

Takala, Kari; Kostianen, Seppo; Hämäläinen, Timo

**Working Paper**

## Kotitalouksien varallisuuden koostumus, tuotot ja verotus Suomessa vuosina 1960-89

Bank of Finland Discussion Papers, No. 13/1991

**Provided in Cooperation with:**

Bank of Finland, Helsinki

*Suggested Citation:* Takala, Kari; Kostianen, Seppo; Hämäläinen, Timo (1991) : Kotitalouksien varallisuuden koostumus, tuotot ja verotus Suomessa vuosina 1960-89, Bank of Finland Discussion Papers, No. 13/1991, ISBN 951-686-289-6, Bank of Finland, Helsinki, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:fi:bof-201808011817>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/211616>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**Kari Takala — Seppo Kostianen — Timo Hämäläinen**

Suomen Pankin kansantalouden osasto

24.7.1991

**KOTITALOUKSIEN VARALLISUUDEN KOOSTUMUS,  
TUOTOT JA VEROTUS SUOMESSA VUOSINA 1960—89**

ISBN 951-686-289-6  
ISSN 0785-3572

Suomen Pankin monistuskeskus  
Helsinki 1991

# Tiivistelmä

Kotitalouksien varallisuusportfolion muutokset määräytyvät sijoituskohteiden riskittömien veronjälkeisten tuottojen perusteella. Portfoliomuutosten tutkimista Suomessa on hankaloittanut kattavan varallisuustilinpidon puuttuminen. Varsinkaan markkinahintaisesta asunto- ja maaomaisuudesta ei ole ollut saatavilla aikasarja-aineistoa. Tämä johtuu osin siitä, että Kansantalouden tilinpito ja verotus keskittyvät lähinnä tulojen kirjaamiseen ja laiminlyövät kotitalouksien varallisuuden seurannan.

Tähän tutkimukseen on koottu aikasarjat kotitalouksien varallisuuden jakautumisesta eri sijoituskohteisiin vuosina 1960 - 89. Varallisuus on pyritty arvioimaan mahdollisimman kattavasti markkinahintaisena. Varallisuuserille on laskettu nimelliset, reaaliset ja verojenjälkeiset tuotot.

Suomessa käynnistyi 1980-luvulla varallisuusportfolion diversifioiminen, jonka seurauksena rahoitusvarallisuuden suhteellinen osuus kotitalouksien kokonaisvarallisuudesta kasvoi. Aikatalletusten ja osakkeiden portfolio-osuudet lisääntyivät selvästi. Samanaikaisesti asuntovarallisuuden osuus kotitalouksien reaali-varallisuudesta tuli entistäkin hallitsevammaksi. Keskeisimpänä syynä kotitalouksien varallisuusportfolion rakenteen muuttumiseen on ollut kotitalouksien likviditeettirajoitusten poistuminen ja sijoitusvaihtoehtojen monipuolistuminen 1980-luvulla.

Yhtenä keskeisenä ongelmana portfolioiden tuottojen arvioinnissa on ollut ettei kotitaloussektorille voida esittää yhtä yleispätevää rajaveroastetta. Verotuksen vaikutuksen arviointia tuottoihin hankaloittaa lisäksi kokonaisverorasituksen koostuminen pääomatulojen, varallisuuden ja myyntivoittojen verotuksen yhteisvaikutuksessa.

Selvityksen mukaan verotus on vääristänyt selvästi osakkeiden ja asuntovarallisuuden suhteellisia tuottoja. Myös pankkitalletuksia ja obligatioita suosittiin pitkään korkotulojen verovapauden välityksellä. Eniten verotus on suosinut sijoittamista omistusasuntoihin.

Verotuksen vääristävät vaikutukset ovat vähentyneet viime vuosina. Verotus vääristää kuitenkin vielä merkittävästi kotitalouksien sijoituspäätöksiä erityisesti rahoitus- ja asunto- sekä osakevarallisuuden välillä.



# Sisältö

## Tiivistelmä

|          |  |    |
|----------|--|----|
| 1        | Johdanto   | 7  |
| 2        | Kotitalouksien varallisuusportfolio vuosina 1960 - 90                | 9  |
| 2.1      | Kotitalouksien portfoliovalintaan vaikuttavat tekijät                | 9  |
| 2.2      | Kotitalouksien varallisuusportfolio vuosina 1960 - 88                | 12 |
| 3        | Kotitalouksien varallisuuserien tuotot                               | 21 |
| 4        | Sijoituskohteiden verotuskohtelu ja veronjälkeiset tuotot            | 30 |
| 4.1      | Pääomatulojen verotus  | 31 |
| 4.1.1    | Korkotulot   | 31 |
| 4.1.2    | Muut pääomatulot   | 33 |
| 4.1.3    | Myyntivoitot   | 34 |
| 4.2      | Varallisuuden verotus  | 35 |
| 4.3      | Omistusasunnon verokohtelu   | 37 |
| 4.4      | Veronjälkeiset tuotot  | 45 |
| 5        | Yhteenveto ja johtopäätökset   | 55 |
|          | Alaviitteet  | 58 |
|          | Lähteet  | 61 |
| LIITE 1. | Varallisuuserien laskentamenettelyt                                  | 66 |
| LIITE 2. | Rahoitus- ja reaali-varallisuusportfoliot, velat sekä varojen tuotot | 75 |
| LIITE 3. | Käytetyt tuottoindeksit  | 80 |
| LIITE 4. | Varallisuuserien ja niiden tuottojen verokohtelu                     | 84 |
| LIITE 5. | Verotussäännökset  | 92 |



# 1 Johdanto

Tässä raportissa selvitetään kotitalouksien varallisuuden jakautumista eri sijoituskohteisiin, sijoituskohteiden nimellisiä reaalisia tuottoja sekä verotuksen vaikutusta tuottoihin.

Luonnollisten henkilöiden varallisuuden voidaan ajatella koostuvan kolmesta komponentista, **inhimillisestä pääomasta, rahoitus- eli finanssivarallisuudesta ja reaaliavarallisuudesta**. Kaikki tuotannon-tekijätulot ovat viime kädessä peräisin jostakin taloudellisesta resursista eli varallisuudesta. Inhimillinen pääoma tuottaa tulona ansiotuloa ja vapaa-aikaa, rahoitusvarallisuus korkotuloa. Reaaliavarallisuus tuottaa arvonnousun ohella joko vuokratuloa tai omassa käytössä pääomatu- loon verrattavaa hyötyvirtaa. Sosiaaliturvaan sitoutunut varallisuus on jätetty laskelmien ulkopuolelle ja sen määrittely on hankalaa.

Inhimillisen pääoman määrää on käytännössä vaikea arvioida. Kansantalouden odotettu palkkasumma diskontattuna työssäolovuosille saattaisi toimia eräänlaisena arviona inhimilliselle pääomalle, jos riskipremio ennenaikaisesta kuolemasta tai työkyvyttömyydestä ja työttömyydestä olisi otettu huomioon. Inhimillisen pääoman määrä on joka tapauksessa rahoitus- ja reaaliavarallisuuteen verrattuna monikym- menkertainen. Kun kuitenkin suurin osa tästä tulosta käytetään välittö- mästi elantomenoihin, uutta varallisuutta eli varsinaista säästöä juoksevista työtuloista syntyy suhteellisen vähän. Kehittyneet raha- markkinat mahdollistavat kuitenkin velkaantumisen odotettuja työtuloja vastaan.

Kotitalouksien reaali- ja rahoitusvarallisuuden arvo oli vuoden 1989 lopussa yhteensä noin 1700 mrd. markkaa eli noin 3.5 kertainen markkinahintaiseen bruttokansantuotteeseen verrattuna. Kokonaisvaral- lisuudesta reaaliavarallisuutta oli neljä viidesosaa, josta asuntojen ja loma-asuntojen osuus oli lähes 90 prosenttia, muun reaaliomaisuuden eli lähinnä pelto- ja metsäkiinteistöjen osuus runsas kymmenesosa. Tämä voi vaikuttaa aliarviolta, mutta parempaan arvioon emme käytettävissä olevien tilastojen avulla ole päässeet. Rakentamattomat rantatontit ovat merkittävä varallisuuserä, jonka todellista arvoa on vaikea arvioida. Rahoitusvarallisuus, jonka osuus kokonaisvaralli- suudesta oli vuoden 1989 lopulla viidennes, koostuu pääosin pankkital- letuksista. Kotitalouksien arvopaperiomaisuuden eli osakkeiden ja obligaatioiden osuus rahoitusvarallisuudesta oli vuonna 1989 noin neljännes.

Asuntojen poikkeuksellisen suuri osuus kotitalouksien varallisuus- desta johtuu paitsi luonnollisesta asumistarpeesta myös Suomessa



harjoitetusta omistusasumista suosivasta asuntopolitiikasta. Omistus-asuntojen tuotto koostuu niiden arvonnousun ohella asumispalvelusta syntyvästä hyötytuotosta eli laskennallisesta asuntotulosta, joka on asuntopääoman pääomatuloa. Asuntojen hintojen ja asuntovarallisuuden arvonnousu 1980-luvun loppupuolella paljasti, että rahoituksen rajoitettu saatavuus on padonnut omistusasuntojen kysyntää ja että asuntovarallisuus on tuottoisa sijoituskohde.

Yhtenä keskeisenä asuntovarallisuuden kysyntää ylläpitävänä tekijänä on ollut omistusasumisen suosinta verotuksessa. Asuntoluottojen verosubvention on yleisesti arveltu johtaneen asumisolojen kannalta tarpeettomiin asuntoinvestointeihin etenkin varakkaampien ja iäkkäämpien kotitalouksien kohdalla. Asuntojen lisäksi verotuksellisesti edullisessa asemassa ovat olleet osakesijoitusten arvonnousu sekä henkilökohtainen eläkevakuutusäästäminen. Näiden sijoitusten osuus kotitalouksien varallisuudesta on kuitenkin ollut vähäinen. Rahoitusvaroista tavallisten pankkitalletusten ja valtion obligaatioiden tuotto on ollut viime vuosiin saakka käytännöllisesti katsoen verotonta.

Kotitalouksien portfoliomuutosten sekä sijoituskohteiden tuottojen osalta tämä tutkimus on ensimmäinen laaja ja jokseenkin yhtenäinen aikasarjapohjainen selvitys, jossa myös reaaliarallisuus on markkina-arvoisena mukana. Samantapaisia laskelmia ovat tehneet aiemmin Jouko Ylä-Liedenpohja (mm. 1990) sekä Timo Jalamo (1985).

Kotitalouksien varallisuusportfolion kokoon ja rakenteeseen vaikuttavien ilmiöiden tarkastelu aloitetaan selvittämällä kotitalouksien varallisuusportfolion muutoksia viimeksi kuluneiden kolmenkymmenen vuoden aikana. Tämän jälkeen selvitetään sijoituskohteiden haluttavuuteen vaikuttavia keskeisiä ominaisuuksia. Teorian mukaan eri sijoituskohteiden portfolio-osuudet ovat pitkän aikavälin tasapainossa sellaiset, että niiden veronjälkeiset, riskittömät reaaliset tuotot ovat yhtäläiset. Tätä silmälläpitäen selvitetään varallisuusportfolion nimelliset ja reaaliset tuotot, sekä luonnehditaan marginaaliveroasteista riippuvia veronjälkeisiä tuottoja sijoitusryhmittäin. Tulokset osoittavat, että tuotoissa on havaittavissa myös selviä verotuksesta johtuvia eroja.

## 2 Kotitalouksien varallisuusportfolio vuosina 1960 - 90

### 2.1 Kotitalouksien portfoliovalintaan vaikuttavat tekijät

Säästämiseen ja toisaalta sijoituskohteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä on hankala tai mahdoton erottaa toisistaan. Sekä säästämiseen että sijoituskohteen valintaan vaikuttava yhteinen tekijä on **reaalinen tuotto**. Sijoituskohteen valintaan vaikuttavia ominaisuuksia ovat mm. sijoituskohteen tuoton epävarmuus eli **riskipitoisuus**, tuoton **diversifioitavuus** eli hajauttamismahdollisuus muiden sijoituskohteiden tuottoihin verrattuna, **inflaatio suoja**, sijoituskohteen valinnan edellyttämän **informaation määrä** sekä sijoituskohteen **likvidisyys**. Sijoituskohteen tuotto riippuu myös verovelvollisen yksilöllisistä ominaisuuksista kuten rajaveroasteesta, joten sijoituskohteen **verokohtelu** vaikuttaa sijoituskohteen valintaan.

Portfoliovalinnoissa voidaan erotella erikseen sijoitussalkun sisältö ja kunkin vaateen suhteellinen osuus (ks. Takala (1987)). Molempiin näihin ratkaisuihin vaikuttaa keskeisesti juuri sijoituskohteen tuotto. Eri sijoituskohteisiin liittyvät transaktiokustannukset saattavat kuitenkin rajatapauksissa vaikuttaa ratkaisevasti portfolion koostumukseen ainakin lyhyellä aikavälillä.

Keskeisin sijoituskohteen haluttavuuteen vaikuttavista tekijöistä on siis **tuotto**. Sijoituskohteen hallussapito edellyttää aina tuottoa jossain muodossa. Tuotto voi olla joko pääomatuloa tai implisiittistä hyötytuloa. Pääomatuloa ovat mm. osinko, korko- ja vuokratulo tai omistusasunnon laskennallinen asuntotulo. Myös kestokulutushyödykkeistä saatava hyöty on pääomatulon luonteista implisiittistä tuloa, vaikka sitä ei yleensä veroteta tulovirtana. Toisaalta joihinkin varallisuuseriin - lähinnä reaaliomaisuuteen - liittyy mahdollisuus saada pääomavoittoja, jotka realisoituvat transaktioiden ts. myynnin- ja luovutuksen yhteydessä. Monet sijoituskohteet tuottavat vain jompaa kumpaa näistä tuotto-tyypeistä.

Portfolioteorian mukaan sijoituskohteen haluttavuus perustuu sen **odotettuun reaaliseen riskittömään veronjälkeiseen tuottoon**. Pelkkä nimellinen tuotto ei riitä sijoituspäätöksen pohjaksi, sillä eri varallisuuserät ovat eri tavalla suojassa inflaatiolta ja suhteellisten hintojen muutoksilta. Tavanomainen reaaliarallisuus, kuten asunto-, pelto- ja metsäkiinteistöt ovat turvassa yleiseltä inflaatiolta, mutta eivät deflaatiolta. Sen sijaan nimellisarvoisen pääomatuoton tuottavat rahoitusvarat menettävät inflaation kiihtyessä reaaliarvoaan.

Eräs hankalasti käsiteltävistä sijoituskohteiden ominaisuuksista on tuoton **riskipitoisuus**. Pahimmassa tapauksessa tällä voidaan tarkoittaa lainan takaisinmaksun lykkäystä tai sen täydellistä laiminlyöntiä. Pääomahyödykkeiden hinnoittelumallien (mm. CAPM) mukaan sijoituskohteen riskin kannalta on olennaista nimenomaan tuoton vaihtelu suhteessa muiden sijoituskohteiden tuottojen vaihteluun eli ns. markkinaportfolioon. Tuoton omalla varianssilla ei ole aivan yhtä suurta merkitystä hyvin hajautetuissa portfolioissa, vaikka sitä käytetäänkin yleisimmin tuoton riskipitoisuuden mittaamiseen sen yksinkertaisen laskettavuuden takia. Kotitalouksien hyvinvoinnin optimoinnin kannalta olisi erityisen tärkeää löytää sijoituskohteita, joiden tuotto vaihtelisi käänteisesti ansiotulojen muutosten kanssa. Kulutuksesta saatavan hyödyn tasoittaminen entistä tehokkaammin olisi tällöin mahdollista (ks. Blanchard & Fischer (1989)).

Sijoitusportfolion tuottojen diversifioitavuudessa on suuria eroja. Pelkästään asuntovarallisuutta sisältävän omaisuussalkun tuottoa ei voida säädellä samalla tavoin kuin pelkästään pörssiosakkeista koostuvan varallisuuden tuottoa, sillä reaalisen varallisuuden muuntaminen likvidiksi rahoitusvarallisuudeksi edellyttää normaalisti suuria transaktiokustannuksia. Näitä ovat mm. leimavero, verovapauksiin liittyvät hallussapitosäännökset ja informaatiokustannukset.

Eri sijoituskohteiden ja erilaisten portfolioiden hallinta aiheuttaa vaihtelevia **informaatiokustannuksia**. Reaaliomaisuus säilyttää arvonsa vakaisissa inflaatio- ja kysyntäolosuhteissa melko hyvin. Kuitenkin esimerkiksi asunnon oston ja myynnin sopivalla ajoittamisella voi helposti lisätä tuottoa. Osakemarkkinoilla informaatio on keskeisessä asemassa lyhytaikaisten sijoitusten näkökulmasta. Hyvin hajautettuna osakeportfolion tuotto kehittyy samalla tavoin kuin pörssin yleisindeksi.

Riskin vaikutuksen mittaamista sijoituskohteen haluttavuuteen hankaloittaa vielä se, että sijoittajien riskinottohalukkuus vaihtelee. Jotkut tähtäävät korkeaan tuottoon riskin kustannuksella. Institutionaaliset sijoittajat taas pitävät sijoituskohteen tuoton varmuutta ensisijaisena vaatimuksena ja tuoton suuruutta vasta toissijaisena ominaisuutena.

Sijoituksen **likvidisyydellä** sekä sijoituksen lyhyt- tai pitkäaikaisuudella on myös merkitystä mm. sijoittajan iästä riippuen. Nuoret sekä toisaalta iäkkäät pitävät huomattavan suuren osan varoistaan likvidissa muodossa, kuten käteisenä, talletuksina sekä obligaatioina. Tälle löytyy useita motiiveja. Nuoret voivat olla tavoitesäästäjiä mm. asunnon tai auton hankintaa silmälläpitäen, vanhukset taas varautuvat odottamattomiin menoihin - kuten terveydenhoitomenoihin.

**Verotus** ohjaa myös varallisuuden kohdentumista vaikuttamalla sijoituskohteen tosiasialliseen veronjälkeiseen tuottoon. Tässä mielessä verotus ei ole eikä pyri olemaan neutraalia. Esim. asuntovarallisuuden lievän verokohtelun avulla on haluttu edistää asumistason parantumista ja korostaa asumisen luonnetta perustarpeena. Asumisen saama välillinen verotuki on ollut Suomessa samoin kuin useimmissa muissakin läntisissä teollisuusmaissa merkittävä investointien ohjaaja. Omistusasuntojen hyvä veronjälkeinen tuotto ilmeni asuntoluottojen voimakkaana kasvuna rahamarkkinoiden vapautuksen yhteydessä. Asuntoinvestointien suosiminen on syrjäyttänyt tuotannollisia investointeja ja johtanut muita maita laajempaan yksityiseen omistusasumiseen (v. 1988 72.1 %). Asumisen tukeminen on ollut tärkeä osa säästämisen tukemista. Tavalliset pankkitalletukset oli pitkään määritelty osin tällä perusteella veronalaisen varallisuuden ja veronalaisten pääomatulojen ulkopuolelle. Asuntosijoitusten edullinen verotuskohtelu ei ole koskenut vain pääomatulojen verotusta, vaan myös myyntivoittoja sekä varallisuusverotusta.

Eri sijoituskohteille ei voida esittää yksikäsitteistä veronjälkeistä tuottoa, sillä kotitalouksien rajaveroasteet eroavat toisistaan. Tämän takia myös optimaaliset portfoliot ovat eri tulotasoilla erilaisia. Alemman rajaveroasteen omaavat tulonsaajat eivät vaadi sijoituskohteilta yhtä korkeaa nimellistä tuottoa kuin korkean rajaveron omaavat tulonsaajat. Rikkaampien varallisuussalkku sisältääkin enemmän suurempituottoisia, korkeamman riskipitoisuuden omaavia eriä kuin köyhempien portfoliot (ks. esim. Pekkarinen, Takala, Tuomala ja Kontulainen (1988)).

Suurituloiset ovat korkojen vähennyskelpoisuuden takia hieman muita velkaisempia ja saattavat varallisuusveron takia pitää varojaan lievemmin verotetuissa kohteissa. Toisaalta korkeampien marginaaliverojen takia suurituloisten ei korkotulojen vähennyskelpoisuuden vallitessa tarvitse saada yhtä korkeaa tuottoa sijoituksistaan kuin alemman rajaveron omaavien, koska verovähennysetuus on heille arvokkaampi.

Altruistiset eläkeläiset tai vanhat kotitaloudet voivat myös tehdä tiettyyn rajaan asti verottomia tulonsiirtoja lapsilleen, mikä tapahtuu yksinkertaisimmin verottomien talletusten kautta. Tämä saattaa olla yhtenä syynä siihen, miksi eläkeläiset pitävät sijoituskohteen verottomuutta arvossa. **Perinnönjättömotiivi** saattaa osaltaan vaikuttaa myös portfolioiden koostumukseen. Perintömotiivin olemassaolosta ei ole erityisen vahvoja tutkimustuloksia. Varsinkin varakkaammat kotitaloudet eivät selvästikään pyri käyttäytymään elinkaarimallin mukaisesti kuluttamalla loppuun kaikki varansa. Perintömotiivin identi-

fiointia vaikeuttaa mm. sen sekoittuminen pitkän eliniän tuottamaan epävarmuuteen tarvittavasta riittävästä säästämisestä. Perinnöt voidaan periaatteessa jaotella tarkoituksellisiin ja tahattomiin. Ilman kyselytutkimusta näitä on vaikea erotella luotettavasti toisistaan. Suomalaisten kotitalouksien säästämismotiiveja käsitelleen tutkimuksen mukaan perintömotiivin tärkeys näyttäisi makrotaloudellisesti varsin kyseenalaiselta (Kosonen ja Suoniemi (1982)).

Kotitalouksien portfolioiden koostumus riippuu yleisemminkin kotitalouden päämiehen iästä. Säästämällä on vahva ikäriippuvuus ja elinkaarimuoto, jossa velat myöhemmällä keski-ikäällä muuttuvat saataviksi. Toimivilla pääomamarkkinoilla tasainen kulutus voidaan saavuttaa lainaamalla odotettuja (kasvavia) työtuloja vastaan. Erikseen voidaan pohtia onko säästämällä reaali- vai rahoitusomaisuuteen jotain roolia elinkaarimallin implikaatioiden osalta. Elinkaarimalli ei periaatteessa erottele eri säästämismuotoja. Toisaalta markkinoiden esteet, esim. asunovarallisuuden realisointi eläkkeelläolon kulutukseen ja siirtyminen vuokra-asumiseen ei ainakaan Suomessa ole yleistä. Siitä, koskeeko elinkaarimalli siis vain rahoitussäästämistä ei ole vielä Suomessa selkeitä tutkimustuloksia.

## 2.2 Kotitalouksien varallisuusportfolio vuosina 1960 - 88

Tässä selvityksessä on konstruoitu kattavat aikasarjat sekä kotitalouksien reaali- että rahoitusvarallisuudelle. **Reaalivarat** koostuvat asunovarallisuudesta, maa- ja metsätalousmaasta, maatalousirtaimistosta (maatalouskoneet, navetat), kulkuvälineistä (autot, veneet, matkailuvaunut), liike- ja ammattivaroista (yksityisyrittäjien ja ammatinharjoittajien varat) sekä yhtymävarallisuudesta. **Finanssi-** eli **rahoitusvarallisuus** koostuu käteisestä rahasta, käyttelytileistä, aikatalletuksista, obligaatioista sekä pörssiosakkeista. Varallisuuserien konstruointi eri tilastoista ja tietokannoista on esitetty liitteessä 1.

Erottelu reaali- ja rahoitusvarallisuuteen on osin mielivaltainen, esim. vaikka pörssiosakkeiden arvon pitäisi vastata yritysten reaaliomaisuuden markkina-arvoa, on pörssiosakkeet tässä likvidisyyden ja omistuksen kontrollioikeuden luonteen takia liitetty rahoitusvaroihin. Edelleen pankkiluottojen vakuutena on viime kädessä aina reaalivarallisuus mm. asunnot, sillä inhimillinen pääoma kelpaa vain hyvin rajoitetusti vakuudeksi. Toisaalta yhtymävarallisuus on liitetty samoin

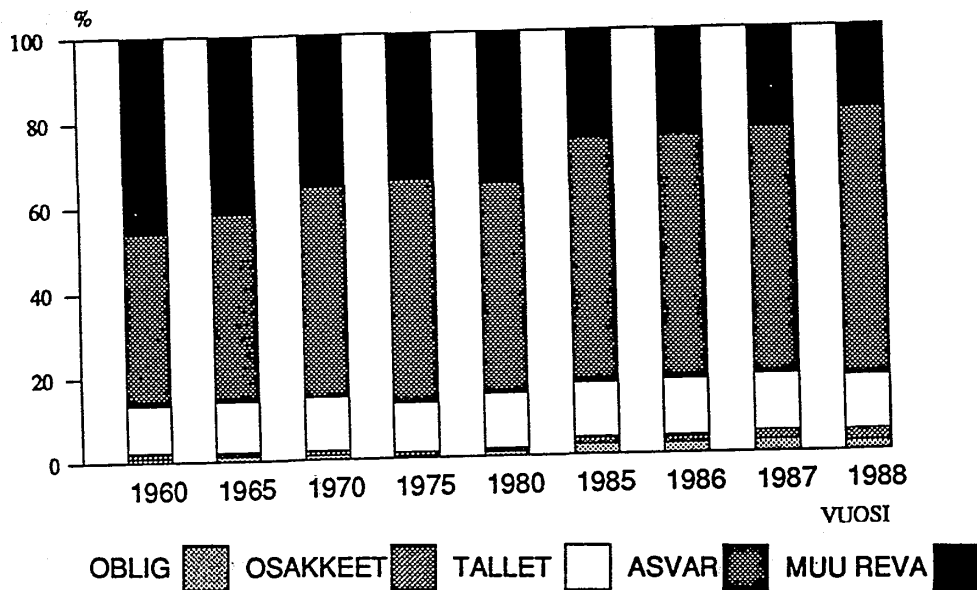
perustein reaali- ja rahoitusvarallisuuteen. Reaali- ja rahoitusvarallisuus eroavat toisistaan sijoitusominaisuuksiensa perusteella ts. tuoton, riskin, likvidiyyden, verokohtelun, inflaatiosuojan, vakuuskelpoisuuden ja sijoituksen pitkäaikaisuuden suhteen.

Vuonna 1988 kotitalouksien markkinahintaisesta kokonaisvarallisuudesta oli 82 prosenttia reaali- ja rahoitusvarallisuutta, 18 prosenttia rahoitusvarallisuutta, kun vuonna 1960 vastaavat osuudet olivat 87 prosenttia ja 13 prosenttia (kuva 1).

Kokonaisvarallisuuden koostumuksen muutoksista havaitaan pääasiallisena 1980-luvun lopun - pääasiassa asuntojen hintojen nousun aikaansaama - asuntovarallisuuden kasvu. Asuntovarojen osuus kaikista varoista on noussut 42 prosentista 64 prosenttiin vuosina 1960 - 88. Samanaikainen osakkeiden hintojen ja osake-emissioiden nousu näkyy myös osakkeiden osuuden kasvussa. Muun reaali- ja rahoitusvarallisuuden kuin asuntovarojen osuus kokonaisvaroista on ko. ajanjaksolla laskenut 46 prosentista 20 prosenttiin. Eniten on supistunut metsämaan osuus, joka on laskenut 29 prosentista noin 12 prosenttiin. Obligaatioiden osuudessa on 1980-luvulla ollut hienoa kasvua, kun taas käteisen ja talletusten (käyttelytilit ja aikatalletukset) yhteenlaskettu suhteellinen osuus on pysynyt likimain ennallaan.

Vuosina 1960 - 88 kuluttajahintaindeksillä deflatoitu reaali- ja rahoitusvarallisuus on kasvanut nelinkertaiseksi. Rahoitusvarojen reaaliarvo on samana aikana viisinkertaistunut. Samalla aikavälillä kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ovat reaalisesti kolminkertaistuneet. Reaali- ja rahoitusvarallisuuden kasvu on siis selvästi ylittänyt käytettävissä olevien tulojen kasvun.

Kuvio 1. KOTITALOUKSIEN KOKONAISVAROJEN  
JAKAUTUMINEN VUOSINA 1960 - 88

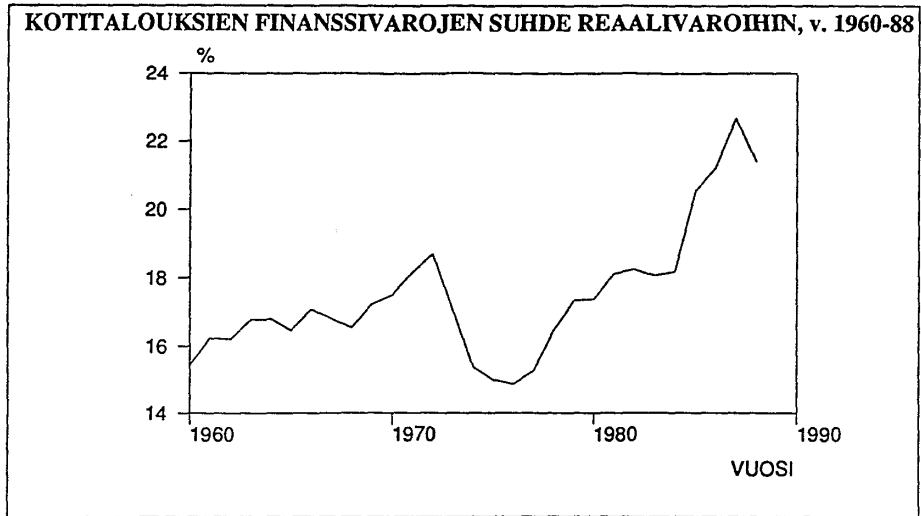


Vuosina 1960 - 88 kotitalouksien reaaliarallisuuden arvon keskimääräinen kasvu oli 12.2 prosenttia, rahoitusvarallisuuden 13.4 prosenttia ja velkojen 13.3 prosenttia vuodessa. Samana aikana inflaatio oli keskimäärin 7.4 prosenttia vuodessa. Rahoitusvarallisuus on siis kasvanut hieman reaaliarallisuutta nopeammin. Rahoitusvarallisuuden osuuden lievä trendinomainen kasvu kokonaisvarallisuudesta näkyy selvemmin kuviosta 2. Vuoden 1988 lopussa rahoitusvarallisuuden suhde reaaliarallisuuteen oli 21.5 prosenttia.

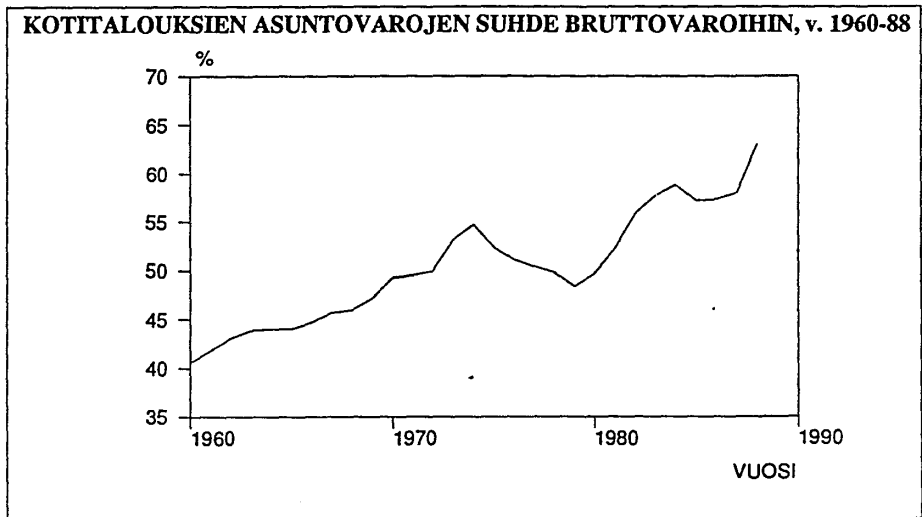
Pääosa kotitalouksien reaaliarallisuudesta on sidottuna asuntovarallisuuteen (osakehuoneistot, omakoti- ja rivitalot, maatalouden asuin-kiinteistöt). Asuntovarallisuuden osuus reaaliaraloista on kasvanut 47 prosentista 75 prosenttiin vuosina 1960 - 88 (kuviot 3 ja 4). Muiden pienempien erien osuudet ovat joko pysyneet ennallaan tai laskeneet selvästi kuten metsämaan arvo-osuus, joka on alentunut 24 prosentista 12 prosenttiin (kuvio 5).

Rahoitusvarallisuuden ominaisuuksien monipuolistuminen on vaikuttanut osaltaan rahoitusvarallisuuden osuuden nopeaan lisääntymiseen. Käyttelytilien ja aikatalletusten rinnalle on 1980-luvulla raha-

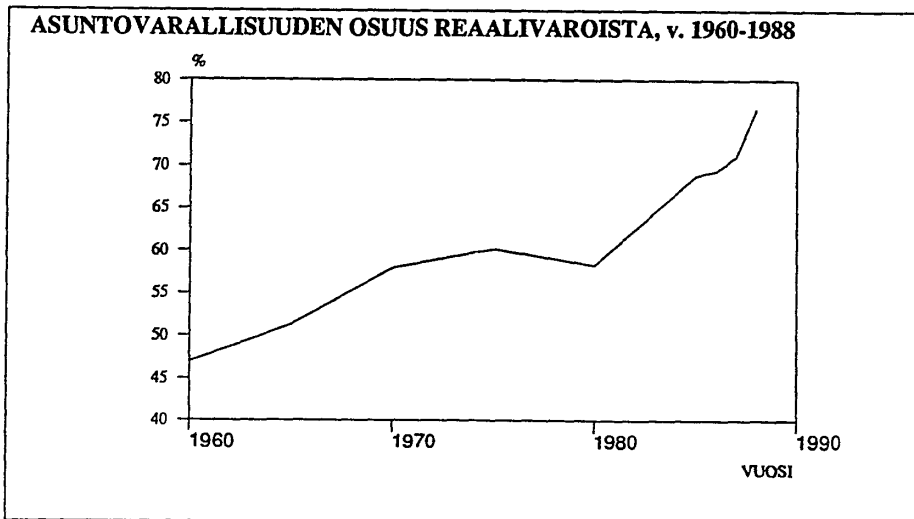
Kuvio 2



Kuvio 3



Kuvio 4





markkinoiden liberalisoinnin seurauksena ilmaantunut lukuisia sijoitusvaihtoehtoja, jotka tekevät mahdolliseksi räätälöidä rahoitus-sijoituksia mm. verollisuuden, sijoituksen pituuden ja riskin mukaan.

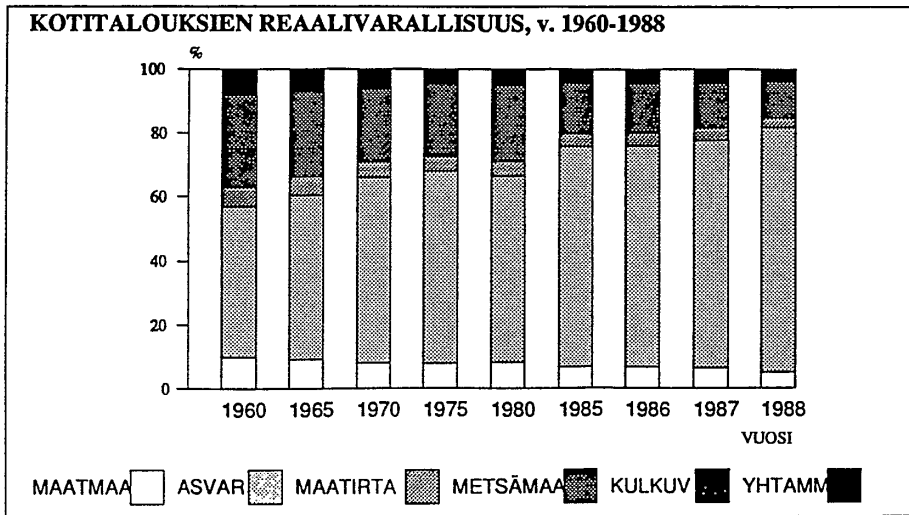
**Käyttelytilien** alhainen tuotto ja korkotietoisuuden lisääntyminen on johtanut verottomien ja verollisten **aikatalletusten** portfolio-osuuksien kasvuun vuoden 1985 jälkeen (kuvio 6). Tämä on merkinnyt pankeille varainhankinnan kallistumista. Myös käteisen rahan osuus on pienentynyt jatkuvasti, kuten kehittyvillä rahoitusmarkkinoilla saattaa odottaakin, ensin shekkien ja sittemmin maksu- ja luottokorttien suosion kasvamisen johdosta. Vuonna 1960 **käteisen rahan** osuus rahoitusvarallisuudesta oli vielä noin 12 prosenttia, mutta vuoteen 1988 se oli vähentynyt noin 3 prosenttiin. Maksuliikenteen elektronisoituminen tulee jatkossa pienentämään edelleen likvidin varallisuuden portfolio-osuuksia. Käteisen ja käyttelytilien portfolio-osuus lähestyy kuitenkin hidastuvasti mitä ilmeisemmin jotain käytännön sanelemaa alarajaa.

Valtion **obligatioiden** suosio on kasvanut lievästi 1980-luvulla. Samoin on käynyt pörssiosakkeille, jotka varsinkin pörssihiuman 1984 - 88 vuosina kasvattivat merkitystään. Vuoden 1989 keväästä lähtien osakkeiden hinnat ovat laskeneet. Unitas yleisindeksin mukaan pörssiosakkeet laskivat 17 prosenttia 1989 ja 35 prosenttia 1990. Vielä 1960- ja 1970-luvuilla valtion verottomat obligatiot olivat kotitalouksille käytännössä ainoa vaihtoehto omistusasunnon ja osakkeiden lisäksi. Sijoituskohteen tuoton merkitys näyttää jo päällisin puolin korostuneen viimeisten kolmen vuosikymmenen aikana.

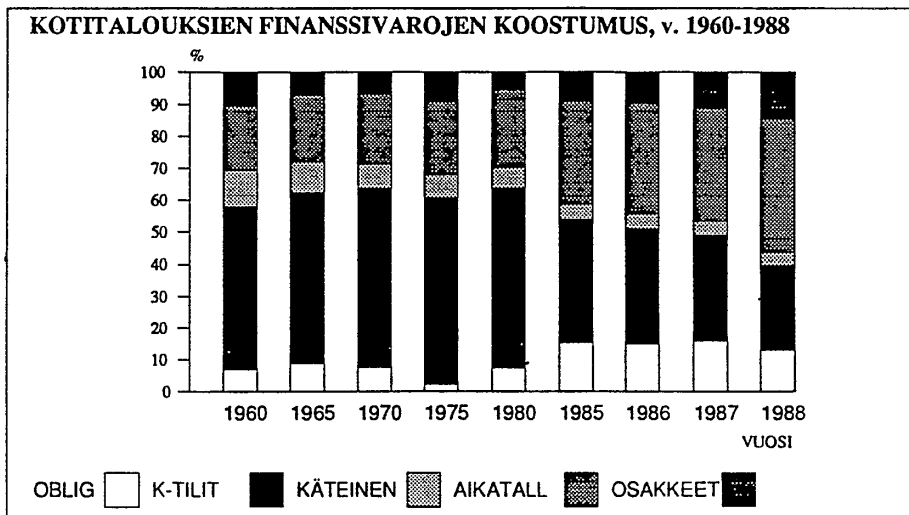
Kotitalouksien **velkaantumista** voidaan tarkastella suhteessa varallisuuteen tai käytettävissä oleviin tuloihin. Tarkasteltaessa velkojen suhdetta kokonaisvaroihin havaitaan trendinomaisen kasvun lisäksi lievää suhdannevaihtelua, joka on seurallut kansantuotteen ja kysynnän vaihteluja (kuvio 7). Kysynnän vaihtelut ovat sellaisenaan näkyneet asuntovarallisuuden hinnanvaihteluissa.

Säästämisasteen on havaittu riippuvan systemaattisesti iästä. Toisaalta summittainen velanotto on yleensä mahdollista vain varallisuutta, ts. saatavan turvaavaa vakuutta, vastaan. Puhtaasti nettovelkaisia ovat lähinnä vain opiskelijat, jotka hekin ottavat lainansa inhimillisen pääoman kasvattamiseen. Keskimääräinen nettorahoitusvarallisuus (rahoitusvarallisuus - velat) oli vuoden 1988 Tilastokeskuksen säästämis- ja velkaantumistutkimuksen mukaan kuitenkin negatiivinen aina 45 - 54 -vuotiaiden ikäluokkaan asti. Asunto- ja opintolainat saavuttavat huippunsa jo 25 - 34 -vuotiaiden, kulutusluotot 35 - 44 -vuotiaiden ja muut luotot 45 - 54 -vuotiaiden ikäluokassa (Vilmunen ja Virén (1990)).

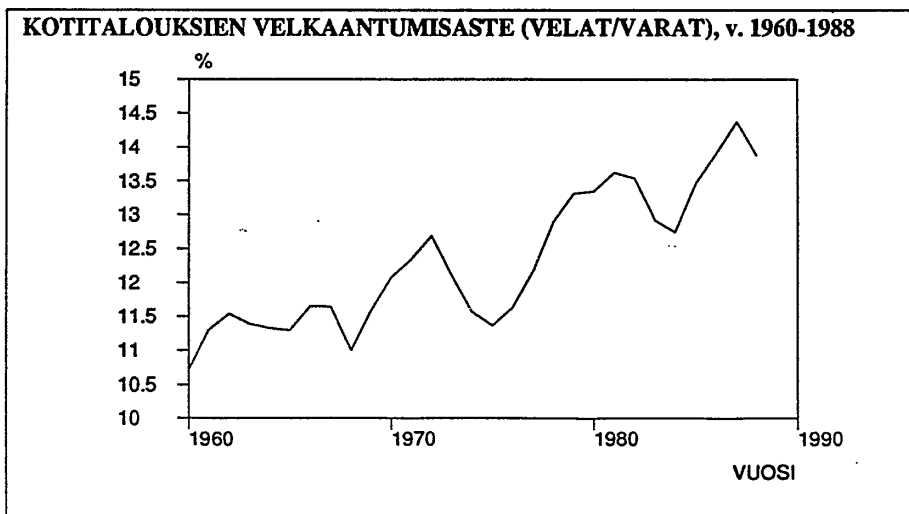
Kuvio 5



Kuvio 6



Kuvio 7



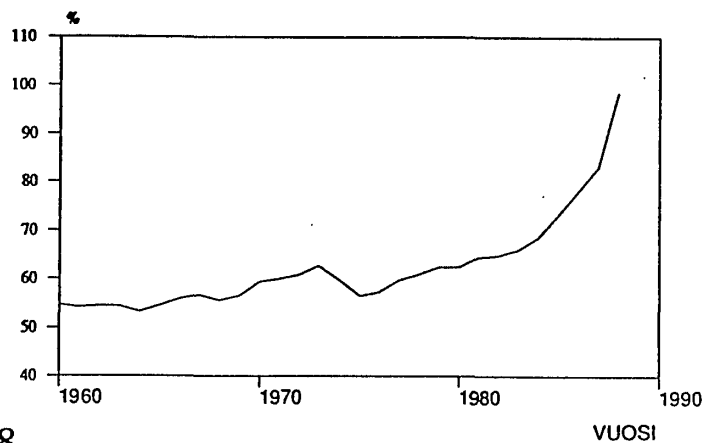
Suuret lainat ovat keskittyneet pääkaupunkiseudulle 25 - 34 -vuotiaille talouksille, joilla on alle 7-vuotiaita lapsia. Runsaat 60 prosenttia yli 300 000 markan lainoista sijoittui pääkaupunkiseudulle (Säästämis- ja velkaantumistutkimus 1987 ja 1988, maaliskuu 1990). Toisaalta on huomattava, että näistä suurvelallisista on 40 prosenttia ylempiä toimihenkilöitä, joiden työttömyysriski on suhteellisen pieni. Velkaa on otettu pääasiassa omistusasuntojen hankintaan. Alle 35-vuotiaat ostivat yli puolet kaikista asunnoista vuonna 1988. Vuonna 1987 laskettu 25 - 34 -vuotiaiden velkaantumisasaste oli noin 132 prosenttia, kun se 65-vuotta täyttäneillä yhden hengen kotitalouksilla oli enää 37 prosenttia. Kotitalouksien keskimääräinen velkaantumisasaste oli 84 prosenttia. Velkaantumisasaste on jatkanut kasvuaan vuosien 1988 - 89 aikana.

Kotitalouksien **kokonaisvelkojen** suhde käytettävissä oleviin tuloihin on kasvanut nopeasti vasta vuodesta 1985 lähtien (kuvio 8). Vuonna 1960 velat olivat noin 55 prosenttia kotitalouksien vuosittaisesta nettotulosta. Vuonna 1988 lopussa velat olivat jo likimain käytettävissä olevien vuositulojen suuruiset. Tuntuva osuus - noin kolmannes - velkojen nettokasvusta on otettu vuosien 1985 - 88 aikana. Kotitalouksien velat suhteessa rahoitusvarallisuuteen on esitetty kuviossa 9. Ensimmäisen öljykriisin aikaansaaman velkasuhteen kasvun taittumisen jälkeen, suhde näyttää palautuneen 80 prosentin tienoille.

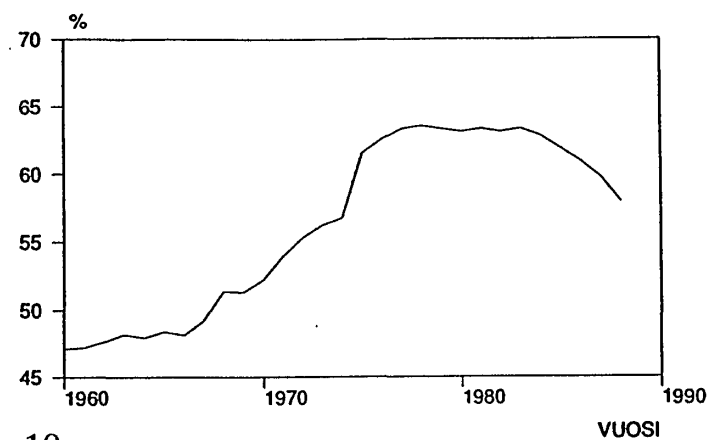
Kotitalouksien luotoista lähes 60 prosenttia on asuntoluottoja, loput kulutus- ja opintolainoja. Asuntoluottokannan osuus kokonaisveloista nousi tasaisesti aina vuoteen 1976 asti, ja pysyi sen jälkeen ennallaan rahamarkkinoiden vapautumiseen asti (kuvio 10). Luottoboomi nosti vuosina 1988 - 89 asuntovarallisuuden hintaa kasvaneen kysynnän kautta vieläkin voimakkaammin kuin luottojen volyymin, jolloin asuntovelat suhteessa asuntovarallisuuteen laskivat (kuvio 11). Asuntovarallisuuden hinnan vaihtelu näkyy myös vuosien 1976 - 82 öljykriisin jälkeisessä piikissä, jolloin luotot kasvoivat tasaisesti ja samanaikaisesti asuntojen nimellishinnat pysyivät paikallaan.

Keskeisin havainto viimeksi kuluneiden kolmen vuosikymmenen ajan portfoliomuutoksista on rahoitusvarallisuuden osuuden trendinomainen kasvu, varsinkin 1980-luvun loppupuolella. Tämä ilmiö liittyy osaksi rahoitusmarkkinoiden yleiseen vapautumiseen. Toisaalta kuitenkin asuntovarallisuuden osuus kotitalouksien reaalivaroista on selvästi kasvanut. Tätä on edesauttanut vuokrien säännöstely ja mm. vakuutuslaitosten vetäytyminen asuntovuokramarkkinoilta. Kotitalouksien luotonotto ja nopea velkaantuminen rahoitusmarkkinoiden vapautumisen myötävaikutuksella vuoden 1985

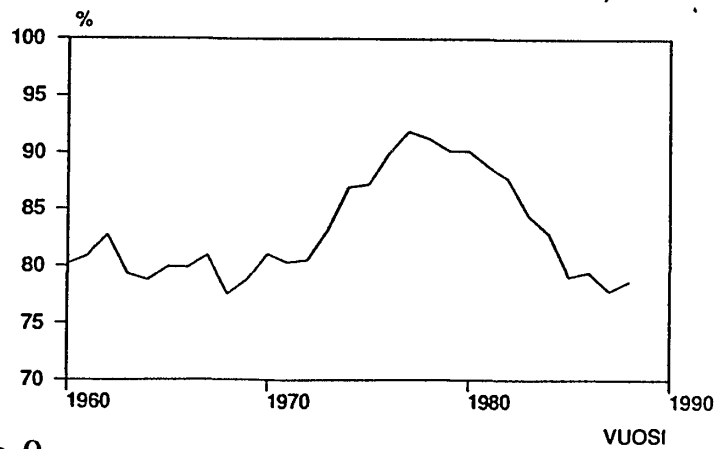
ovat osaltaan vaikuttaneet spekulatiivisten sijoituserien mm. pörssi-  
osakkeiden ja asuntojen hintakehitykseen ja portfolio-osuuksien  
kasvuun.

**KOTTALOUKSIEN VELAT SUHTESSA KÄYT. OL. NETTOTULOIHIN, %**

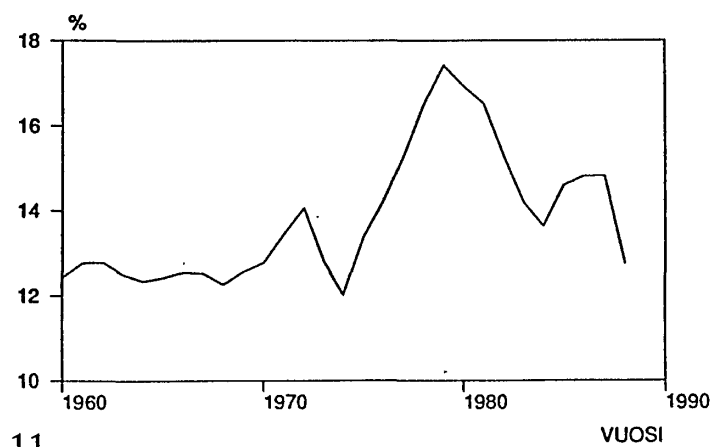
Kuvio 8.

**KOTTALOUKSIEN ASUNTOLUOTTOJEN OSUUS KOKONAISVELOISTA**

Kuvio 10.

**KOTTALOUKSIEN VELAT SUHTESSA FINANSSIVAROIHIN, v. 1960-1988**

Kuvio 9.

**KOTTALOUKSIEN ASUNTOVELAT SUHTESSA ASUNTOVARALLISUUTEEN**

Kuvio 11.

### 3 Kotitalouksien varallisuuserien tuotot

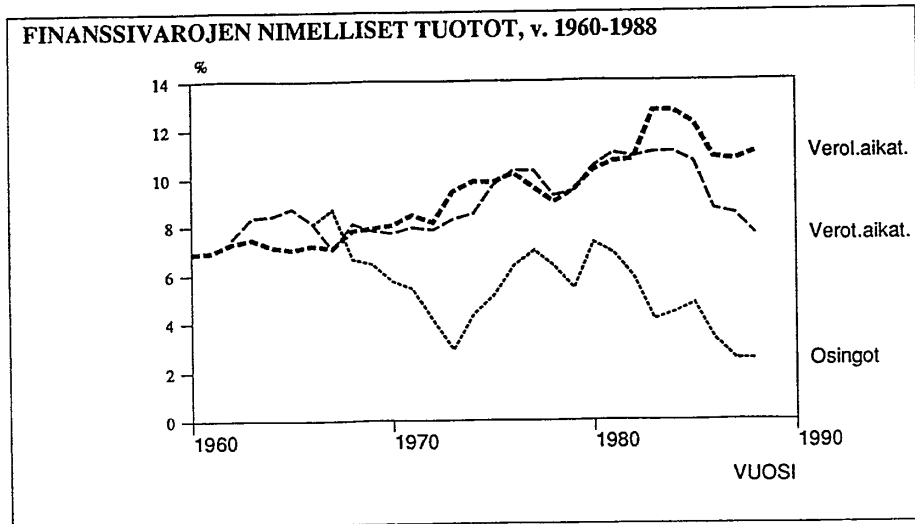
Varallisuuseriä koskevat sijoituspäätökset tehdään talousteorian mukaan reaalisten verojen jälkeisten riskisopeutettujen (riskittömien) tuottojen perusteella. Pelkät nimellistuototkin antavat kyllä usein viitteitä sijoituskohteen kannattavuudesta, koska inflaatiolla on usein samanlainen vaikutus eri rahoitusvarojen tuottoihin, ellei tuottoa ole indeksoitu. Tuoton vaihtelulla voi olla tärkeä merkitys reaali- ja rahoitussijoituksen valintaan. Varsinkin pörssiosakkeiden tuotolla on merkittävä varianssi.

Aluksi tarkastelemme sijoituskohteiden nimellisiä ja reaalisia tuottoja. Reaalivarallisuuden suosio johtuu ilmeisestikin suurimmaksi osaksi muista kuin välittömästi sijoituksen tuottoon liittyvistä seikoista kuten esim. asumistarpeesta. Vaikka sijoituspäätöksiin vaikuttaa myös sijoituskohteen riski, reaalisijoitusten suosio ei olisi ilmeisesti näin suuri, jos suhteellinen tuotto ei olisi niin korkea. Reaalivarallisuutta pidetään usein lähes riskittömänä, mutta eri sijoituskohteiden riskipitoisuudessa tapahtuvat muutokset heijastuvat melko nopeasti myös sijoituskohteiden hintoihin. Pörssiosakkeiden hintojen vaihtelun muutokset heijastuvat asuntojen hintojen muutoksiin pääosin kolmen vuosineljänneksen kuluessa (Takala ja Pere (1991)). Tarkastelemme aluksi sijoituskohteiden tuottoja ennen veroja. Riskiä on mitattu vuotuisten tuottojen keskihajonnalla.

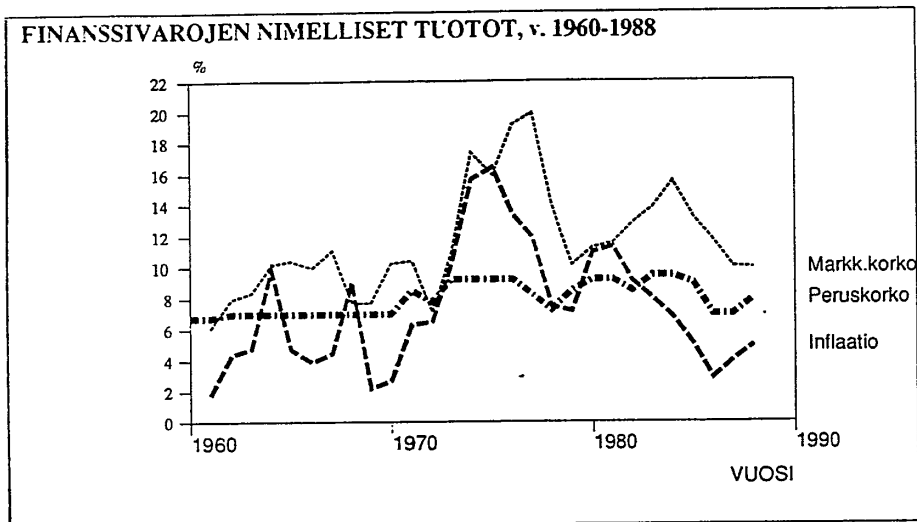
Kotitalouksien rahoitus- ja reaalivarojen nimelliset ja kuluttajahintaindeksillä deflatoidut tuotot ovat hajautuneet tarkasteluperiodilla lievästi (kuviot 12 - 16, taulukot 1 - 2). Tämä johtuu tulojen kasvun ohella sijoitusmahdollisuuksien monipuolistumisesta. Samalla sijoituskohteiden ominaisuudet ovat eriytyneet. Verollisten sijoitusten tuotto on keskimäärin verottomia vaihtoehtoja korkeampi, verollisuudesta maksettavasta preemiosta johtuen. Lyhytaikaisen markkinakoron havaitaan korreloivan inflaation kanssa, joten myös kulutusluottojen reaalkorko on pysynyt melko vakaana (kuvio 14). Ensimmäinen öljykriisi 1974 - 76 näkyy kaikkien markkinaperusteisten sarjojen korkeissa nimellisissä tuotoissa ja alhaisissa tai jopa negatiivisissa reaalisisä tuotoissa.

Rahoitussijoituksille on saatu reaalista tuottoa käteistä ja käyttelytilejä lukuunottamatta vasta 1980-luvulla (kuvio 16). Taulukosta 1 ja kuvioista 16 nähdään, että osakkeet ovat riskipitoisena sijoitusmuotona aivan omassa ryhmässään. Osingot ovat 1980-luvulla pikemminkin lievästi laskeneet, joten tuotto osakkeissa on saatu arvonnousuna. Osingot

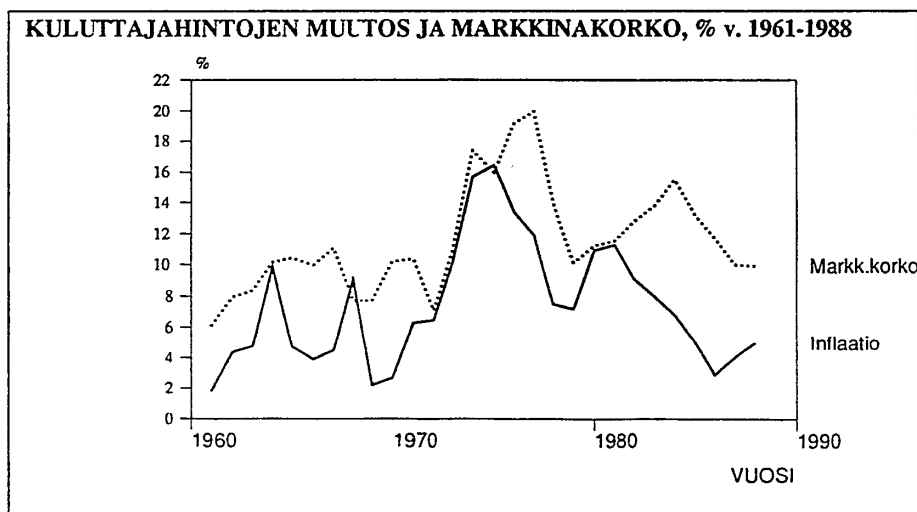
Kuvio 12.



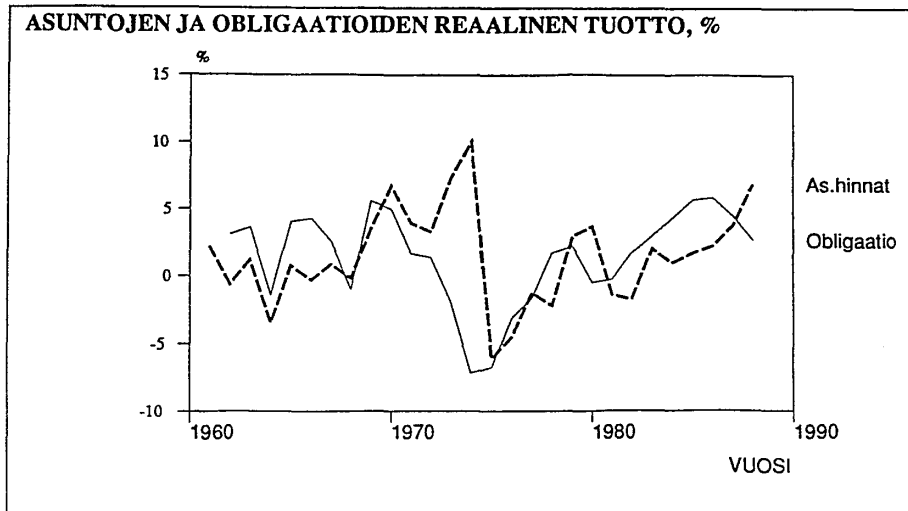
Kuvio 13.



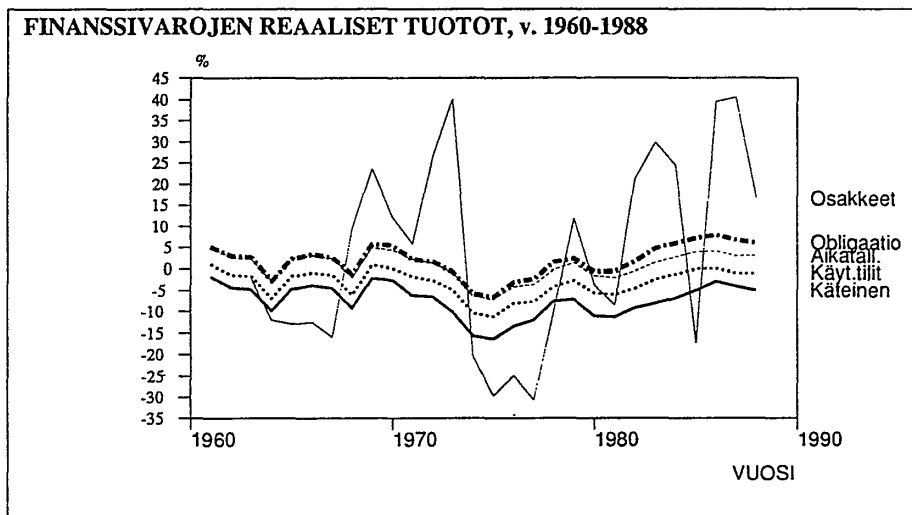
Kuvio 14.



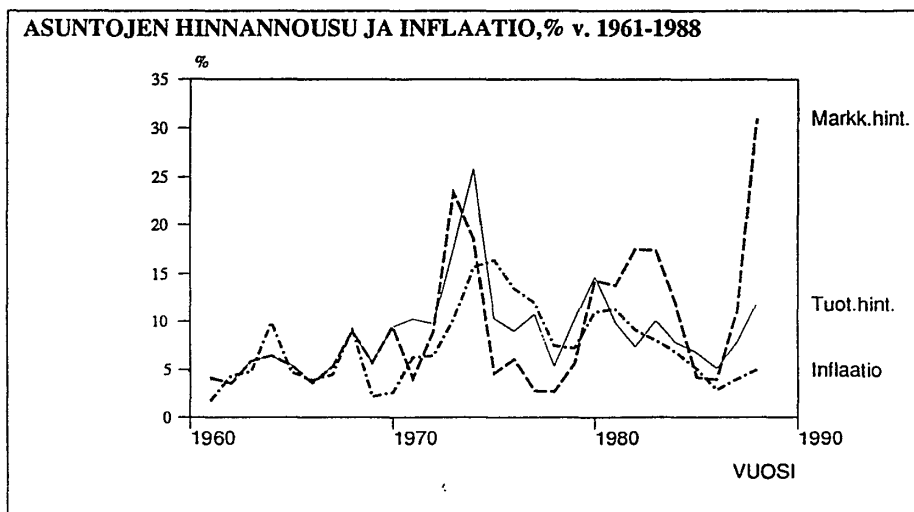
Kuvio 15.



Kuvio 16.



Kuvio 17.





ja arvonnousu ovat selvästi negatiivisesti korreloituneita keskenään, koska ne toimivat toistensa substituutteina.

Todelliselle jatkuvasti markkinoilla toimivalle sijoittajalle osakkeet ovat keskeinen sijoitusmuoto. Jotta sijoitus olisi lyhyelläkin aikavälillä kannattava, se edellyttää oikeaa ajoitusta ts. että osaa ostaa hintojen ollessa alhaalla ja myy niiden ollessa korkealla. Osakemarkkinoilla reaaliset tuotot tai tappiot voivat helposti nousta useaan kymmeneen prosenttiin jo parin vuoden sijoituksella. Toisaalta epäonnistumisen riski on suuri huonosti informoidulle piensijoittajalle. Osakemarkkinat laajentuivat Suomessa nopeasti 1980 -luvun puolivälissä. Lokakuun 1987 pörssiromahduksen vaikutus jäi Suomessa melko vaatimattomaksi ja osakkeiden hinnat lähtivät pysyvälouenteisempaan laskuun vasta vuoden 1988 lopulla.

Reaalivarallisuudesta on saatavilla luotettavia pitkiä hintaindeksejä vain asuntovarallisuudesta. Asuntojen ja asuntopääoman hinnanmuutosta voidaan vertailla kahden vaihtoehdoisen asuntojen hintaindeksiin, ns. markkinahintaisen asuntojen hinnanmuutoksen sekä Tilastokeskuksen asuntopääomakannan uusintamisen tuotantokustannuksia kuvaavan hintaindeksiin avulla (kuvio 17). Pitkällä aikavälillä sarjat antavat likimain saman kuvan asuntojen reaalisesta tuotosta (ks. myös taulukko 2). Tilastokeskuksen asuntojen markkinahintaindeksi alkaa vasta vuodesta 1970, joten vuosille 1960 - 70 jouduttiin käyttämään asuntoinvestointien hintaindeksiä. Reaaliomaisuus näyttää säilyttävän arvonsa melko hyvin inflaatio-olosuhteissa, joten suuria virheitä ei pitkällä aikavälillä synny, vaikka tarkasteltaisiin vain yleistä hintakehitystä. Tämä merkitsee myös sitä, että pitkällä aikavälillä reaaliomaisuuden hallussapidolla on hankala saavuttaa suuria myyntivoittoja paitsi yksittäisiä ns. ansiottomaan arvonnousuun perustuvia voittoja. Vuosien 1987 - 88 asuntojen voimakas hinnan nousu on kuitenkin tästä yleislinjasta selvä poikkeus.

Asuntovarallisuuden ja tavanomaisempien rahoitusvarojen kuten valtion obligaatioiden sekä aikatalletusten reaaliset tuotot eivät poikkea merkittävästi toisistaan (vrt. myös kuvio 15). Vuosina 1988 - 89 reaaliomaisuuden sijoitusmarkkinoiden ylikuumeneminen tosin aiheutti poikkeamia muutoin samankaltaisessa kehityksessä, joka myöhemmin todennäköisesti tasoittuu.

Taulukko 1. **Rahoitusvarallisuuden nimelliset ja reaaliset tuotot vuosina 1960 - 88**

|   | Keskimääräinen tuotto, % |         |         | Keskihajonta |         |         |
|---|--------------------------|---------|---------|--------------|---------|---------|
|   | 1960-88                  | 1970-79 | 1980-88 | 1960-88      | 1970-79 | 1980-88 |
| <b>Nimelliset tuotot</b>                        |                          |         |         |              |         |         |
| Käteinen raha                                   | 0.0                      | 0.0     | 0.0     | 0.0          | 0.0     | 0.0     |
| Käyttelytilit                                   | 4.0                      | 4.4     | 4.6     | 1.0          | 0.9     | 1.0     |
| Veroton aikatalletus                            | 8.0                      | 8.4     | 8.6     | 1.0          | 0.9     | 1.0     |
| Veroll. aikatalletus                            | -                        | -       | 12.2    | -            | -       | 1.8     |
| Veroton obligaatio                              | 9.0                      | 8.9     | 10.0    | 1.3          | 1.0     | 1.3     |
| Osakehinnat                                     | 11.5                     | 7.8     | 22.8    | 20.7         | 22.2    | 19.6    |
| Osingot   | 5.4                      | 5.3     | 4.7     | 1.7          | 1.2     | 1.8     |
| Osakesijoituksen kokonaistuotto <sup>1</sup>    | 18.8                     | 13.1    | 27.5    | 20.2         | 21.3    | 18.7    |
| <b>Velanhoitokulut:</b>                         |                          |         |         |              |         |         |
| Pankkien antolainauksen keskikorko <sup>2</sup> | 8.7                      | 9.2     | 9.8     | 1.2          | 0.9     | 0.6     |
| <b>Reaaliset tuotot</b>                         |                          |         |         |              |         |         |
| Käteinen raha                                   | -7.4                     | -9.8    | -7.3    | 4.0          | 4.5     | 3.0     |
| Käyttelytilit                                   | -3.3                     | -5.3    | -2.5    | 3.4          | 3.8     | 2.4     |
| Veroton aikatalletus                            | 0.6                      | -1.3    | 1.5     | 3.3          | 3.8     | 2.3     |
| Veroll. aikatalletus                            | -                        | -       | 5.2     | -            | -       | 3.3     |
| Veroton obligaatio                              | 1.5                      | -0.8    | 3.0     | 3.5          | 4.0     | 2.3     |
| Veroll. obligaatio                              | 1.9                      | -0.6    | 4.3     | 3.8          | 3.9     | 3.4     |
| Osakehinnat                                     | 3.8                      | -2.0    | 15.8    | 22.3         | 24.9    | 21.1    |
| Osingot   | -2.4                     | -4.5    | -2.4    | 4.3          | 4.7     | 1.7     |
| Osakesijoituksen kokonaistuotto <sup>1</sup>    | 1.9                      | -3.3    | 20.4    | 22.1         | 24.0    | 19.9    |
| Velan reaalinen kustannus <sup>2</sup>          | 1.4                      | -0.7    | 2.8     | 3.4          | 3.7     | 2.8     |

<sup>1</sup> Sisältää pörssiosakkeiden arvonnousun sekä osingot.

<sup>2</sup> Pankkien antolainauksen keskikorko - kuluttajahintojen nousuvauhti, ts. laskelma ei sisällä luotonvarausprovisiosta, luoton leimaverosta tai toimitusmaksuista syntyviä kustannuksia. Toiselta puolen koron vähennyskelpoisuutta ei myöskään ole otettu huomioon laskelmassa.

Taulukko 2a

**Reaalivarallisuuden nimelliset ja reaaliset tuotot  
(kuluttajahintaindeksillä deflatoidut)  
vuosina 1960 - 88**

|                          | Keskimääräinen tuotto, % |         |         | Keskihajonta |         |         |
|--------------------------|--------------------------|---------|---------|--------------|---------|---------|
|                          | 1960-88                  | 1970-79 | 1980-88 | 1960-88      | 1970-79 | 1980-88 |
| <b>Nimelliset tuotot</b> |                          |         |         |              |         |         |
| Asuntojen hintaindeksi   |                          |         |         |              |         |         |
| Tuot.kust.hinnat (TK)    | 8.9                      | 11.8    | 9.0     | 4.6          | 5.7     | 2.9     |
| Markkinahinnat (MH)      | 9.3                      | 8.6     | 13.9    | 7.0          | 7.0     | 8.1     |
| Kantohinnat              | 8.8                      | 14.4    | 7.5     | 14.0         | 18.7    | 7.5     |
| <b>Reaaliset tuotot</b>  |                          |         |         |              |         |         |
| Asuntojen hintaindeksi   |                          |         |         |              |         |         |
| Tuot.kust.hinnat (TK)    | 1.5                      | 2.1     | 2.0     | 3.7          | 5.3     | 2.7     |
| Markkinahinnat (MH)      | 1.9                      | -1.2    | 6.8     | 7.2          | 7.7     | 7.9     |
| Kantohinnat              | 1.4                      | 14.4    | 7.5     | 13.2         | 18.6    | 6.0     |

Taulukko 2b

**Maaomaisuuden ja asuntojen nimellinen ja  
reaalinen arvonnousu vuosina 1983 - 89**

|                          | Keskim.<br>tuotto<br>log-% | Min.  | Max  | Keski-<br>hajonta<br>log-% | Normaali-<br>suus,<br>$\chi^2$ |
|--------------------------|----------------------------|-------|------|----------------------------|--------------------------------|
| <b>Nimelliset tuotot</b> |                            |       |      |                            |                                |
| Asunto                   | 14.2                       | 3.9   | 30.9 | 9.5                        | 0.53                           |
| Metsämaa                 | 6.3                        | -1.9  | 15.9 | 5.8                        | 0.32                           |
| Peltomaa                 | 9.3                        | 3.2   | 14.0 | 4.2                        | 0.75                           |
| Lomatontit:              |                            |       |      |                            |                                |
| Rakennetut               | 9.1                        | -2.6  | 20.7 | 8.3                        | 0.59                           |
| Rakentamattomat          | 10.7                       | -14.9 | 34.6 | 15.1                       | 0.10                           |
| <b>Reaaliset tuotot</b>  |                            |       |      |                            |                                |
| Asunto                   | 8.7                        | -0.9  | 26.0 | 9.1                        | 0.82                           |
| Metsämaa                 | 0.8                        | -8.3  | 8.0  | 5.9                        | 0.44                           |
| Peltomaa                 | 3.9                        | -3.2  | 9.5  | 4.4                        | 0.55                           |
| Lomatontit:              |                            |       |      |                            |                                |
| Rakennetut               | 3.7                        | -5.5  | 15.7 | 7.9                        | 0.60                           |
| Rakentamattomat          | 5.3                        | -21.8 | 29.6 | 15.6                       | 0.11                           |

Lähde: Kiinteistöjen kauppahintatilastot, Maanmittaushallitus, eri vuodet 1982 - 89.

Eri sijoituskohteiden reaalin tuotto on vaihdellut merkittävästi viime vuosikymmeninä (kuvio 16). 1970-luvun öljykriisi laski kaikkien erien reaalisia tuottoja huomattavasti ja vasta 1980-luvulla pitempiäaikaiset sijoitukset ovat tuottaneet mainittavaa reaalista pääomatuloa. Öljykriisin ansiosta myös velan korkokustannukset painuivat odottamattoman inflaation takia negatiivisiksi. Pankkien keskimääräinen antolainauskorko on kasvanut trendinomaisesti sekä nimellisesti että reaalisesti. Tähän on vaikuttanut olennaisesti rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen yhteydessä poistettu antolainauksen keskikoron säätely.

Vuonna 1988 reaaliarallisuuden portfolio-osuus kotitalouksien kokonaisvaroista oli 76 prosenttia ja rahoitusvarojen 24 prosenttia (ks. taulukko 3). Kotitalouksien keskimääräinen velkojen ja markkinahintaisten varojen suhde oli vuoden 1988 lopussa 13.8 prosenttia. Velkojen suhde reaaliaroihin oli samana vuonna 16.8 prosenttia. Reaalisijoitusten painotettu tuotto vuosilta 1981 - 88 oli 14.4 prosenttia ja rahoitussijoitusten 9.3 prosenttia. Kotitalouksien velan nimellinen kustannus oli puolestaan vastaavana aikavälinä 10.1 prosenttia, joten velkaa on kannattanut ottaa reaalisijoitusten tekemiseen, sen sijaan rahoitussijoituksista vain osakkeiden ja obligaatioiden velkarahoitus on ollut ennen verojen huomioon ottamista kannattavaa.

Reaalisen varallisuuden nimellisten ja reaalisen tuoton vertailu osoittaa reaaliarojen tarjoavan hyvän inflaatio suojan. Tämä johtuu reaalisen varallisuuden uusimiskustannusten voimakkaasta inflaatio riippuvuudesta. Sijoitusmarkkinoilla ainoastaan suuremmat epätasapainotilat, esim. omistusasuntojen voimakas liikkakysyntä samanaikaisesti kun vuokra-asuntomarkkinat ovat säännösteltyjä, johtavat huomattaviin hinnanvaihteluihin. Reaali- ja rahoitusvarallisuuden nimelliset tuotot ovat kasvaneet 1980-luvulla. Poikkeuksena on metsämaa, jonka reaalin hinnannousu on jäänyt lievästi negatiiviseksi. Parhain reaaliarojen reaalin tuotto on saatu 1980-luvulla omistusasunnoista sekä lomatonteista. Maaomaisuuden reaalin tuotto on jäänyt vaatimattomaksi.

Rahoitusvaroista likvidimmät eli käteinen raha sekä käyttelytilit menettävät inflaation johdosta reaaliarvoaan. Käteisen ja käyttelytilien portfolio-osuudet ovat kuitenkin pieniä ja laskeneet kaiken aikaa. Määräaikaistalletuksetkin ovat tuottaneet reaalista tuloa vasta 1980-luvulla. Määräaikaistalletukset ja obligaatiot tuottavat etupäässä pienehkön riskittömän reaali tuoton. Osakkeet, joka on kuitenkin tarkastelluista ainoa varsinainen riskipitoinen sijoituskohte, ovat lähes koko 1980-luvun omassa sarjassaan. Taulukossa 3 on esitetty myös sijoituskohteiden tuottojen standardipoikkeamat riskipitoisuuden mittareina.

Taulukko 3.

**Varallisuuserien nimelliset ja reaaliset tuotot (%) ja portfolio-osuudet, ja tuottojen keskihaionnat vuosina 1971 - 88**

| Tuotto                                       | Nimellinen  |             | Reaalinen   |            | Portfolio-osuus, %<br>1988 |
|--|-------------|-------------|-------------|------------|----------------------------|
|  | 1971-88     | 1981-88     | 1971-88     | 1981-88    |                            |
| Sijoituskohde:                               |             |             |             |            |                            |
| <b>Reaalivarallisuus</b>                     | <b>12.7</b> | <b>14.4</b> | <b>3.6</b>  | <b>7.6</b> | <b>76.0</b>                |
| Asunnot                                      | 12.7        | 15.9        | 3.6         | 9.1        | 60.6                       |
| Loma-asunnot                                 | -           | 15.1        | -           | 8.3        | 3.0                        |
| Peltokiinteistöt                             | -           | 9.7         | -           | 2.9        | 4.0                        |
| Metsäkiinteistöt                             | -           | 5.6         | -           | -1.2       | 8.4                        |
| Rantatontit                                  | -           | 17.6        | -           | 10.8       | -                          |
| <b>Rahoitusvarallisuus</b>                   | <b>8.1</b>  | <b>9.3</b>  | <b>-1.1</b> | <b>2.5</b> | <b>24.0</b>                |
| Käteinen raha                                | 0.0         | 0.0         | -9.2        | -6.8       | 0.7                        |
| Käyttelytilit                                | 1.8         | 2.6         | -7.4        | -4.2       | 7.0                        |
| Määräaik. tall.                              | 8.6         | 8.5         | -0.8        | 1.7        | 11.6                       |
| Obligaatiot                                  | 10.4        | 11.4        | 1.2         | 4.6        | 2.2                        |
| Osakkeet                                     | 23.5        | 32.6        | 14.3        | 25.8       | 2.5                        |
| <b>Varallisuus yhteensä</b>                  | <b>11.6</b> | <b>13.2</b> | <b>2.3</b>  | <b>6.4</b> | <b>100.0</b>               |
| Velat  | 9.7         | 10.1        | 0.5         | 3.3        | -                          |
| <b>Riskipitoisuus (standardipoikkeamat):</b> |             |             |             |            |                            |
| Asunnot                                      | 9.3         | 9.9         | 5.1         | 7.2        |                            |
| Käteinen raha                                | 0.0         | 0.0         | 4.2         | 2.8        |                            |
| Käyttelytilit                                | 1.0         | 0.6         | 5.2         | 3.4        |                            |
| Määräaik.tall.                               | 0.8         | 1.0         | 5.6         | 3.8        |                            |
| Obligaatiot                                  | 1.2         | 0.8         | 5.4         | 3.6        |                            |
| Osakkeet                                     | 27.3        | 25.0        | 31.5        | 27.8       |                            |
| Velat  | 0.9         | 0.9         | 5.1         | 3.7        |                            |

Asuntojen hinnan vaihtelujen kasvu on lisännyt merkittävästi niiden riskipitoisuutta. Käteisen rahan riskipitoisuus aiheutuu inflaation vaihtelusta, jota tässä on arvioitu toteutuneiden kuluttajahintojen avulla. Inflaatiovauhdin lievä aleneminen on pienentänyt myös kuluttajahintojen varianssia. Määräaikaistalletusten ja obligaatioiden reaalisten tuottojen vaihtelu on niinkään tasoittunut hieman (ks. taulukko 3).

Osakkeiden riskipitoisuus on sekä nimellisen että reaalisien tuottojen osalta moninkertaista muihin sijoituseriin verrattuna. Tuottojen deflaatio reaaliseksi korostaa edelleen niihin liittyvää riskiä (ks. taulukot 2 ja 3). Osakkeiden portfolio-osuus on kuitenkin kotitalouksien sijoitusosuuksissa kaiken kaikkiaan mitätön (2.5 %), joten osakkeiden hinnanvaihteluilla ei sellaisenaan liene suurempia reaalitaloudellisia vaikutuksia kotitaloussektoriin.

Kotitalouksien sijoitusmahdollisuudet ovat monipuolistuneet merkittävästi viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana. Tästä huolimatta rahoitusvarallisuuden hallussapito on tuottanut varsinaista reaalista tuottoa vasta 1980-luvulla. Ensimmäinen öljykriisi ja siihen liittynyt inflaation kiihtyminen käänsi rahoitusvarojen reaalituoton negatiiviseksi ja siirsi tuloja velkojilta velallisille. Tämä saattaa selittää osaksi lisääntyvää halukkuutta ostaa pörssiosakkeita velaksi myöhemmin 1980-luvulla. Rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin yhteydessä liikkeelle lähtenyt osakesijoitustoiminta on kuitenkin kohdannut vaikeuksia vuoden 1989 lopulta lähtien.

Pitkällä aikavälillä reaaliomaisuuden (mm. asunnot) reaalin arvonnousu ei näytä merkittävästi eroavan obligaatioiden tai aikatalletusten tuotosta. Reaaliomaisuus näyttää muutenkin tarjoavan hyvän inflaatio suojan, vaikka inflaatio vaihtelisikin. Samaa ei voi sanoa käteisestä rahasta tai käyttelytileistä, joiden portfolio-osuudet ovatkin pienentyneet rahoituksen välityksen ja maksuvälineiden käytön tehostumisen seurauksena (ks. taulukko 3).

## 4 Sijoituskohteiden verotuskohtelu ja veronjälkeiset tuotot

Verotus vaikuttaa Suomessa olennaisesti eri sijoituskohteiden efektiivisiin tuottoihin. Reaalivarallisuuden tuoton verotus on meillä ollut säännönmukaisesti lievempää kuin rahoitusvaroista saadun pääomatulon verotus. Reaalivarallisuuden tuotto koostuu arvonnoususta, jotka realisoitaessa verotetaan satunnaisena myyntivoittona tai omaisuuden luovutusvoittona. Tosiasiallisesti veroasteet ovat jääneet pieniksi johtuen omaisuuden myyntivoiton verovapauteen johtavista hallussapidon aikarajoista.

Luonnollisten henkilöiden pääomatulojen verotuskohtelu riippuu - vuoden 1991 alusta voimaan tulleen lähdeveron alaisia tuottoja ja verovapauksia lukuunottamatta - veronmaksajan veronmaksukyvyistä eli verotettavasta tulosta ja varallisuuden suuruudesta. Tämän takia on luontevaa tarkastella eri sijoitusten veronjälkeistä tuottoa erityyppisille sijoittajille. Verotuksen aggregatiivinen tarkastelu on samasta syystä erittäin hankalaa. Verolainsäädäntö ja sen toteuttaminen vaikeuttavat mm. verollisuuden alarajojen, omavastuuosuuksien ja eri säännösten välisten riippuvuuksien vuoksi osaltaan verottomien tuottojen laskemista, joka tarkkaan ottaen edellyttäisi myös tuottojen jakaumatietoja. Eräissä laskelmissa on kuitenkin mahdollista käyttää apuna tehokkaiden markkinoiden hypoteesia. Tehokkaiden sijoitusmarkkinoiden tulisi pitkällä aikavälillä toimia periaatteessa siten, että eri sijoituskohteiden reaaliset riskittömät veronjälkeiset tuotot yhtäläistyvät. Tässä mielessä suomalaiset sijoitusmarkkinat näyttävät kuitenkin olevan jokseenkin tehokkaita keskeisten sijoituskohteiden kohdalla (vrt. esim. Takala ja Pere (1991)).

Suomen verojärjestelmässä lähtökohtana on ollut kaikkien tulojen veronalaisuus. Eri sijoituskohteiden ja sijoittajaryhmien nimelliset ja efektiiviset veroasteet eivät etenäkään pääomatulojen osalta vastaa kuitenkaan toisiaan. Pääomatulojen verotuksen on todettu olleen periaatteessa ankaraa, mutta käytännössä epäyhtenäistä, lievää ja monimutkaista. Tulo- ja varallisuusverolain (TVL) mukaan kaikki rahana tai rahanarvoisena etuutena saadut tulot ovat veronalaisia. Vastaavasti Elinkeinoverolain (EVL) mukaan veronalaisia tuloja ovat elinkeinotoiminnassa rahana tai rahanarvoisena etuutena saadut tulot. Tästä yleissäännöstä on lukuisten talous- ja eturyhmäpoliittisten tavoitteiden vuoksi melkein useammin poikettu kuin pidetty kiinni. Pääomatulojen verotus on siten hyvin epäyhtenäistä, vaikka verouudistuksen yhteydes-

sä asiantilaan on periaatteessa yritetty puuttua. Sijoitusten verotuskohtelu jakautuu karkeasti kokonaan verovapaisiin talletuksiin ja joukkovelkakirjoihin sekä toisaalta verollisiin rahoitusvaateisiin, joiden koko nimelliskorko on veronalaista tuloa. Seuraavassa tarkastellaan erikseen korkotulojen ja muiden pääomatulojen verokohtelua eli lähinnä poikkeamia em. verotuksen yleissäännöstä. Painotus on viime vuosien verotuskäytännön esittelyssä. Verotuskäytännön historia taaksepäin vuoteen 1976 saakka vallinneeseen erillisverotukseen asti löytyy liitteestä 5. Lähes kaikki varallisuuserät ja niiden tuotot ovat olleet vuoteen 1986 saakka käytännössä verovapaita, joskin verotus on ilman muuta vaikuttanut mm. kiinteän ja irtaimen omaisuuden hallussapitoaikaan. Lisäksi tarkastelemme omistusasunnoille verotuksen kautta annettavaa tukea, joka muuttaa merkittävästi asunnon veronjälkeistä tuottoa.

## 4.1 Pääomatulojen verotus

### 4.1.1 Korkotulot

**Käteisellä rahalla** ei ole nimellistä tuottoa eikä sitä voida siten pääomatulona verottaakaan. Käteiseen kohdistuu kuitenkin inflaatiovero, jonka valtio "kerää" käteisen hallussapitäjiltä. Koska käteisen rahan määrä on veronalaista varallisuutta ja siten ilmoitettava veroilmoituksessa, se saattaa joutua varallisuusveron piiriin. Toisaalta kontrollivaikeuksien takia verovelvollisilla ei ole mitään insenttiiviä ilmoittaa sitä verottajalle. Käteinen raha lieneekin määritelty veronalaiseksi varallisuudeksi säästämistä edistävän sekä eräitä rikollisuuden muotoja rankaisevan vaikutuksen takia. Käteiseen verrattavissa olevia veronalaisia varoja ovat kultaharkot, arvokkaat korut ja muut irtaimet arvoesineet.

**Käyttelytilien** osalta tilanne on samanlainen kuin käteisellä rahalla. Pääomatulona talletustileiltä saatu tuotto on ollut verovapaata aina vuoteen 1991 asti kolmivuositain jatkettujen talletusten verohuojennuslakien perusteella. Verovapaita käyttelytilejä ei tämän jälkeenkään tarvitse ilmoittaa verotuksessa, joten ne eivät kuulu varallisuusverotuksen piiriin. Talletusten ja obligaatioiden korot ovat olleet 1940-luvulta lähtien verotuksen yleissäännön perusteella veronalaista tuloa, ellei niitä ole erikseen säädetty verovapaiksi. Näin on kuitenkin tehty



aina 1980-luvun lopulle asti tavanomaisten käyttelytilien ja aikatalletusten kohdalla.<sup>1)</sup>

**Verollisten käyttelytilien** tuotto on jäänyt lähes poikkeuksetta verottamatta omaisuustulovähennyksen vuoksi. Vuoden 1991 alusta voimaan astunut yksivuotisena verolakina säädetty 10 prosentin talletusten lähdevero muuttaa olennaisesti talletusten verotusta. Vuosina 1989 - 91 tavanomaisten pankkitalletusten, joiden tuotto on 4 prosenttia alle Suomen Pankin peruskoron, verottomuus kuitenkin vielä säilyy. Pankit ovat joutuneet lähdeveron ansiosta nostamaan ottolainauskorkojaan verotuksesta maksettavan preemion vuoksi. Lähdeveron kohtaanto jakautuu kuitenkin jossain määrin tallettajien ja pankkien kesken, joten ottolainauskorot eivät ole nousseet koko veron määrällä. Korkoprosentin suuruus riippuu muiden vaihtoehtoisten säästämiskohteiden kilpailukykyisyydestä.

**Määräaikaistalletukset** ovat astettain siirtyneet verollisiksi. Valtaosa määräaikaisista tileistä on yksityishenkilöillä, vuoden 1988 päättyessä tilejä oli 2.8 miljoonaa. Verottomille määräaikaistalletuksille maksettu korkotuotto oli vuonna 1989 tai 1990 avattavilla tileillä Suomen Pankin peruskorko vähennettynä yhdellä prosenttiyksiköllä. Vuonna 1991 avattaville 24 kuukauden verottomille tileille voidaan maksaa maksimissaan peruskorko miinus kaksi prosenttia. Verollisille tileille maksettu korkotuotto on normaaliin tapaan veronalaista pääomatuloa korkovähennyksen ylittävältä osaltaan. Verovähennyksen enimmäismäärät on esitetty liitteessä 5.

Talletusten ja joukkovelkakirjojen verohuojennuksia on yleensä perusteltu pyrkimyksellä edistää ja tukea säästämistä. Lisäksi on viitattu rahan arvon vakiinnuttamiseen sekä siihen ettei talletuksilla ole inflaatio suojaa. Tavanomaisten tilien verovapautta on perusteltu myös hallinnollisilla syillä. Verovapaa talletus on ollut mahdollista tehdä vain kotimaiseen pankkiin.

Veronalaisten korkotulojen efektiivistä verotuskohtelua on lievennetty **omaisuustulovähennyksen** avulla. Vähennykseen oikeuttavat myös sijoitusrahastojen voitto-osuudet sekä muuna asuntona kuin vapaa-ajan asuntona käytettäväksi vuokratusta asunnosta saadut vuokratulot. Tätä nykyä vähennyksen suuruus on 2 000 markkaa lisätynä 50 prosentilla siitä määrästä, jolla verovelvollisen omaisuustulovähennykseen oikeuttavat tulot ylittävät 2 000 markkaa. Omaisuustulovähennyksen määrä voi olla vuonna 1990 enintään 20 000 markkaa. Tämä määrä saavutetaan silloin kun omaisuustulovähennykseen oikeuttavia tuloja on 38 000 markkaa (ks. liite 5). Omaisuustulovähennyksen reaalin määrä on kasvanut melko tasaisesti vuodesta 1976 vuoteen 1986, jonka jälkeen se lähes kaksinkertaistui.

Vuodesta 1986 vuoteen 1990 omaisuustulovähennyksen reaalin arvo on tosin hiukan laskenut (ks. taulukko 10). Omaisuustulovähennyksen kokonaistaloudellisten vaikutusten arviointi on erityisen hankalaa johtuen vuodesta 1984 lähtien sovelletuista omavastuuosuuksista.

Vuoden 1991 alusta tilapäisesti voimaan astunut korkotulojen 10 prosentin suuruinen lähdevero peritään kotimaiseen talletuspankkiin tehdyille talletukselle sekä Suomessa liikkeeseen lasketulle joukkovelkakirjalainalle maksetusta korosta. Lähdevero peritään automaattisesti koron maksun yhteydessä eikä sitä ja lähdeveron alaisia talletuksia ja joukkovelkakirjoja tarvitse ilmoittaa verotuksessa, vaan vero peritään nimensä mukaisesti tulon lähteellä. Verouudistuksen valmistelussa tausta-ajatuksena on ollut ettei lainarahaa voi korvamerkitä ts. lainoja ei voi erotella käyttötarkoituksen mukaan. Päinvastaista, ainakin väliaikaista, menettelyä on ehdottanut Aalto (1989, s. 67).

#### 4.1.2 Muut pääomatulot

**Osakeyhtiön osinkona** jakama voitto oli vuoteen 1989 saakka periaatteessa kahdenkertaisen verotuksen kohteena, ensin yhtiö joutui maksamaan veron voitostaan ja toisen kerran osakkeenomistaja saamastaan osinkotulosta. Vuodelta 1990 toimitettavasta verotuksesta alkaen sovelletaan yhtiöveron hyvitysjärjestelmää, joka poistaa osinkotulojen kahdenkertaisen verotuksen. Osinkotuloihin kohdistuu nyt ainoastaan osakkeenomistajan progressiivisen asteikon mukainen valtionverotus. Osinkotulosta ei voi enää tehdä omaisuustulovähennystä. Ulkomaille maksetusta osingosta peritään 25 prosentin suuruinen lähdevero, ellei maiden välinen verosopimus edellytä alhaisempaa verotusta.

**Kiinteistön tai osakehuoneiston vuokrauksesta** saatu tulo on veronalaista tuloa. Vuokratuloon kohdistuvat tulon hankkimisesta tai säilyttämisestä aiheutuneet kustannukset voidaan vähentää tulosta. Vuokratuloon voidaan soveltaa omaisuustulovähennystä. Vakituisen asunnon laskennallista asuntotuloa verotetaan omaan tai perheen asumiseen tai vapaa-ajan viettoon käytettävästä asunnosta.<sup>2)</sup>

**Vakuutussäästämisen** verotuskohtelu poikkeaa pankkitalletuksista em. sijoitusominaisuuksien perusteella. Säästöhenkivakuutuksen tuotto tuli vuodesta 1989 alkaen veronalaiseksi. Tuotto lasketaan siten että vakuutussuorituksesta vähennetään suoritettut vakuutusmaksut. Jos vakuutus on ollut voimassa vähemmän kuin 10 vuotta, on koko tuotto veronalaista, muutoin vain 50 prosenttia tuotosta. Edellytyksenä tuoton veronalaisuudelle on vakuutussuorituksen maksaminen kertasuorituksena joko vakuutetulle itselleen tai lähiomaiselle. Muutoin koko

vakuutusasuoritus, eikä vain vakuutuksen tuotto, on veronalaista tuloa. Koska ainoastaan vakuutuksen tuottoa - ei suoritetuja vakuutusasuorituksia - verotetaan, ei suoritetuja vakuutusmaksuja myöskään voida vähentää verotuksessa.

**Vapaaehtoisen eläkevakuutuksen** perusteella saatu eläke on veronalaista tuloa, mutta suoritetut vakuutusmaksut voidaan vähentää verotuksessa (15 % ansiotulon määrästä v. 1990, 12 % v. 1991). Arviot eläke- ja henkivakuutusäästämisestä on esitetty liitteessä 2.

### 4.1.3 Myyntivoitot

Tuloverotukselle on ollut ominaista juoksevan tuoton ja realisoituneen arvonnousun erottaminen toisistaan. Juoksevien tulojen verotuksen lähtökohtana on ollut niiden täysi veronalaisuus. Omaisuuden arvonnousuun perustuvien pääomavoittojen verotuksessa lähtökohtana on puolestaan ollut niiden täysi tai ainakin osittainen verovapaus varsinkin pitkän omistusajan jälkeen. Veroteoreettisesti tämä vaikuttaa perustelemattomalta. Ruotsin vuoden 1991 pääomatulojen verouudistuksen tavoin meilläkin saattaa syntyä painetta siirtyä suhteelliseen pääomatulojen verotukseen, jossa luovutusvoittoa verotetaan tavallisina tuloina. Ruotsissa luovuttiin kokonaan myyntivoittojen verovapauden hallussapitosäännöksistä, jonka ajatellaan tekevän juoksevien tulojen muuntamisen myyntivoitoksi kannattamattomaksi.

Satunnaisen myyntivoiton verotus koskee alle 5 vuotta omistetun irtaimen omaisuuden ja vähemmän kuin 10 vuotta omistetun kiinteän omaisuuden (pl. vakituinen omistusasunto) luovutusta. Muihin luovutuksiin sovelletaan omaisuuden luovutusvoittoa koskevia verosäännöksiä. Myyntivoitot on eroteltu edellä olevan jaottelun mukaisesti satunnaisiin myyntivoittoihin ja omaisuuden luovutusvoittoihin. Nykyisten säännösten mukaan myyntivoiton verokohtelu lievenee omistusajan pidentyessä, ja omaisuuden luovutusvoiton veronalainen osuus on aikaisempaan verrattuna kasvanut.

Myyntivoiton verotuksessa verotetaan luovutushinnan ja hankintamenon erotusta. Hankintameno-olettama on 50 prosenttia myyntihinnasta paitsi alle 2 vuotta omistetusta omaisuudesta, jonka hankintameno-olettamana on 25 prosenttia myyntihinnasta. Satunnainen myyntivoitto on kokonaan veronalaista tuloa, jos omaisuus on omistettu vähemmän kuin neljä vuotta. Tämän jälkeen veronalainen osuus voitosta pienenee 20 prosentin portain kahta vuotta kohden siten että 8 vuoden jälkeen veronalaista tuloa on 40 prosenttia kiinteän omaisuuden luovutusvoitosta.

## Taulukko 4 Veronalaiset myyntivoitot, saajien lukumäärä ja keskimääräiset myyntivoitot vuosina 1980 - 88

|      | Summa<br>mmk | Saajat<br>lkm | Keskiarvo<br>mk |
|------|--------------|---------------|-----------------|
| 1980 | 112.2        | 11 691        | 9 594           |
| 1981 | 142.5        | 11 600        | 12 284          |
| 1982 | 127.8        | 10 870        | 11 870          |
| 1983 | 166.2        | 13 393        | 12 414          |
| 1984 | 186.5        | 15 018        | 12 421          |
| 1985 | 197.8        | 14 215        | 13 914          |
| 1986 | 325.8        | 20 140        | 16 174          |
| 1987 | 581.4        | 33 095        | 17 567          |
| 1988 | 1 900.4      | 151 342       | 12 557          |

Lähde: Verohallitus, Tulojen ja varallisuuden perusteella maksuunpannut verot, eri vuodet

Omaisuuuden luovutusvoiton veronalaisuutta on laajennettu alentamalla voiton verovapaa osa 200 000 markkaan vuoden 1989 alusta (vuoden 1986 alusta 1 miljoonaan markkaan, ja sitä ennen rajaton) ja nostamalla veronalaiseksi tuloksi katsottava suhteellinen osa voitosta 40 prosenttiin (vuoden 1986 alusta 20 prosenttia). Eroavuudet arvonnousuvoittojen ja juoksevien pääomatulojen verokohtelussa ovat näiden muutosten seurauksena vähentyneet.

Veronalainen myyntivoitto lisätään verovelvollisen muihin tuloihinsa verovuonna, jolloin kauppa on tehty, eikä valtionverotuksen progressiivisuutta voida tulontasaus säännösten avulla vähentää. Vakituisen asunnon myyntivoitto on tällä hetkellä kahden vuoden omistustajan jälkeen täysin verovapaa. Vuosina 1982 - 88 hallussapitosääntö oli yksi vuosi. Säännön tarkoituksena on erotella ammattimainen asuntojen välitys normaalista asunnonvaihtotoiminnasta. Muuhun kiinteään omaisuuteen verrattuna asuntoparallisuus on tässäkin suhteessa edullisemmän verokohtelun kohteena.

### 4.2 Varallisuuden verotus

Varallisuuden verotus on Suomessa pääoman nettoverotusta, joka kohdistuu luonnollisten henkilöiden rahanarvoiseen omaisuuteen sekä ei-yhtiömuotoiseen yritysvarallisuuteen. Osakeyhtiöiden varallisuusverotuksesta luovuttiin vuonna 1968, sillä osakkeet kuuluvat osakkeenomistajien veronalaisiin varoihin. Poikkeuksellisesti vuonna 1976

kuitenkin kerättiin varallisuusveroa osakeyhtiöiltä valtion heikon kassatilanteen vuoksi. **Varallisuusverotus** on luonteeltaan pääomatulojen verotusta täydentävä elementti, jossa pääpaino on ns. vakautetun tulon ja veronmaksukyvyyn näkökohdilla. Toisaalta henkilö voi pitää hallussaan esim. valtion verottomia obligaatioita, jotka ovat verottomia sekä varallisuusverotuksessa että korkotuotonsa osalta. Verotuskäytäntö tuntee kuitenkin lukuisia tapauksia, joissa veronmaksukyvyllään varakkaat maksavat vain varallisuusveroa. On kuitenkin huomattava, että myös varallisuusvero on yksinkertaisin portfoliojärjestelyin eliminoitavissa (Tikka (1990, s. 110)).

Varallisuusverotuksen perusteina on käytetty sekä tehokkuus- että oikeudenmukaisuusperusteita (ks. Takala (1987)). Fiskaalista merkitystä varallisuusveroilla ei ole juurikaan ollut, jonka vuoksi sitä on ehdotettu joko poistettavaksi tai korvattavaksi laajennetulla luovutusverolla. Varallisuusveron poistaminen vapauttaisi käytännössä perintönä tai lahjana siirtyvän perhevarallisuuden verotuksesta. Mm. varallisuusverotuksen verovapauksien sekä varallisuuden arvonnousun realisoinnin takia tarvitaan erillistä **perintö- ja lahjaverotusta**. Perintö- ja lahjaverotusta on perusteltu edelleen yhtäläisten perusmahdollisuuksien sekä vähäisten suorien allokatiivääritysten (säästäminen ja työntarjonta) avulla.<sup>3)</sup>

Varallisuusverotus on Suomessa ollut kansainvälisesti sekä pohjoismaisittain tarkastellen suhteellisen lievää. Tosin vertailu ei ole ongelmaton, sillä mm. Norjassa kannetaan valtiollisen varallisuusveron lisäksi myös kunnallista veroa. Monissa maissa varallisuusvero on korvattu kiinteistöihin kohdistuvalla verolla (Japani, USA, Belgia) tai kuolinpesien ankarammalla verotuksella (mm. UK). Vuonna 1986 varallisuusveroa kannettiin 11 OECD-maassa, kun taas varallisuusveroa ei ollut 12 maassa. Vuonna 1988 Suomessa veronalaista varallisuutta oli kaikkiaan 24.6 mrd. mk (vrt. todellinen bruttovarat - talletukset 1 408 mrd. mk) ja varallisuusveroa maksavia 14 186. Varallisuusvero tuotti 194 Mmk. Varallisuusverotuksen verotussäännöt on vuodesta 1976 lähtien esitetty liitteessä 5. Vuodesta 1989 varallisuusverolla on ollut vain yksi marginaaliveroprosentti (0.9 %), verotettavan varallisuuden alarajan ylittävältä osalta. Varallisuusverotuksella on kansantaloudellista merkitystä vain asuntovarallisuuden osalta, jota tarkastellaan seuraavassa lähemmin.

### 4.3 Omistusasunnon verokohtelu

Verotukselliset tukitoimet ovat vaikuttaneet Suomessa suuresti omistusasumisen voimakkaaseen yleistymiseen. Veroetuudella eli verotuella tarkoitetaan seuraavassa sitä veronalaisten tulojen määrää, joka on jätetty verotuksen ulkopuolelle, ei julkisen sektorin menettämää verotulon määrää. Menetetty verokertymä saadaan selville kertomalla menetetty veropohja rajaveroasteella, joka tosin sekin on epävarma johtuen verotuksen taloudenpitäjien käyttäytymistä vääristävästä vaikutuksesta. Asumiseen kohdistuvia veroetuuksia on useita, ja koska ne ovat muodostuneet eri viranomaisten toimenpiteistä, niiden yhteisvaikutusta ei tarkkaan tunneta.

Asumisen tuottoon vaikuttavat verot/verotukselliset tukimuodot voidaan ryhmitellä seuraavasti:

1. suora tarveharkintainen **asumistuki** vuokriin ja asumismenoihin
2. **säännöstellty vuokra** vuokramarkkinoilla, vuokrasubventio työ- ja virkasuhdeasunnoissa
3. omistusasumisen laskennallisen **asuntotulon lievä verotus**
4. **asuntolainojen rajoitettu korkovähennysetuus**
5. **varallisuusverokevennys** (40 %) omassa käytössä oleville asunnoille markkinahinnan aliarvostuksen ja verotettavan alarajan lisäksi
6. asuntojen myyntiin liittyvä **verovapaus myyntivoittoverotuksessa** kahden vuoden hallussapidon jälkeen
7. valtion myöntämien asuntolainojen (ARAVA-lainat) **alikorko**
8. korotettu **omaisuustulovähennys vuokratulon osalta**
9. asuntojen arvon **aliarvostus perintö- ja lahjaverotuksessa.**

Nämä veroetuudet vaikuttavat suuresti kotitalouksien kannalta keskeisten varallisuuserien suhteellisiin veronjälkeisiin tuottoihin ja siten sijoitusten allokoitumiseen. Nimellisistä tuotoista tai asuntojen hinnoista tätä ei pystytä suoraan havaitsemaan.

Asuminen on suomalaisessa verojärjestelmässä kaikilta osin poikkeuksellisen verotuskohtelun kohteena. Asumisen tuki on lisäksi siinä mielessä omalaatuista sosiaalipolitiikkaa, että tuki hoidetaan suurimaksi osaksi verotuen muodossa ilman tarveharkintaa. Tämä tekee tuen määrän myös hankalasti säädeltäväksi. Asumisen verotustuki sisältää myös eräänlaisen poliittisen lukitusvaikutuksen, sillä tuen painopistettä voi olla hankalaa muuttaa tilanteessa, jossa ehdoton enemmistö kotitalouksista nauttii ko. verotukea.

Asumisen kokonaistuen merkitystä ja kohtaantoa on kuitenkin tutkittu vasta viime vuosina.<sup>4)</sup> Seuraavassa tarkastellaan asumisen kokonaistukea suuruusjärjestyksessä, samalla pyrimme arvioimaan kokonaistuen markkamääräistä suuruutta. Juurikaan muuta keinoa asuntojen hintojen muutoksen (arvonnousun) lisäksi ja todellisen tuoton arvioimiseksi ei ole. Tuottolaskelmat jäävät pakostakin arviovaraisiksi etujen laskennallisuuden ja kotitalouksien vaihtelevien rajaverokantojen takia. Koska asuntotulo omasta asunnosta syntyy kustannusten säästöjen kautta, sitä arvioidaan ns. vaihtoehtoisen sijoituskohteen tuoton perusteella. Tämä sisältää luonnollisesti harkinnanvaraisia elementtejä. Varsinaisia aikasarjoja kaikista tukimuodoista ei ole saatavilla varsinkaan aikaväliltä 1960 - 70.

1) Laajan tuloveromallin mielessä suurin verotuki eli veromeno liittyy **omistusasunnon asumistulon** lähes täydelliseen **verottamattomuuteen**. Vuoteen 1972 asti asuntotulo arvioitiin käyvän vuokratason perusteella kunnittain. Sovelletujen veronhuojennuslakien takia kuitenkin uusien rakennusten asuntotulo oli verovapaata. Verotuksen alueellisen epäyhtenäisyyden ja hallinnollisen raskauden takia menettelystä luovuttiin. Lisäksi sen katsottiin nostavan jo ennestään korkeita asumiskustannuksia (Valtiovarainministeriö, 1985, s. 25 - 26). Tällä hetkellä asuntotulo lasketaan kaavamaisesti vaihtoehtoisen varallisuuserän tuottoa jäljitellen seuraavasti. Verotuksellisesti aliarvioidusta verotusarvosta lasketaan 3 prosentin laskennallinen tuotto tietyn alarajan ylittävältä osalta. Vuodesta 1973 lähtien tämä omistusasumisen ns. laskennallinen asuntotulo on arvioitu valtion- ja kunnallisverotuksessa 3 prosentiksi asunnon verotusarvon tietyn alarajan ylittävältä osalta. Oman vaikeutensa asuntotulon verotuksen vaikutuksen arvioitiin tuo se, että asuntotulo on pääomatulona yhteisverotettavaa, jolloin aviopuolisoista verotetaan suurempituloista riippumatta siitä kumpi asunnon omistaa.

Omistusasunnon laskennallisen asuntotulon aliarvostuksesta koituvasta veroetuudesta ja sen kohtaannosta on esitetty laskelmia poikkeileikkausotokseen perustuvassa tutkimuksessa Kontulainen ja Takala (1989). Vuonna 1981 asunnon verotusarvon alaraja oli 190 000 mk. Valtionverotuksessa vapaa-ajan tai muun asunnon asuntotulo on arvioitu 3 prosentiksi 50 000 mk ylittävästä osasta, kunnallisverotuksessa koko arvosta. Laskelmien perusteella asuntojen verotusarvot olivat vuonna 1981 keskimäärin 21 prosenttia niiden markkina-arvoista. Jos ajateltaisiin, että verotusarvot olisivat asuntojen markkinahintojen tasolla niin esimerkiksi vuonna 1981 hypoteettisesti veronalaista tuloa jätettiin em. aliarvostuksen takia veropohjan ulkopuolelle yli 4 miljardia (valtion- ja kunnallisverotus). Verotettu

asuntotulo jäi siis vain 1.2 prosenttiin asuntojen markkina-arvojen avulla lasketusta "todellisesta" asuntotulosta. Verotusarvoja on tosin korotettu tuntuvasti lähemmäksi todellisia arvoja 1980-luvulla.

Tällä hetkellä omistusasumisesta saatu hyötytuotto ts. laskennallinen asuntotulo ei ole tosiasialliselta verokannaltaan samalla tavoin verotettua kuin muut pääomatulot. Käytännössä asuntotulon verotus on ollut tähän asti vain todellisten luksusasuntojen verotusta. Tämä nähdään seuraavasta taulukosta 5. Verotetun asuntotulon summan ja sen saajien lukumäärän väheneminen vuonna 1986 johtui suurehkosta inflaatiokorjauksesta vakituisen asunnon asuntotulon alarajassa (ks. liite 5).

2) **Asuntolainojen korkovähennys** veronalaisista tuloista on toiseksi suurin tukimuoto. Korkovähennys on ristiriidassa asuntotulon verottamattomuuden kanssa, kun pyritään laajan tulon mukaiseen verotukseen. Jos kerran tulo on verotonta, niin miksi myös tulonhankkimismenot ovat verovähennyskelpoisia.<sup>5)</sup>

Asuntolainan koron vähennyskelpoisuus oli rajoittamatonta vuoteen 1974 asti. Sen jälkeen korkovähennykselle on asetettu enimmäisvähennys, jonka lisäksi vuodesta 1984 lähtien vähennykseen on sovellettu omavastuuosuutta. Vuodesta 1990 alkaen korkojen vähennysoikeuden vaihtoehtona on asuntovähennys, joka on mahdollinen alle 39-vuotiaalle ensiasunnon ostajalle. Tämän tuen saaminen ei edellytä korkomenoja. Korkovähennyspolitiikkaa lienee toteutettu etupäässä pienien hallinnollisten kustannusten takia. Korkovähennysten määrä kasvoi merkittävästi vuonna 1988 rahamarkkinoiden keventymisen ja luotonannon voimakkaan kasvun takia (taulukko 6). Vuonna 1988 vakituisesta asunnosta tehty korkovähennys oli keskimäärin 8 273 mk saajaa kohden, kulutusluotoissa korkovähennys oli keskimäärin 2 465 mk saajaa kohti.

Korkovähennysetuuden tapainen tukimuoto on valtion myöntämä ARAVA-lainojen **korkotuki**, jonka suuruudesta on esitetty arvioita Tahvanaisen (1988) tutkimuksessa. Asuntotulon verottamattomuus pois lukien alikoron kautta maksettu tuki muodostaa noin kolmanneksen asumisen verotuesta.

3) Vuoteen 1971 asti vakituisen asunnon myynnistä saatua myyntivoittoa verotettiin kuten muitakin myyntivoittoja. Tämän jälkeen verotusta lievennettiin eri säännöksin aina vuoteen 1982 asti, jonka jälkeen myyntivoitto säädettiin verovapaaksi yhden vuoden omistuksen jälkeen (valtiovarainministeriö (1985)). Oman **vakituisen asunnon luovutusvoitto** on ollut vuodesta 1989 verovapaata tuloa kahden vuoden omistuksen jälkeen. Tällä kaikella on ilmeisesti tähdätty asunnon vaihdon joustavuuteen esim. työvoiman liikkuvuuteen



**Taulukko 5. Verotettu laskennallinen asuntotulo valtionverotuksessa**

|      | Verotettu<br>asunto-<br>tulo,<br>mmk | Saajien,<br>lkm | Keski-<br>määrin,<br>mk | Potenti-<br>aalinen<br>asunto-<br>tulo <sup>1</sup> ,<br>mmk | Verotettu<br>osuus<br>tulosta,<br>% |
|------|--------------------------------------|-----------------|-------------------------|--|-------------------------------------|
| 1980 | 44 088                               | 53 173          | 829                     | 6 300  | 0.7                                 |
| 1981 | 54 550                               | 68 763          | 793                     | 7 504  | 0.7                                 |
| 1982 | 93 521                               | 119 947         | 780                     | 9 505  | 1.0                                 |
| 1983 | 157 874                              | 184 958         | 854                     | 11 930   | 1.3                                 |
| 1984 | 185 919                              | 212 245         | 876                     | 14 047   | 1.3                                 |
| 1985 | 208 883                              | 238 593         | 875                     | 14 839   | 1.4                                 |
| 1986 | 93 660                               | 112 552         | 832                     | 16 066   | 0.6                                 |
| 1987 | 120 066                              | 134 203         | 895                     | 18 367   | 0.7                                 |
| 1988 | 131 193                              | 120 084         | 1 093                   | 26 723   | 0.5                                 |

<sup>1</sup>Arvioitu 3 prosentin vaihtoehtoistuottona asuntovarallisuuden nettoarvo (varat - velat) perusteella.

Lähde: Verohallitus, Tulojen ja varallisuuden perusteella maksuunpannut verot vuosilta 1980 - 88, eri vuodet.

**Taulukko 6. Verotuksessa myönnetyt korkovähennykset ja omaisuus-  
tulovähennys luonnollisille henkilöille, mmk**

|      | Vakituisesta<br>asunnosta,<br>mmk | Kulutusuotto-<br>korot yms.,<br>mmk | Yhteensä<br>mmk | Omaisuus-<br>tulovähennys,<br>mmk | Vakituis.<br>asunnosta<br>maksimi-<br>korkoväh.<br>tehneet, % | Muista<br>luotoista<br>maksimi-<br>korkoväh.<br>tehneet, % |
|------|-----------------------------------|-------------------------------------|-----------------|-----------------------------------|---|--|
| 1980 | 1 797                             | 686                                 | 2 483           | -                                 | 0.1   | 0.3  |
| 1981 | 2 252                             | 804                                 | 3 056           | 347                               | 0.3   | 0.8  |
| 1982 | 2 730                             | 937                                 | 3 667           | 482                               | 0.4   | 1.0  |
| 1983 | 3 321                             | 1 144                               | 4 465           | 534                               | 0.7   | 1.4  |
| 1984 | 4 023                             | 1 246                               | 5 269           | 652                               | 1.3   | 1.6  |
| 1985 | 4 493                             | 1 282                               | 5 775           | 1 235                             | 1.8   | 4.4  |
| 1986 | 4 599                             | 1 523                               | 6 122           | 1 490                             | 2.9   | 3.6  |
| 1987 | 5 015                             | 1 964                               | 6 979           | 1 888                             | 2.4   | 4.9  |
| 1988 | 6 617                             | 2 628                               | 9 245           | 2 241                             | 5.6   | 7.4  |

Lähde: Verohallitus, Tulojen ja varallisuuden perusteella maksuunpannut verot, eri vuodet.

liittyvistä syistä. Toisaalta sen on katsottu johtavan myös asuntojen tarpeettomaan vaihtamiseen ja asuntovarallisuuden ylisuureen kasvattamiseen veroetujen tuella. Asuntoinvestoinnit ovat saattaneet myös syrjäyttää teollisuusinvestointeja ja vinouttaa rahoitussäästämistä.

Muun kiinteän omaisuuden kuin asuntojen myyntivoittojen verottomuuden hallussapitoaikavaatimus on kymmenen vuotta. Asuntojen myyntivoittojen reaalista arvonnousua voidaan arvioida asuntojen reaalihintojen kehityksen avulla. Markkinahintaisten omistusasuntojen reaali hinnat ovat vuosikymmenittäin vaihdelleet merkittävästi. Vuosina 1961 - 69 arvonnousu oli keskimäärin 0.4 prosenttia, -1.2 prosenttia vuosina 1970 - 79 ja 6.8 prosenttia vuosina 1980 - 88 vuodessa.<sup>6)</sup>

Verotuksen progressiivisuus on oletettavasti vaikuttanut jossain määrin korkojen verovähennysten ja myyntivoittojen verovapauden kautta omistusasuntojen hintojen nousuun. Suurituloiset asuvat useammin omistusasunnoissa, köyhimmät taas vuokralla. Asuntojen hintojen nousun kautta syntyneet myyntivoitot ovat neutraloineet tulojen progressiivisen verotuksen vaikutuksia (ks. Englund & Persson (1982)). Omistusasumisen kustannus on ollut käänteisessä suhteessa kotitalouden rajaveroasteeseen, kun asuntotuloa ei veroteta ja kun korot ovat vähennyskelpoisia. Koron vähennysetu tulosta on sitä suurempi, mitä korkeampi on vähentäjän rajaveroaste. Mitä suurempi osa asuntotulosta jätetään verottamatta ja mitä suurempi on asuntolainan korkovähennysosuus ja mitä korkeampi on rajaveroaste, sitä suurempi etu on. Asuntoluottojen korkovähennysetuus olisi kuitenkin mahdollista toteuttaa proportionaalisen tuloihin, jos vähennys tehtäisiin tulojen sijasta suoraan verosta. Vuoteen 1974 saakka rajoittamatonta asuntolainojen korkovähennysetuutta on jatkuvasti rajoitettu samanaikaisesti kun asuntojen hinnat ovat nousseet, joten sen reaalin merkitys on vähentynyt tuntuvasti (ks. liite 5 ja taulukko 10).

Välitön verotus on Suomessakin tunnetusti progressiivista valtion tuloverotuksen osalta, välillinen verotus taas regressiivistä (ks. esim. Koskela ja Tuomala (1989)). Omistusasumisen saamat veroetuudet tasoittavat suuresti progressiivisen verotuksen tulonjakovaikutusta, toimivat siis regressiivisesti.

Asuntotulon verotuksen kiristäminen johtaa periaatteessa asuntojen hintojen laskuun aina silloin, kun asuntoluottojen synnyttämät korkomenot ovat suuremmat kuin verotettu asuntotulo (Söderström (1988, s. 55)). Suomessa tilanne on ollut tämänkaltainen, sillä esim. vuonna 1988 verotettu asuntotulo omistus-asunnoista oli yhteensä 131 Mmk (taulukko 5), kun taas korkomenot kaikista asunnoista olivat 7.2 mrd. markkaa. Eräänä keinona asuntojen halventamiseksi on asuntotulon nykyistä ankarampi verotus, joka laskee asunnon veron jälkeistä

tuottoa ja sitä kautta kysyntää. Asuntolainan korkovähennyksen leikkaaminen alentaa samalla tavoin omistusasunnon veronjälkeistä tuottoa, ja johtaa asuntojen hintojen laskuun, sillä veroetuudet kapitalisoituvat lyhyellä aikavälillä asuntojen hintoihin. Pitkällä aikavälillä asuntojen tarjonnan pitäisi joustaa siten, että veroetuus poistuu asuntojen portfolio-osuuden asetuttua uuteen tasapainoon. Verovähennyksiin oikeuttavat korkomenot asunnosta olivat 6.6 mrd. markkaa vuonna 1988, korkovähennyksen tehneitä oli noin 800 000 ja keskimääräinen korkovähennys oli em. 8 273 markkaa (Verohallitus, 1988).

4) **Suoraa asumistukea** voidaan pitää veroetuutena, kun veron ajatellaan olevan kuluttaja- ja tuottajahinnan erotus. Se vaikuttaa joka tapauksessa asuntovarallisuuden käyttökustannuksiin sekä tuottoon ja on sikäli muihin veroetuuksiin verrattavissa. Vuoden 1991 tulo- ja menoarvioesityksen liitteen 3 mukaan verotuki asumistuen verovapauden muodossa on kuitenkin vuosina 1985 - 90 jäänyt reiluun 200 milj. markkaan.

#### Taulukko 7 Vuoden 1975 asumistukilain mukainen asumistuki

|      | Asumistuki<br>mmk | Vuokra-asunnot |               | Omistusasunnot |               |
|------|-------------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
|      |                   | lkm            | keskim.<br>mk | lkm            | keskim.<br>mk |
| 1975 | 18.9              | 32 000         | 191           | 1 500          | 122           |
| 1974 | 148.3             | 57 300         | 228           | 5 712          | 289           |
| 1977 | 246.2             | 64 967         | 257           | 13 379         | 289           |
| 1978 | 311.9             | 72 086         | 261           | 22 628         | 297           |
| 1979 | 336.4             | 72 076         | 277           | 25 985         | 273           |
| 1980 | 409.7             | 74 422         | 327           | 30 729         | 316           |
| 1981 | 459.0             | 72 222         | 400           | 25 399         | 317           |
| 1982 | 534.5             | 75 003         | 466           | 26 535         | 370           |
| 1983 | 579.0             | 75 045         | 492           | 27 314         | 401           |
| 1984 | 585.0             | 72 563         | 515           | 25 351         | 398           |
| 1985 | 593.3             | 70 639         | 546           | 23 312         | 417           |
| 1986 | 595.0             | 68 110         | 576           | 20 514         | 416           |
| 1987 | 539.0             | 64 027         | 548           | 18 763         | 390           |
| 1988 | 682.9             | 75 973         | 619           | 23 611         | 459           |
| 1989 | 842.0             | 82 068         | 697           | 23 779         | 513           |
| 1990 | 960.0             | 84 298         | 764           | 26 190         | 663           |

Lähde: Asuntohallituksen tilastoja, 1987/2

5) Samalla tavoin **säännöstelty vuokra** ts. käypää vuokraa alempi vuokra on asumistukea, jota usein perustellaan sosiaalisilla syillä. Vaikka vuokrasäännöstely on periaatteessa kattavaa, niin vuokralla asuvista kaikki eivät pääse osallisiksi tästä tuesta. Koska näiden asuntojen keskimääräisestä vuokrasta ei ole saatavilla helposti tietoja, tuen suuruuden arvioinnista luovuttiin tässä selvityksessä (ks. kuitenkin taulukko 8). Säännöstelty vuokra pienentää vuokra-asunnon tuottoa, joten tehokkailla markkinoilla vuokra-asuntojen määrä vähenee. Tällöin on luonnollista, että vuokra-asunnot myydään omistusasunnoiksi ja asuntoon kestokulutushyödykkeenä kapitalisoitunut voitto realisoidaan myyntivoiton avulla. Lähivuosina odotetaan kuitenkin vuokrasäännöstelyn vähittäistä purkamista.

Yllä olevista tukimuodoista vain suora asumistuki ja vuokrasäännöstely kohdistuvat vuokra-asumiseen, muut tuet ovat omistusasumisen tukea ja vaikuttavat sen kysyntää lisäävästi. Kokonaistuesta noin 3/4 kohdistuu omistusasumiseen. Tukimuodoista ainoastaan asumistuki on ns. suoraa tukea. Tarveharkintaisesti annettava asumistuki ohjautuu pääasiassa vuokra-asujille (ks. Kontulainen ja Takala (1989)).

6) **Varallisuusverotus** sallii vakituiselle omassa käytössä olevalle asuntovarallisuudelle 40 prosentin huojennuksen veronalaisesta varallisuudesta. Tämän lisäksi vakituisen asunnon verotusarvosta saa tehdä erillisen markkamääräisen vähennyksen. Näiden lisäksi asuntojen verotusarvot ovat olleet runsas viidennes todellisista markkina-arvoista. Varallisuusverojärjestelmä sisältää muitakin huojennuksia, jotka eivät ole perusteltavissa neutraalien verotusperiaatteiden kannalta, kuten ylimääräinen puoliso- ja alaikäisten lasten elatusvähennys. Nämä veroetuudet ovat käytännössä johtaneet asumisen verottomuuteen tai paremmin verotuettuun asumiseen. Lisäksi asunto-osakeyhtiöt ovat muiden osakeyhtiöiden tavoin vapaita varallisuusverosta. Varallisuusverotuksen vähäisen yleisen merkityksen takia sillä ei myöskään ole mainittavaa vaikutusta asumisen tuottoon.

Asumisen ja omistusasuntojen kirjava verotuskäytäntö ja verotuksellinen tuki on ohjannut voimakkaasti kotitalouksien sijoitustoimintaa siten, että asuntovarojen osuus kotitalouksien varallisuudesta on suurempi kuin juuri missään muussa teollisuusmaassa. Taulukkoon 9 on kerätty joitakin keskeisiä veroetuuksia, sillä asumisen tuen monimuotoisuuden ja monimutkaisuuden takia kattavaa laskelmaa tuen suuruudesta ei voida esittää.

## Taulukko 8. Vuokrasäännöstelyn vaikutus

|                        | Asuinhuon.<br>neliövuokrat<br>mk/kk/m <sup>2</sup> | Vuokra-<br>tuotto, % | Kuluttaja-<br>hinnat, % | Reaalinen<br>vuokra-<br>tuotto, % | Omistus-<br>asunnon<br>reaalinen<br>arvonnousu, % |
|------------------------|--|----------------------|-------------------------|-----------------------------------|---|
| 1980                   | 11.9   | 15.8                 | 11.0                    | 4.7                               | 3.3   |
| 1981                   | 13.3   | 11.1                 | 11.3                    | -0.2                              | 2.4   |
| 1982                   | 14.6   | 9.1                  | 8.9                     | 0.2                               | 3.3   |
| 1983                   | 15.8   | 7.8                  | 8.2                     | -0.4                              | 9.3   |
| 1984                   | 16.6   | 5.2                  | 6.7                     | -1.5                              | 4.9   |
| 1985                   | 18.2   | 9.2                  | 5.8                     | 3.4                               | -0.9  |
| 1986                   | 19.1   | 4.5                  | 3.5                     | 1.0                               | 1.0   |
| 1987                   | 19.1   | 0.3                  | 3.6                     | 3.3                               | 7.0   |
| 1988                   | 20.6   | 7.4                  | 3.8                     | 3.6                               | 26.0  |
| 1989                   | 22.5   | 8.8                  | 6.5                     | 2.3                               | -   |
| 1990                   | 24.6   | 9.1                  | 6.5                     | 2.6                               | -   |
| Keskiarvo<br>1980 - 88 | -  | 7.8                  | 7.0                     | 0.8                               | 6.8   |

Lähde: Tilastokeskus, Asuminen 1990/6, Vuokratilasto 1990

## Taulukko 9. Asumisen veroetuudet, asuntotulo ja lainoitus Suomessa vuosina 1975 - 88

|      | Asumis-<br>tuki,<br>mmk | Korkovä-<br>hennys<br>vak.as.,<br>mmk | Asunto-<br>laina/<br>asunnon<br>hankinta-<br>hint,<br>% <sup>1</sup> | Potenti-<br>aalinen<br>asunto-<br>tulo,<br>mmk <sup>2</sup> | Arava-<br>tuotan-<br>non<br>osuus<br>kokon.<br>tuot. % | Valtion<br>lainaa<br>saanut<br>asunto-<br>tuotann.<br>% | Reaalinen<br>arava-<br>lainojen<br>alikorke<br>1980-<br>mmk <sup>3</sup> |
|------|-------------------------|---------------------------------------|--|---|--|---|--|
| 1975 | 18.9                    | 711.4                                 | 47.3   | 4 002.4   | 59.8   | 53  | -  |
| 1976 | 148.3                   | 855.4                                 | 45.5   | 4 355.9   | 69.8   | 67  | -  |
| 1977 | 246.2                   | 1 000.6                               | 46.3   | 4 637.2   | 62.2   | 59  | -  |
| 1978 | 311.9                   | 1 046.0                               | 42.0   | 4 889.6   | 62.3   | 62  | -  |
| 1979 | 336.4                   | 1 218.6                               | 43.7   | 5 307.7   | 59.0   | 67  | -  |
| 1980 | 409.7                   | 1 797.1                               | 42.4   | 6 300.7   | 48.1   | 58  | 1 023  |
| 1981 | 459.0                   | 2 252.0                               | 41.0   | 7 503.9   | 45.7   | 53  | 1 114  |
| 1982 | 534.5                   | 2 730.4                               | 38.4   | 9 504.9   | 44.8   | 50  | 949  |
| 1983 | 579.0                   | 3 320.7                               | 37.5   | 11 929.9  | 36.9   | 51  | 982  |
| 1984 | 585.0                   | 4 022.7                               | 36.2   | 14 047.4  | 36.8   | 39  | 1 039  |
| 1985 | 593.3                   | 4 493.3                               | 37.3   | 14 838.6  | 36.1   | 34  | 985  |
| 1986 | 595.0                   | 4 599.8                               | -  | 16 065.7  | 38.8   | -   | 979  |
| 1987 | 539.0                   | 5 015.3                               | -  | 18 368.6  | 44.3   | -   | 959  |
| 1988 | 682.9                   | 6 617.0                               | -  | 26 722.9  | 30.4   | -   | 973  |

<sup>1</sup> Asuntolainoitettujen omakotitalojen asuntolainojen suhde hankintoihin.

Lähde: Asuntohallituksen tilastoja 1987/2

<sup>2</sup> Laskettu 3 prosentin tuottona omistusasuntokannan nettoarvosta.

<sup>3</sup> Lähde: Tilastokeskus, Rakentaminen ja asuminen, Vuosikirja 1989, s. 128.

## 4.4 Veronjälkeiset tuotot

Pääomatulojen verokohtelun epäyhtenäisyys vaikuttaa paitsi sijoitusten nettotuottoon myös pääomien kohdentumiseen. Vielä tälläkin hetkellä omistusasunnon hankinta ja henkilökohtainen eläkesäästäminen ovat progressiivisen verotuksen seurauksena verotuksellisesti muita sijoitusmuotoja edullisemmassa asemassa. Sen sijaan säästöhenkivakuutuksen tuottoon kohdistuu keskimääräistä ankarampi verotus. Pitkään jatkunut talletusten koron verottomuus on tukenut mieluummin pankkien asemaa velkarahoituksen välittäjänä kuin edesauttanut reaalisten tuottojen muodossa säästämistä. Osinkojen verotuksessa yhtiöverotuksen hyvitysjärjestelmä sekä talletusten lähdevero vääristävät osaltaan osakkeiden tuoton verotusta ja vaikeuttavat yritysten emissiorahoitusta lähivuosina. Osake-emissioiden kannattavuutta sekä osakesijoitusten houkuttelevuutta sijoittajalle on verouudistuksen yhteydessä heikennetty molempien kaupantekijäosapuolten kannalta. Näyttäisi siltä, että aivan lähitulevaisuudessa pörssispekulaatiot eivät tule heiluttamaan yhtä voimakkaasti osakkeiden hintoja kuin viimevuosina.

Käynnissä oleva verouudistus on perustunut pitkälti pyrkimykseen toteuttaa laajan tulon mukaista verojärjestelmää, vaikka siitä ei kattavasti olekaan pidetty kiinni. Laajan tuloveron kannalta omaisuuden arvonnousuun perustuvien sijoitusten (osakkeet, yritysvarallisuus yms. kiinteä omaisuus) verotuksen ongelmana on kuitenkin se, että arvonnousua voidaan verottaa vasta kun se on realisoitunut. Toisaalta pitkällä aikavälillä tätä arvonnousua ei reaalisesti juurikaan synny, joten voisi kysyä miksi sitä ylipäänsä pitäisikään verottaa? Arvonnousulla on toki merkittäviä tulonjakovaikutuksia, mutta niihin välitön verotus ei ole aiemminkaan liiemmästi puuttunut. Verotuskäytäntöä ohjaakin voimakkaasti realisointiperiaate, ts. vain realisoituja arvonnousuja voidaan verottaa. Nimellinen arvonnousu ei vielä merkitse ostovoiman tai veronmaksukyvyyn nousua.

Ongelmallisempaa onkin se, miten laajassa tulojärjestelmässä verotettaisiin neutraalisti kiinteän omaisuuden pääomatulokomponenttia. On kuitenkin muistettava, että arvonnousun ja pääomatulon erottaminen toisistaan on usein hankalaa. Veroarbitraasin takia se yritetäänkin usein tehdä hämäräksi (vrt. esim. nollakuponkilainat, jossa pääomatulo maksetaan kokonaan arvonnousun kautta). Verotuksessa yritetään muutenkin välttää liian työläitä ja kalliita menettelytapoja kuten esim. asuntovarallisuuden todellisten markkina-arvojen arviointia. Käytäntö on johtanut osto- ja myyntitapahtumiin liittyviin kertaveroihin - leimaverot asuntokaupasta ja lainasta. Varovaisuussyistä mm. asuntojen

tuottaman laskennallisen pääomatulon verotus on tarkoituksellisesti jätetty lieväksi.

Pääomatulojen verotuksen yleisempänä ongelmana on vieläkin sen epäyhtenäisyys. Osaketuottoihin ja asuntotuloon kohdistetaan progressiivista veroasteikkoa, veronalaisiin talletuksiin taas proportionaalista alhaista lähdeverokantaa. Verouudistus ei ole ainakaan vielä pystynyt yhtenäistämään pääomatulojen verotusta. Tämä saattaa paremminkin toteutua EY:n aikaansaamien pääomatulojen verotuksen integroitumisvaatimusten kautta. Yhteenvetona voidaan todeta, että verotus suosii arvonnousuun perustuvia sijoituskohteita kuten kiinteistöjä sekä arvopapereita verrattuna sellaisiin sijoituksiin, joiden tuottoa verotetaan vuosittain. Poikkeuksena on metsän tuotto, jota verotetaan vuotuisella pinta-alaverolla, jolloin kantorahatulo on verovapaata. Puuston myynti ts. pääomatulon realisointi ei toki edellytäkään metsän omistusoikeuden vaihdosta.

Seuraavassa luonnostellaan eri sijoituskohteiden veronjälkeisiä tuottoja laskelmien avulla, jotka toki sisältävät monia ongelmia. Sijoituskohteiden verotuskohtelun vertailua vaikeuttavat mm. sijoittajien erilaiset marginaaliveroasteet, omaisuustulovähennyksen käyttöaste, verotettavan varallisuuden suuruus ja sijoittajan perhesuhteet. Tämän vuoksi joudumme tyytymään karkeisiin oletuksiin edustavista tapauksista. Laskelmissa on pyritty käyttämään aggregatiivisia suureita. Itse asiassa edellä taulukossa 3 esitetyt tuotot kelpaavat veronalaisia talletuksia ja obligaatioita lukuunottamatta rahoitusvarojen veronjälkeiksi tuotoiksi. Sen sijaan reaaliomaisuuden ja varsinkin asuntovarallisuuden kohdalla tilanne on monimutkaisempi.

Laskelmissa tuotot on esitetty olettamuksella, että sijoitusta ei realisoida rahaksi, joka toki vaikuttaisi varsin olennaisesti myynti- ja luovutusvoittoverotuksen takia veronjälkeisiin tuottoihin. Vain pörssi-osakkeille on esitetty vaihtoehtoiset tuottolaskelmat sekä osinkojen että arvonnousun osalta. Jos osake myydään vuoden lopussa se tuottaa sekä arvonnousun että osingon. Jos taas osake pidetään periaatteessa ikuisesti hallussa, osakkeen hinta kertoo suoraan tulevien osinkojen nykyarvon, jolloin arvonnousu (osakkeen osto- ja myyntihinnan erotus) sellaisenaan kertoo kokonaistuoton.

Muutama huomautus transaktioveroista (myynti- ja luovutusvoittoverot, leimaverot) on kuitenkin paikallaan. Kiinteän ja irtaimen omaisuuden myyntivoiton veronalaisuutta on lievennetty hallussapidon verottomuuteen liittyvillä aikamäärillä. Vastapainona tälle kauppaan liittyy sen arvoon suhteutettu leimavero. Omaisuuden arvonnousun veroksi voidaan ääritapauksessa olettaa vuoden 1988 omaisuuden luovutusvoiton verotuksen kiristämisen jälkeen noin neljännes

arvonnoususta. Vuokra-asuntosijoitusten, loma-asuntojen ja vastaavan suuruisten omaisuuserien myyntivoittojen vero jää uudistusten jälkeenkkin vielä melko pieneksi ja tuskin vaikuttaa tavallisten ihmisten sijoituskohteiden valintapäätöksiin tulevaisuudessakaan. Näin ollen lyhyellä aikavälillä kiinteän omaisuuden ja arvopapereiden suosion sijoituskohteena voidaan odottaa laimenevan vain sen verran, mitä lähdeveron käyttöönotto lisää talletusten suosiota.

Taulukossa 10 esitetään joitakin keskeisiä sijoituskohteiden verotukseen liittyviä indikaattoreita kuluttajahinnoilla deflatoituna. Asuntoluottojen korkovähennysetuutta on alennettu tasaisesti 1980-luvulla. Asuntojen neliöhintojen nousuun verrattuna asuntolainojen korkovähennysoikeus on vähentynyt olennaisesti. Vuonna 1978 asuntolainan korkovähennyksen enimmäismäärällä yksinäinen henkilö olisi saanut pääkaupunkiseudulla 6.6 neliometriä kaksiosista, vuonna 1990 enää vain 2.5 neliometriä. Varallisuusverotuksessa suurin merkittävin yksittäinen muutos liittyi vuoden 1986 varallisuusveron alarajan reiluun nostoon. Omaisuustulovähennystä nostettiin vastaavasti myös vuonna 1986 myyntivoittojen verotuksen kiristämisen seurauksena.

Laskettaessa varallisuuserille verojen jälkeisiä (verottomia) tuottoja on tehtävä ratkaisuja lukuisista verotukseen vaikuttavista tekijöistä.

### 1) Arvonnousun ja myyntivoiton verotus

Arvonnousu realisoituu tavallisesti vain myyntivoiton yhteydessä, joten se tuoton verotus liittyy portfoliomuutoksiin, joita näissä laskelmissa ei suoranaisesti otettu huomioon. Laskelmat tehtiin siis oletuksella, että sijoituskohde pidetään yhtäjaksoisesti hallussa koko ajan. Myyntivoiton verotukseen vaikuttavat ratkaisevasti verovapaat hallussapitoajat. Asuntokaupoista ehdottomasti suurin osa tehdään myyntivoittoverottomasti, asuntokaupasta maksetaan kuitenkin leimavero.

Asunnon tapauksessa arvonnousu vaikuttaa myös asunnosta saatavaan veronalaiseen pääomatuloon, sillä vakituisen asunnon asuntotulo arvioidaan asunnon verotusarvon perusteella. Kuten edellä on todettu ko. pääomatulo ei ole käytännössä veronalaista tuloa.

### 2) Pääomatulon verotus

Pääomatulon verotus on hankalaa tapauksissa, joissa pääomatulo on laskennallista hyötytuloa tai kustannusten säästöä tai se on hankalasti erotettavissa arvonnoususta. Esimerkiksi laskennallista asuntotuloa voidaan arvioida vaihtoehtoistuoton perusteella joko säännöstellyn



vuokratulon tai muun verovapaan sijoituksen tuoton, kuten Suomen Pankin peruskoron avulla.

Taulukko 10. Sijoituskohteiden verotuksen indikaattoreita

|      | Asuntoluoton korko-<br>vähennys |                         | Varallisuusveron alaraja |                         | Verot/<br>tulot,<br>% | Omaisuu-<br>stulovähennys |                         |
|------|---------------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|-----------------------|---------------------------|-------------------------|
|      | Nimellinen<br>mk                | Reaalinen<br>1985-h, mk | Nimellinen<br>mk         | Reaalinen<br>1985-h, mk |                       | Nimellinen<br>mk          | Reaalinen<br>1985-h, mk |
| 1976 | 15000                           | 32723                   | 50000                    | 109075                  | 20.3                  | 500                       | 1091                    |
| 1977 | 15000                           | 29047                   | 58000                    | 112316                  | 19.4                  | 500                       | 968                     |
| 1978 | 15000                           | 26944                   | 100000                   | 179630                  | 16.6                  | 1000                      | 1796                    |
| 1979 | 15000                           | 25075                   | 108000                   | 180542                  | 15.3                  | 1500                      | 2508                    |
| 1980 | 25000                           | 37448                   | 180000                   | 269623                  | 15.8                  | 1700                      | 2546                    |
| 1981 | 25000                           | 33440                   | 200000                   | 267523                  | 17.2                  | 2500                      | 3344                    |
| 1982 | 25000                           | 30518                   | 224000                   | 273438                  | 16.8                  | 2750                      | 3357                    |
| 1983 | 25000                           | 28159                   | 244000                   | 274837                  | 16.8                  | 2900                      | 3267                    |
| 1984 | 25000                           | 26302                   | 259000                   | 272488                  | 17.5                  | 9000                      | 9469                    |
| 1985 | 25000                           | 25003                   | 275000                   | 275028                  | 18.3                  | 9800                      | 9801                    |
| 1986 | 25000                           | 24288                   | 800000                   | 777227                  | 19.4                  | 16200                     | 15739                   |
| 1987 | 25000                           | 23330                   | 830000                   | 774543                  | 17.5                  | 16200                     | 15118                   |
| 1988 | 25000                           | 22201                   | 845000                   | 750377                  | 18.7                  | 20000                     | 17760                   |
| 1989 | 25000                           | 20828                   | 1000000                  | 833125                  | 18.4                  | 20000                     | 16663                   |
| 1990 | 25500                           | 20000                   | 1060000                  | 831373                  | -                     | 20000                     | 15686                   |
| 1991 | 27500                           | 20522                   | 1100000                  | 820896                  | -                     | 20000                     | 14925                   |

Selityksiä: Nimelliset vähennysten enimmäismäärät deflatoitu reaalisiksi kuluttajien hintaindeksillä (1985 = 100), jossa vuosi 1991 on ennuste.

Omaisuu-  
stulovähennykseen laskettu yhteen korko-, osinko- ja vuokratulovähennykset. Verojen ja tulojen suhde on laskettu valtion ja kuntien tuloista kotitalouksien välittömistä veroista suhteutettuna kansantuloon.

### 3) Varallisuusverotus

Rikkaimmat ja korkean rajaveroasteen omaavat tulonsaajat voivat joutua maksamaan varallisuusveroa, joten sillä voi olla merkittävä vaikutus heidän portfolioidensa koostumukseen. Varallisuusveron alhaisuuden takia, sillä ei kuitenkaan ole aggregatiivisesti merkitystä veronjälkeisten tuottojen kannalta. Laskelmissa ei tämän takia ole otettu huomioon varallisuusveron vaikutusta.

#### 4) Korkomenon vähennyskelpoisuus

Varallisuuserän hankinta ja sen rahoituspäätös eivät ole riippumattomia etenkin suurimpien varallisuuserien tapauksessa. Korkojen vähennys-oikeudella on suuri merkitys varallisuuserän veronjälkeiseen tuottoon ja velanottohalukkuuteen, sillä korkovähennysetuus riippuu rajaverosta kun korkovähennys tehdään tulosta eikä verosta.

Korkojen vähennysoikeudella on siten erityisen suuri merkitys nuorille suurituloisille, jotka ostavat asuntonsa suurimmaksi osaksi velaksi. Suuret lainat ovat keskittyneet pääkaupunkiseudulla asuville nuorille 25 - 34 -vuotiaiden kotitalouksille. Alle 35 -vuotiaat ostivat yli puolet kaikista asunnoista vuonna 1988. Pörssiosakesijoituksia on vähemmässä määrin tehty velkarahoituksella, vaikka sitä tilapäisesti tehtiinkin jonkin verran vuosina 1986 - 89.

#### 5) Sijoittajan rajaveroaste

Muiden kuin lähdeveronalaisten sijoituskohteiden viimeisenä veronjälkeiseen tuottoon vaikuttavana tekijänä on sijoittajan oma yksilöllinen marginaaliveroaste, joka riippuu tulonsaajan muista verotettavista tuloista, korkojen vähennyskelpoisuuden enimmäismäärästä ja omavastuusuudesta sekä perhesuhteista pääomatulojen yhteisverotuksen takia jne.

Taulukossa 11 verollisten aikatalletusten ja obligaatioiden sekä osakkeiden tuottoa laskettaessa rajaveroasteeksi on oletettu 0.25. Tätä oletusta käyttäen reaaliset verottomat tuotot jäävät pitkällä aikavälillä 1 - 4 prosentin välille.

Eri sijoituskohteiden reaaliset ja reaaliset veronjälkeiset tuotot on esitetty taulukoissa 11 ja 12. Verotuksen tosiasiallisen aggregatiivisen vaikutuksen arviointi on vaikeaa. Tämä johtuu em. verovelvollisittain vaihtelevista rajaveroasteista, korkovähennyksen enimmäisrajoista ja omavastuurajoitusta sekä riippuvuuksista omaisuustulojen välillä.

Verottomien sijoituskohteiden reaaliset tuotot jäivät odotetusti joko negatiivisiksi tai varsin pieniksi. Verollisten rahoitusvarallisuuserien tuotot ovat positiivisia ja nousseet keskimäärin 1980-luvulla. Verollisia aikatalletuksia ja obligaatioita voidaan käytännössä pitää riskittöminä, sillä valtio ja pankkijärjestelmä takaavat saatavat. Näitä tuottoja voidaan pitää myös riskisopeutettuina. Sen sijaan pörssiosakkeet ovat aidosti riskipitoisia saatavia. Lukuunottamatta vuosien 1986 - 88 pörssikurssien nopeaa nousua, osakkeiden pitkän aikavälin tuotto ei varsinaisesti paljasta mainittavaa riskinotosta saatua preemiota.

Taulukko 11.

## Sijoituskohteiden nimelliset, reaaliset ja verojen jälkeiset keskimääräiset tuotot, v. 1960 - 88, %

|   | Nimellinen tuotto |         | Reaalinen tuotto |         | Veroton reaalkorko |         |
|---|-------------------|---------|------------------|---------|--------------------|---------|
|   | 1960-88           | 1980-88 | 1960-88          | 1980-88 | 1960-88            | 1980-88 |
| <b>Verottomat erät:</b>                 |                   |         |                  |         |                    |         |
| Käteinen, talletukset ja obligaatiot    |                   |         |                  |         |                    |         |
| Käteinen                                | 0                 | 0       | -7.4             | -7.3    | -7.4               | -7.3    |
| Veroton käyttelytili                    | 4.0               | 4.6     | -3.3             | -2.5    | -3.3               | -2.5    |
| Veroton määräaikaistall.                | 8.0               | 8.6     | 0.6              | 1.5     | 0.6                | 1.5     |
| Veroton valtion obligaatio <sup>1</sup> | 9.0               | 10.0    | 1.5              | 3.0     | 1.5                | 3.0     |
| <b>Verolliset erät:</b>                 |                   |         |                  |         |                    |         |
| Määräaikaistalletukset ja obligaatiot   |                   |         |                  |         |                    |         |
| Verollinen aikatalletus <sup>1</sup>    | 11.6              | 12.2    | 4.2              | 5.2     | 1.3                | 2.1     |
| Verollinen obligaatio <sup>1</sup>      | 9.3               | 11.4    | 1.9              | 4.1     | -0.4               | 1.5     |
| <b>Osakkeet</b>                         |                   |         |                  |         |                    |         |
| Arvonnousu <sup>1</sup>                 | 11.5              | 22.8    | 3.8              | 15.8    | 1.0                | 10.1    |
| Osingot                                 | 5.4               | 4.7     | -2.4             | -2.4    | -                  | -       |
| Kokonaistuotto                          | 18.8              | 27.5    | 10.9             | 20.4    | 6.2                | 13.6    |
| <b>Omistusasuminen</b>                  |                   |         |                  |         |                    |         |
| Arvonnousu                              | 9.3               | 13.9    | 1.9              | 6.8     | 1.9                | 6.8     |
| Asuntotulo (peruskorko)                 | 8.0               | 8.6     | 0.6              | 1.5     | 0.6                | 1.5     |
| Asuntotulo (vuokratulo)                 | 6.7               | 7.8     | -1.0             | 0.8     | -1.0               | 0.8     |
| Korkovähennysetu <sup>2</sup>           | 0.7               | 0.8     | 0.5              | 0.7     | 0.5                | 0.7     |
| Kuluminen                               | -                 | -       | 2.4              | 2.1     | -                  | -       |
| Kokonaistuotto <sup>3</sup>             | 14.4              | 19.7    | 7.1              | 12.8    | 7.1                | 12.8    |
| <b>Muut varallisuuserät</b>             |                   |         |                  |         |                    |         |
| Kantohinnat                             | 8.8               | 7.5     | 1.4              | 0.5     | -                  | -       |
| Velan kustannus                         | 8.7               | 9.8     | 1.4              | 2.8     | -                  | -       |

<sup>1</sup> Efektiiviseksi rajaveroasteeksi oletettu 0.25. Sikäli kuin tosiasiallinen rajaveroaste tunnetaan, veronjälkeinen tuotto voidaan laskea seuraavasti;  $(1-t_i)$ \*nimellinen tuotto, % - inflaatio, %, jossa  $t_i$  on verovelvollisen rajaveroaste.

<sup>2</sup> Laskettu pankkien keskimääräisen antolainauskoron ja suhteen asuntoluottokanta/asuntovarallisuuden markkina-arvo tulona.

<sup>3</sup> Laskettu seuraavasti; asuntojen hintaindeksin prosenttimuutos + asuntojen netto-omistusosuus \* Suomen pankin peruskorko + rajaveroaste (MTAX, BOF4) \* keskimääräinen antolainauskorko \* (asuntoluotot/asuntovararat) - asuntopääoman kuluminen eli tiivistetysti.

Omistusasunnon tuotto = Arvonnousu + pääomatulo + koron vähennysetuus - kuluminen.

Laskelma on vain suuntaa-antava, sillä vaihtoehtoisena korkotuottona voidaan periaatteessa käyttää muitakin muuttujia kuin SP:n peruskorkoa. Jos asunto omistetaan ja siinä ei itse asuta vaihtoehtoinen tuotto on säännöstelty vuokratulo, joka on saattanut jäädä peruskorkoa pienemmäksi. Edelleen rajaveroasteesta tai vaikkapa luottojen ja asuntovarojen suhteesta tehdyt oletukset vaikuttavat arviointiin. Varallisuusveron ja mahdollisen myynnin aiheuttamat verot ja kustannukset jätetty tuottolaskelman ulkopuolelle. Omistusasunnon kohdalla on otettu huomioon myös rahoitukseen liittyvä korkovähennysosuus, joka onkin tärkeä asuntojen ollessa suuria sijoituskohteita ja jotka useimmiten hankitaan suureksi osaksi velaksi. Laskelmien perusteella sillä ei kuitenkaan asuntojen korkean netto-omistusosuuden takia ole suurta vaikutusta tuottoihin.

Vuonna 1989 alkaneen pörssilaskun seurauksena osakkeet olivat vuoden 1990 loppuun mennessä menettäneet nimellisarvoistaan noin 40 prosenttia. Vuosina 1960 - 88 pörssiosakkeiden keskimääräinen reaalin arvonnousu jäi 3.8 prosenttiin. Osinkojen ja arvonnousun yhteenlaskettu tuotto nousi kuitenkin jopa 10.9 prosenttiin. Näitä lukuja täytyy kuitenkin arvioida pitäen mielessä vuoden 1989 lopulla alkanut pörssihintojen lasku, joka alentaa merkittävästi keskimääräistä tuottoa (ks. taulukko 12).

Reaaliomaisuudesta on laskettu reaaliset tuotot vain omistusasunnoille ja kantohinnoille. Asuntojen hintojen lasku vuonna 1990 alentaa pitkän aikavälin arvonnousun vain lievästi positiiviseksi. Ennen hintojen laskua, vuosina 1980 - 88 asuntojen reaalin arvonnousu oli 6.8 prosenttia. Kantohinnat ovat säilyttäneet pitkällä aikavälillä reaalin arvonsa, mutta varsinaista reaalista tuottoa metsälle ei arvonnousun kautta näytä syntyneen.

Veronjälkeisten tuottojen laskemisessa on tehtävä lukuisia harkinnanvaraisia oletuksia. Vaikka veronalaista tuottoa tuottavia sijoituskohteita hankitaankin tavallisesti vain sellainen määrä, että saatu korkotulo jää alle korkovähennyksen enimmäismäärien (ts. rajaveroaste on nolla), pääomatulojen epätasainen ja vino jakautuminen tuottaa melko korkeita keskimääräisiä rajaveroasteita. Kun rajaveroasteiden jakaumaa ei ole tiedossa, jotain tiettyä veroastetta ei voida pitää edustavana tapauksena.

Omistusasunto on verotuksellisesti kaikkein edullisimmin kohdeltu varallisuuserä, jonka tuoton arviointi ei kuitenkaan ole ongelmatonta. Ennen vuoden 1989 pörssiromahdusta lasketut tuotot nostavat osakkeiden arvonnousun tai kokonaistuoton samoille lukemille. Suomessa, kuten muuallakin, pörssi- ja asuntomarkkinoilla kauppohen ajoitukset vaikuttavat todella merkittävästi kohteista saatuihin tuottoihin. Oikealla ajoituksella tuoton voi kuitenkin helposti moninkertaistaa. Asuntomarkkinoilla hintojen vaihtelun volatilitietin tulisi olla merkittävästi pienempi, jotta se ei vaikeuttaisi työvoiman liikkuvuutta ja asumisen sosiaalipoliittista luonnetta.<sup>7)</sup>

Nämä varaukset pitäen mielessä voidaan tarkastella reaali- ja rahoitusvarojen tuottoja ennen ja jälkeen verotuksen.

Yksilöllinen rajaveroaste vaikuttaa verollisten varallisuuserien veronjälkeisiin tuottoihin (lukuunottamatta omistusasuntoja) tuottoa pienentävästi. Omassa käytössä olevan asuntovarallisuuden osalta oletettiin arvonnousun myyntivoittoveroton realisointi ja laskennallisen asuntotulon efektiivinen verottamattomuus, joten marginaaliveroaste vaikuttaa vain asuntoluottojen korkovähennysetuuteen. Kun rajaveroaste nousee, nuosee myös asuntoluoton korkovähennyksen arvo.

Osakkeiden tuottoon kohdistuva verotus voidaan jaotella arvonnousun ja osinkojen verotukseen. Verollisten talletusten ja obligaatioiden korkotuottoon kohdistuu normaaliin tapaan luonnollisen henkilön rajaveroaste (valtion + kunnallisvero) verovapaiden korkotulojen ylittävältä osalta. Verotuksen vaikutus varallisuuserien tuottoihin eri rajaveroasteilla on esitetty nimellisten ja reaalisten tuottojen osalta taulukossa 13.

Taulukko 12. Reaaliset veronjälkeiset tuotot eri sijoituskoh-teille vuosina 1960 - 88, %

| Varallisuuserä                  | 1984 | 1985  | 1986 | 1987 | 1988 | 1989  | 1990   | Verotuksen vaikutus tuottoon |         |
|---------------------------------|------|-------|------|------|------|-------|--------|------------------------------|---------|
|                                 |      |       |      |      |      |       |        | 1960-88                      | 1980-88 |
| Käteinen raha                   | -6.8 | -5.1  | -2.9 | -4.0 | -5.0 | -6.6  | -6.1   | -                            | -       |
| Käyttelytili                    | -1.1 | -0.1  | 0.1  | -1.0 | -1.0 | -2.1  | -1.6   | -                            | -       |
| Veroton aikatalletus            | 2.7  | 3.9   | 4.1  | 3.0  | 3.0  | 1.9   | 2.4    | -                            | -       |
| Veroll. aikatalletus            | 8.7  | 8.2   | 8.9  | 6.0  | 5.0  | 5.9   | 7.9    | -2.9                         | -3.1    |
| Veroton obligaatio              | 4.3  | 5.6   | 5.8  | 4.5  | 2.7  | 4.0   | -      | -                            | -       |
| Veroll. obligaatio              | 5.9  | 7.2   | 8.0  | 6.7  | 6.1  | 5.6   | -      | -2.3                         | -2.8    |
| Osakkeet (arvonnousu)           | 24.3 | -17.3 | 39.5 | 40.5 | 16.5 | 3.0   | -33.8  | -2.8                         | -5.7    |
| Osingot                         | -2.4 | -0.3  | 0.4  | -1.5 | -2.5 | -14.3 | 0.2    | -                            | -       |
| Osakkeen kok. tuotto            | 28.8 | -12.5 | 42.8 | 42.9 | 19.0 | -     | -      | -4.7                         | -6.8    |
| Omistusasunto, josta arvonnousu | 11.8 | 5.5   | 5.7  | 11.6 | 30.6 | -     | -      | 0                            | 0       |
|                                 | 4.9  | -0.9  | 1.0  | 7.0  | 26.0 | 15.5  | -14.4e | 0                            | 0       |

e = ennuste

#### Omistusasunnon nimellinen tuotto ja sen komponentit, log-prosenttia

|                                      | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Omistusasunto,                       | 18.7 | 10.7 | 8.7  | 15.8 | 35.8 | -    |
| josta arvonnousu                     | 11.7 | 4.2  | 3.9  | 11.0 | 31.0 | 22.1 |
| korkoväh. etuus <sup>1</sup>         | 0.8  | 0.9  | 0.8  | 0.8  | 0.8  | -    |
| pääomatulo (peruskorko) <sup>2</sup> | 8.2  | 7.7  | 6.0  | 6.0  | 7.0  | 8.5  |
| pääomatulo (vuokratulo)              | 5.2  | 9.2  | 4.5  | 0.3  | 7.4  | 8.8  |
| kuluminen <sup>3</sup>               | -2.0 | -2.0 | -2.0 | -2.0 | -3.0 | -2.0 |

<sup>1</sup> Laskettu seuraavasti; rajaveroaste \* pankkien keskimääräinen antolainauskorko \* (asuntoluotot/asuntokannan arvo) = MTAX \* RLB \* (L/P), jossa MTAX = kotitalouksien keskimääräisen rajaveroasteen estimaatti (BOF4), RLB = pankkien keskimääräinen antolainauskorko, L = asuntoluotot ja P asuntokannan markkina-arvo.

<sup>2</sup> Laskettu seuraavasti; Netto-omistusosuus asunnon arvosta \* vaihtoehtoisen sijoituskohteen tuotto = (1-L/P) \*  $r_A$ , jossa vaihtoehtoisena korkona ( $r_A$ ) käytettiin Suomen Pankin peruskorkoa. Jos vaihtoehtoisena tuottona käytetään säännöstelyn alaista vuokratuloa, pääomatulokomponentti jää hieman alle peruskoron tuoton pitkällä aikavälillä.

Vuokratulo on laskettu keskuslämmitteisten asuinhuoneistojen neliömetrivuokraindeksistä (Tilastokeskus, Vuokratilasto, 1990/6).

<sup>3</sup> Asuntopääoman kulumiskerroin, prosenttia (BOF4 tietokannan sarja CCRH, %)

Taulukko 13. Verollisten sijoituskohteiden tuotot eri rajaveroasteilla

|  | Nimellinen tuotto |         | Reaalinen tuotto |         |
|--|-------------------|---------|------------------|---------|
|  | 1960-88           | 1980-88 | 1960-88          | 1980-88 |
| <b>OMISTUSASUNNON KORKOVÄHENNYS</b>                              |                   |         |                  |         |
| Rajaveroaste   |                   |         |                  |         |
| t = 0  | 0                 | 0       | -                | -       |
| t = MTAX   | 0.61              | 0.83    | 0.55             | 0.76    |
| t = 0.6  | 0.74              | 0.88    | 0.12             | 0.24    |
| <b>OMISTUSASUNNON KOKONAISTUOTTO (pääomatulona peruskorko)</b>   |                   |         |                  |         |
| Rajaveroaste   |                   |         |                  |         |
| t = 0  | 13.81             | 19.03   | 6.45             | 12.01   |
| t = MTAX   | 14.43             | 19.71   | 7.12             | 12.83   |
| t = 0.6  | 14.55             | 19.91   | 6.57             | 12.24   |
| <b>OSAKKEEN OSINKOTULO</b>                                       |                   |         |                  |         |
| Rajaveroaste   |                   |         |                  |         |
| t = 0  | 5.41              | 4.65    | -2.44            | -2.38   |
| t = MTAX   | 2.64              | 2.01    | -1.02            | -1.04   |
| t = 0.6  | 2.17              | 1.86    | -0.98            | -0.95   |
| <b>OSAKKEEN ARVONNOUSUN REALISOINTI</b>                          |                   |         |                  |         |
| Rajaveroaste   |                   |         |                  |         |
| t = 0  | 11.53             | 22.81   | 3.84             | 15.79   |
| t = MTAX   | 5.35              | 9.79    | 1.63             | 6.74    |
| t = 0.6  | 4.61              | 9.13    | 1.54             | 6.31    |
| <b>OSAKKEEN KOKONAISTUOTTO (vero arvonnousulle ja osingolle)</b> |                   |         |                  |         |
| Rajaveroaste   |                   |         |                  |         |
| t = 0  | 18.79             | 27.46   | 10.94            | 20.43   |
| t = MTAX   | 8.90              | 11.80   | 5.23             | 8.76    |
| t = 0.6  | 7.52              | 10.98   | 4.37             | 8.17    |

MTAX = estimoitu keskimääräinen rajaveroaste (BOF4)

Kuten taulukosta 13 nähdään, omistusasunnon asuntolainan korkovähennysetuudella on melko pieni vaikutus tuottoon. Tämä johtuu em. asuntoluottokannan pienuudesta asuntovarallisuuden arvoon nähden. Korkovähennysetuudella on kuitenkin merkittävä vaikutus sijoituspäätökseen, sillä asuntolainan osuus asunnon arvosta on yleensä suuri.

Jos omistusasunnon myyntivoitto realisoidaan alle verovapauden sallivan kahden vuoden yhtäjaksoisen asumisen, myyntivoittovero pudottaa huomattavasti tuottoa. Samalla tavoin osakkeen tuotto on varsin herkkää sen suhteen realisoidaanko se ennen vai jälkeen viiden vuoden verovapausrajaa. Verovapauksista johtuen tosiasialliset veroasteet jäävät useimmiten reilusti alle keskimääräisen estimoidun rajaveroasteen (MTAX). Yllä olevassa taulukossa on laskettu tuottoestimaatit myös maksimaalisen 60 prosentin rajaveroasteen mukaan. Yhteenvetona voidaan todeta, että osakkeen kokonaistuotto 0-veroasteella on ollut suurempi kuin asunnon, keskimääräisellä rajavero-

asteella asunnon tuotto on ylittänyt selvästi osakkeen tuoton. Koron verovähennysetuudella on suurempi merkitys korkeamman rajaveroasteen omaavalle tulonsaajalle. Jos henkilön rajaveroaste on nolla ei vähennyksestä ole em. marginaalimielessä etua ellei henkilö juuri korkovähennyksen avulla pääse verotettavan tulon alapuolelle. Edellä jo todettiin, että asuntoluottojen korkovähennysetuus jää aggregaattina vähämerkitykselliseksi. Tarkastelut kuitenkin osoittavat, että asuntoluottojen korkovähennyksen kokonaismäärä on kasvanut 1980-luvulla. Tämä johtuu asuntoluottokannan voimakkaasta kasvusta ja luoton-saajien lukumäärän noususta. Korkovähennysten summa on kasvanut, vaikka maksimikorkovähennyksen reaalinen suuruus kotitaloutta kohti onkin pienentynyt.

Toisaalta, vaikka laskettu keskimääräinen rajaveroaste on periaatteessa yksikäsitteinen, edustavan kuluttajan pääomatulot jäävät usein hyvin pieneksi verrattuna työtuloihin. Näin sijoittajien rajaveroasteiden vaihtelu on pääomatulojen vinon jakauman takia suurempaa kuin pelkästään työtuloja saavien rajaveroasteiden vaihtelu. Näin ollen "edustavan" sijoittajan rajaveroaste saattaa usein jäädä selvästi alle keskimääräisen rajaveroasteen.

Rajaveroasteen nousu vähentää luonnollisesti tulonsaajan käteen jäävän tulon määrää. Omistusasunnon asuntotulon verottomuuden takia rajaveroasteen nousu ei kuitenkaan näy asunnon tuoton pienenemisenä. Sen sijaan osakkeen arvonnousun realisointiin ja sitä kautta osakevarallisuuden kokonaistuottoon rajaveroasteen nousulla on vaikutusta. Taulukon 13 perusteella osakkeiden ja omistusasunnon veronjälkeinen tuotto on kohonnut vuosina 1980-88 selvästi vuosiin 1960-79 verrattuna.

1980-luvun alussa tehty sijoitus osakkeisiin on arvonnousun kautta tuottanut parhaan tuoton, jos se on voitu realisoida verottomasti. Jos taas osaketuotosta on jouduttu maksamaan veroa, tilanne kääntyy nopeasti omistusasunnon hallussapidon eduksi. Keskimääräisellä veroasteella omistusasunto tuottaa selvästi parhaimman reaalisuuden tuoton. Ylläolevia lukuja vertailtaessa on kuitenkin muistettava vuosien 1986 - 88 poikkeuksellisen nopea asunto- ja pörssihintojen nousu, joka ei jäänyt pysyväksi.

## 5 Yhteenveto ja johtopäätökset

Kotitalouksien varallisuusportfolio on muuttunut selvästi viimeksi kuluneiden kolmen vuosikymmenen kuluessa. Muutokset ovat painottuneet 1980-luvulle. **Rahoitusvarallisuuden** suhteellinen osuus on trendinomaisesti kasvanut 10.7 prosentista vuonna 1960 noin 14 prosenttiin vuonna 1988. Rahoitusvarallisuuserien kysynnän kasvu on näkynyt osakkeiden ja aikatalletusten portfolio-osuuksien kasvuna käyttelytilien ja käteisen rahan kustannuksella.

**Reaalivarallisuuden** eristä huomattavin on **asuntovarallisuus**. Sen osuus kokonaisvarallisuudesta on kasvanut tasaisesti 47 prosentista 77 prosenttiin aikavälillä 1960 - 89. Asuntovarallisuuden kasvuun on vaikuttanut merkittävästi omistusasumisen verotuksellinen suosinta, joka on lisännyt asuntovarallisuuden haluttavuutta sijoituskohteena. Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen sekä erityisesti asuntoluottojen saatavuuteen liittyvien rajoitusten lieventäminen nostivat 1980-luvun loppupuolella asuntojen kysyntää, asuntohintoja sekä omistusasumisen osuutta asuntojen hallintamuotona. Kallistuneet luottokorot ja suhdanneodotusten kääntyminen johtivat 1990-luvun taitteessa reaalisten sijoituskohteiden, kuten asuntojen ja pörssiosakkeiden hintojen laskuun. Tällä hetkellä asuntovarallisuus (omassa käytössä ja vuokralla olevat kiinteistöt sekä asunto-osakkeet) muodostaa liki 70 prosenttia kotitalouksien veronalaisesta varallisuudesta. Osuus on vaihdellut pääomahyödykkeiden hintojen ja inflaation mukaan jonkin verran.

Suomessa on käynnistynyt varallisuusportfolioiden diversifioiminen viime vuosina, kuten muissakin pitkälle teollistuneissa maissa, jolloin kotitalouksien portfoliorakenne on muuttunut kohti likvidiä rahoitusvarallisuutta. Näyttää myös ilmeiseltä, että portfoliot ohjautuvat entistä enemmän tuoton mukaan. Suomessa pääomatulojen verotuksen epäjohdonmukaisuutta ja epäneutraalisuutta on jo korjailtu verouudistuksen yhteydessä mm. talletusten lähdeveron muodossa. Kehityksen suotavuudesta mm. menoverotuksen tai säästämisen tukemisen kannalta voidaan toki olla montaa mieltä, suoritettavat toimenpiteet ohjaavat ainakin yritysten tarpeisiin kohdentuvaa rahoitussäästämistä pois osakkeista. Tämä myötävaikuttaa rahoitussäästämisen pankkikeskeisyyden jatkumiseen.

Sijoituskohteiden verotuksellinen asema ei kuitenkaan ole ollut, eikä ole vieläkaan tasapuolista. Esim. asuntotuotantoa - rakennustuotanto on pääsääntöisesti liikevaihtoverosta vapaata - ja asumisen rahoitusta on Suomessa tuettu voimakkaasti välillisin rahoituskustan-



nuksiin perustuvien toimenpitein sekä luotonantajan (talletusten verovapaus) että kotitalouksien puolella (lainakorkojen vähennysoikeus, myyntivoiton verovapaus, varallisuusverolievennykset, laskennallisen asuntotulon verovapaus). Asumisen erikoisaseman muuttaminen tulee edelleen olemaan yksi veropolitiikan tärkeimmistä haasteista. On tietysti vaikea arvioida, millainen vaikutus verokohtelulla on ollut säästämisen tasoon. Asuntoluottojen suhteellinen osuus kotitalouksien luotoista on kuitenkin jo pienentynyt 1980-luvulla kulutus- ja sijoitusluottojen kustannuksella.

Tavanomaiset rahoitussäästämiskohteet (talletukset, obligaatiot) ovat olleet inflaatiolta turvassa vasta 1980-luvun lopusta lähtien, jolloin korot alkoivat määräytyä markkinaehtoisesti. Pankkisäästöille saatu negatiivinen reaalkorko varsinkin 1970-luvulla opetti kotitalouksia velkaantumaan mahdollisuuksiensa mukaan. Rahoitusmarkkinoiden vapautumisen yhteydessä velkaantuminen lisääntyi odottamattoman paljon. Pankkien halvan ottolainauksen ja talletusten verohuojennuslain poistuminen sekä lähdeveron käyttöönotto edellyttävät positiivisia reaalkorkoja pankkitalletuksille. Kotitaloudet ovat suunnanneet portfolioitaan merkittävästi käyttötileiltä sekä verottomiin että lähdeveron alaisiin aikatalletuksiin, mikä on samalla nostanut pankkien varainhankinnan kustannuksia. Rahoitusmarkkinoiden vapautuminen on lisännyt rahoitussäästämisen ja rahoitusvarallisuuden osuutta kokonaisvarallisuudesta.

Verotuksen sijoituspäätöksiä vääristävä vaikutus on aiemmin perustunut rahoitusvarallisuuden kohdalla etupäässä sijoituskohteen määrittelyyn joko veronalaiseksi tai verolliseksi (esim. talletukset vs. osakkeet). Pääomatulon erilainen verokohtelu on samoin vaikuttanut sijoituskohteen haluttavuuteen (mm. osinkojen, myyntivoiton ja korkotulon verokohtelu).

Paineet pääomatulojen verotuksen yhtenäistämiseen ovat kasvaneet voimakkaasti rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen ja likviditeettirajoitusten purkamisen yhteydessä. 1960-luvulla kotitalouksilla ei ylipäänsä ollut paljoa valinnanvaraa. Oli hankittava joko asunto, tai valtion obligaatioita ellei halunnut pitää rahojaan heikosti tuottavina talletuksina. 1970-luvun jälkipuolisko oli öljykriisin takia monessa mielessä poikkeuksellinen. Kiihtyneen inflaation takia velanotto oli kannattavaa ja mikään rahoitusomaisuus ei tuottanut kunnolla reaalista tuottoa. 1980-luvun hyvä taloudellinen kehitys ja kasvanut rahantarjonta siivitti sekä reaali- että osakesijoituksia, kunnes ne vuosien 1989 - 90 aikana nopeasti romahtivat.

Rahoitusvarallisuuden reaaliset tuotot kasvoivat selvästi lähes koko 1980-luvun ajan. Verotuksen vääristymiä on pyritty vuodesta 1989

alkaen vähitellen korjaamaan. Eri sijoituskohteiden verokohtelu onkin ollut lievästi tasoittumassa, joten verotus ei vaikuta enää aivan yhtä aktiivisesti sijoituskohteen valintaan. Merkittävää omistusasumisen verotukea ei kuitenkaan vielä ole siinä määrin purettu, että se olisi vaikuttanut omistusasunnon haluttavuuteen sijoituskohteena. Tämä tulee olemaan eräs keskeinen kysymys 1990-luvun verotuksen uudistamisessa. Se edellyttää kutienkin koko asunto-ongelman ratkaisemista, eikä vain verotuksen vaikutuksen sijoituspäätöksiä vinouttavien vaikutusten eliminointia.

Tutkimuksen eräänä päätarkoituksena oli esittää kvantitatiivisia arvioita verotuksen vaikutuksesta sijoituskohteiden tuottoihin. Vaikka luotettavien aggregatiivisten tarkastelujen tekeminen on jo periaatteessa aikasarja-aineistolla mahdollista, tulokset vahvistavat ennakkokäsityksiä reaaliomaisuuden ja varsinkin omistusasuntojen veronjälkeisen tuoton suhteellisesta korkeudesta. Likvideistä varoista pörssiosakkeet voivat lyhyellä aikavälillä oikein ajoitettujen ostojen ja myyntien avustuksella tuottaa hyvän veronjälkeisen tuoton. Heikommin informoiduille riskinkaihtajille sopivat parhaiten verolliset obligaatiot, aikatalletukset tai notariaattisijoitukset. Asuntojen ja osakkeiden hinnat sekä tuotot ovat 1980-luvun lopulla vaihdelleet voimakkaasti luoton-tarjonnan aikaansaaman kysynnän myötä, joten tarkasteluperiodi 1960 - 88 ei varmastikaan anna aivan täydellistä kuvaa näiden spekulatiivisten sijoituskohteiden tuotoista. Pääomatulojen verotuksen neutraalisuus ei kuitenkaan näytä olevan nopeasti paranemassa, mutta siihen joudutaan lähitulevaisuudessa kiinnittämään huomiota Euroopan taloudellisen integraation etenemisen ja laajenemisen myötä.

## ALAVIITTEET:

- 1) Korkotulojen verohuojennuslain (726/1988) mukaan veronalaisena tulona ei pidetä korkoa, joka on enintään Suomen Pankin peruskorko vähennettynä neljällä prosenttiyksiköllä, sekä sellaisesta 24 kk talletuksesta saatua tuloa, jonka korko on enintään peruskorko vähennettynä kahdella prosenttiyksiköllä (ajalta 1.12.89 - 31.12.90 peruskorko vähennettynä yhdellä prosenttiyksiköllä). Vuosina 1989 - 1990 liikkeeseen lasketun obligaatiolainan korko on verovapaa, jos laina-aika on 10 vuotta ja korko enintään peruskorko vähennettynä yhdellä prosenttiyksiköllä (ajalla 1.12.1989 - 31.12.1990 liikkeeseen lasketun lainan korko voi olla enintään peruskorko).
- 2) Kiinteistöverotusta on ehdotettu uudistettavaksi siten, että kiinteistöjen harkintaverot, asuntotulon verotus, katumaksu ja manttaalimaksu korvataan yhtenäisellä kiinteistöverolla, joka olisi suhteellinen kiinteistön verotusarvon perusteella määrättävä vero. Vuonna 1990 poistuu myös kuntien yrityksille asettama harkintaverotus, jota yritetään kuntien puolelta paikkailla kiinteistöveroilla.
- 3) Vuonna 1988 varallisuusveron tuotto muodosti 0.18 prosenttia valtion veroista ja maksuista. Perintö- ja lahjaveron tuotto on yleensä ollut 3 - 4 -kertainen varallisuusveroon verrattuna. Varallisuuden verottaminen on Suomessa jäänyt paremminkin tuloverotusta täydentäväksi kuin varallisuuden uudelleenjakoon tähtääväksi. Tähän päämäärään kohdistuu ehkä luontevimmin varallisuuden siirtoihin perustuvat perintö- ja lahjaverot, joiden avulla voidaan yrittää hillitä mm. tuotannollisen varallisuuden keskittymistä yrittäjähillitä. Perintö- ja lahjaverotus on kuitenkin selvästi keskittynyt ns. vastikkeettomien saantojen verotukseen eikä varojen uudelleenjakotehtävään. Tätä korostaa sukulaisuuden asteen mukaan porrastettu veroaste. Perintöverotuksessa korkein marginaalinen veroprosentti suoraan alenevalle polvelle tapahtuvassa siirrossa on Suomessa 14, Ruotsissa 60, Saksassa 35, Isossa-Britanniassa 40 ja USA:ssa 55 (Tikka (1990, s. 27)). Perintö- ja lahjaveron tuoton arvioidaan 1990 budjetissa olevan 785 Mmk, eli 0.6 prosenttia valtion verojen kokonaistuotosta.

Varallisuusveroilla voisi kuitenkin olla itsenäistä merkitystä esim. resurssien tehokkaan käytön kannalta esim. maaomaisuuden kohdalla, sillä pelkkä pääomatulon verotus ei tätä vielä takaa. Toisaalta varallisuusverotus korjaa nimenomaan sitä allokaatiövääristymää, joka syntyy omaisuuden tuottaman (verottoman) hyötytuoton muodossa. Varallisuus toimii myös lainojen vakuutena, arvostuksen ja taloudellisen vallan välineenä, joista syntyvää taloudellista tuloa on kuitenkin vaikea arvioida.

- 4) Vuoden 1991 tulo- ja menoarvioesityksen liitteessä 3 esitetään arviot asumiseen liittyvien verotukien suuruudesta.

Laskelmat tosin nostavat myyntivoiton verottomuuteen liittyvän tuen jopa suuremmaksi kuin omistusasumisen asuntotulon verovapauteen liittyvän veroedun.

Asuntotulo on kuitenkin arvioitu säänneltyjen aravahintojen sekä 3 prosentin tuotto-oletuksen perusteella, joten arviota voidaan pitää lievästi aliarviona.

Valtiovarainministeriön laskelmien perusteella menetetyt verotulot olivat vuonna 1988 seuraavat

|                              |             |
|------------------------------|-------------|
| myyntivoiton verottomuus     | 4.7 mrd. mk |
| asumistuen verovapaus        | 0.2 mrd. mk |
| asuntovelkojen korkovähennys | 3.5 mrd. mk |
| asuntotulon verovapaus       | 4.5 mrd. mk |

- 5) Asuntolainojen korkovähennysetuudesta on tehty mm. Tahvanaisen (1988) selvitys. Laskelmien mukaan vuonna 1984 suurituloisin desiili sai tästä etuudesta yli 25 prosenttia, kun taas pienituloisimman desiilin osuus oli vain 1.3 prosenttia. Vuonna 1988 suurituloisin 5 prosenttia sai 25 prosenttia korkovähennysten kokonaisuudesta. Vuonna 1985 korkovähennysetuuden suuruus oli yli 2.2 mrd. mk. Verotuet (1989, s. 52) raportin mukaan etu olisi vuonna 1987 ollut 2.8 mrd. mk ja kasvanut vuonna 1984 - 87 keskimäärin 11.4 prosenttia vuodessa. Vuonna 1989 asuntolainojen korkojen vähennyskelpoisuuden takia menetettiin verotuloja arviolta 3.6 mrd. mk.

Korkovähennysetuuden kohtaanto on muutenkin voimakkaasti suurituloisia suosiva ja kasvaa tulojen kasvaessa valtion tuloverotuksen progressiivisuuden takia. Voidaan siis epäillä, ettei ve-

roetuksien kohtaanto kaikilta osin vastaa tarkoitettua. Korkovähennyspolitiikkaa lienee toteutettu etupäässä pienien hallinnollisten kustannusten takia.

- 6) Veropohjaa menetettiin vuonna 1986 reaalisen arvonnousun takia n. 2.5 mrd. mk, josta rajaveroa käyttäen voidaan laskea verotuen kustannus valtiolle (Verotuet (1989, s. 56)).
- 7) Rahoituksen merkitystä ja viime vuosina rahamarkkinoiden vapautuksen vaikutusta sijoituskohteiden hintoihin ovat korostaneet Pekkarinen ja Vartiainen (1990) sekä Takala ja Pere (1991). Suomalaiset aggregatiiviset sijoitusmarkkinat näyttävät sikäli tehokkailta, että ainakin hinnat sisältävät yksikköjuuren ts. stokastisen trendin, minkä lisäksi mm. asuntojen hinnat ja pörs-sikurssit ovat yhteisintegroituneita. Markkinoilla esiintyvää tasapainovirhettä on kuitenkin mahdollista ennustaa useilla lisäselittäjillä, mikä osoittaa puutteita markkinoiden tehokkuudessa.

## LÄHTEET:

AALTO, E. (1989) Korkovähennys henkilöverotuksessa - teoria vai käytäntö lainsäätäjän ohjenuorana, Työväen taloudellisen tutkimuslaitoksen katsaus 1989/4.

ASUNTOHALLITUS (1987) Asuntohallituksen tilastoja 1949 - 1985, Asuntohallituksen tutkimus- ja suunnitteluosasto, julkaisuja 2:1987.

BEACH, C.M., BOADWAY, R.W. & BRUCE, N. (1988) Taxation and Savings in Canada, A Technical Paper prepared for the Economic Council of Canada.

BLANCHARD, O. & FISCHER, S. (1989) Lecture in Macroeconomics, The MIT Press.

BRADFORD, D.F. (1990) What is National Saving?, Alternative Measures in Historical and International Context, NBER, No. 3341.

BRADFORD, D.F. (1990) Comment on Scott and Eisner, Journal of Economic Literature, vol. 28, 1183 - 1186.

CAMPBELL, J.Y. (1987) Does Saving Anticipate Declining Labor Income?, An Alternative Test of the Permanent Income Hypothesis, Econometrica 55, 1249 - 1273.

ENGLE, R.F. & GRANGER, C.W.J. (1987) Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing, Econometrica, 55, 251 - 276.

ENGLUND, P. & PERSSON, M. (1982) Housing Prices and Tenure Choice with Asymmetric Taxes and Progressivity, Journal of Public Economics, 19, 271 - 290.

HAAPARANTA, P., STARCK, C. ja VILMUNEN, J. (1988) Kasvavien tulojen odotukset vähentävät kotitalouksien säästämistä, Suomen Pankin keskustelualoite 21/88.

HAAPARANTA, P. ja TAKALA, K. (1990) Investointien ja säästämisen välinen riippuvuus, luonnos Suomen Pankin keskustelualoitteeksi.

HAMUNEN, E. & SAVELA, O. (1987) Asunnot makronäkökulmasta, Omistusasunto-seminaari 25.3.1987, Tilastokeskus, Kansantalouden tilinpidon toimisto.

HENDRY, D.F. (1989) PC-GIVE, An Interactive Econometric Modelling System, Manual version 6.0/6.01, University of Oxford.

HERRALA, R. (1988) Miksi säästämisaste laskee: Näkökulma tulojen ja kulutusmenojen suhteeseen, Valtiovarainministeriön Kansantalousosaston keskustelualoite 18.

IHAMUOTILA, R. (1983) Suomen maatalouselinkeinon pääomakanta ja velkaantuneisuusaste vuosina 1961 - 1980, Helsingin Yliopisto, Maatalousekonomian laitoksen julkaisu 10, Helsinki

INGBERG, M. (1987) On the Taxation of Imputed Income from Housing, PTT, julkaisematon käsikirjoitus 13.8.1987.

- JALAMO, T. (1986) Korkotulojen verotuksen vaikutuksia kotitalouksien sijoituskäyttäytymiseen, Helsingin Kauppakorkeakoulun julkaisu D-85.
- KOMITEANMIETINTÖ (1990) Korkotulojen lähdeverotoimikunnan mietintö, Helsinki, 1990:14.
- KONTULAINEN, J. ja TAKALA, K. (1989) Asuntovarallisuuden jakautuminen ja siihen vaikuttavat tekijät Suomessa, Helsingin Yliopisto, Kansantaloustieteen laitoksen tutkimus 54.
- KOSKELA, E. JA TUOMALA, M. (1989) Julkinen sektori ja sen rakenne, Suomen kansantalous, 242 - 269, WSOY.
- KOSONEN, K. ja SUONIEMI, I. (1982) Säästämistutkimus 1979, Säästöpankkien tutkimussäätiö, Helsinki.
- KOSTIAINEN, S. (1989) Kotitaloudetko uhkana vaihtotaseen tasapainolle?, Työväen Taloudellinen Tutkimuslaitoksen katsaus 1989/4.
- KOSTIAINEN, S. (1989) Saving in Finland: Trends, Problems and Prospects, Bank of Finland Monthly Bulletin, 9/1989.
- KOTLIKOFF, L.J. (1989) What Determines Savings? The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- LEHTINEN I. ja KOSKENKYLÄ T. (1988): Kuluttajahintaindeksi, Tilastokeskuksen tutkimuksia No. 144.
- PARKKINEN, P. (1990) Asuntovarallisuus vuosina 1900 - 2030, Taloudellinen Suunnittelukeskus, Helsinki.
- PEKKARINEN, J., TAKALA, K. ja TUOMALA, M. (1987) Kotitalouksien pääomatulojen ja varallisuuden verotus, Työväen taloudellisen tutkimuslaitoksen katsaus 1987/1, 19 - 58.
- PEKKARINEN, J., TAKALA, K., TUOMALA, M. ja KONTULAINEN, J. (1988) Kotitalouksien varallisuuserot Suomessa, Työväen taloudellinen tutkimuslaitoksen tutkimus 16.
- PEKKARINEN, J. ja VARTIAINEN, J. (1990) Rahapolitiikan itsetuho? Työväen taloudellisen tutkimuslaitoksen katsaus 1990/4.
- SALO, S. (1990) Asuntojen kysynnän, tuotannon ja hinnanmuodostuksen teoriaa, ETLA A:14, Helsinki.
- SCOTT, M. (1990) Extended Accounts for National Income and Product: A Comment, Journal of Economic Literature, vol. 28, 1172 - 1179.
- STENIUS, M. (1988) Skatter och portföljval i de nordiska länderna, Expertbilaga till Spardelegationens sparundersökning, Allmänna Förlaget, Stockholm.

SÖDERSTRÖM, L. (1988) General Subsidies in the Swedish Housing Market - a questionable element of the fair distribution policy, Scandinaviska Enskilda Banken, Quarterly Review 3/1988.

TAHVANAINEN, M. (1988) Asuntolainojen korot ja verot, Tilastokeskuksen tutkimus 140, Valtion painatuskeskus, Helsinki.

TAKALA, K. (1987a) Varallisuuteen kohdistuva verotus Suomessa, Taloustieteellisen Seuran vuosikirja 1987/88.

TAKALA, K. (1987b) Varallisuusportfolion valinta, verollisuuserien kysyntä ja verotus, Helsingin yliopiston kansantaloustieteen laitoksen keskustelualoitteita 257.

TAKALA, K. (1989) Asuminen, veroetuudet ja verotus, Taloudellinen Suunnittelukeskus, Taloudellisia selvityksiä 29, Helsinki.

TAKALA, K. ja PERE, P. (1991) Cointegration of House and Stock Prices in Finland, ilmestyy Finnish Economic Papersissa keväällä 1991.

TIKKA, K.S. (1990) Veropolitiikka, Lakimiesliiton kustannus, Helsinki.

TIKKA, K.S. (1990) Suomen verojärjestelmän kehityspiirteitä vuosina 1950 - 1990, Verotus, 333 - 395.

TILASTOKESKUS (1990a) Kotitalouksien velkaantuminen ja varallisuus 1987 ja 1988, Maaliskuu 1990.

TILASTOKESKUS (1990b) Vuokratilasto, Asuminen, 1990:6.

VALTIOVARAINMISTERIÖ (1985) Asuminen ja verotus, työryhmämuistio 14.

VAN ORDER, R. ja VILLANI, K. (1982) Alternative Measures of Housing Costs, teoksessa Research in Real Estate, vol. 1, 87 - 103, JAI Press Inc.

VALTIOVARAINMINISTERIÖ (1987) Kokonaisverouudistuksen vähennystyöryhmän muistio, VM 32, Helsinki.

VEROHALLITUS (1990) Tulojen ja varallisuuden perusteella maksuunpannut verot vuodelta 1988 toimitetussa verotuksessa, Verohallituksen julkaisu 483.

VILMUNEN, J. ja VIRÉN, M. (1990) Säästäminen ikäryhmittäin Suomessa, v. 1988, Suomen Pankin tutkimusosaston työpaperi 6/90.

YLÄ-LIEDENPOHJA, J. (1990) Verokiihokkeiden vaikutus säästämisen kanavoitumiseen, Säästämisen neuvottelupäivät 8.2.1990, Osuuspankkiopisto, Helsinki.





## **LITTEET**

## LIITE 1. VARALLISUUSERIEN LASKENTAMENETTELYT

Kansantalouden tilinpidon sektorijako sisältää viisi sektoria; 1. Yritykset, 2. Rahoituslaitokset, 3. Julkisyhteisöt, 4. Kotitaloudet ja 5. Ulkomaat, joiden resurssissa, ja yhteiskunnallisten resurssien käytössä sekä pääomakannoissa on tapahtunut yli ajan suuria muutoksia. Luonnollisten henkilöiden ja heitä palvelevan toiminnan välinen raja on kohdikkoin ongelmallista. Usein mm. julkisyhteisöihin kuuluvat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt (lähinnä asuntoyhteisöt) yhdistetään kotitalouksiin, jolloin saadaan yksityistä sektoria koskevia tunnuslukuja. Periaatteessa myös yritykset ovat juridisinä henkilöinä luonnollisten henkilöiden omistuksessa, joten yritysvarallisuus on palautettavissa yksilöiden omaisuudeksi. Yritysomaisuus on kuitenkin verotuksellisesti varsin vajavaisesti kirjattua tilinpitojärjestelmässä. Edelleen terveydenhuollon, koulutuksen ja sosiaaliturvan yms. kasvu aiheuttaa kuitenkin hankaluuksia myös taloudellisten resurssien käytön määrittelmän kannalta. Suuria toimintakokonaisuuksia näillä aloilla on siirtynyt julkisen vallan kannettavaksi. Kansantalouden tilinpito ei kirjaa julkisia koulutusinvestointeja eli inhimillisen pääoman investointeja investoinneiksi, vaikka nimenomaan koulutus on tärkeä keino yksilön ainakin yrittäessä vaikuttaa toimeentuloonsa.

Seuraavassa taloudelliset resurssit kulutukseen ja tulonmuodostukseen on määritelty hyvin suppeasti resurssien välittömän kontrollin perusteella. Puutteita kuitenkin esiintyy. Esim. olisiko osakeyhtiömuotoisen yrityksen äänivallan omistavan toimitusjohtajan työsuhdeasunto toimitusjohtajan omaa vai yrityksen varallisuutta. Nimellisesti omaisuus on osakeyhtiön hallussa, vaikka tosiasiallinen valta- ja hyötytuotto käytöstä koituu luonnolliselle henkilölle.

Verotukselliset syyt vaikuttavat mm. yrityksen halukkuuteen kirjautua pörssiyhtiöksi. Omistusta ja siten varallisuusveroa voidaan välttää omistusta koordinoivien holding-yhtiöiden ja erilaisten ristiinomistusten avulla. Näin yritetään pitää äänivaltaisten osakkeiden verotusarvot matalina, sama koskee laajemmin pörssin ulkopuolisten osakkeiden verotusarvoja.

### KOTITALOUKSIEN VARALLISUUSPORTFOLIO

1. Rahoitusvarallisuus
2. Reaalivarallisuus
3. Velat

Käsitelmääritelmiä:

Bruttovarallisuus = Rahoitusvarat + Realivarat  
Nettovarallisuus = Bruttovarallisuus - Velat

Veronalainen varallisuus = TVL:ssä määritelty varallisuus  
Verotettava varallisuus

= Veronalaiset varat - nettovelat - verotettavan varallisuuden alaraja

Konstruoidut aikasarjat:

RAHOITUSVARALLISUUS:

**Varallisuuserä**

**Pääasiallinen tilastolähde**

1. KÄTEINEN RAHA SP/TAKO, T121H

2. KÄYTTELYTILIT R1112, SP/TAKO

$R1112 = R2011.M + R2012.M =$  Käyttelytilit

R2011.M = Pankkien nettotase, mmk, Yleisön käyttötilit pankeissa

R2012.M = Pankkien nettotase, mmk, Säästötilit ja karttavat talletustilit pankeissa

3. AIKATALLETUKSET SP/TAKO, T123H - R1112

T123H.A = Aikatalletukset

T123H.A - R1112.A = Määräaikaiset aikatalletukset

4. OBLIGAATIOT SP/TAKO, Rahoitustilinpito

$OBL = T137H.A + T138H.A + T139H.A$

T137H.A = Valtion obligaatiot

T138H.A = Kotimaisten rahoituslaitosten obligaatiot

T139H.A = Muut kotimaiset obligaatiot

5. OSAKKEET SP/TAKO, Rahoitustilinpito, T140H.A

T140H.A = Osakesaatavat, sisältää kotitalouksien omistamat suomalaiset pörssiosakkeet

Käsite ei sisällä pörssin ulkopuolisten osakeyhtiöiden omistuksia tai OTC -listan yhtiöiden osakkeita. Avointen yhtiöiden ja kommandiittiyhtiöiden sekä laivanisännistöyhtiöiden omistukset eivät myöskään kuulu osakeomistuksiin, kuten eivät myöskään Tulo- ja varallisuustilaston ja verotuskäytännön mukaiseen veronalaiseen varallisuuteen.

Osakeomistusten jakaminen kotitalouksien ja yritysten välillä on muutenkin ongelmallista ja se on Suomen Pankin rahoitustilinpidossa tehty varsin mekaanisen arvion perusteella.

RAHOITUSVARALLISUUS = 1. KÄTEINEN RAHA

2. KÄYTTELYTILIT

3. AIKATALLETUKSET

4. OBLIGAATIOT

5. OSAKKEET

Puuttuvat erät:

- Pörssin ulkopuolisten osakeyhtiöiden ja OTC -yhtiöiden osakkeet
- ulkomaiset osakesijoitukset
- Saatavat, huoltokonttoritalletukset ja elinkorot sekä työeläkkeet (saatavilla TVT:sta vuosilta 1976 - 88).

## KOTITALOUKSIEN OSAKEVARALLISUUDEN ESTIMAATIT

Kotitalouksien osakevarallisuuden arviointi on teknisesti ja miksei teoreettisestikin ongelmallista. Viime kädessä yritysvarallisuus on luonnollisten henkilöiden omistuksessa, joten omistusten sektorijako on pyrittävä tekemään välittömän kontrollin perusteella. Tämäkin on vaikeaa, sillä esim. sektoreittaisia omistusosuuksia on pyritty selvittämään systemaattisemmin vasta vuodesta 1980 lähtien. Erilaisen äänivallan sisältävien osakkeiden periaatteessa yhtäläinen verotuskohtelu ei pysty paljastamaan osakkeiden todellisia arvoja esim. strategisista omistusosuuksista. Tietyyntyyppisten osakkeiden markkinoiden ohuus voi vaikuttaa niiden markkina-arvon muodostumiseen. Eräiden suomalaisten pörssi-yhtiöiden äänivaltaisia osakkeita ei ole edes vapaasti kaupan markkinoilla. Erilaisten institutionaalisten (säätit, holding -yhtiöt) ja ristiinomistusten tarkoituksena on myös eräissä tapauksissa ollut osakkeiden verotusarvojen pitäminen alhaisina. Seuraavaan taulukkoon on kerätty joitakin arvioita kotitalouksien osakevarallisuuden kokonaisarvoista vuosilta 1975 - 89.

Taulukko 1. **Kotitalouksien osakevarallisuus, milj. markkaa**

| Vuosi | Herrala (1988)<br>0.45 * pörssi-<br>yhtiöiden arvo<br>mmk | Suomen<br>Pankki:<br>Rahoitus-<br>tilinpito<br>mmk | Tilastokeskus:<br>Tulo- ja<br>varallisuus-<br>tilasto<br>mmk |
|-------|---|--|--|
| 1975  | 3 041   | 3 588  | -  |
| 1976  | 2 855   | 3 048  | 5 281  |
| 1977  | 2 863   | 2 681  | 5 424  |
| 1978  | 2 761   | 3 088  | 5 726  |
| 1979  | 3 618   | 4 051  | 6 414  |
| 1980  | 3 632   | 4 125  | 7 139  |
| 1981  | 4 449   | 4 955  | 8 425  |
| 1982  | 6 441   | 7 306  | 10 596   |
| 1983  | 10 135  | 11 980   | 14 521   |
| 1984  | 11 790  | 13 645   | 16 447   |
| 1985  | 11 808  | 15 865   | 18 000   |
| 1986  | 20 590  | 18 717   | 23 411   |
| 1987  | 28 882  | 26 024   | 23 091   |
| 1988  | -   | 42 029   | 29 258   |
| 1989  | -   | 41 217   | -  |

Herralan (1988) laskelmassa KOP:n julkaisemat arviot pörssi-yhtiöiden osakkeiden markkina-arvolle on kerrottu kotitalouksien omistusosuudella (45 %). Myös Suomen Pankin kotitalouksille ositettu osuus osakkeiden arvo on tehty vastaavan laskelman avulla. Verotuksessa ilmoitetut (TVT) osakkeiden arvot sisältävät periaatteessa myös OTC-listan ja pörssin ulkopuolisten yhtiöiden osakkeet. Kuten yo. luvuista kuitenkin havaitaan, mitään yksinkertaista tasokorjausta ei voida soveltaa. Suomen Pankin rahoitustilinpidon osakkeiden virtoja ja varantoja koskevat luvut yltyvät vuoteen 1960, joten niitä on käytetty osakevarallisuuden mittarina.

# REAALIVARALLISUUS

Varallisuuserä

**Pääasiallinen tilastolähde**

## 1. ASUNTOVARALLISUUS

Vaihtoehdot:

i) Markkina-arvoinen  
asuntovarallisuus

P. Parkkinen (1990, s.132,134)  
Asuntovarallisuuden reaali-  
hinta-indeksi \* Asuntovaral-  
lisuuden määräindeksi

ASVAR = Asuntovarallisuuden markkinahintainen arvo, Mmk

ii) Tuotantokustannushintainen  
asuntovarallisuus

Tilastokeskus, SP/TAKO

PK1V83 = Asuntojen omistus, bruttopääomakanta, Mmk

Lyhyt tarkistusvertailu:

Asuntovarallisuus on suurin yksittäinen varallisuuserä, joka muodostaa laskentatavasta riippuen 60 - 70 % kokonaisvarallisuudesta. Tämän vuoksi asuntojen arvoa koskevat ratkaisut ovat keskeisiä ainakin määrättäessä kokonaisvarallisuuden tasoa. Asuntojen markkina- ja tuotantokustannushintaiset pääoma-arvot ja hintaindeksit on esitetty erikseen havaintoliitteessä. Täydellisempi asuntojen käypien arvojen vertailu voidaan suorittaa vuoden vain 1981 osalta, josta löytyy useampi tutkimus.

Lähde:

Vuoden 1981 asuntojen  
bruttoarvo, Mmk

Tilastokeskus, PK1V83.A

353 347

Tulo- ja varallisuustilasto  
R. Herrala, VM kesk.al. No 18  
2.8.1988

92 022 (verotusarvo)  
352 268

P. Parkkinen, Asuntovarallisuus  
vuosina 1900-2030, Tasku 1990

299 676

Varallisuustutkimus 1981,  
Pekkarinen ym., 1988 TTT:  
tutkimuksia No. 16

337 738

Havaitaan, että verottajan arviot asuntovarallisuuden arvosta jäävät noin 25 prosenttiin asuntojen käyvistä arvoista. Tämän lisäksi omassa käytössä oleva asuntovarallisuus saa varallisuusverotuksessa 40 prosentin alennuksen määrättäessä verotettavaa varallisuutta. Muut arviot asuntojen arvoista näyttävät olevan paremmin linjassa keskenään. Herralan (1988) laskelmat perustuvat asuntojen kokonaisneliömäärien ja vanhojen kerrostalo-

huoneistojen keskineliöhintojen väliseen kertolaskuun. Omakotitalot ovat tosin etenkin Etelä-Suomessa osakehuoneistoja arvokkaampia, muualla Suomessa taas halvempia, joten tästä aiheutuvaa harhaa on vaikea arvioida.

Parkkinen (1990) on arvioinut asuntojen hintoja markkinahintojen avulla, kun taas Tilastokeskuksen asuntojen bruttopääomakannan arvo heijastelee investointikertymämenettelyn kautta saatuna tuotantokustannushintaista arviota. Tutkimuksista ainoa otospohjainen poikkileikkaustutkimus on Pekkarinen, Takala, Tuomala ja Kontulainen (1988), jossa asuntojen alucittaisia tietoja on yhdistelty Väestö- ja asuntolaskennan 1980 asuntokohtaisiin tietoihin. Asuntovarallisuus jaotellaan verotuksessa seuraaviin eriin:

Omassa käytössä olevat osakehuoneistot  
Muiden käytössä olevat osakehuoneistot  
Omassa käytössä olevat kiinteistöt  
Muiden käytössä olevat kiinteistöt  
Maatilatalouden asuinkiinteistöt, joiden keskinäisestä jakautumisesta on esitetty tarkempi luonnos tutkimuksessa Kontulainen ja Takala (1989).

Luonnollisesti kaikki arviot asuntokannan arvosta ovat herkkiä käytetyille hintaindeksille myös sikäli, että vain pieni osa asuntokannasta vaihtaa vuoden aikana omistajaa.

## 2. MAATALOUSKIINTEISTÖT

Ihamuotila: Maatalouden kiinteistöomaisuus, Kiinteistöjen kauppahintatilasto

Vuosi 1960 = 1961 - (1962-1961)

1961 - 1980; R. Ihamuotila: Suomen maatalouselinkeinon pääomakanta ja velkaantuneisuusaste vuosina 1961 - 1980  
HY, Maatalousekonomian laitoksen julkaisuja No. 10, Helsinki 1983

Vuosi 1981 = (1980 + 1982)/2

1982 - 1988; Kiinteistöjen kauppahintatilasto, Maatilojen peltomaan arvo, yksityisten omistuksessa oleva

Laskettu käyttäen lääneittäin painotettua kauppahintaa (mk/ha) sekä pelto + puutarha pinta-alaa. Painot saatu Suomen tilastollisesta vuosikirjasta. Peltojen hintakehitys saatu Kiinteistöjen kauppahintatilaston kuvasta 13 arvioimalla.

MAATMAA = Maatalousmaa, Mmk

## 3. MAATALOUSIRTAIMISTO

Ihamuotila: Maatalouden irtaimistöomaisuus

Vuosi 1960 = 1961 - (1962-1961)

1961 - 1980; R. Ihamuotila: Suomen maatalouselinkeinon pääomakanta ja velkaantuneisuusaste vuosina 1961 - 1980  
HY, Maatalousekonomian laitoksen julkaisuja No. 10, Helsinki 1983

Vuosi 1981 = (1980 + 1982)/2

1982 - 1988; Laskettu kertomalla Maatalouskiinteistöjen arvo 0.6:lla, joka R. Ihamuotilan tutkimuksessa oli likimain vuoden 1980 suhde irtaimiston ja kiinteistöjen välinen arvosuhde.

MAATIRTA = Maatalousirtaimisto, Mmk

Maatilatalouden muu varallisuus sisältää maatalouskoneet, navetat yms. sekä peltojen ja metsien arvon. Vertailupohjana käytetylle Ihamuotilan (1983) sarjan jatkolle voidaan käyttää TVT:n sarjaa Maatilatalouden muut varat (vuosina 1976 - 79 yhdistettynä sarjaan maatilatalouden kiinteistöt), joka on esitetty seuraavassa taulukossa.

| Taulukko 2 | Vuosi | Maatalous-<br>irtaimisto<br>mmk | Maatilatalouden<br>muut varat (TVT)<br>mmk |
|------------|-------|---------------------------------|--|
|            | 1980  | 20 135.0                        | 20 855.1                                   |
|            | 1981  | 21 527.0                        | 23 548.7                                   |
|            | 1982  | 21 864.0                        | 27 445.3                                   |
|            | 1983  | 25 229.0                        | 30 460.9                                   |
|            | 1984  | 31 952.0                        | 32 503.0                                   |
|            | 1985  | 34 047.0                        | 35 345.5                                   |
|            | 1986  | 36 581.0                        | 35 478.6                                   |
|            | 1987  | 39 459.0                        | 36 560.2                                   |
|            | 1988  | 41 233.0                        | 39 170.0                                   |

#### 4. METSÄMAA

#### Kiinteistöjen kauppahinta- tilasto

Vuosien 1982 - 88 keskihinnat on saatu käyttämällä Kiinteistöjen kauppahintatilaston vuonna 1989 kuvaa 18, josta on arvioitu lääneittäin painottaen metsän hintakehitys. Lääneittäiset painot hinnoille on saatu Suomen tilastollisesta vuosikirjasta sekä lääneittäiset kasvullisen metsämaan pinta-alat samoin Suomen tilastollisesta vuosikirjasta.

Metsätalouden maapinta-ala ja arvo laskettu vain yksityisomistuksessa olevan metsätalouden osalta. Vuodet 1960 - 81 arvioitu käyttämällä maatalousmaan arvoindeksiä eli deflatoimalla perusvuoden 1982 avulla metsämaan arvoa taaksepäin.

METSÄMAA = Yksityismetsien metsämaan arvo, Mmk

#### 5. KULKUVÄLINEET

#### Tulo- ja varallisuustilasto

Kulkuvälineet sisältävät autojen lisäksi moottoripyörät, asuntovaunut, moottori- ja purjeventeet kuten ao. kohta veroilmoituksessa määrää. Vuosien 1976 - 87 osalta arviot kulkuvälineiden arvoista on saatu Tilastokeskuksen julkaisemasta Tulo- ja varallisuustilastosta. Kulkuvälineiden verotusarvot lasketaan nopeasti laskevan nykyarvo asteikon mukaisesti, esim. v.1989 ostetusta autosta samana vuonna verotettava arvo on 70 % hankintahinnasta.

TVT:sta löytyy varallisuuserät yhteensä erotteleva taulukko vuodesta 1976 lähtien, viimeisin TVT:n julkaisu on vuodelta 1988.



Verotusarvoihin perustuen kulkuvälineiden arvot ovat useimmiten reilusti aliarvostettuja, mutta korjauksiin tämän aliarvostuksen poistamiseksi ei ryhdytty. Vuosien 1960 - 75 arvot on konstruoitu käyttäen kaikkien luottojen arvoindeksi pitäen vuoden 1976 kulkuvälineiden arvoa perusvuotena. Tähän ratkaisuun päädyttiin luottojen ja kulkuvälineiden eksponentiaalisten aikasarjaprofiilien perusteella.

KULKUV = Kulkuvälineet, Mmk

6. YHTYMÄVARALLISUUS SEKÄ LIIKE- JA AMMATTIVARALLISUUS Tulo- ja varallisuustilasto

Vuodesta 1976 lähtien TVT:stä löytyvät arvot yhtymävarallisuudesta sekä yksityisyrittäjän liikkeeseen ja ammatinharjoittamiseen liittyvistä varoista. Sarjoja jatkettiin taaksepäin vuosien 1960 - 75 kohdalla deflatoimalla yhdistetyt yhtymävarat sekä liike- ja ammattivarat kuluttajahintaindeksillä käyttäen vuotta 1975 perusvuotena. Varsinaista reaalista kasvua ei ko. erissä oletettu tapahtuneen. Ratkaisu perustuu sarjojen aikasarjaprofiilien ohessa muiden tietojen puuttumiseen.

YHT&AMMV = Yhtymävarat sekä liike- ja ammattivarallisuus

7. RAKENNETUT LOMAPAIKAT Kiinteistöjen kauppahintatilasto, Suomen tilastollinen vuosikirja

Rakennettujen lomapaikkojen hintaindeksi saatu Kiinteistöjen kauppahintatilastosta 1982 - 89. Tästä on laskettu rakennettujen lomapaikkojen keskihinnat, joka lomapaikkojen lukumäärällä kerrottuna tuottaa rakennettujen lomapaikkojen arvot. Rakennettujen lomapaikkojen lukumäärän on arvioitu kasvaneen melko tasaisesti.

| Taulukko 3 | Vuosi<br>lkm | Rakennetut<br>paikat<br>keskihinta<br>mk | Rakennetut<br>lomapaikat<br>lkm | Hinta-<br>indeksi<br>mk/ha | Arvo<br>indeksi<br>milj. mk |
|------------|--------------|--|---------------------------------|----------------------------|-----------------------------|
|            | 1982         | 256 867                                  | 78 500                          | 100                        | 20 164.1                    |
|            | 1983         | 262 017                                  | 49 490                          | 103                        | 24 758.0                    |
|            | 1984         | 267 034                                  | 107 190                         | 120                        | 28 623.4                    |
|            | 1985         | 271 607                                  | 119 190                         | 148                        | 30 398.0                    |
|            | 1986         | 276 497                                  | 122 740                         | 144                        | 33 937.2                    |
|            | 1987         | 282 003                                  | 135 670                         | 148                        | 38 259.3                    |
|            | 1988*        | 285 663                                  | 172 695                         | 169                        | 49 468.5                    |
|            | 1989         | 289 323                                  | 209 720                         | 189                        | 60 676.8                    |

\* laskettu vuosien 1987 ja 1989 keskiarvoina

RAKLOMAP = Rakennetut lomapaikat, mmk

Ongelmana reaaliarallisuuden kohdalla esiintyy maaomaisuuden ja kesämökkien yms. lomapaikkojen arvottaminen. Maanmittaushallituksen Kiinteistöjen kauppahintatilasto kattaa vuodet 1982 - 89, josta syystä päädyimme kahteen vaihtoehtoiseen varallisuuskäsitteeseen reaaliarvojen kirjaamisessa. Muodostettu suppea reaaliarallisuus kattaa vuodet 1960 - 88 ja laaja vuodet 1982 - 89.

Eri reaaliarallisuuskäsitteet:

Suppea reaaliarallisuus =

(= RW60)

1. Asuntovarallisuus
2. Maatalouskiinteistöt
3. Maatalouden irtaimisto
4. Metsäkiinteistöt
5. Kulkuvälineet
6. Yhtymävarat sekä liike- ja ammattivarallisuus

Laaja reaaliarallisuus =

(= RW82)

1. Asuntovarallisuus
2. Maatalouskiinteistöt
3. Maatalouden irtaimisto
4. Metsäkiinteistöt
5. Kulkuvälineet
6. Yhtymävarat sekä liike- ja ammattivarallisuus
7. Rakennetut lomapaikat

Poisjätetyt varallisuuserät:

- Arvoesineet (jalokivet, korut, taideteokset yms.), henkilökohtainen irtaimisto ja kotitalouden kestokulutushyödykkeet lukuunottamatta kulkuvälineitä

- Pienet kiinteän ja irtaimen omaisuuden lahjoitukset ja muut pienet vastikkeettomat lahjoitukset

- Rakentamattomat lomapaikat ts. lomatonit, joille ei löydy lukumääriä, vain vuosittaiset kauppahintojen summat Kiinteistöjen kauppahintatilastosta

VELAT:

**Velkaerä**

**Tilastolähde**

1. ASUNTOLUOTOT

SP/TAKO, T136H.A

T136H.A = Asuntoluotot, mmk

2. MUUT LUOTOT

SP/TAKO, MLUO

MLUO = T133H.A + T134H.A + T135H.A

T133H.A = Pankkien antolainaus, mmk poislukien asuntolainat T136H.A

T134H.A = Muiden rahoituslaitosten antolainaus, pl. asuntolainat Mmk

T135H.A = Valtion antolainaus, pl. asuntolainat Mmk

Erät sisältävät lähinnä kulutusluotot ja opintolainat.

3. MUUT VAATEET

SP/TAKO, VMUUT

VMUUT = T120H.A - FW - T136H.A - MLUO, jossa

T120H.A = Kotitalouksien nettovelat

Muut vaateet toimii kotitaloussektorin (kuten muidenkin sektoreiden) rahoitustilinpidon toteuttavana residuaalieränä.

VELAT YHTEENSÄ = Asuntoluotot + muut luotot + muut vaateet

## LIITE 2. RAHOITUS- JA REAALIVARALLISUUSPORTFOLIOT, VELAT SEKÄ VAROJEN TUOTOT

Taulukko 1

KOTITALOUSSEKTÖRIN PORTFOLIOIERIEN TUOTOT, %

|   | 1960 | 1961 | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 | 1967  | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 | 1974 | 1975  |
|---|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| RAHOITUSVARALLISUUS:<br>PAINOTETTU TUOTTO     | ..   | ..   | 5.7  | 6.1  | 6.1  | 6.0  | 6.0  | 6.2   | 7.1  | 7.9  | 7.5  | 8.6  | 10.3 | 16.8 | 9.1  | 8.3   |
| 1. KÄTEINEN RAHA                              | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0   | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0   |
| 2. KÄYTTELYTILIT                              | 2.8  | 2.8  | 3.0  | 3.0  | 3.0  | 3.0  | 3.0  | 3.0   | 3.0  | 3.0  | 3.0  | 4.5  | 3.8  | 5.3  | 5.3  | 5.3   |
| 3. AIKATALLETUKSET                            |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |      |       |
| A. VEROTTOMAT                                 | 6.8  | 6.8  | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 7.0   | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 8.5  | 7.8  | 9.3  | 9.3  | 9.3   |
| B. VEROLLISET                                 |      | 6.1  | 7.9  | 8.3  | 10.2 | 10.4 | 10.0 | 11.1  | 7.7  | 7.7  | 10.2 | 10.4 | 7.1  | 11.0 | 17.4 | 16.0  |
| 4. OBLIGAATIOT                                |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |      |       |
| A. VEROTTOMAT                                 |      |      | 7.5  | 8.4  | 8.5  | 8.8  | 8.2  | 7.1   | 8.1  | 7.8  | 7.7  | 8.0  | 7.9  | 8.3  | 8.5  | 9.7   |
| B. VEROLLISET                                 | 6.9  | 6.9  | 7.3  | 7.5  | 7.1  | 7.1  | 7.2  | 7.1   | 7.8  | 7.9  | 8.0  | 8.5  | 8.2  | 9.4  | 9.9  | 9.8   |
| 5. OSAKKEET (arvonnous+osingot)               | 5.2  | 5.7  | 5.7  | 8.3  | 3.7  | -0.9 | -0.2 | -2.1  | 26.9 | 35.9 | 21.7 | 18.2 | 43.6 | 68.3 | -0.4 | -7.3  |
| A. ARVONNOUS                                  | -    | -    | -    | 2.6  | -2.1 | -7.9 | -8.3 | -10.9 | 20.3 | 29.5 | 16.0 | 12.8 | 39.4 | 65.5 | -4.7 | -12.5 |
| B. OSINGOT                                    | 5.2  | 5.7  | 5.7  | 5.7  | 5.8  | 7.0  | 8.1  | 8.7   | 6.7  | 6.4  | 5.7  | 5.4  | 4.1  | 2.9  | 4.4  | 5.1   |
| REAALIVARALLISUUS:<br>PAINOTETTU TUOTTO       |      | 3.6  | 3.2  | 6.3  | 8.8  | 8.6  | 4.0  | 6.1   | 11.9 | 4.9  | 7.9  | 5.0  | 10.8 | 24.4 | 22.0 | 11.9  |
| 6A. ASUNTOJEN OMISTUKSEN<br>HINTAINDEKSI (TK) | 3.3  | 4.1  | 3.8  | 6.1  | 6.6  | 5.6  | 3.6  | 5.5   | 9.4  | 5.9  | 9.9  | 10.8 | 10.3 | 19.1 | 29.4 | 10.9  |
| 6B. ASUNTOJEN HINTAINDEKSI (MH)               | 2.5  | 4.2  | 3.6  | 6.1  | 6.7  | 5.6  | 3.7  | 5.4   | 9.5  | 5.8  | 10.0 | 4.1  | 9.4  | 26.3 | 20.4 | 4.7   |
| 7. MAATALOUSKÄINTEISTÖJEN<br>HINTAINDEKSI     |      | 2.7  | 2.7  | 6.7  | 11.9 | 13.0 | 4.5  | 7.2   | 15.7 | 3.3  | 4.1  | 6.6  | 13.6 | 20.2 | 25.6 | 26.1  |
| 8A. METSÄMAAN HINTAINDEKSI                    |      | 2.7  | 2.7  | 6.7  | 11.9 | 13.0 | 4.5  | 7.2   | 15.7 | 3.3  | 4.1  | 6.6  | 13.6 | 20.2 | 25.6 | 26.1  |
| 8B. KANTOHINNAT                               | 20.4 | 14.4 | 0.6  | 10.2 | 21.2 | -6.2 | -7.9 | -11.9 | 0.4  | 19.3 | 25.3 | 11.9 | 6.6  | 58.1 | 62.3 | 7.7   |
| VARALLISUUS YHTEENSÄ:<br>PAINOTETTU TUOTTO    |      |      | 3.6  | 6.3  | 8.4  | 8.2  | 4.3  | 6.1   | 11.2 | 5.4  | 7.9  | 5.6  | 10.7 | 23.2 | 20.1 | 11.4  |
| PANKKIEN KESKIM.<br>ANTOLAINAUSKORKKO         | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 7.1  | 7.3  | 7.5  | 7.5  | 7.6   | 7.7  | 7.7  | 7.8  | 8.7  | 8.2  | 9.0  | 9.8  | 10.0  |
| ASUNTOLUOTOT                                  | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -     | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -     |
| KULUTTAJAHINNAT                               | 3.2  | 1.8  | 4.5  | 4.9  | 10.4 | 4.8  | 3.9  | 4.6   | 9.6  | 2.2  | 2.7  | 6.5  | 6.7  | 10.7 | 16.9 | 17.8  |

|   | 1976 | 1977  | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985  | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|---|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|
| RAHOITUSVARALLISUUS:<br>PAINOTETTU TUOTTO     | 9.8  | 9.2   | 7.5  | 9.0  | 9.5  | 9.6  | 12.2 | 15.1 | 15.1 | 10.0  | 14.2 | 14.9 | 13.4 |      |
| 1. KÄTEINEN RAHA                              | 0.0  | 0.0   | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0   | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| 2. KÄYTTELYTILIT                              | 5.3  | 4.3   | 3.3  | 4.5  | 5.3  | 5.3  | 4.5  | 5.5  | 5.5  | 5.0   | 3.0  | 3.0  | 4.0  | 4.5  |
| 3. AIKATALLETUKSET                            |      |       |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |      |
| A. VEROTTOMAT                                 | 9.3  | 8.3   | 7.3  | 8.5  | 9.3  | 9.3  | 8.5  | 9.5  | 9.5  | 9.0   | 7.0  | 7.0  | 8.0  | 8.5  |
| B. VEROLLISET                                 | 19.2 | 20.0  | 14.1 | 10.2 | 11.2 | 11.6 | 12.8 | 13.8 | 15.6 | 13.2  | 11.8 | 10.0 | 10.0 | 12.5 |
| 4. OBLIGAATIOT                                |      |       |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |      |      |
| A. VEROTTOMAT                                 | 10.3 | 10.3  | 9.3  | 9.5  | 10.5 | 11.0 | 10.9 | 11.1 | 11.1 | 10.7  | 8.7  | 8.5  | 7.6  | 10.6 |
| B. VEROLLISET                                 | 10.2 | 9.6   | 9.0  | 9.5  | 10.3 | 10.7 | 10.8 | 12.8 | 12.8 | 12.3  | 10.9 | 10.8 | 11.1 | 12.2 |
| 5. OSAKKEET (arvonnous+osingot)               | -4.5 | -10.1 | 3.5  | 26.4 | 14.7 | 9.7  | 41.2 | 50.3 | 41.0 | -6.7  | 56.1 | 58.6 | 26.4 | 12.3 |
| A. ARVONNOUS                                  | 10.9 | -17.1 | -2.9 | 20.9 | 7.4  | 2.9  | 35.3 | 46.2 | 36.6 | -11.6 | 52.8 | 56.0 | 23.9 | 9.6  |
| B. OSINGOT                                    | 6.4  | 7.0   | 6.4  | 5.4  | 7.3  | 6.9  | 5.9  | 4.2  | 4.4  | 4.8   | 3.3  | 2.5  | 2.5  | 2.7  |
| REAALIVARALLISUUS:<br>PAINOTETTU TUOTTO       | 10.0 | 5.4   | 4.4  | 9.8  | 13.4 | 10.6 | 14.2 | 17.4 | 11.4 | 5.7   | 4.3  | 9.9  | 30.9 |      |
| 6A. ASUNTOJEN OMISTUKSEN<br>HINTAINDEKSI (TK) | 9.4  | 11.3  | 5.5  | 10.7 | 15.8 | 10.4 | 7.7  | 10.6 | 8.1  | 7.0   | 5.3  | 8.1  | 12.5 | 13.0 |
| 6B. ASUNTOJEN HINTAINDEKSI (MH)               | 6.2  | 2.8   | 2.8  | 5.8  | 15.4 | 14.8 | 19.1 | 19.0 | 12.4 | 4.3   | 4.0  | 11.7 | 36.3 | 22.1 |
| 7. MAATALOUSKÄINTEISTÖJEN<br>HINTAINDEKSI     | 16.8 | 10.1  | 7.4  | 16.5 | 9.6  | 1.6  | 1.6  | 15.4 | 26.6 | 6.6   | 7.4  | 7.9  | 4.5  |      |
| 8A. METSÄMAAN HINTAINDEKSI                    | 16.8 | 10.1  | 7.4  | 16.5 | 9.6  | 1.6  | 1.6  | 12.2 | 0.1  | 11.7  | 4.5  | 1.9  | 6.5  |      |
| 8B. KANTOHINNAT                               | -2.3 | -0.9  | -0.8 | 6.8  | 22.4 | 16.9 | 2.5  | 1.9  | 9.9  | 5.5   | -3.7 | 4.6  | 13.0 | 7.8  |
| VARALLISUUS YHTEENSÄ:<br>PAINOTETTU TUOTTO    | 9.9  | 6.0   | 4.9  | 9.7  | 12.7 | 10.4 | 13.9 | 17.1 | 12.0 | 6.5   | 6.2  | 10.9 | 27.7 |      |
| PANKKIEN KESKIM.<br>ANTOLAINAUSKORKKO         | 10.1 | 10.0  | 8.5  | 8.5  | 10.2 | 10.2 | 9.6  | 9.9  | 10.6 | 10.3  | 8.9  | 9.0  | 10.0 | 10.7 |
| ASUNTOLUOTOT                                  | -    | -     | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -     | -    | -    | -    | 10.0 |
| KULUTTAJAHINNAT                               | 14.3 | 12.7  | 7.8  | 7.5  | 11.6 | 12.0 | 9.6  | 8.4  | 7.1  | 5.9   | 3.6  | 3.7  | 4.9  | 6.6  |

Taulukko 2

## KOTITALOUSSEKTORIN PORTFOLIO, MILJ. MK

|   | 1960   | 1961   | 1962   | 1963   | 1964   | 1965   | 1966   | 1967   | 1968    | 1969    | 1970    | 1971    | 1972    | 1973    | 1974    | 1975    |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| I. RAHOITUSVARALLISUUS YHTEENSÄ         | 7043.  | 7896.  | 8374.  | 9468.  | 10586. | 11586. | 12885. | 13835. | 15616.  | 17530.  | 19746.  | 22242.  | 26234.  | 30457.  | 34712.  | 39458.  |
| A. VEROTTOMAT                           | 6265.  | 7138.  | 7548.  | 8611.  | 9707.  | 10772. | 12199. | 13179. | 14780.  | 16436.  | 18439.  | 20662.  | 23549.  | 26342.  | 31104.  | 35904.  |
| B. VEROLLISET                           | 778.   | 758.   | 826.   | 857.   | 879.   | 814.   | 686.   | 656.   | 836.    | 1094.   | 1307.   | 1580.   | 2685.   | 4115.   | 3608.   | 3554.   |
| 1. KÄTEINEN RAHA                        | 770.   | 883.   | 818.   | 984.   | 1055.  | 1080.  | 1170.  | 1133.  | 1246.   | 1395.   | 1455.   | 1613.   | 1879.   | 2082.   | 2462.   | 2855.   |
| 2. KÄYTTELYTILIT                        | 3475.  | 4023.  | 4268.  | 4608.  | 5318.  | 6026.  | 6930.  | 7687.  | 8580.   | 9522.   | 10768.  | 12165.  | 14137.  | 16165.  | 19358.  | 22442.  |
| 3. AIKATALLETUKSET                      | 1351.  | 1564.  | 1660.  | 1792.  | 2068.  | 2344.  | 2695.  | 2990.  | 3337.   | 3703.   | 4188.   | 4731.   | 5498.   | 6287.   | 7528.   | 8632.   |
| A. VEROTTOMAT                           | 1351.  | 1564.  | 1660.  | 1792.  | 2068.  | 2344.  | 2695.  | 2990.  | 3337.   | 3703.   | 4188.   | 4731.   | 5498.   | 6287.   | 7528.   | 8632.   |
| AL. INDEKSITILIT                        | 631.   | 695.   | 692.   | 955.   | 1841.  | 2328.  | 2996.  | 4522.  | 401.    | 1506.   | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      |
| B. VEROLLISET                           | 0.     | 0.     | 0.     | 0.     | 0.     | 0.     | 0.     | 0.     | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      |
| 4. OBLIGAATIOT                          | 471.   | 420.   | 553.   | 975.   | 995.   | 996.   | 1041.  | 963.   | 1086.   | 1254.   | 1458.   | 1480.   | 1297.   | 1047.   | 892.    | 848.    |
| A. VEROTTOMAT                           | 415.   | 383.   | 509.   | 916.   | 935.   | 965.   | 1023.  | 938.   | 1152.   | 1294.   | 1454.   | 1511.   | 1315.   | 1003.   | 834.    | 882.    |
| B. VEROLLISET                           | 56.    | 37.    | 44.    | 59.    | 60.    | 31.    | 18.    | 25.    | 36.     | 40.     | 4.      | 31.     | 18.     | 44.     | 58.     | 34.     |
| 5. OSAKKEET                             | 722.   | 721.   | 782.   | 798.   | 819.   | 783.   | 668.   | 631.   | 902.    | 1134.   | 1303.   | 1611.   | 2703.   | 4071.   | 3550.   | 3588.   |
| 6. MUUT VAATEET                         | 254.   | 285.   | 293.   | 311.   | 331.   | 357.   | 381.   | 431.   | 465.    | 522.    | 574.    | 642.    | 720.    | 805.    | 921.    | 1094.   |
| VELAT, YHTEENSÄ                         | 5190.  | 5870.  | 6394.  | 6956.  | 7751.  | 8619.  | 9611.  | 10421. | 11283.  | 12891.  | 14972.  | 16713.  | 19834.  | 23844.  | 28455.  | 32358.  |
| 7. ASUNTOLUOTOT                         | 2567.  | 2907.  | 3188.  | 3502.  | 3876.  | 4347.  | 4813.  | 5341.  | 6033.   | 6879.   | 8113.   | 9355.   | 11368.  | 13857.  | 16686.  | 20612.  |
| 8. MUUT LUOTOT                          | 2623.  | 2963.  | 3206.  | 3454.  | 3875.  | 4272.  | 4798.  | 5080.  | 5250.   | 6012.   | 6859.   | 7358.   | 8466.   | 9987.   | 11769.  | 11746.  |
| II. REAALIOMAISUUS YHTEENSÄ             |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 9. ASUNNOT                              | 20655. | 22770. | 24955. | 27998. | 31403. | 34967. | 38334. | 42613. | 49163.  | 54706.  | 63498.  | 69589.  | 80811.  | 107983. | 138771. | 154027. |
| 10. MAATALOUSKIINTEISTÖT                | 4369.  | 4489.  | 4609.  | 4920.  | 5505.  | 6223.  | 6501.  | 6968.  | 8063.   | 8330.   | 8673.   | 9247.   | 10509.  | 12632.  | 15860.  | 19996.  |
| 11. MAATALOUSIRTAIMOISTO                | 2673.  | 2812.  | 2951.  | 3239.  | 3573.  | 4069.  | 4379.  | 4525.  | 5046.   | 5306.   | 5581.   | 6111.   | 6705.   | 7449.   | 8701.   | 11634.  |
| 12. METSÄMAA                            | 12747. | 13096. | 13445. | 14352. | 16060. | 18155. | 18965. | 20328. | 23525.  | 24301.  | 25302.  | 26799.  | 30661.  | 36853.  | 46270.  | 58337.  |
| 13. KULKUVÄLINEET                       | 614.   | 694.   | 754.   | 819.   | 911.   | 1012.  | 1126.  | 1223.  | 1324.   | 1512.   | 1752.   | 1956.   | 2317.   | 2778.   | 3311.   | 3771.   |
| 14. YHTYMÄ -LIIKE JA AMMATTIVARALLISUUS | 2970.  | 3024.  | 3159.  | 3312.  | 3656.  | 3832.  | 3983.  | 4165.  | 4563.   | 4665.   | 4791.   | 5102.   | 5443.   | 6026.   | 7047.   | 8304.   |
| BRUTTOVARALLISUUS                       | 51072. | 54782. | 58247. | 64108. | 71694. | 79844. | 86172. | 93657. | 107301. | 116349. | 129343. | 141226. | 162679. | 204178. | 254671. | 295526. |
| NETTOVARALLISUUS                        | 45882. | 48912. | 51853. | 57152. | 63943. | 71225. | 76561. | 83236. | 96018.  | 103458. | 114371. | 124513. | 142845. | 180334. | 226216. | 263168. |

|   | 1976    | 1977    | 1978    | 1979    | 1980    | 1981    | 1982    | 1983    | 1984    | 1985     | 1986     | 1987     | 1988     | 1989    |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|
| I. RAHOITUSVARALLISUUS YHTEENSÄ         | 44078.  | 49293.  | 56724.  | 66489.  | 76359.  | 89129.  | 104500. | 124042. | 143072. | 173848.  | 193187.  | 229068.  | 282640.  | 293050. |
| A. VEROTTOMAT                           | 40878.  | 46405.  | 53432.  | 61961.  | 72176.  | 84098.  | 96694.  | 111867. | 127768. | 152253.  | 167477.  | 192269.  | 230593.  | 239272. |
| B. VEROLLISET                           | 3200.   | 2888.   | 3291.   | 4528.   | 4183.   | 5031.   | 7806.   | 12175.  | 15304.  | 21596.   | 25710.   | 36799.   | 52047.   | 53778.  |
| 1. KÄTEINEN RAHA                        | 2885.   | 3167.   | 3822.   | 4375.   | 4954.   | 5595.   | 6062.   | 6574.   | 7442.   | 8072.    | 8667.    | 9990.    | 11550.   | 13129.  |
| 2. KÄYTTELYTILIT                        | 24998.  | 27842.  | 31972.  | 37447.  | 42374.  | 48166.  | 50914.  | 56641.  | 61711.  | 66794.   | 69887.   | 76160.   | 76958.   | 85396.  |
| 3. AIKATALLETUKSET                      | 9931.   | 11348.  | 12406.  | 14248.  | 18243.  | 22389.  | 28895.  | 33577.  | 41780.  | 55380.   | 66266.   | 80279.   | 118119.  | 122920. |
| A. VEROTTOMAT                           | 9931.   | 11348.  | 12406.  | 14248.  | 18243.  | 22389.  | 28895.  | 33577.  | 41780.  | 55300.   | 62843.   | 75035.   | 113030.  | 112744. |
| AL. INDEKSITILIT                        | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 0.      | 1781.    | 3423.    | 5243.    | 5089.    | 10176.  |
| B. VEROLLISET                           | 1961.   | 2904.   | 4091.   | 5267.   | 5589.   | 6997.   | 10290.  | 14181.  | 17366.  | 26594.   | 28495.   | 36615.   | 33984.   | 30388.  |
| A. VEROTTOMAT                           | 1809.   | 2697.   | 3887.   | 4790.   | 5531.   | 6921.   | 9790.   | 13985.  | 15707.  | 22644.   | 24924.   | 31083.   | 29055.   | 28003.  |
| B. VEROLLISET                           | 152.    | 207.    | 203.    | 477.    | 58.     | 76.     | 500.    | 196.    | 1659.   | 3950.    | 3571.    | 5532.    | 4929.    | 2385.   |
| 5. OSAKKEET                             | 3048.   | 2681.   | 3088.   | 4051.   | 4125.   | 4955.   | 7306.   | 11980.  | 13645.  | 15865.   | 18717.   | 26024.   | 42029.   | 41217.  |
| 6. MUUT VAATEET                         | 1255.   | 1351.   | 1345.   | 1101.   | 1074.   | 1028.   | 1033.   | 1090.   | 1129.   | 1144.    | 1156.    | 0.       | 0.       | 0.      |
| VELAT, YHTEENSÄ                         | 37248.  | 42724.  | 49230.  | 57870.  | 66828.  | 77251.  | 89745.  | 102774. | 116541. | 135424.  | 151506.  | 178310.  | 224470.  | 254755. |
| 7. ASUNTOLUOTOT                         | 24101.  | 27919.  | 32149.  | 37329.  | 42834.  | 49544.  | 57264.  | 65789.  | 73943.  | 84557.   | 93129.   | 106640.  | 130236.  | 150298. |
| 8. MUUT LUOTOT                          | 13147.  | 14805.  | 17081.  | 20541.  | 23994.  | 27706.  | 32481.  | 36985.  | 42598.  | 50867.   | 58377.   | 71670.   | 94233.   | 104457. |
| II. REAALIOMAISUUS YHTEENSÄ             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |          |          |         |
| 9. ASUNNOT                              | 169297. | 182493. | 195137. | 214251. | 252858. | 299676. | 374095. | 463454. | 542191. | 579177.  | 628653.  | 718928.  | 1021000. |         |
| 10. MAATALOUSKIINTEISTÖT                | 23364.  | 25734.  | 27649.  | 32214.  | 35318.  | 35879.  | 36440.  | 42049.  | 53253.  | 56745.   | 60968.   | 65765.   | 68722.   |         |
| 11. MAATALOUSIRTAIMOISTO                | 13583.  | 15089.  | 16217.  | 17410.  | 20135.  | 21527.  | 21864.  | 25229.  | 31952.  | 34047.   | 36581.   | 39459.   | 41233.   |         |
| 12. METSÄMAA                            | 68163.  | 75078.  | 80665.  | 93983.  | 103040. | 104676. | 106313. | 119259. | 119421. | 133353.  | 139362.  | 142057.  | 151350.  |         |
| 13. KULKUVÄLINEET                       | 4340.   | 4997.   | 5717.   | 6981.   | 8098.   | 9383.   | 11310.  | 12575.  | 14820.  | 17094.   | 19334.   | 22411.   | 26262.   |         |
| 14. YHTYMÄ -LIIKE JA AMMATTIVARALLISUUS | 9502.   | 10697.  | 11282.  | 12468.  | 13961.  | 15210.  | 16792.  | 18094.  | 19186.  | 20198.   | 20741.   | 22115.   | 24030.   |         |
| BRUTTOVARALLISUUS                       | 332325. | 363380. | 393390. | 443796. | 509769. | 575481. | 671314. | 804702. | 923895. | 1014463. | 1098827. | 1239803. | 1615237. |         |
| NETTOVARALLISUUS                        | 295077. | 320656. | 344160. | 385926. | 442941. | 498230. | 581568. | 701928. | 807354. | 879039.  | 947321.  | 1061493. | 1390767. |         |

### Taulukko 3

#### HENKI- JA ELÄKEVAKUUTUSSÄÄSTÄMINEN SUOMESSA 1961 - 89, Mmk

| Vuosi | Tulot  | Säästö  | S1    | S2    | S3     | S4     | S5     | S6    | S7   | S8    | S9    | KS/Y  | S/YD |
|-------|--------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|------|-------|-------|-------|------|
| 1961  | 11599  | 986.6   | -65   | 1.2   | 76.7   | 77.9   | 273.6  | 19    | 0    | 694   | 759   | 8.51  | 6.69 |
| 1962  | 12556  | 912.1   | -101  | 1.1   | 82.9   | 84.0   | 270.1  | 116   | 0    | 526   | 627   | 7.26  | 5.10 |
| 1963  | 13629  | 957.4   | -120  | 1.2   | 90.4   | 91.7   | 248.4  | 270   | 0    | 439   | 559   | 7.02  | 4.19 |
| 1964  | 15423  | 967.2   | -194  | 1.3   | 100.5  | 101.9  | 224.2  | 339   | 0    | 404   | 598   | 6.27  | 3.94 |
| 1965  | 16802  | 851.3   | -171  | 1.8   | 114.7  | 116.5  | 259.3  | 324   | 0    | 268   | 439   | 5.07  | 2.67 |
| 1966  | 18282  | 1229.2  | -167  | 2.1   | 123.7  | 125.9  | 179.2  | 347   | 0    | 703   | 870   | 6.72  | 4.87 |
| 1967  | 19619  | 1058.7  | -195  | 2.1   | 127.2  | 129.4  | 200.7  | 387   | 0    | 471   | 666   | 5.40  | 3.48 |
| 1968  | 21658  | 1437.4  | -246  | 2.5   | 134.1  | 136.6  | 293.4  | 421   | 0    | 723   | 969   | 6.64  | 4.58 |
| 1969  | 24205  | 1361.7  | -337  | 2.9   | 143.1  | 146.1  | 376.7  | 459   | 0    | 526   | 863   | 5.63  | 3.64 |
| 1970  | 26702  | 1809.4  | -380  | 3.2   | 147.7  | 150.9  | 465.4  | 543   | 0    | 801   | 1181  | 6.78  | 4.51 |
| 1971  | 29481  | 2517.7  | -459  | 3.6   | 155.1  | 158.7  | 480.7  | 672   | 0    | 1365  | 1824  | 8.54  | 6.31 |
| 1972  | 34518  | 3054.6  | -477  | 4.1   | 172.4  | 176.6  | 710.6  | 868   | 0    | 1476  | 1953  | 8.85  | 5.78 |
| 1973  | 40253  | 3297.4  | -421  | 4.6   | 193.7  | 198.3  | 1089.4 | 1224  | 0    | 984   | 1405  | 8.19  | 3.58 |
| 1974  | 50370  | 5296.3  | -446  | 5.5   | 228.7  | 234.3  | 1310.3 | 1428  | 0    | 2558  | 3004  | 10.51 | 6.11 |
| 1975  | 60743  | 6033.4  | -394  | 6.9   | 275.7  | 282.7  | 614.4  | 2105  | 0    | 3314  | 3708  | 9.93  | 6.26 |
| 1976  | 68559  | 7355.1  | -843  | 8.5   | 310.0  | 318.6  | 2068.1 | 2584  | 0    | 27+3  | 3546  | 10.73 | 5.28 |
| 1977  | 75223  | 6654.0  | -909  | 84.3  | 291.4  | 375.7  | 776.0  | 3360  | 0    | 2528  | 3427  | 8.84  | 4.65 |
| 1978  | 84472  | 8953.8  | -1041 | 12.8  | 284.6  | 297.5  | 2758.8 | 2263  | 0    | 3932  | 4973  | 10.60 | 6.00 |
| 1979  | 96107  | 9691.7  | -1316 | 16.2  | 328.5  | 344.7  | 2010.7 | 3298  | 0    | 4383  | 5699  | 10.08 | 6.04 |
| 1980  | 110447 | 13601.5 | -1728 | 21.6  | 362.8  | 384.4  | 2409.5 | 5120  | 0    | 6072  | 7800  | 12.31 | 7.18 |
| 1981  | 123800 | 14631.0 | -1795 | 25.1  | 408.8  | 433.9  | 3002.0 | 5994  | 0    | 5635  | 7430  | 11.82 | 6.12 |
| 1982  | 142888 | 16888.0 | -1917 | 32.9  | 472.0  | 504.9  | 4789.0 | 4512  | 532  | 7587  | 8972  | 11.82 | 6.78 |
| 1983  | 60168  | 18742.0 | -2471 | 38.2  | 575.5  | 613.8  | 3860.0 | 5717  | 710  | 9165  | 10926 | 11.70 | 7.39 |
| 1984  | 174203 | 17985.0 | -2961 | 50.1  | 628.9  | 679.0  | 3864.0 | 6095  | 926  | 8026  | 10061 | 10.32 | 6.41 |
| 1985  | 189109 | 18118.0 | -3429 | 63.5  | 630.5  | 694.1  | 2851.0 | 7822  | 1089 | 7445  | 9785  | 9.58  | 5.84 |
| 1986  | 198832 | 15118.0 | -3174 | 81.8  | 953.7  | 1035.5 | 2837.0 | 8457  | 1204 | 3824  | 5794  | 7.60  | 3.58 |
| 1987  | 27910  | 16663.0 | -3621 | 99.6  | 1144.1 | 1243.8 | 4109.0 | 8628  | 1418 | 3926  | 6129  | 7.65  | 3.52 |
| 1988  | 230986 | 10324.0 | -4759 | 116.0 | 1290.2 | 1406.2 | 4459.0 | 11244 | 1568 | -3960 | -2204 | 4.49  | 0.35 |
| 1989  | 255994 | 15915.8 | -6113 | 141.4 | 1103.0 | 1244.4 | 6000.0 | 15000 | 1724 | -25   | 358   | 6.25  | 2.49 |

#### Säästämiskomponentit:

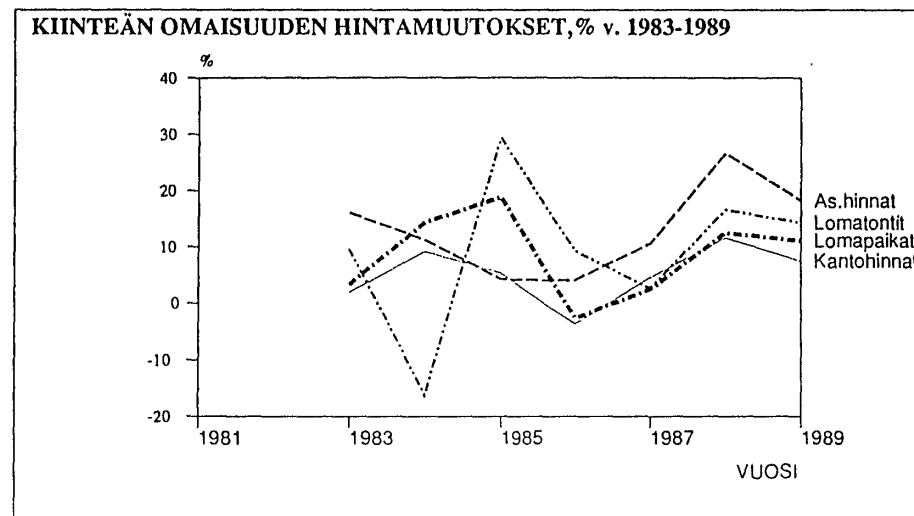
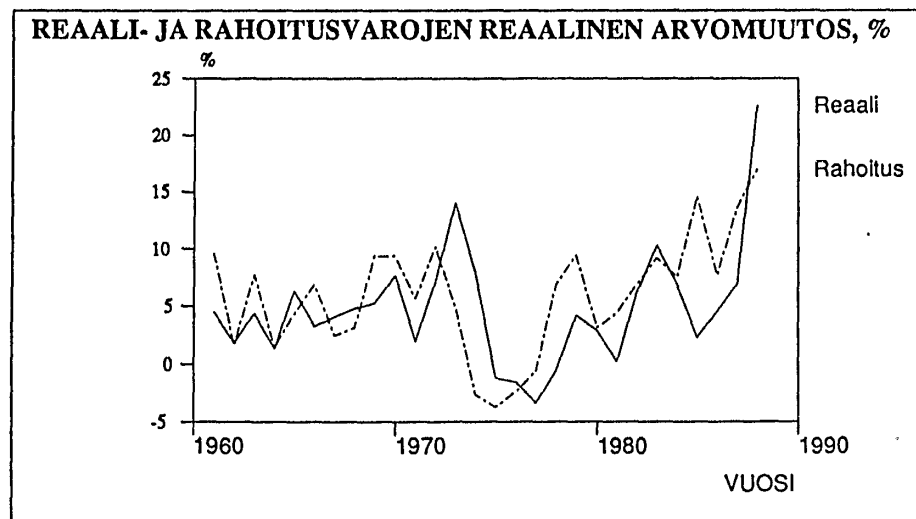
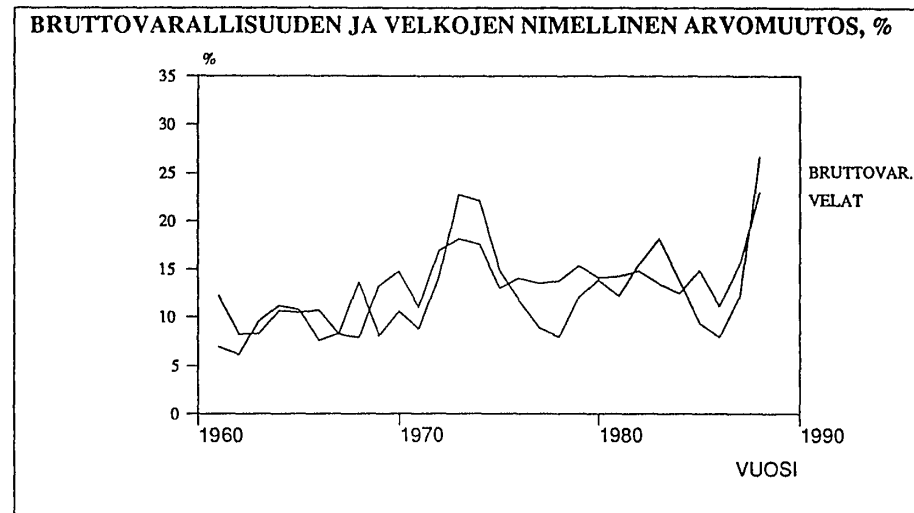
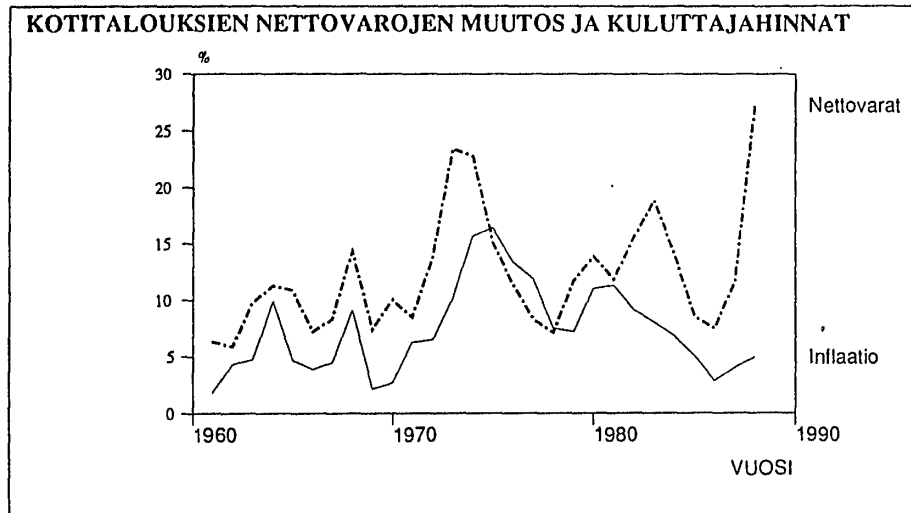
- S1 = Voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen säästäminen
- S2 = Ryhmähenkivakuutukset
- S3 = Henkilökohtaiset henkivakuutukset
- S4 = Henkivakuutussäästäminen, yhteensä
- S5 = Vapaaehtoinen eläkesäästäminen
- S6 = Pakollinen eläkesäästäminen
- S7 = Säästöt rekisteröidyille asuntosäästö-palkkiotileille
- S8 = Kansantalouden tilinpidon kotitaloussektorin säästäminen
- S9 = Muu säästäminen

Tulot = kotitalouksien käytettävissä olevat tulot, netto

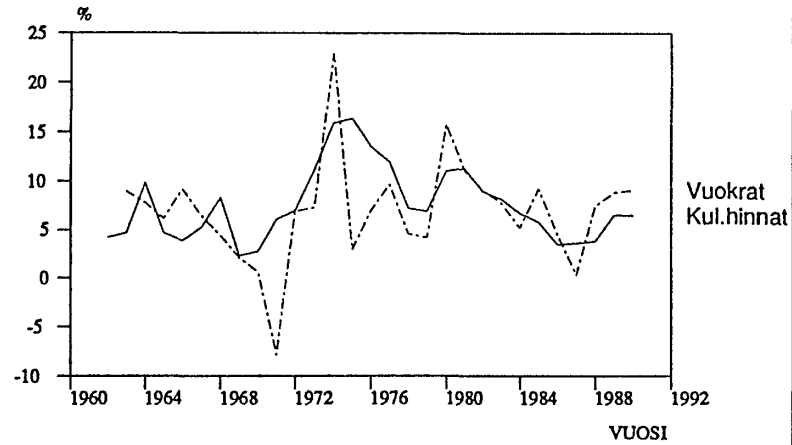
Säästö = henkivakuutus- ja eläkesäästämisellä korjattu säästäminen

S/YD = tilinpidon kotitalouksien säästämisaste

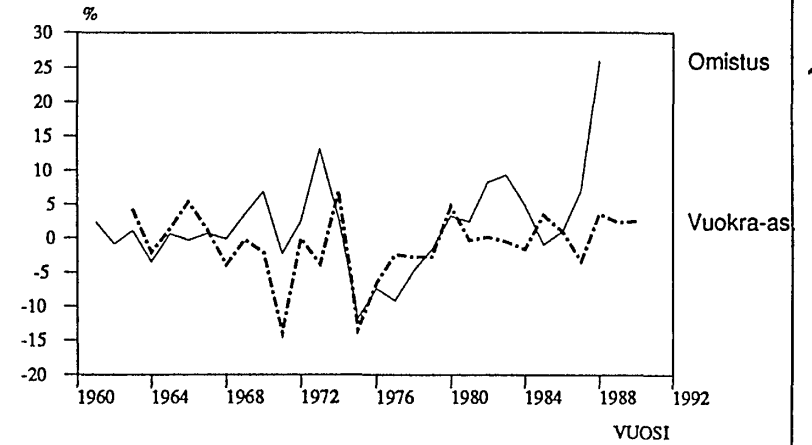
KS/Y = henkivakuutus- ja eläkesäästämisellä korjattu säästämisaste



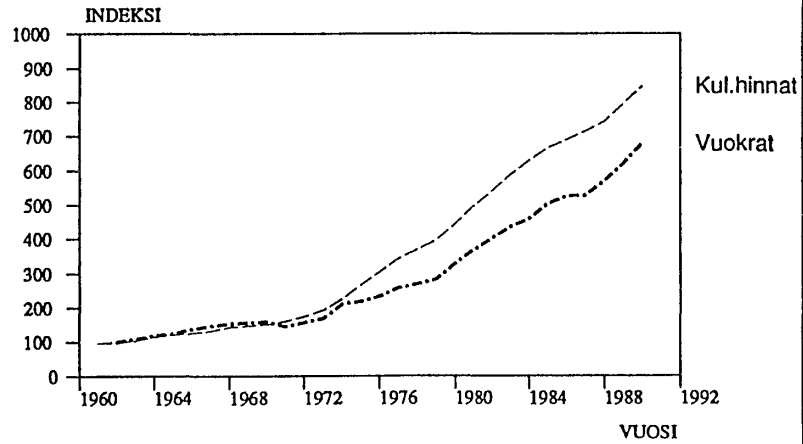
**VUOKRA-ASUNTOJEN TUOTTO JA INFLAATIO, 1962-1990**



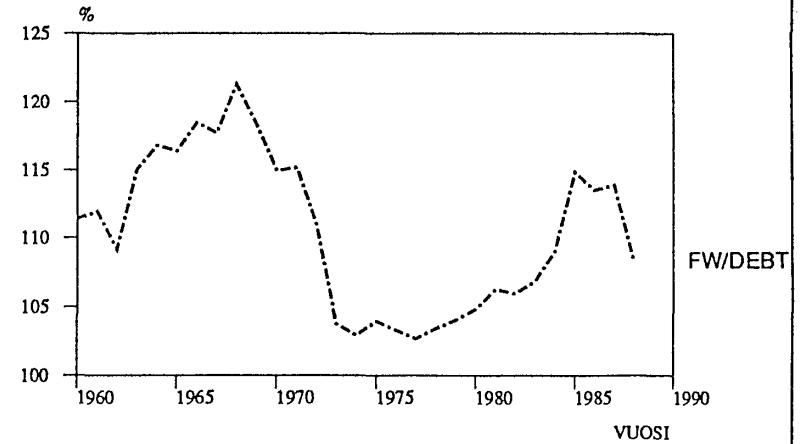
**OMISTUS- JA VUOKRA-ASUNTOJEN REAALINEN TUOTTO**



**VUOKRA- JA KULUTTAJAHINTAINDEKSIT, 1962=100**



**FINANSSIVARALLISUUDEN (PL.OSAKKEET) SUHDE VELKOKIIN**





### LIITE 3. KÄYTETYT TUOTTOINDEKSIT

#### RAHOITUS- JA REAALIVAROJEN TUOTTOINDEKSIT

| <b>Rahoitusvarallisuus:</b> | <b>Tuottosarja:</b>                                       |
|-----------------------------|---|
| 1. Käteinen raha            | 0 %   |
| 2. Käyttelytili             | Peruskorko - 4%<br>TAKO: S6000.M                          |
| 3. Aikatalletukset          |   |
| Verottomat                  | Peruskorko (S6000.M)                                      |
| Verolliset                  | 3 kk Helibor 85 →,<br>BOF4: RS.W Markkinakorko            |
| 4. Obligaatiot              |   |
| Verottomat                  | Valtion obligaatioiden korko<br>TAKO: S6230.Q             |
| Verolliset                  | Muiden obligaatioiden korko<br>TAKO: S6240.A              |
| 5. Osakkeet                 |   |
| Arvonnousu                  | Unitaksen Pörssiosakkeiden<br>yleisindeksi, TAKO: R8820.M |
| Osingot                     | Osakkeiden efektiivinen korko-<br>tuotto, TAKO: R8870.Q   |

| <b>Reaalivarallisuus:</b>   | <b>Tuottosarja:</b>              |
|---|----------------------------------|
| Asuntovarallisuus<br>vaihtoehdot  |                                  |
| 1) Asuntojen omistuksen<br>hintaindeksi   | TAKO: PK1V83.A/PK1Q83.A          |
| PK1V83.A = Asuntojen omistus, Bruttopääomakanta, Mmk<br>PK1Q83.A = Asuntojen omistus, Bruttopääomakanta, 85-Mmk |                                  |
| 2) Asuntojen hintaindeksi   | Parkkinen (1990),<br>TAKO: PA3.A |

jossa 1961 - 69 muodostettu asuntoinvestointien hintaindeksistä, sekä vuodet 1970 - 89 Tilastokeskuksen koko maan asuntojen hintaindeksistä (TAKO: PA3.A).

## OSINKOJEN VEROTUS SUOMESSA

Yritysten investointitoimintaa voidaan rahoittaa periaatteessa kolmella tavalla, joko yrityksen oman tulorahoituksen, vieraan velkarahoituksen tai pääomaa korottavien osakeantien avulla. Suomalainen verotuskäytäntö on tutkimusten mukaan selvästi suosinut velkarahoituksen käyttöä osakeanteihin ja pidätettyyn voittoon verrattuna (mm. Ylä-Liedenpohja, 1990). Vieraan pääoman käyttö rahoituksessa on siten ollut tulorahoitusta kannattavampaa. Tähän epäneutraalisuuteen on pyritty puuttumaan vuonna 1989 aloitetun verouudistuksen yhteydessä. Tehdyt veroratkaisut eivät kuitenkaan tähän mennessä ole parantaneet osakesijoitusten suhteellista asemaa rahoituskeinona. Tätä vääristymää on vielä lisännyt pörssiyrityöiden osakkeiden muita osakkeita ankarampi verokohtelu varallisuusverotuksessa, jolloin osakesäästäminen ei ole ollut houkuttelevaa. Osakeantien kautta hankittava rahoituspääoma on tehty kalliiksi yhtiöille ja vähemmän houkuttelevaksi sijoittajille.

Osakeannit olivat kuitenkin lyhyen aikaa - 1980-luvun loppupuolella -varteenotettava tapa hankkia yritykseen riskipääomaa investointien rahoittamiseksi. Osakeannit perustuvat investointien tuottamaan lisätuloon tulevaisuudessa, joten periaatteessa osakeannit järkevästi investoituina nostavat yrityksen tulevaa nykyarvoa ja näin mahdollistavat lainanoton. Osakesijoittaminen on kuitenkin erittäin riskipitoista toimintaa, joka tapahtuu yrityksen oman pääoman ehdoilla. Tämä on Suomessakin käynyt selväksi viimeisen parin vuoden aikana.

Osakkeen tuotto muodostuu periaatteessa arvonnoususta ja pääomatulokomponentista eli osingoista. Osakesijoittajille on maksettava osinkoa sijoitetusta pääomasta kilpailukykyisellä tuotolla, muutoin antien merkitys rahoituslähteenä ehtyy, ellei tuottoa saada osakkeiden arvonnousun avulla. Osuuksilla yhtiön arvosta (pääomasta) hankitaan äänivaltaisten osakkeiden muodossa myös päätäntävaltaa yrityksen asioihin. Ns. vapaiden ja sidottujen osakkeiden hinnat poikkeavat näin toisistaan. Yleisemmin pörssikauppa heijastelee paitsi kysynnän ja tarjonnan vaihteluja, yrityksen vanhan ja uuden pääoman välistä substituutiota ts. sitä millainen kuva markkinoilla on yrityksen odotetuista tulevista tuotoista.

Osakeanneilla tapahtuneen rahoituksen verotusta on pyritty rahoituksen neutraalisuuteen vedoten lieventämään paitsi muihin rahoitustapoihin nähden myös ns. kahdenkertaiseen verotukseen vedoten. Tällä on tarkoitettu sitä, että yritys maksaa ensin tuloveroa jaetusta voitosta, jonka jälkeen osingonsaaja maksaa tuloveroa saamastaan osingosta. Osinkojen kahdenkertaista verotusta voidaan lieventää joko osingonmaksajan (yhtiö) tai osingonsaajan (luonnollinen henkilö) verotuksessa enemmän tai vähemmän yhdenkertaiseksi. Tätä varten ko. verosubjektien verosäännöksiä on pitänyt integroida toisistaan ja vero-objektista riippuviksi. Käytännössä tämä on voinut tapahtua joko osingonjakajan (kaksikantajärjestelmä) tai osingonsaajan (yhtiöveron hyvitysjärjestelmä) verotuksessa.

Suomessa osakeyhtiöt olivat 1950-luvulla ja 1960-luvun alkupuolella täysin kaksinkertaisen verotuksen kohteena. Vuosina 1965 - 68 sovellettiin lievennettyä kaksikantajärjestelmää, jossa jaettuun tulokseen kohdistettiin normaaliprosentti alemmaa prosenttia (Tikka, 1990). Vuonna 1969 astui voimaan merkittävästi lievempi kaksikantajärjestelmä, joka johti efektiivisten veroasteiden alenemiseen ja veropohjan laajempaa rapautumiseen. Vuosina 1977 - 88 verovähennysprosentti oli 60 %, vuonna 1989 40 %. Arvioiden mukaan mm. vuonna 1985 osakeyhtiöiden efektiivinen veroaste oli 15.9 %, kun nimellinen veroaste oli po. 60 % (Tikka, 1990). Suomessa on viimeiset parikymmentä vuotta aina vuoteen 1990 asti sovellettu kaksikantajärjestelmää, jonka jälkeen on siirryttiin yhtiöveron hyvitysjärjestelmään.

Suomalaisessa kaksikantajärjestelmän erityispiirteenä on ollut se, että yrityksen maksamista jaetuista voitoista (osingot) ei ole efektiivisesti kannettu yhtä ankaraa veroa kuin jakamattomasta voitosta (pidätetty voitto). Järjestelmä ei ole myöskään ollut puhdas kaksikantajärjestelmä sikäli, että osinkojen verotusta on lievennetty verovapaussäännöksiin myös osingonsaajan (osinkovähennys) verotuksessa. Tämä kaksikantajärjestelmä on yhtiöverotuksessa pohjautui em. osinkovähennysjärjestelmään, jossa osakeyhtiö on saanut tehdä tietyn osuuden kokoisen vähennyksen veronalaisista osingoista. Verovapaista jaetuista osingoista tai koroista vähennystä ei ole saanut tehdä, sillä muutoin julkinen valta subventoisi ko. voittoa tavoittelevaa toimintaa. Voitonjako ei ole myöskään saanut ylittää viimeiseltä tilikaudelta vahvistettua voiton ja oman vapaan pääoman määrää. Osakeyhtiöiden välisessä osingonjaossa kahdenkertaisen verotuksen mahdollisuus on estetty ns. ketjuverotuksenkieltosäännöllä, jonka mukaan muilta kotimaisilta osakeyhtiöiltä, osuuskunnilta tai säästöpankeilta saadut osingot ja korot eivät ole veronalaista tuloa.

Efektiiviset veroasteet ovat yhtiöverotuksessa vaihdelleet kuitenkin huomattavasti yhtiöstä toiseen ja ovat olleet jopa negatiivisia (King, 1987). Pidätetyt voitot on voitu realisoida myyntivoittoverottomasti irtaimen omaisuuden kohdalla vaaditun viiden vuoden verollisen hallussapidon jälkeen. Erilaisten sijoittajien insentiivit ovat myös poikenneet toisistaan. Yleensä onkin niin, että suurosakkeenomistajat, joilla on korkeat rajaveroasteet suosivat voittojen pidättämistä yrityksiin, kun taas pienosakkaat ja verovapaat yhteisöt kannattavat tuloksen jakamista osinkoina. Osingonjako, samoin kuin osakeantipolitiikka sisältävät näin ollen potentiaalisen ristiriidan eri omistajaryhmien välillä (Ylä-Liedenpohja, 1990).

Vuoden 1990 alusta voimaan astunut avoimien osakkeiden -tyyppinen yritysveron hyvitysjärjestelmä on sittemmin korjannut tilannetta osakkeenomistajien ns. kaksinkertaisen verotuksen korjaamiseksi, ja vähentänyt osingonjaon kustannuksia omistaja-yrittäjille. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmässä yhtiötä pyritään verottamaan sekä jaetun että jakamattoman voiton osalta saman verokannan mukaan. Lievennys yhdenkertaiseksi toteutetaan osakkeenomistajan verotuksessa siten, että yhtiön jakamasta voitosta maksettu vero voidaan lukea ennakkoverona osingonsaajan hyväksi. Verovähennysjärjestelmässä hyvitys tulee vain niiden osaksi, jotka ovat osinkotuloistaan verovelvollisia. Edelleen yhtiön maksama vero jaetusta voitosta luetaan myös osingonsaajan tuloon, jotta verotus todella tapahtuisi osingonsaajan marginaaliveroprosentin mukaan. Osingonsaajan tuloihin lasketaan siis mukaan saadut osingot ja ennakkoveroiksi yhtiön maksama proportionaalinen osinkovero.

Se, kuinka paljon järjestelmässä lievennetään kahdenkertaista verotusta riippuu osingonsaajalle myönnettävän verovähennyksen suuruudesta. Jos osingonsaajan verotuksessa vähennetään jaettuun voittoon kohdistunut yhtiövero kokonaisuudessaan, verotus on täysin yhdenkertaista. Osingonsaajan rajaveroaste voi olla yhtiön osinkoveroprosenttia suurempi tai pienempi. Tämän perusteella osingonsaaja saa joko palautusta tai joutuu maksamaan lisäveroa saamistaan osingoista. Kun osingonsaajan rajaveroaste on alhaisempi kuin yhtiöveroaste, osingonsaaja saa hyvityksenä veroasteiden välisen erotuksen. Perheen sisällä osinkoja voi siirtää alhaisemman rajaveroasteen omaavalle ja siten säästää maksetuissa veroissa.

Vuoden 1991 verotuksessa korkein rajaveroaste osingosta osingonsaajalle voi olla noin 33.3 % kotimaisesta pörssi-yhtiöstä saadusta osingosta ja noin 60 % ulkomailta saadusta (ilmoitetusta) osingosta (Anderson 1991). Veroasteet nousevat parhaimmillaan yli kaksinkertaisiksi, jos ajatellaan osingonsaajan verotuksen vaikuttavan yhtiön osingonjakopolitiikkaan ja laskemalla yhtiöverot ja osingonsaajan rajaverot (omistaja-sijoittaja) yhteen.

Hyvitysjärjestelmässä yhtiön (pl. säätiöt ja yleishyödylliset yhteisöt) on periaatteessa aina maksettava veroa kaikesta jakamastaan voitosta. Yhtiön maksama osinkovero varmistetaan erikseen ns. täydennysverolla, joka on yhtiön tuloveron suuruinen. Yhtiölle määrätään täydennysvero, jos vertailuvero ylittää maksetun tuloveron vähimmäismäärän. Täydennysverotus suoritetaan valtion tuloverona ja se määräytyy tuloveron vähimmäismäärän ja vertailuveron sekä kumulatiivisen veroylijäämän erotuksena.

Suomessa siirtyminen osinkojen verotuksessa yhdenkertaiseen verotukseen on aiheuttanut osinkotulojen verotuksen kiristymistä osakeyhtiöille, joiden osingonjaon onkin havaittu alentuneen. Osaksi tämä johtuu myös taloudellisesta lamasta. Vaikka vuoden 1990 verotus ei olekaan vielä valmistunut, osakeyhtiöiden maksamat valtionverot ovat moninkertaistuneet. Kotitalouksien kohdalla piensijoittajat ovat menettäneet veronjälkeisiä osinkotulojaan, sillä hyvitysjärjestelmän alaiset osingot eivät enää oikeuta omaisuustulovähennykseen. Suursijoittajat, joilla on korkeat rajaveroasteet ovat sen sijaan selvästi voittaneet uudessa hyvitysjärjestelmässä. Erityyppisten sijoittajaryhmien takia, osingoille on hankalaa esittää mitään edustavan osakesijoittajan efektiivistä veroastetta. Taulukossa 13 on kuitenkin laskettu joitakin arvioita osinkojen veronjälkeisistä tuotoista eri rajaveroasteilla.

## LIITE 4. VARALLISUUSERIEN JA NIIDEN TUOTTOJEN VEROKOHTELU

Seuraavassa kootaan yhteen kuhunkin varallisuuserään ja sen tuottoon liittyvä verokohtelu. Tosiasiallisesti vuoteen 1986 saakka lähestulkoon kaikki varallisuuserät ja niiden tuotot ovat olleet verovapaita. Verotus on ilman muuta tätä aiemmin vaikuttanut mm. kiinteän ja irtaimen omaisuuden tuottoon verottomien hallussapitoaikojen kautta.

### Varallisuuserä

#### 1. Käteinen raha

Käteisen rahan nimellistuotto on oletettu nollassa, vaikka käteinen toki tuottaa likviditeetti-palveluja. Käteisen hallussapidon vaihtoehtoiskustannukset muodostuvat rahan arvon l. ostovoiman alenemisesta, jota mitattiin yleisellä kuluttajahintojen nousulla. Käteisen reaali-sen kustannus on siten suoraan inflaatiovauhti. Käteisen hallussapidon korvauksena julkinen valta kerää ns. inflaatiovero. Käteinen on julkisen vallan velkaa yleisölle, johon kohdistuu velan reaalisen arvon väheneminen inflaation takia.

Käteisen rahan määrä on ilmoitettava veroilmoituksessa, jossa se saattaa joutua varallisuusveron piiriin. Toisaalta kontrollivaikeuksien takia verovelvollisilla ei ole mitään insentiiviä ilmoittaa sitä verottajalle. Käteinen raha lieneekin määritelty veronalaiseksi varaksi säästämistä edistävän sekä eräitä rikollisuuden muotoja rankaisevan vaikutuksen takia.

#### 2. Käyttelytilit

Käyttelytilien osalta tilanne on samankaltainen kuin käteisellä rahalla. Pääomatulona talletustileiltä saatu tuotto on ollut verovapaita aina vuoteen 1991 asti kolmivuositain jatkettujen talletusten verohuojennuslakien perusteella. Vuonna 1991 voimaan astuva yksivuotinen verolaki säädetty 10 prosentin talletusten lähdevero muuttaa olennaisesti talletusten verotusta. Verovapaat käyttelytilit eivät lähdeveromenettelyn takia kuulu varallisuusverotuksen piiriin. Käyttelytilien suosio on jatkuvasti vähentynyt sekä likviditeettipalvelujen tärkeyden että vaihtoehtoiskustannusten nousun myötä 1980 -luvulla. Lähdeveron ansiosta pankkien arvioidaan joutuvan nostamaan ottolainaus korkojaan varainhankinnan ja verotuksesta maksettavan premion vuoksi. Lähdeveron kohtaanto jakautuu kuitenkin jossain määrin tallettajien ja pankkien kesken, joten ottolainauskorot eivät nouse koko veron määrällä. Tämä tulee riippumaan muiden vaihtoehtoisten säästämiskohteiden kilpailukykyisyydestä (korkojoustoista).

Käytännössä myös verollisten käyttelytilien tuotto on jäänyt lähes poikkeuksetta verottamatta omaisuustulovähennyksen vuoksi. Ruotsissa toteutetun verouudistuksen perusteella kaikkien pääomatulojen verokanta on 30 prosenttia vuoden 1991 alusta.

#### 3. Määräaikaistalletukset

Määräaikaistalletukset ovat hiljalleen siirtyneet verollisiksi. Määräaikaistalletuksille maksettu korkotuotto oli 1989 tai 1990 avattavilla tileillä Suomen Pankin peruskorko vähennettynä yhdellä prosenttiyksiköllä. Vuonna 1991 avattaville verottomille tileille voidaan maksaa maksimissaan peruskorko vähennettynä kahdella prosentilla. Verollisille tileille maksettu korkotuotto on normaaliin tapaan veronalaista pääomatuloa korkovähenn-

nyksen ylittävältä osaltaan. Verovähennyksen enimmäismäärät nähdään liitteestä 5. Seuraavassa kootaan yhteen kuhunkin varallisuuserään ja sen tuottoon liittyvä verokohtelu. Tosiasiallisesti vuoteen 1986 saakka lähestulkoon kaikki varallisuuserät ja niiden tuotot ovat olleet verovapaita. Verotus on ilman muuta tätä aiemmin vaikuttanut mm. kiinteän ja irtaimen omaisuuden tuottoon verottomien hallussapitoaikojen kautta.

#### 4. Osakkeet

Periaatteessa osakkeiden tuotto periodi eteenpäin muodostuu osinkojen ja arvonnousun summana

$$r_{st} = (\Delta p_t + d_t)/p_{t-1},$$

jossa  $r_s$  on osakkeen tuotto,  $p_t$  on osakkeen hinta hetkellä  $t$  ja  $d_t$  uusemissioilla sopeutettu osinko. Osakkeen pitkän aikavälin diskontattu tuotto-odotus nähdään toisaalta osakkeen hinnasta. Osakesijoitukset ovat tyypillisesti portfoliosijoituksia, jossa yksittäisellä osakelajilla on vain marginaalinen merkitys. Kuten olemme havainneet osakesijoitukset ovat ainoa todella riskipitoinen sijoituskohte Suomessa. Pääomahyödykkeiden hinnoittelumallin (CAPM) mukaan yksittäisen osakkeen odotettu tuotto muodostuu seuraavasti

$$E(r_s) = r_f + \beta_s [E(r_m) - r_f],$$

jossa regressiokerroin  $\beta_s = \text{Cov}(r_s, r_m)/\text{Var}(r_m)$ ,  $r_f$  on riskittömän sijoituskohteen tuotto ja  $E$  odotusarvo-operaattori. Jälkimmäinen termi osoittaa riskipreemion, joka riskipitoiselle sijoitukselle on maksettava, jotta sijoittajat suostuisivat pitämään niitä hallussaan verrattuna riskittömään sijoitukseen. Markkinoiden ollessa tasapainossa kuitenkin eri sijoituskohteiden veronjälkeiset riskisopeutetut tuotot yhtäläistyvät. Voimme siis yhtä hyvin merkitä sijoituskohteen tuottoa ns. vaihtoehtoisen sijoituskohteen tuoton  $r_A$  avulla. Osakemarkkinoilla, toisin kuin asuntomarkkinoilla, transaktiokustannukset (mm. leimaverot lainasta ja asuntokaupasta, välittäjän palkkiot) ovat pienemmät, jolloin markkinoiden sopeutuminen on nopeaa.

Verotettava tulo on  $r_A(1-\mu)P = r_A(P-L)$ , kun lainakorot ovat täysin vähennyskelpoisia, joten veronjälkeinen tuotto on muotoa

$$(1 - t_i)r_A (P-L),$$

jossa  $r_A$  on vaihtoehtoinen korkotuotto,  $\mu$  velkarahoituksen osuus ( $L/P$ ),  $P$  on sijoituskohteen hinta,  $L$  = velkarahoituksen määrä sekä  $t_i$  veronmaksajan marginaaliveroaste.

#### 5. Omistusasunnon verokohtelu

Seuraavaksi selvitetään omistusasunnon tuottoon vaikuttavaa verotusta asuntotulon, korkojen vähennysetuuden sekä varallisuusverotuksen osalta. Varallisuuseristä nimenomaan asunnon verotuskohtelu on kaikkein hankalimmin käsiteltävissä, koska se muodostuu monesta erityisestä yksittäisratkaisusta. Tuoton arviointi ei myöskään ole yksiselitteistä, edes teoreettisesti (vrt. Söderström (1988), Takala (1989)).

Emme tässä erikseen pyri arvioimaan vuokrasäännöstelyn, asuntojen reaalisien arvonnousun kautta saatua etua tai aliarvostusta perintö- ja lahjaverotuksessa. Käsitteellisesti voidaan erikseen puhua asumisen todellisista käyttökustannuksista, jos otetaan huomioon asumisen sosiaalinen tuki sekä vaikkapa asuntojen vaihdon kautta saatu myyntivoittokertymä.

Tutkimme seuraavassa tilannetta, jossa asuntovarallisuus pidetään pysyvästi hallussa, joten emme myöskään ota kantaa transaktiokustannuksiin (leimaverot, välittäjän palkkiot), muuttokustannuksiin tai muihin asunnonvaihtoon liittyviin kustannuksiin.

## OMISTUSASUNNON ASUNTOTULON LASKEMINEN

Sijoitukset omistusasuntoihin perustuvat odotettuun tuottoon, joten ne eivät välttämättä vastaa toteutuneita tuottoja. Tuottokomponenteista asuntojen arvonnousu riippuu paitsi yleisestä inflaatiosta, myös suhteellisten hintojen muutoksista, joka riippuu mm. asuntojen kysyntä- ja tarjontatilanteesta. Pitkällä aikavälillä sijoitukset asuntovarallisuuteen tehdään pääasiassa asunnon tarjoaman hyötytuoton eli pääomatulokomponentin perusteella. Hyötytuotto koituu asunnon käyttäjän hyväksi, joten vuokralainen maksaa tästä korvauksen vuokran yhteydessä. Omistusasujalle tuotto realisoituu laskennallisen asuntotulon verottomuuden takia asumiskustannusten säästönä.

Pitkällä aikavälillä asunto ei juurikaan tuota reaalista spekulatiivista myyntivoittoa. Se, että asuntojen hintaindeksi viimeisen sadan vuoden aikana selvästi ylittää yleisen kuluttajahintaindeksin johtuu luultavammin siitä, että asunto ei ole pysynyt homogeenisena hyödykkeenä (ks. Parkkinen, 1990 s. 75). Saattaa myös olla, että tuottavuuden kasvu rakennustoiminnassa sen työvoimavaltaisuuden takia, ei ole ollut yhtä nopeaa kuin muussa tuotannossa. Omistusasunnon arvonnousu on realisoitavissa myyntivoittoverottomasti kahden vuoden vakituisen asumisen jälkeen. Tällä säädöksellä on haluttu helpottaa asuntojen vaihtoja. Asuntovarallisuutta voidaan kylläkin käyttää inflaatorisilta suojautumiseen, kuten muitakin sijoituksia reaaliseseen omaisuuteen. Kuten pörssiosakkeiden kohdalla asunnon tuotto muodostuu pääasiassa arvonnoususta ja pääomatulosta. Jos sijoitustuottoaspektia laajennetaan vielä asunnon oston rahoitukseen, voidaan asuntoluoton korkovähennysetuus laskea tuottoon mukaan. Reaalisisena asuntovarallisuus on altista kulumiselle, joten asuntopääoman tekninen arvonaleneminen on vähennettävä kokonaistuotosta.

Seuraavassa johdamme omistusasunnon käyttökustannuksen edustavan kuluttajan kahden periodin mallissa, jossa kotitalous saa hyötyä ei-kestävien tavaroiden kulutuksesta, asuntopalveluvirran hallussapitämästään asuntovarallisuudesta sekä lahjoittamastaan perinnöstä esim. jälkeläisilleen. Malli on olennaisilta osiltaan identtinen Ingbergin (1987) esittämän mallin kanssa.

Kotitalous työskentelee ensimmäisen periodin ja on eläkkeellä toisen periodin aikana. Kotitalous saa itse perintönä eksogeenisesti ei-negatiivisen määrän rahoitusvarallisuutta toisen periodin alussa, jota vastaan hän tosin voi tehdä asuntoinvestointisijoituksia jo ensimmäisen periodin aikana annetulla korolla. Kotitalouden tulot muodostuvat ensimmäisen periodin työtuloista ja toisen periodin (verottomista) eläkkeistä sekä rahoitussäästämisestä saaduista pääomatuloista.

Mallissa pääomamarkkinat ovat täydelliset siten, että luotonottoa tai luotonantoa rajoittaa vain sitova elinkaarivarallisuus. Edelleen otto- ja antolainauskorko ovat yhtä suuret molemmilla periodeilla, joten mallissa ei erikseen identifioida kotitaloutta periodeittain nettosäästäjäksi tai -luotonottajaksi. Asuntopalvelujen kulutusta voidaan kasvattaa investoimalla asuntovarallisuuteen. Asuntovarallisuus kuuluu vakioisella reaalisella kulumisvauhdilla. Kotitalous ei kuitenkaan saa tai voi jättää asuntovarallisuutta sellaisenaan perintönä. Tarkasteltua mallia voidaan ajatella yhden sukupolven siivuna useamman sukupolven mallista, jossa perintö jätetään rahoitusvarallisuudeksi realisoituna, kun kotitalous kuolee

toisen periodin lopussa, samanaikaisesti jälkeläiset siirtyvät eläkkeelle. Perintö muodostuu kuitenkin mielivaltaisessa suhteessa rahoitus- ja reaalisesta asuntovarallisuudesta. Perinnönjätto on lisätty elinkaarimalliin täydellisyysvuoksi, vaikka se ei suoranaisesti vaikuta omistusasumisen käyttökustannuksiin.

Malli mahdollistaa asuntojen poikkeavan hintakehityksen yksityisen kulutuksen hintadeflaattorista (inflaatiosta). Esitys perustuu kuitenkin täysin rahassamitattavaan budjettirajoitukseen, jossa sallitaan omistusasunnon asuntotulon osittainen ja täydellinen verollisuus/verottamattomuus. Yli elinkaaren saatavat tulot, varat ja tulonkäyttö deflaoidaan alkuhetkeen veronjälkeisellä reaalisella tuotolla, jolloin kotitalous tekee päätökset molempien periodien kulutuksesta ja asunoinvestoinneista sekä jättämästään perinnöstä.

Kotitalouksien maksimoitava hyvinvointifunktio on additiivisesti separoituva ja seuraavaa muotoa

$$U = u_1(c_1, h_1) + u_2(c_2, h_2, b),$$

jossa  $c$  viittaa kulutukseen,  $h$  asuntokantaan ja  $b$  jätettyyn perintöön. Kotitalous elää taloudessa kaksi periodia (1,2), joista ensimmäinen työskennellään ja toinen ollaan eläkkeellä. Eläketulo oletetaan verottomaksi.

Asuntovarallisuutta säätelevä liikeyhtälö on tavanomaista muotoa, jossa uusi asuntokanta on kulumisen jälkeisen vanhan asuntokannan ja bruttoinvestointien summa  $h_t = (1-\delta)h_{t-1} + I_t$ , joten kahden periodin tapauksessa

$$\begin{aligned} h_1 &= I_1 \\ h_2 &= I_2 + (1-\delta)h_1 = I_2 + (1-\delta)I_1, \end{aligned}$$

jossa  $\delta$  on kuluminen ja  $I$  asunoinvestoinnit. Ensimmäisen periodin asuntovaranto muodostuu ensimmäisen periodin asunoinvestoinnista. Kotitalouksien budjettirajoitukset eri periodeille ovat

1. periodi

$$P_1 c_1 + P_{h_1} h_1 + s_1 = (1-t)y_1 - \text{tap}_{h_1} h_1,$$

jossa viimeinen termi edustaa tuloista maksettavaa verotettavaa asuntotuloa omistusasunnosta

2. periodi

$$P_2 c_2 + P_{h_2} h_2 + s_2 = [1 + (1-t)r]s_1 + (1-t_w)w_1 - \text{tap}_{h_2} h_2 + y_2,$$

jossa  $s$  viittaa säästämiseen,  $p$  on kulutuksen hinta,  $p_h$  on asunnon hinta,  $a$  verotettu osuus asuntotulosta,  $t$  kotitalouden veroaste,  $t_w$  varallisuusveroaste,  $r$  korkotuotto,  $y_1$  työtulo ja  $y_2$  eläketulo sekä  $w_1$  saatu perintö periodin 1 lopussa.

Tarkasteluja täydennetään vielä sallimalla ei-kestävän kulutuksen hinnanmuutoksen (inflaation) poikkeaminen asuntojen hintojen muutoksesta ts. suhteellisten hintojen ei tarvitse pysyä vakioina ja asuntojen omistukseen liittyy pääomavoittojen tai -tappioiden



mahdollisuus. Hhinnoista tehdään seuraavat oletukset

$$p_1 = 1, p_2 = 1 + \pi,$$

$$P_{h1} = P_{h2} P_{h3} = (1+\alpha)P_h, P_{h3} = (1+\alpha)^2 P_h,$$

jossa  $\pi$  on kuluttajahintojen ja  $\alpha$  on asuntojen hintojen nousuvauhti 2. periodilla.

Yhdistämällä yo. oletukset päädytään yli elinkaaren seuraavaan budjettirajoitukseen

$$c_1 + P_h I_1 + [(1+\pi)c_2 + (1+\alpha)p_h I_2]/(1+\theta) + (1+\alpha)^2 p_h \sigma / (1+\theta)^2 =$$

$$(1-t)y_1 - t a p_h I_1 + [1-t_w]w_1 + y_2 - t a (1+\alpha)p_h [(1-\delta)I_1 + I_2]/(1+\theta),$$

jossa  $(1+\theta) = 1+(1-t)r+\pi$ .

Näillä oletuksilla voimme muodostaa Lagrangen funktion optimointiongelmalle, jossa kotitalous valitsee kulutuksen, asuntoinvestoinnit ja jättämänsä perinnön,

$$\text{Max } L = u_1(c_1, I_1) + u_2[c_2, (1-\delta)I_1 + I_2, \sigma_2 + (1-\delta)^2 I_1 + (1-\delta)I_2]$$

$$c_1, c_2, I_1, I_2, \sigma_2$$

rajoituksenaan yo. budjettirajoitus. Edellä  $\sigma_2$  on toisen periodin lopussa jäljelle jäävä rahamuodossa oleva perintö ts.

$$\sigma_2 = [((1+(1-t)r)s_2)/(1-\alpha)^2 p_h].$$

Toisen osan jätetystä perinnöstä muodostaa kulumisen jälkeinen asuntovarallisuus toisen periodin lopussa.

Ensimmäisen kertaluvun (välttämättömät) ehdot kuluttajan optimivalinnoille kulutuksen, asuntoinvestointien ja perintöjen osalta ovat seuraavat

$$\partial L / \partial u_{c_1} = u'_{1,c_1} + \lambda = 0$$

$$\partial L / \partial u_{c_2} = u'_{2,c_2} + \lambda / (1+\theta) = 0$$

$$\partial L / \partial I_1 = u'_{1,I_1} + (1-\delta)(u'_{2,I_1} + (1-\delta) u'_{2,I_1}) = 0$$

$$\partial L / \partial I_2 = [1+(1-\delta)] u_{2,I_2} + [(1+ta)(1+\alpha)p_h \lambda] / (1+\theta) = 0,$$

jossa  $\lambda$  on Lagrangen kerroin.

Näistä ehdoista voidaan laskea rajasubstituutiosuhteet mm. asuntoinvestointien ja kulutuksen suhteelle. Asuntoinvestointien vaihtoehtoiskäyttö on kulutus. Asuntopääoman käyttökustannukseksi saadaan siten

$$\text{MRS}(h_1, c_1) = c_h \approx p_h [ta + (1-t)r + t\pi + \delta - \alpha], \text{ jossa}$$

- $ta$  = verotettu asuntotulo  
 $(1-t)r$  = veronjälkeinen vaihtoehtoinen sijoitustuotto  
 $t\pi$  = verotuksesta aiheutuva inflaatiotappio  
 $\delta$  = asuntopääoman reaalin kuluminen  
 $\alpha$  = asunnon hinnannousu,

joka on suhteellisen yksinkertaisesti tulkittavissa.

Lauseke on identtinen tavanomaisen käyttökustannuksen kanssa, kun rajaveroaste asetetaan nollassi ( $t = 0$ ), ja oletetaan asuntojen hintojen nousu yhtäläiseksi inflaation kanssa ( $\alpha = \pi$ ), jolloin

$$c_h \approx r + \delta - \pi. *)$$

Laskelmassa voidaan erikseen ottaa huomioon asuntoinvestoinnin rahoituksessa saatu veroetuus asuntoluoton korkovähennyksestä ts. tilanne, jossa anto- ja ottolainauskorko eroavat toisistaan (ks. Salo (1990, s. 134).

Omistusasunnon käyttökustannuksen voidaan ajatella koostuvan seuraavista komponenteista

- 1) nettopääomalle arvioitu odotettu veronjälkeinen vaihtoehtoisuus (+)
- 2) asuntoluoton tosiasiallinen kustannus (+)
- 3) asuntopääoman kuluminen (+)
- 4) asunnon reaalin arvonnousu (-)

---

\*) Eri asumismuotojen käyttökustannusten erilaisista laskentatavoista on esitetty yhteenveto artikkelissa Van Order ja Villani (1982). Suomalaisia laskelmia asuntopääoman käyttökustannuksista on esittänyt mm. Salo (1990).

Yo. lausekkeesta nähdään asuntotulon neutraalin verotuksen vaikutus käyttökustannukseen, joka saadaan olettamalla verotettava asuntotulo yhtäsuureksi vaihtoehtoisen sijoituskoron kanssa ( $a = r$ ). Edelleen lausekkeesta nähdään se, että asuntojen inflaatiota nopeampi hinnannousu ( $\alpha > \pi$ ) tuottaa asuntoinvestoinnille ylimääräistä tuottoa, joka pienentää asuntopääoman käyttökustannusta. Pääomatulojen neutraalisuutta koskien yo. yhtälöstä nähdään myös, että erillistä myyntivoittojen verotusta ei tarvita eri sijoituskohteiden verotuksellisen neutraalisuuden aikaansaamiseen (ks. lähemmin Ingberg, 1987). Toisaalta on mahdollista muilla tavoin koordinoita pääomatulojen ja myyntivoiton verotus sellaiseksi, että se toteuttaa em. neutraalisuuden.

Käyttökustannusten kautta laskettu lauseke sisältää samat termit kuin käyttämämme asuntopääoman tuottolauseke lukuunottamatta asuntoluoton reaalisia kustannuksia vähentävää asuntolainan koron vähennysoikeutta. Tämän laskeminen asuntopääoman tuottoon on mahdollista, jos sijoituksen rahoitus päätös lasketaan mukaan tuottoon.

Käyttökustannusten lausekkeessa on mahdollista olettaa asuntotulon verotettava tulo nollassi ( $a = 0$ ) sekä myyntivoitto verottomaksi, kuten olemme tehneet omistusasunnon tuottolaskemassa. Tämä on pitkälti myös suomalaista verotuskäytäntöä vastaava oletamus.

Omistusasunnon tuottaman kokonaistulo on laskelmissamme arvioitu seuraavien tuotokomponenttien additiivisena summana;

1) omistusasunnon hyötytuotto (+), jota approksimoitiin joko vuokratulon tai keskuspankin peruskoron avulla. Eräs vaihtoehtoinen tuotokorko on myös valtion verottomien obligaatioiden korko, jota mm. Salo (1990) on käyttänyt laskelmissaan.

2) asuntopääoman reaalin kuluminen (-), joka johtuu asunnon teknisestä kulumista. Kuluminen aiheuttaa asunnosta saatavan hyötyvirran arvon pienenemisen.

3) asuntoluoton velkarahoituksen osuudella painotettu korkovähennysetuus (+)

4) asuntopääoman arvonnousu (+), joka jää tuottona asunnon omistajalle. Asuntopääoman mahdollinen arvonnousu voidaan realisoida myyntivoiton kautta.

5) Periaatteessa asunnon tuottoon vaikuttaa myös asunnon myyntivoiton verotus sekä asunnosta laskettava kiinteistö- tai varallisuusvero. Nämä jätettiin kuitenkin ottamatta huomioon laskelmista niiden vähäisen empiirisen merkityksen takia.

Tarkastelemme asunnon kokonaistulon operationaalista laskemista lähemmin seuraavassa.

### **Omistusasunnon asuntotulon verotus ja korkovähennyksen veroetus**

Teoreettisesti ei ole aivan yksioikoista miten asunnon veronjälkeinen tuotto tulisi laskea. Erilaisia ratkaisuja on esitetty mm. sen suhteen pitääkö lainanotto hyväksyä välttämättömäksi menoksi asuntotulon hankkimisessa tai mikä olisi relevantti vaihtoehtoinen tuotto nettoasuntopääomalle (ks. Söderström, 1988). Asuntovarallisuuden pääasiallinen tuotto syntyy asunnon tuottamasta hyötyvirrasta eli pääomatulosta sekä arvonnoususta vähennettynä kulumisella. Tehokkailla markkinoilla tämä vastaa asunnon bruttovuokran ja pääoman ylläpitokustannusten erotusta. Edellä tarkastellut asuntojen hintaindeksit osoittivat, että asuntojen hinnat kehittyvät pitkällä aikavälillä likimain samaa vauhtia inflaation kanssa. Asuntovarallisuuden kuluminen on ollut suuruusluokkaa 2 - 3 % vuodessa, joten hankaluudet asuntojen tuoton osalta liittyvät nimenomaan asuntotulon arviointiin.

Eräänä viitetilanteena voidaan käyttää tapausta, jossa asuntotuloa ei veroteta, mutta myöskään asuntoluoton korko ei ole vähennyskelpoinen. Tällöin asunnon veroton tuotto on  $r_A(P - L) = r_A(1-\mu)P$ , jossa  $r_A$  = vaihtoehtoisen sijoituskohteen tuotto esim. peruskorko tai verottoman valtion obligaation tuotto,  $P$  = asunnon hinta,  $L$  = asuntoluotto ja  $\mu$  = velkarahoituksen osuus asunnon hinnasta ( $L/P$ ).

Asunnon markkinahinta ( $P$ ) edustaa asunnon tarjoamien asuntopalvelusten diskonttua nettoarvoa, joka edelleen vastaa asunnon bruttovuokran ja asunnon pääoma-arvon säilyttävän ylläpitokustannusten välistä erotusta. Kun asuntomarkkinoilla hinnanmuodostus on vapaata, asuntojen omistukselle annettu tuki menee joustamattoman tarjonnan tapauksessa suoraan asuntojen hintoihin. Tämän vuoksi omistusasunnoille annettu tuki vain nostaa asuntojen ostajien maksuhalukkuutta (Söderström, 1988 s. 54). Pitkän aikavälin tarjontajousto kertoo sen, mikä osuus tuesta jää pysyväksi hinnannousuksi.

Verotettu tulo omistusasunnoille on

$$(b - r_L \mu)P = bP - r_L L,$$

jossa  $b$  on verotettu asuntotulo ja  $r_L$  asuntolainan korko.

Vakituiselle asunnolle laskettu veronjälkeinen nettotuotto on

$$r_H = r_A + (r_L - r_A)\mu + t_i(b - r_L \mu) + (\Delta P - ccrh) - t_w,$$

jossa  $t_i$  = yksilön  $i$  rajaveroaste,  $\Delta P$  asunnon arvonnousu ja  $ccrh$  asunnon kuluminen ja  $t_w$  on efektiivinen varallisuusveroaste.

Laskelmassa rajaveroasteeksi ( $t_i$ ) on oletettu BOF4:n keskimääräisen rajaveroasteen estimaatti (MTAX), asuntopääoman kuluminen saatu BOF4 sarjasta CCRH.W, lainakorkona käytettiin pankkien keskimääräinen antolainauskorkoa (RLB.W), vaihtoehtoisena korkona Suomen Pankin peruskorkoa (S6000.A) tai vuokraindeksiä. Asuntojen hinnannousu saatiin sarjasta PA3.A (ennen vuotta 1970 käytettiin asuntoinvestointien hintaindeksiä).

Lausekkeen ensimmäinen termi kertoo asuntopääoman vaihtoehtoisen tuoton, toinen termi veroetuuden lainapääomasta, kolmas asuntotulon verotuksen ja verotuksessa vähentämättömän osan lainakorosta. Neljäs termi kertoo asuntopääoman arvonnousun miinus kulumisen. Viimeinen termi kertoo tosiasiallisen varallisuusveroprosentin, joka tosin käytännössä on nollan suuruinen tavanomaisille asunnoille. Laskelmissa ei erikseen oteta huomioon myyntivoittoverotusta, vaan laskelma perustuu jatkuvaan hallussapitoon. Samaten asuntopääoman omistus oletetaan riskittömäksi, vaikka sen tuotto vaihtelee mm. arvonnoususta johtuen. Edellä on todettu asuntovarallisuuden säilyttävän pitkällä aikavälillä reaalisien arvonsa. Asuntopääoman hinnannousun arviointia hankaloittaa käytännössä vielä se, että asunnot hyödykkeinä eivät ole homogeenisia mm. teknisen kehityksen, varustetason yms. takia. Tämän vuoksi asuntovarallisuuden reaalihintaindeksi on ollut jatkuvasti kasvava.

Asunnon varallisuusverotus

$T_w = t_w [b_w P_{wh} - \text{vak. asunnon verotusarvon alennus}]$ , jos  $NW >$  Nettovarallisuusveron alaraja

$T_w = 0$ , jos  $NW <$  nettovarallisuusveron alaraja, jossa

$t_w$  = varallisuusveroluokan rajaveroaste

$b_w$  = varallisuusverotettu osuus asunnon verotusarvosta (60 %)

$NW$  = verotettava nettovarallisuus (veronalaiset varat - velat)

$P_{wh}$  = asunnon (netto)verotusarvo, mk

Esim. Varallisuusverotus vuonna 1989

$T_w = 0.009$  (0.60 \* asunnon verotusarvo - 125 000 mk),  $NW >$  1 000 000 mk

$T_w = 0$ ,  $NW <$  1 000 000 mk

LIITE 5. VEROTUSSÄÄNNÖKSET

KORKOVÄHENNYKSET

|      | ASUNTOLAINAT         |                  | OMAIUUSTULOT         |        |         |               |
|------|----------------------|------------------|----------------------|--------|---------|---------------|
| 1960 | Enimmäismäärä,<br>mk | Omavastuu,<br>mk | Enimmäismäärä,<br>mk |        |         |               |
| -    | Rajoitukseton        |                  | 1969                 | 400    |         |               |
| 1975 | 15 000               | -                | -                    |        |         |               |
| 1976 | 15 000               | -                | 500                  |        |         |               |
| 1977 | 15 000               | -                | 500                  |        |         |               |
| 1978 | 15 000               | -                | 1 000                |        |         |               |
| 1979 | 15 000               | -                | 1 500                |        |         |               |
| 1980 | 25 000               | -                | 1 500                |        |         |               |
| 1981 | 25 000               | -                | 1 700                | **)    |         |               |
| 1982 | 25 000               | -                | 2 500                |        |         |               |
| 1983 | 25 000               | -                | 2 750                |        |         |               |
| 1984 | 25 000               | 400              | 2 900                |        |         |               |
| 1985 | 25 000               | 600              | 3 000 korko,         | ja     | osinko, | 6 000 vuokra  |
| 1986 | 25 000               | 600              | 3 800 korko,         | ja     | osinko, | 6 000 vuokra  |
| 1987 | 25 000               | 600              | 3 800 korko,         | 5 200  | osinko, | 7 200 vuokra  |
| 1988 | 25 000               | 600              | 3 800 korko,         | 5 200  | osinko, | 7 200 vuokra  |
| 1989 | 25 000 *)            | 900 + 10%        | 10 000 korko,        | 10 000 | osinko, | 10 000 vuokra |
| 1990 | 25 500               | 1 100 + 15%      | 20 000 korko,        | 0      | osinko, | 20 000 vuokra |
| 1991 | 27 500               | 1 100 + 20%      | 20 000 korko,        | 0      | osinko, | 20 000 vuokra |

\*) Vuodesta 1984 asuntolainojen korkovähennysoikeus on ollut yhteinen muiden korkojen vähennysoikeuden kanssa. Vuodesta 1989 lähtien korkovähennyksen enimmäismäärää on säädelty perhetyypistä riippuvaksi, taulukon luvut on esitetty tapaukselle aviopari ja yksi lapsi. Asuntolainan koron vähennysoikeutta on erikseen supistettu yksinäisten ja lapsettomien avioparien osalta. Yksinäinen henkilön vähennysoikeus on 1990 20 000 markkaa. Vuodesta 1974 kiinnitettyjen korkojen vähennyskelpoisuus on koskenut vain valtionverotusta.

\*\*) Omaisuustulovähennys luonnollisille henkilöille tai kuolinpesälle koskee kotimaiselta osakeyhtiöltä tai osuuskunnalta saatua osinkoa ja osuuspääomankorkoa tai pankilta saatua veronalaista korkoa sekä asunnon vuokratuloa. Vähennyksen tarkoituksena on ollut keventää osinkotulojen ja osuuspääoman korkojen verotusta ja edistää pienosakesäästämistä. Vuodesta 1981 vähennysoikeus laajennettiin koskemaan vuokratuloja (ei koske vapaa-ajan asunnosta saatua vuokratuloa).

## VARALLISUUSVEROTUKSEN VEROSÄÄNNÖKSET

Vaikka varallisuusverotus on progressiivista ja perustuu veronalaisiksi varoiksi määriteltyjen verotusarvoihin tärkein varallisuusverotukseen vaikuttava tekijä aliarvostettujen varallisuusarvojen ohella on varallisuusverotuksen alaraja. Progressio on varallisuusverotuksessa jokseenkin lievää, eikä varallisuusverotuksessa pyritä aidosti varallisuusjakauman tasoittamiseen tai edes tehokkaaseen varallisuustuottojen tasoittamiseen. Varallisuusveron fiskaalinen merkitys on ollut vähäinen, josta syystä sitä on ehdotettu poistettavaksi. Vuonna 1988 varallisuusverotuksen tuotto oli 194 Mmk, joka 0.12 % kaikista veroista, 0.55 % tulon ja varallisuuden perusteella kerättävistä veroista. Kansainvälisestäikin varallisuusvero on tuloverotuksen täydentäjänä suhteellisen harvinainen.

Ohessa luettelemme varallisuusverotuksessa käytetyt verotettavan varallisuuden alarajat.

|      | Varallisuusverotuksen     |                          | ylimmän luokan<br>alaraja, mk | Ylin vero-<br>prosentti |
|------|---------------------------|--------------------------|-------------------------------|-------------------------|
|      | nimellinen<br>alaraja, mk | reaalinen<br>alaraja, mk |                               |                         |
| 1976 | 50 000                    | 109 075                  | 500 000                       | 4                       |
| 1977 | 58 000                    | 112 316                  | 580 000                       | 3                       |
| 1978 | 100 000                   | 179 630                  | 650 000                       | 2.6                     |
| 1979 | 108 000                   | 180 542                  | 700 000                       | 2.0                     |
| 1980 | 180 000                   | 269 623                  | 750 000                       | 1.7                     |
| 1981 | 200 000                   | 267 523                  | 832 000                       | 1.7                     |
| 1982 | 224 000                   | 273 438                  | 932 000                       | 1.7                     |
| 1983 | 244 000                   | 274 837                  | 1 016 000                     | 1.7                     |
| 1984 | 259 000                   | 272 488                  | 1 077 000                     | 1.7                     |
| 1985 | 275 000                   | 275 028                  | 1 130 000                     | 1.7                     |
| 1986 | 800 000                   | 777 227                  | 3 000 000                     | 1.7                     |
| 1987 | 830 000                   | 774 543                  | 3 110 000                     | 1.7                     |
| 1988 | 845 000                   | 750 377                  | 3 170 000                     | 1.7                     |
| 1989 | 000 000                   | 833 125                  | 1 000 000                     | 0.9                     |
| 1990 | 060 000                   | 831 373                  | 1 060 000                     | 0.9                     |
| 1991 | 100 000                   | 820 896                  | 1 100 000                     | 0.9                     |

Lähde: Valtiovarainministeriö, Vero-osasto, tutkimustoimisto

Reaalinen verotettavan varallisuuden alaraja laskettu deflatoimalla hinta kuluttajahintaindeksillä, 1985 = 100.

## ASUMISEN JA ASUNTOVARALLISUUDEN VEROKOHTELU

|      | Pääomatulojen verotus               |  |   | Varallisuusverotus               |   |
|------|-------------------------------------|--|---|----------------------------------|---|
|      | Korkoväh.<br>enimmäis-<br>määrä, mk | Vak. asunnon<br>asuntotulon<br>alaraja, mk | Vapaa-ajan<br>asunnon<br>asuntotulon<br>alaraja, mk | As.var.<br>alennus-<br>prosentti | Vak. asunnon<br>verotusarvon<br>alennus |
| 1976 | 15 000                              | 150 000                                    | 50 000  | 40                               | 100 000                                 |
| 1977 | 15 000                              | 150 000                                    | 50 000  | 40                               | 100 000                                 |
| 1978 | 15 000                              | 150 000                                    | 50 000  | 40                               | 100 000                                 |
| 1979 | 15 000                              | 150 000                                    | 50 000  | 40                               | 100 000                                 |
| 1980 | 25 000                              | 170 000                                    | 50 000  | 40                               | 100 000                                 |
| 1981 | 25 000                              | 190 000                                    | 50 000  | 40                               | 112 500                                 |
| 1982 | 25 000                              | 190 000                                    | 50 000  | 40                               | 112 500                                 |
| 1983 | 25 000                              | 190 000                                    | 50 000  | 40                               | 112 500                                 |
| 1984 | 25 000                              | 200 000                                    | 50 000  | 40                               | 120 000                                 |
| 1985 | 25 000                              | 215 000                                    | 50 000  | 40                               | 125 000                                 |
| 1986 | 25 000                              | 300 000                                    | 60 000  | 40                               | 125 000                                 |
| 1987 | 25 000                              | 300 000                                    | 60 000  | 40                               | 125 000                                 |
| 1988 | 25 000                              | 370 000                                    | 60 000  | 40                               | 125 000                                 |
| 1989 | 25 000 *)                           | 370 000                                    | 60 000  | 40                               | 125 000                                 |
| 1990 | 25 500                              | 370 000                                    | 60 000  | 40                               | 125 000                                 |
| 1991 | 27 500                              | 440 000 **)                                | 90 000  | 40                               | 125 000                                 |

Lähde: Valtiovarainministeriö, Vero-osasto, tutkimustoimisto

\*) Vuodesta 1984 asuntolainojen korkovähennysoikeus on ollut yhteinen muiden korkojen vähennysoikeuden kanssa. Vuodesta 1989 lähtien korkovähennyksen enimmäismäärää on säädelty perhetyypistä riippuvaksi, taulukon luvut on esitetty tapaukselle aviopari ja yksi lapsi. Asuntolainan koron vähennysoikeutta on erikseen supistettu yksinäisten ja lapsettomien avioparien osalta. Yksinäinen henkilön vähennysoikeus on 1990 20 000 markkaa. Vuodesta 1974 kiinnitettyjen korkojen vähennyskelpoisuus on koskenut vain valtionverotusta.

\*\*\*) Omistusasunnon laskennallinen asuntotulo lasketaan 3 prosentin (vaihtoehtoisen sijoituskohteen) reaalisen tuoton perusteella taulukossa ilmaistun alarajan ylittävältä verotusarvon osalta.

Varallisuusverotuksessa asunnon verotusarvosta vähennetään taulukossa mainittu alaraja, jonka lisäksi asuntovarallisuus saa 40 prosentin alennuksen varallisuusverotusyksikön (aviopari, avopari ja yhteinen lapsi tai yksinäinen) kokonaisnettovarallisuutta laskettaessa.

ASUNNON MYYNNIN PÄÄOMAVOITON, LUOVUTUSVOITON JA ASUNTOKAUPAN  
LEIMAVEROTUS

| Pääomavottojen verotus                                |                                  |                        | Leimaverotus, %                |                 |                           |
|---|----------------------------------|------------------------|--------------------------------|-----------------|---------------------------|
| Myyntivoitto-<br>veron verollinen<br>hallussapitoaika | Luovutusvoiton<br>veroton<br>osa | verollinen<br>osuus, % | Asuntokauppa<br>Osak.<br>huon. | Kiin-<br>teist. | Asuntolainan<br>leimavero |
| 1976  | -                                | -                      | 1.2                            |                 | 0.6                       |
| 1977  | -                                | -                      | 1.2                            |                 | 0.9                       |
| 1978  | -                                | -                      | 1.2                            |                 | 0.9                       |
| 1979  | -                                | -                      | 1.2                            |                 | 0.9                       |
| 1980  | -                                | -                      | 1.2                            |                 | 0.9                       |
| 1981  | -                                | -                      | 1.2                            |                 | 0.9                       |
| 1982  | 1 vuosi                          | -                      | 1.2                            |                 | 0.9                       |
| 1983  | 1 vuosi                          | -                      | 1.2                            |                 | 1.2                       |
| 1984  | 1 vuosi                          | -                      | 1.6                            | 4-6             | 1.5                       |
| 1985  | 1 vuosi                          | -                      | 1.6                            | 4-6             | 1.6                       |
| 1986  | 1 vuosi                          | 1 000 000              | 1.6                            | 4-6             | 1.6                       |
| 1987  | 1 vuosi                          | 1 000 000              | 1.6                            | 4-6             | 1.6                       |
| 1988  | 1 vuosi                          | 1 000 000              | 1.6                            | 4-6             | 1.6                       |
| 1989  | 2 vuotta                         | 200 000                | 1.6                            | 4-6             | 1.6                       |
| 1990  | 2 vuotta                         | 210 000                | 1.6                            | 4-6             | 1.6                       |
| 1991  | 2 vuotta                         | 220 000                | 1.5                            | 4-6             | 1.5                       |

Lähde: Valtiovarainministeriö, Vero-osasto, tutkimustoimisto

Leimaverotus riippuu kiinteän omaisuuden tyypistä. Osaketodistuksille veroprosentti on 1, osakehuoneiston hallintakirjalle 1.6 % sekä omakotitalokiinteistöille 4 - 6 % riippuen kasvavasti omaisuuden kauppahinnasta. Luotonoton leimaveroprosentit riippuvat luoton pituudesta, Stenius (1988) käyttää seuraavia

|           |       |
|-----------|-------|
| 1976      | 0.6 % |
| 1977 - 82 | 0.9 % |
| 1983      | 1.2 % |
| 1984      | 1.5 % |
| 1985 - 89 | 1.6 % |



## SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/91 RISTO PELTOKANGAS Usean faktorin korkorakennemallit ja immunisaatio. 1991. 82 s. (ISBN 951-686-274-8)
- 2/91 ANTTI URVAS Volatile Exchange Rates and Speculation - Can the Dollar Movements of the 1980s Be Explained? 1991. 124 s. (ISBN 951-686-275-6)
- 3/91 MIKKO NISKANEN Velkakirjojen hinnoittelu arbitraasimallissa. 1991. 87 s. (ISBN 951-686-276-4)
- 4/91 CHRISTIAN C. STARCK Specifying a Bayesian Vector Autoregression for Short-Run Macroeconomic Forecasting with an Application to Finland. 1991. 35 s. (ISBN 951-686-279-9)
- 5/91 TUOMAS SAARENHEIMO Rahoitusvirtamallit ja kotitalouksien portfoliovalinta. 1991. 132 s. (ISBN 951-686-280-2)
- 6/91 MART SÖRG Uusimmat kehityspiirteet Viron rahataloudessa. 1991. 30 s. (ISBN 951-686-281-0)
- 7/91 TIMO HÄMÄLÄINEN – ARTO KOVANEN International Capital Flows, Deregulation and the Offset Coefficient in Finland 1975–1990. 1991. 18 s. (ISBN 951-686-283-7)
- 8/91 MATTI SUOMINEN Competition in Finnish Banking – Two Tests. 1991. 32 s. (ISBN 951-686-284-5)
- 9/91 SEIJA LAINELA – PEKKA SUTELA Yksityistäminen itäisessä Euroopassa. 1991. 41 s. (ISBN 951-686-285-3)
- 10/91 ERKKI KOSKELA – MATTI VIRÉN Household Saving, Interest Rates, Inflation and Taxation: Some Cross-Country Evidence. 1991. 33 s. (ISBN 951-686-286-1)
- 11/91 MARJO HINKKALA Kansainvälisesti liikkuvan pääoman verotuksesta: erityisesti ulkomaisten suorien investointien kannalta. 1991. 117 s. (ISBN 951-686-287-X)
- 12/91 EDUARD HOCHREITER – ADALBERT KNÖBL Exchange Rate Policy of Austria and Finland. Two Examples of a Peg. 1991. 35 s. (ISBN 951-686-288-8)
- 13/91 KARI TAKALA – SEPPÖ KOSTIAINEN – TIMO HÄMÄLÄINEN Kotitalouksien varallisuuden koostumus, tuotot ja verotus Suomessa vuosina 1960–89. 1991. 95 s. (ISBN 951-686-289-6)