenmaker, D. (2014). *Allocating Macro-Prudential Powers*. European Systemic Risk Board: Advisory Scientific Committee Reports 2014/5. Noudettu 29.11.2023 osoitteesta [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3723326](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3723326)
- HE 101/2022 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle kotitalouksien velkaantumista rajoittavaksi lainsäädännöksi.
- HE 39/2014. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi luottolaitostoiminnasta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.
- International Business Machines Corporation (IBM). (2021). *Basel III summary*. IBM Banking and Financial Markets Data Warehouse. Noudettu 20.12.2023 osoitteesta <https://www.ibm.com/docs/en/bfmdw/8.8?topic=accord-basel-iii-summary>
- Kiander, J. (2001). *1990-luvun talouskriisi: Suomen Akatemian tutkimusohjelma: Laman opetukset. Suomen 1990-luvun kriisin syyt ja seuraukset*. Noudettu 11.4.2024 osoitteesta <https://urn.fi/URN:NBN:fi-fe2018042618680>
- Koskinen, K. & Voutilainen, V. (2023). *Taloyhtiölainojen riskit kasvavat – sääntelyuudistukset rajoittavat yhtiölainojen käyttöä jatkossa*. Euro & Talous 4/2023. Suomen Pankki. Noudettu 29.1.2024 osoitteesta <https://www.eurojatalous.fi/fi/2023/1/taloyhtiolainojen-riskit-kasvavat-saantelyuudistukset-rajoittavat-yhtiolainojen-kayttoa-jatkossa/>
- Laakkonen, H., Koskinen, K., Putkuri, H. & Tölä, E. (2018). *Ruotsin asuntomarkkinoiden riskit myös muiden Pohjoismaiden huolena*. Euro & Talous 4/2018. Suomen Pankki. Noudettu 19.2.2024 osoitteesta <https://www.eurojatalous.fi/fi/2018/artikkelit/ruotsin-asuntomarkkinoiden-riskit-myos-muiden-pohjoismaiden-huolena/>

- Nakamura, F. (2023). *Household Debt and Borrower-based Measures in Finland: Insights from a Heterogeneous Agent Model*. Working Papers WP/23/262, International Monetary Fund.
- OECD. (2024a). *Annual Purchasing Power Parities and exchange rates*. OECD Data Explorer. Noudettu 5.4.2024 osoitteesta [https://data-explorer.oecd.org/vis?tm=Annual%20PPP&pg=0&hc\[Frequency%20of%20observation\]=Annual&snb=72&df\[ds\]=dsDisseminateFinalDMZ&df\[id\]=DSD\\_NAMAIN10%40DF\\_TABLE4&df\[ag\]=OECD.SDD.NAD&df\[vs\]=1.0&pd=%2C&dq=A.....&to\[TIME\\_PERIOD\]=false](https://data-explorer.oecd.org/vis?tm=Annual%20PPP&pg=0&hc[Frequency%20of%20observation]=Annual&snb=72&df[ds]=dsDisseminateFinalDMZ&df[id]=DSD_NAMAIN10%40DF_TABLE4&df[ag]=OECD.SDD.NAD&df[vs]=1.0&pd=%2C&dq=A.....&to[TIME_PERIOD]=false)
- OECD. (2024b). *Gross domestic product (GDP) (indicator)*. Noudettu 7.2.2024 osoitteesta doi: 10.1787/dc2f7aec-en
- OECD. (2024c). *Household debt (indicator)*. Noudettu 2.2.2024 osoitteesta doi: 10.1787/f03b6469-en
- OECD. (2024d). *Household disposable income (indicator)*. Noudettu 7.2.2024 osoitteesta doi: 10.1787/dd50eddd-en
- OECD. (2024e). *Household spending (indicator)*. Noudettu 7.2.2024 osoitteesta doi: 10.1787/b5f46047-en
- OECD. (2024f). *Housing dynamics are a key component of economic stability*. Housing project. OECD Analytical Database. Noudettu 20.1.2024 osoitteesta <https://www.oecd.org/housing/policy-toolkit/data-dashboard/enhancing-resilience/>
- OECD (2024g), *Housing prices (indicator)*. Noudettu 9.2.2024 osoitteesta doi: 10.1787/63008438-en
- OECD. (2024h). *Net lending/borrowing by sector (indicator)*. Noudettu 5.2.2024 osoitteesta doi: 10.1787/693a515e-en
- OECD (2024i). *Quarterly GDP and components – expenditure approach, national currency*. OECD Data Explorer. Noudettu 4.4.2024 osoitteesta [https://data-explorer.oecd.org/vis?tm=Quarterly%20GDP%20and%20components%20&pg=0&hc\[Frequency%20of%20observation\]=Quarterly&snb=18&df\[ds\]=dsDisseminateFinalDMZ&df\[id\]=DSD\\_NAMAIN1%40DF\\_QNA\\_EXPENDITURE\\_NATIO\\_CURR](https://data-explorer.oecd.org/vis?tm=Quarterly%20GDP%20and%20components%20&pg=0&hc[Frequency%20of%20observation]=Quarterly&snb=18&df[ds]=dsDisseminateFinalDMZ&df[id]=DSD_NAMAIN1%40DF_QNA_EXPENDITURE_NATIO_CURR)

- &df[ag]=OECD.SDD.NAD&df[vs]=1.0&pd=%2C&dq=Q.....&to[TIME\_PERIOD]  
=false
- OECD (2024j), *Saving rate (indicator)*. Noudettu 5.2.2024 osoitteesta doi:  
10.1787/ff2e64d4-en
- Pohjola, M. (2021). *Tuottavuus, rakennemuutos ja talouskasvu*. Taustaraportti.  
Talouspolitiikan arviointineuvosto. Noudettu 5.4.2024 osoitteesta  
<https://www.talouspolitiikanarviointineuvosto.fi/wp-content/uploads/2022/01/Pohjola-2022.pdf>
- Rakennusalan suhdanneryhmä (RAKSU). (2023). *Rakentaminen 2023–2024*.  
Valtiovarainministeriön julkaisuja 2023:61. Noudettu 5.4.2024 osoitteesta  
[https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/165120/VM\\_2023\\_61.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/165120/VM_2023_61.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- Schandlbauer, A., Witting, C. & Özlem Dursun-de Neef, H. (2023). *Countercyclical capital buffers and credit supply: Evidence from the COVID-19 crisis*. Journal of Banking and Finance. Volume 154. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2023.106930>
- Stenborg, M., Ahola, I., Palmén, O. & Pääkkönen, J. (2021). *Talouskasvun edellytykset tulevaisuudessa – lähtökohdat, suunnat ja ratkaisut*. Valtiovarainministeriön julkaisuja 2021:6. Noudettu 5.4.2024 osoitteesta  
[https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/162830/VM\\_2021\\_6.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/162830/VM_2021_6.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- Suomen Pankki. (2023a). *Finanssivalvonnan johtajan esitys makrovälineiden käytöstä SP/2023/200*. Finanssivalvonta. Noudettu 6.1.2023 osoitteesta  
[https://www.suomenpankki.fi/globalassets/fi/media-ja-julkaisut/lausunnot/documents/suomen-pankin-lausunto-makrovakautta-koikevasta-paatosesityksesta\\_8-8-2023.pdf](https://www.suomenpankki.fi/globalassets/fi/media-ja-julkaisut/lausunnot/documents/suomen-pankin-lausunto-makrovakautta-koikevasta-paatosesityksesta_8-8-2023.pdf)
- Suomen Pankki. (2023b). *Finanssivalvonnan johtajan esitys makrovälineiden käytöstä SP/2023/353*. Finanssivalvonta. Noudettu 6.1.2023 osoitteesta  
[https://www.suomenpankki.fi/globalassets/fi/media-ja-julkaisut/lausunnot/documents/sp\\_lausunto\\_makrovakauspolitiikan\\_paatoksista\\_16-11-2023.pdf](https://www.suomenpankki.fi/globalassets/fi/media-ja-julkaisut/lausunnot/documents/sp_lausunto_makrovakauspolitiikan_paatoksista_16-11-2023.pdf)

- Suomen Pankki. (2023c). *Makrovakauspoliittikka*. Noudettu 29.11.2023 osoitteesta <https://www.suomenpankki.fi/fi/rahoitusvakaus/makrovakausvalvonta/makrovakauspoliittikka/>.
- Suomen Pankki. (2016). *Suomea varoitetaan kotitalouksien velasta*. Vakauservio – Rahoitusvakaus. Euro ja Talous 5/2016. Noudettu 15.2.2024 osoitteesta <https://www.eurojatalous.fi/fi/2016/5/suomea-varoitetaan-kotitalouksien-velasta/>
- Suomen Pankki. (2024). *Rahoitusjärjestelmän ylikuumenemisestä varoittavat mittarit* - Suomen Pankin tilastot. Noudettu 15.2.2024 osoitteesta [https://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot2/Dashboardit\\_ja\\_avoin\\_data/rahoituksen\\_suhdannemittarit\\_fi/](https://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot2/Dashboardit_ja_avoin_data/rahoituksen_suhdannemittarit_fi/)
- Svensson, L. (2018). *Macroprudential Policy and Household Debt: What is Wrong with Swedish Macroprudential Policy?*. Noudettu 31.3.2024 osoitteesta <https://larseosvensson.se/files/papers/macroprudential-policy-and-household-debt-what-is-wrong-with-swedish-macroprudential-policy.pdf>
- Svensson, L. (2019). *Housing Prices, Household Debt, and Macroeconomic Risk: Problems of Macroprudential Policy I*. Stockholm School of Economics.
- Tilastokeskus. (2022). *Uudisrakentaminen väheni vuonna 2022*. Rakennus- ja asuntotuotanto. Noudettu 18.3.2024 osoitteesta <https://www.stat.fi/julkaisu/clh8ou4vrtlw60buq76vo3blw>
- Tilastokeskus. (2023). *Kotitalouksien lainakanta kasvoi maltillisesti vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä*. Kansantalouden rahoitustilinpito.
- Tilastokeskus. (2024a). *Kotitalouksien tunnuslukuja, neljännesvuosittain, 2000Q1-2023Q3*. Kansantalouden rahoitustilinpito.
- Tilastokeskus. (2024b). *Miten käy digitaalisen talouden Suomi-Ruotsi-ottelussa?*. Tilastokeskuksen kokeelliset laskelmat 2023. Noudettu 22.4.2024 osoitteesta <https://www.stat.fi/tietotrendit/blogit/2024/miten-kay-digitaalisen-talouden-suomi-ruotsi-ottelussa/>
- Topi, J. (2018). *Järjestelmäriskipuskurilla voidaan suojata pankkisektorin toimintakykyä vaikeissa oloissa*. Euro ja Talous 5/2018. Suomen Pankki. Noudettu 10.1.2024

- osoitteesta <https://www.eurojatalous.fi/fi/2018/2/jarjestelmariskipuskurilla-voidaan-suojata-pankkisektorin-toimintakyky-vaikeissa-oloissa/>
- Valtiovarainministeriö. (2019). *Selvitys keinoista ehkäistä kotitalouksien liiallista velkaantumista. Työryhmän mietintö*. Valtiovarainministeriön julkaisuja 2019:56. <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-367-038-9>
- Valtiovarainministeriö. (2023a). *Korkojen viimeaikainen nousu ei näytä tuottavan suuria ongelmia kotitalouksille laajasti*. Noudettu 7.1.2024 osoitteesta <https://vm.fi/-/kotitalouksien-velkaantuminen-ja-korkojen-nousu>
- Valtiovarainministeriö. (2023b). *Kotitalouksien velkaantuminen ja korkojen nousu: Työryhmän raportti*. Valtiovarainministeriön julkaisuja 2023:34. Noudettu 29.11.2023 osoitteesta <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-367-250-5>
- Valtiovarainministeriö. (2024). *Makrovakaupolitiikka ja -valvonta*. Noudettu 10.1.2024 osoitteesta <https://vm.fi/makrovakaus>
- Voutilainen, V. (2019). *Tulosidonnainen velkakatto täydentäisi asuntolainakattoa*. Euro ja Talous 2/2019. Suomen Pankki. Noudettu 7.1.2024 osoitteesta [https://publications.bof.fi/bitstream/handle/10024/51704/ET\\_artikke\\_9.5.2019.pdf?ssequenc=1&isAllowed=y](https://publications.bof.fi/bitstream/handle/10024/51704/ET_artikke_9.5.2019.pdf?ssequenc=1&isAllowed=y)