



## Rahoitusolojen eritahtinen kiristyminen euroalueella

**Eeva Kerola**, vanhempi ekonomisti, Rahoitusvakaus- ja tilasto-osasto

### Tiivistelmä

Vuonna 2022 alkaneen koronnostosyklin välittyminen laina- ja talletuskorkoihin on ollut finanssikriisiä edeltänyttä nostosykliä hieman heikompaa. Toisaalta lainamäärien kehitys on ollut viimeisten kahden vuoden aikana poikkeuksellisen heikkoa. Rahoitusolot ovat lisäksi kiristyneet eritahtisesti. Niissä maissa, missä vaihtuvakorkoisten lainasopimusten osuus on suuri ja korkeampi korkotaso siksi välittynyt voimakkaammin lainakorkoihin, lainakysyntä on supistunut enemmän ja lainakannat ovat kehittyneet keskimääräistä heikommin. Koko euroalueen heikompi välittyminen nykyisessä nostosykliässä voikin johtua vaihtuvakorkoisten lainasopimusten osuuden supistumisesta matalien korkojen aikana. Koronnostot eivät kuitenkaan ole koko syy lainamarkkinan heikkoon kehitykseen, vaan taustalla korostuu kysynnän vaimeus ja yleisesti heikompi luottamusilmapiiri.

**Asiasanat:** korot, rahapolitiikan välittyminen, rahoitusolot

**JEL-koodit:** E43, E52

*Artikkeli on kooste selvityksistä, joita on hyödynnetty Suomen Pankin sisäisissä prosesseissa ja kansainvälisen rahoitusvakauden arvioinnissa. Näitä tehdessä sain erittäin hyödyllisiä kommentteja ja neuvoja useilta eri tahoilta. Erityiskiitos Helinä Laakkoselle ja muille vakauslinjan kollegoille sekä Mikä Pösölle. Lisäksi haluan esittää suuret kiitokset vertaisarvioitsijalle rakentavista ja laaja-alaisista ehdotuksista ja kommentteista, joiden avulla artikkeli sai nykymuotonsa ja parani merkittävästi aiemmasta.*

**BoF Economics Review** sisältää analyttisiä selvityksiä ja keskustelunavauksia rahapolitiikasta, rahoitusmarkkinoista ja makrotalouden kehityksestä euroalueella ja kotimaassa. Artikkelit voidaan julkaista suomeksi, ruotsiksi tai englanniksi. Artikkelit edellyttävät lukijalta aiempaa perehtyneisyyttä aiheeseen.

**Toimituskunta:** Juha Kilponen (päätoimittaja), Esa Jokivuolle, Karlo Kauko, Helinä Laakkonen, Juuso Vanhala

# 1. Johdanto

Rahapolitiikka välittyy talouteen ja inflaatioon montaa eri kanavaa pitkin. Yksi näistä on korkokanava, jonka kautta rahapolitiikalla voidaan vaikuttaa yksityisen sektorin rahoitusoloihin. Korkojen muutokset näkyvät yksityisen sektorin säästämisesä, investoinneissa, varallisuushinnoissa ja kulutuksessa, mikä taas vaikuttaa yleisesti talouskasvuun ja inflaatioon. Arvioiden mukaan koronnostot vaikuttavat talouskasvuun ja inflaatioon 12–18 kuukauden viipeellä (Lane, 2022).

Keskuspankin nostaessa ohjauskorkoa muutokset välittyvät suoraan eripituisiin rahamarkkina-korkoihin. Koska pankit lainaavat rahaa myös toinen toisiltaan, viitekorot pankkien välisille yön yli- ja määräaikaistalletuksille (ester ja euriborit) seurailevat nekin suhteellisen kitkattomasti muutoksia ohjauskorossa (Koskinen ja Kerola, 2019). Näin pankkien varainhankinta kallistuu. Lyhyellä viiveellä pankit nostavat myös vähittäisasiakkailleen maksamia talletuskorkoja (Lane, 2022; Messer ja Niepmann, 2023), mikä entisestään kasvattaa pankkien korkokuluja. Pankkien varainhankinnan kallistuminen välittyy kotitalouksille ja yrityksille korkeampina pankkilainojen korkoina.

Koska euroalue on suhteellisen pankkikeskeinen talousalue, pankkisektorin rooli rahapolitiikan välittämisessä reaalityalouteen on suuri (Lane, 2022). Kun pankkisektorin välittämän rahoituksen hinta kallistuu, lainojen kysyntä vähenee ja näin lainanannon, investointien ja yksityisen kulutuksen kasvu hidastuu. Tästä syystä se, kuinka voimakkaasti jo tehdyt rahapolitiittiset päätökset välittyvät talouteen onkin yksi EKP:n käyttämistä kriteereistä rahapolitiikan mitoitusta määrittäessään. Toiset kaksi kriteeriä ovat arviot inflaationäkymistä ja pohjainflaation kehityksestä (EKP, 2023).

Koska EKP tekee rahapolitiikkaa koko euroalueelle, politiikkamuutosten vaikutukset voivat kuitenkin välittyä eri tavalla ja eri nopeudella yksittäisissä euromaissa (Välimäki, 2023). Nykyisen, vuonna 2022 alkaneen koronnostosyklin aikana näin onkin tapahtunut. Yksityisen sektorin rahoitusolojen kiristyminen on ollut euroalueella viimeisten kahden vuoden aikana eritahtista.

Välittymisen eritahtisuuteen voivat kirjallisuuden mukaan vaikuttaa erot maiden taloudellisessa toimintaympäristössä heijastuen valtion joukkolainojen tuotto-odotuksiin, pankkijärjestelmän markkinarakenne, tai pankkikohtaiset ominaisuudet kuten eri tase-erien laatu ja määrä tai kyky saada rahoitusta (Brissimis et al., 2014; Holton et al., 2015; Byrne ja Kelly, 2019).

Yksi merkittävä vaikutuskanava on lisäksi lainasopimusten korkosidonnaisuus. Ippolito et al. (2018) näyttävät miten rahapolitiikan vaikutus on vahvempi vaihtuvakorkoisten yrityslainojen osalta. Verrattuna kiinteäkorkoisiin yrityslainoihin, joissa velanhoitorasite nousee vain uusien lainojen osalta, vaihtuvakorkoisissa lainasopimuksissa velanhoitokustannukset kasvavat

koko olemassa olevan lainakannan osalta. Tämä heikentää yritysten likviditeettiasemaa ja kykyä rahoittaa tulevia hankkeita, mikä näkyy investointien kasvun hidastumisena ja yritysten markkina-arvon laskuna. Di Maggio et al. (2017) puolestaan keskittyvät asuntolainoihin ja näyttävät, miten vaihtuvakorkoisten lainojen suurempi osuus on Yhdysvalloissa yhteydessä asuntohintoihin, yksityisen kulutuksen ja työllisyyden voimakkaampiin muutoksiin. Rahapolitiikan välittyminen on näillä alueilla tehokkaampaa.

Koska pankkisektorin välittämän rahoituksen hinnan ja määrän muutokset vaikuttavat euroalueella keskeisesti yksityisen sektorin rahoitusoloihin, ne myös määrittävät pitkälti tältä osin rahapolitiikan välittymistä ja sen tehokkuutta (Beyer et al., 2024).

Tämän artikkelin tarkoituksena on yksityiskohtaisten tilastojen valossa selvittää, miten tehokkaasti vuonna 2022 alkaneet koronnostot ovat tähän mennessä välittyneet pankkien antoja ottolainauskorkoihin. Vertaamalla nykyistä koronnostosykliä edelliseen, vuonna 2005 alkaneeseen nostosykliin, voidaan selvittää, onko rahapolitiikan välittymisessä tapahtunut muutosta aiempaan. Artikkelissa keskitytään siihen, miten pankkien lainakorot, talletuskorot ja lainamäärät ovat kehittyneet molempien nostosykliden aikana. Rahapolitiikan välittyminen laina- ja talletuskorkoihin näyttää nyt olevan hieman vähäisempää kuin aiemmassa nostosyklissä. Suurin ero nostosykliden välillä näkyy kuitenkin lainamäärissä, joiden kasvu on viimeisten kahden vuoden aikana ollut erityisen heikkoa.

Artikkelissa paneudutaan lisäksi rahoitusolojen eritahtiseen kiristymiseen. Erot euromaiden välillä näyttävät olevan pääasiallisesti seurausta eroista lainakannan korkosidonnaisuuksissa. Rahoitusolot ovat kiristyneet eniten niissä maissa, missä suurin osa yksityisen sektorin pankkilainoista on sidottu vaihtuviin korkoihin. Vaihtuvakorkoisissa maissa lainakysyntä on lisäksi supistunut enemmän ja lainakantojen kasvu on ollut keskimäärin heikompi. Koko euroalueen heikompi välittyminen nykyisessä nostosyklissä voi osittain johtua kiinteäkorkoisten lainasopimusten kasvaneesta suosiosta matalien korkojen aikana.

Nykyisen nostosyklin aikana on jo ehditty tehty useita selvityksiä koronnostojen välittymisestä euroalueen pankkikorkoihin ja -määriin. Esimerkiksi Byrnen ja Fosterin (2023) tutkimuksessa koronnostot välittyvät nyt keskimääräisiin pankkikorkoihin aiempaa heikommin, ja Beyer et al. (2024) kuvaavat lisäksi, kuinka maakohtaiset erot ovat eri pankkikorkojen osalta suuret. Lane (2023a) ja Suomen Pankki (2023) näyttävät, miten kokonaislainakannat ovat kehittyneet nykyisessä nostosyklissä poikkeuksellisen heikosti. Messer ja Niepmann (2023) osoittavat, miten talletuskorkojen nousu on ollut euroalueella aiempaa hitaampaa, ja Lane (2023b) näyttää, miten yönyli- talletuskorot ovat reagoineet koronnostoihin selvästi määräaikaistalletuskorkoja vähemmän.

Artikkelin kontribuutio olemassa oleviin selvityksiin nähden on yksityiskohtaisemman ja maakohtaisen tilastoaineiston käyttö. Selvityksessä käytetään hyväksi sekä uusien lainojen, että olemassa olevien lainakantojen keskikorkoja erikseen yrityslainojen ja asunnon hankintaa

varten otettujen lainojen osalta. Tarkastelu ulotetaan lainakorkojen lisäksi myös lainamääriin, ja katsotaan sekä uusien lainojen että lainakantojen kehitystä. Lisäksi yrityslainoista erotetaan määriä tarkasteltaessa toisistaan kestoltaan lyhyet, korkeintaan vuoden pituiset ja tätä pidempiaikaiset yrityslainat. Talletusten osalta tarkastellaan sekä yönyli- että määräaikaistalletuskorkoja, niin yritysten kuin kotitalouksienkin osalta. Kaikista muuttujista katsotaan tilannetta lisäksi maakohtaisesti, sen mukaan miten tilastoaineistojen julkisuusluokat antavat myöten. Tarkemman tilastoaineiston käytön lisäksi euroalueen maiden välillä nähtävä heterogeenisuus sidotaan nimenomaan maiden eroihin lainojen korkosidonnaisuudessa (ja muutoksissa, joita korkosidonnaisuudessa on tapahtunut nostosykliden välillä), jonka suuresta merkityksestä esitetään useita tilastollisia huomioita.

## 2. Markkinakorot nousivat jo ennen ensimmäistä koronnostoa

Nykyisen koronnostosyklin voidaan katsoa alkaneen jo joulukuussa 2021, kun EKP ilmoitti arvopaperien osto-ohjelmien kasvun rajoittamisesta, koronnostoihin liittyvä viestintä aktivoitui, ja markkinakorot alkoivat nousta euroalueella (Laine et al., 2023). Ohjauskorkoa nostettiin ensimmäisen kerran heinäkuussa 2022. Yhteensä ohjauskorkoa nostettiin 450 korkopisteellä kymmenessä peräkkäisessä EKP:n rahapoliittisessa kokouksessa.

Viimeisimmät havainnot euroalueen pankkikoroista ja lainamääristä ovat helmikuulta 2024. Näin nykyistä koronnostosykliä tarkastellaan tässä artikkelissa joulukuusta 2021 helmikuuhun 2024, yhteensä 27 kuukauden ajan. Helmikuussa 2024 viimeisestä koronnostosta on kulunut viisi kuukautta.

Edellisen, vuoden 2005 koronnostosyklin ensimmäinen ohjauskoron nosto tehtiin joulukuussa 2005. Markkinakorot olivat kuitenkin nousseet jo tätä ennen. Rahapolitiikan voidaan katsoa kiristyneen viestinnällisesti jo vuoden 2005 lokakuussa Ateenan EKP:n neuvoston rahapoliittisessa kokouksessa, jossa vielä syyskuussa tiedotettu ”(...) *monetary policy remains appropriate, given the current outlook for inflation rates over the medium term*” vaihtui ”(...) *monetary policy stance still remains appropriate. At the same time, strong vigilance with regards to upside risks to price stability is warranted*”. Tämän jälkeen EKP:n pääjohtaja Jean-Claude Trichet kommentoi itse ”*In Athens we said ”strong vigilance” and I repeat ”strong vigilance”. But before Athens we did not use this adjective*”.

Näin ollen vuoden 2005 koronnostosyklin katsotaan tässä artikkelissa alkaneen lokakuussa 2005. Tarkastelussa pidetään koronnostosyklit ajallisesti yhtä pitkinä, jolloin ensimmäistä koronnostosykliä seurataan joulukuuhun 2007 asti. Siinä vaiheessa viimeisestä koronnostosta oli kulunut kuusi kuukautta.

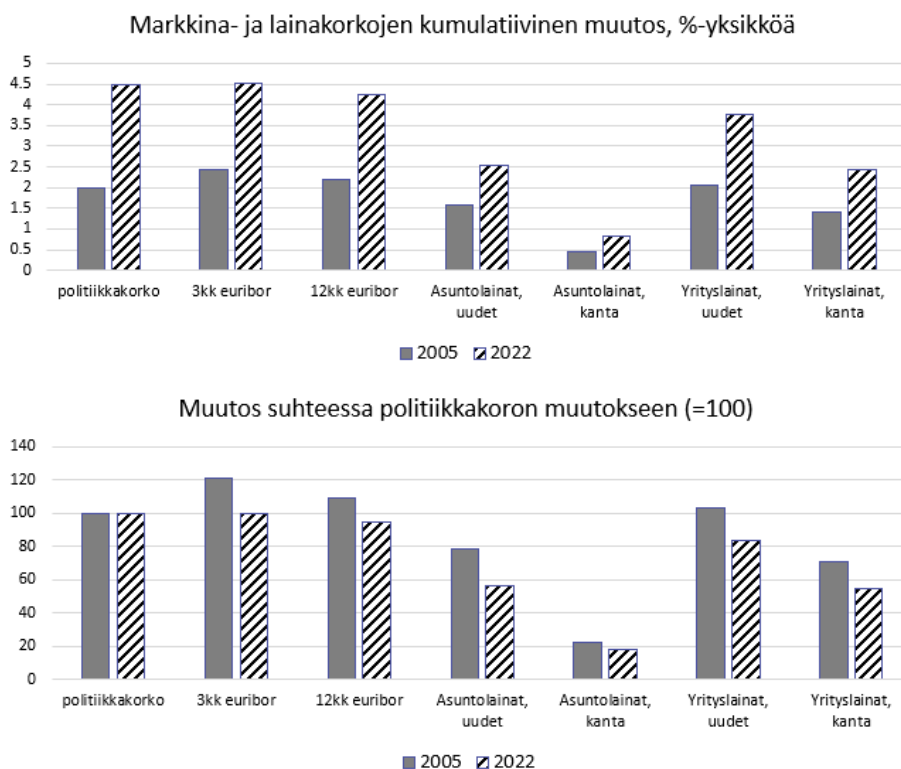
### 3. Koronnostot ovat välittyneet aiempaa hieman heikommin lainakorkoihin

Nykyisessä koronnostosyklissä korkoja on nostettu tähän mennessä selvästi enemmän ja nopeammin kuin ennen. Euroalueen inflaation osoittaututtua aiemmin ennustettua sitkeämmäksi ja voimakkaammaksi, ohjaukorkoa nostettiin yhteensä 450 korkopisteellä. Kymmenen koronnoston sarja peräkkäisissä EKP:n rahapolitiikkakokouksissa on ollut poikkeuksellisen nopea ja voimakas (Välimäki, 2023; Lane, 2023a). Vuoden 2005 nostosyklissä ohjaukorkoja nostettiin vastaavassa ajassa yhteensä 200 korkopistettä (Kuvio 1, yläpaneeli).

Ero nostosykliden absoluuttisessa voimakkuudessa näkyy myös markkina- ja lainakorkojen selvästi suurempana muutoksena prosenttiyksiköissä mitattuna. Kun lainakorkojen muutokset suhteuttaa politiikkakorkojen muutosten suuruuteen kummassakin nostosyklissä, voidaan todeta, että koronnostot ovat välittyneet lainakorkoihin hieman heikommin kuin aiemmin (Kuvio 1, alapaneeli).

Yhden prosenttiyksikön nousu politiikkakorossa tarkoitti edellisessä nostosyklissä 79 korkopisteen nousua uusissa asuntolainoissa ja 103 korkopisteen nousua uusissa yrityslainoissa. Nykyisessä nostosyklissä nousu on hieman pienempi. Uusien asuntolainojen keskikorot ovat nousseet noin 56 korkopistettä ja uudet yrityslainat 84 korkopistettä.

**Kuvio 1. Poliitiikkakoron, markkinakorkojen ja lainakorkojen muutokset kahdessa eri koronnostosyklissä**



Havainnot euroalueen aggregaateja. Vuoden 2005 koronnostosyklin ajanjaksona katsottu lokakuu 2005 – joulukuu 2007. Vuoden 2022 koronnostosyklin ajanjakso vastaavasti joulukuu 2021 – helmikuu 2024.

Lähteet: EKP, omat laskelmat.

Nostosykliden väliset erot markkinoiden korko-odotuksissa voivat osittain selittää nyt nähtyä politiikkakorkojen heikompaa läpimenoa lainakorkoihin. Molemmissa nostosykleissä 12 kuukauden euribor alkoi ennakoivasti nousta jo joitain kuukausia ennen ensimmäistä koronnostoa. Nykyisessä nostosyklissä markkinoiden odotukset sen päättymisestä kuitenkin vahvistuivat selvästi edellistä sykliä nopeammin. Jo marraskuun 2023 lopulla odotukset lisäkoronnostoista olivat vaimenneet ja 12 kk euribor laski politiikkakoron alapuolelle. Edellisessä nostosyklissä joulukuun lopulla 2007 koronnostojen nähtiin olevan vielä kesken ja 12 kk euribor oli 75 korpistettua politiikkakorkoa korkeammalla huolimatta siitä, että edellisestä koronnostosta oli kulunut jo puoli vuotta. Ohjaukorkoa nostettiin lopulta vielä kerran heinäkuussa 2008, jota seurasi lokakuussa 2008 ensimmäinen koronlasku.

Näin 12 kk euribor on nykyisessä nostosyklissä noussut politiikkakorkoon nähden suhteellisesti aiempaa vähemmän kuin edellisessä nostosyklissä (kuten Kuvion 1 alapaneelista näkee). Koska euriborit ovat tyypillisiä lainojen viitekorkoja, tämä selittää osan myös koronnostojen heikommasta välittymisestä uusien lainojen keskikorkoihin<sup>1</sup>.

Toinen selittävä tekijä korkojen heikommalle välittymiselle nykyisessä syklissä on kiinteäkorkoisten lainasopimusten yleistyminen. Kuvio 2 näyttää koronnostojen välittymisen (suhteessa politiikkakoron muutokseen) uusiin asuntolainakorkoihin eri euromaissa molemmissa nostosykleissä. Vain Saksassa, jossa kiinteäkorkoisten lainasopimusten osuus on pysynyt tasaisen korkeana, välittymisen voimakkuus on ollut yhtä suuri molemmissa nostosykleissä. Valtaosassa maita välittyminen uusiin asuntolainakorkoihin on ollut noin viidenneksen heikompaa. Osassa maita, kuten Suomessa jossa vaihtuvakorkoisten lainasopimusten suosio on pysynyt suurena läpi ajan, on matalien korkojen aikana voitu ottaa vaihtuviin viitekorkoihin sidottuihin lainoihin erilaisia korkosuojauksia (korkokatto, korkoputket), mikä osaltaan heikentää koronmuutosten välittymistä. Negatiivisten korkojen aikana osassa maita oli käytössä myös vaihtuvan viitekoron osalta nollalattia, joka käytännössä esti osaa koronlaskuista välittymästä lainakorkoihin.

Poikkeuksena voidaan pitää Espanjaa, Italiaa ja Irlantia, joissa välittymisen voimakkuus suhteessa politiikkakoron muutokseen on vähintään puolittunut nostosykliden välillä. Näissä maissa asuntolainasopimukset sidottiin edellisen nostosyklin aikana pääasiassa vaihtuvaan korkoon, mutta nykyisen syklin aikana vaihtuvakorkoisten asuntolainojen osuus on ollut enää korkeintaan 20 %<sup>2</sup>.

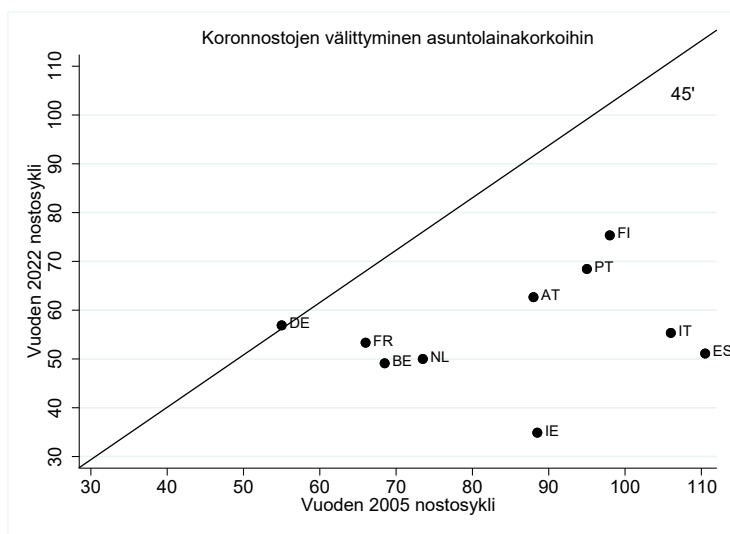
Kun edellisen nostosyklin aikaan kaikista uusista euroalueella otetuista asuntolainoista korkeimmillaan 60 % oli vaihtuvakorkoisia, laski osuus nykyisessä nostosyklissä alimmillaan noin 20 prosenttiin. Tämä selittää osan välittymisen heikentymisestä nostosykliden välillä.

---

<sup>1</sup> Tulos nykyisen syklin aiempaa heikommasta välittymisestä säilyy, vaikka nostosykliden alku- ja päättymispisteitä vaihtelee.

<sup>2</sup> Eroja eri maiden korkosidonnaisuuksissa käsitellään tarkemmin luvussa 6.

## Kuvio 2. koronnostojen välittyminen uusien asuntolainojen keskikorkoihin molemmissa nostosykleissä



Kuviossa katsottu 10 euroalueen maata, joiden tilastot uusista asuntolainakoroista ovat saatavilla molemmille nostosykleille. Välittyminen mitattu uusien asuntolainojen keskikoron muutoksen suhteena politiikkakoron muutokseen samalla ajanjaksolla. Vuoden 2005 koronnostosyklin ajanjaksona katsottu lokakuu 2005 – joulukuu 2007. Vuoden 2022 koronnostosyklin ajanjakso vastaavasti joulukuu 2021 – helmikuu 2024. 45 asteen viiva kuvaa tilannetta, jossa välittyminen on molemmissa nostosykleissä yhtä suuri.

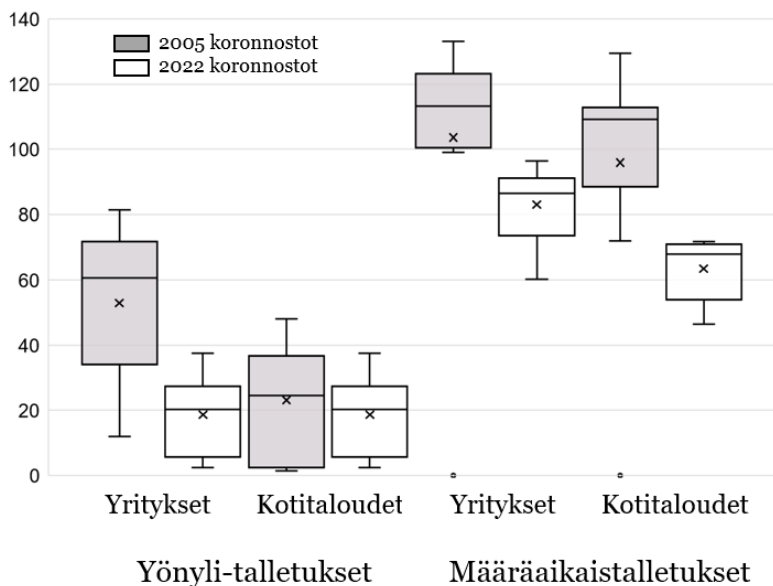
Lähteet: EKP, omat laskelmat.

## 4. Talletuskorot ovat nousseet suhteellisesti vähemmän kuin aiemmin

Koronnostojen välittyminen pankkien asiakkailleen maksamiin vähittäistalletuskorkoihin on nykyisessä nostosyklissä ollut sekin aiempaa hieman heikompaa. Yhden prosenttiyksikön politiikkakoron noususta on välittynyt yritysten yönyli-talletuskorkoihin nykyisessä nostosyklissä vajaat 20 korkopistettä, kun aiemmassa nostosyklissä nousua oli keskimäärin noin 50 korkopistettä. Kotitalouksien yönyli-talletusten osalta erot välittymisessä ovat selvästi pienemmät.

Koronnostojen välittyminen uusien määräaikaistalletusten korkoihin on tyypillisestikin yönylitalletuskorkoja tehokkaampaa (Lane, 2023b). Yönyli-talletukset tarjoavat likviditeetti- ja maksupalveluita, joita ei usein ole erikseen hinnoiteltu. Näistä palveluista ja niiden erittäin lyhyestä maturiteetista johtuen yönyli-talletusten korot ovat yleensäkin huomattavasti ohjauskorkoa matalammat. Lisäksi negatiivisten korkojen aikana pankit varoivat laskemasta talletustilien korkoja laaja-alaisesti nollan alapuolelle, mikä piti yönyli-talletusten korot keskimäärin ohjauskoron yläpuolella. Näin nyt havaittu nousu on suhteellisesti pienempi kuin aiemmissa sykleissä.

**Kuvio 3. Maiden välinen hajonta koronnostojen välittymisessä talletuskorkoihin**



Yrityksien ja kotitalouksien uudet yönyli- ja määräaikaistalletukset 10 euromaassa (AT, BE, FI, FR, DE, IE, IT, NL, PT, ES). Mediaani (keskilinja), keskiarvo (x), 3.kvartaali (laatikon kansi), 1.kvartaali (laatikon pohja), minimi ja maksimi (viikset).

Lähteet: EKP, omat laskelmat.

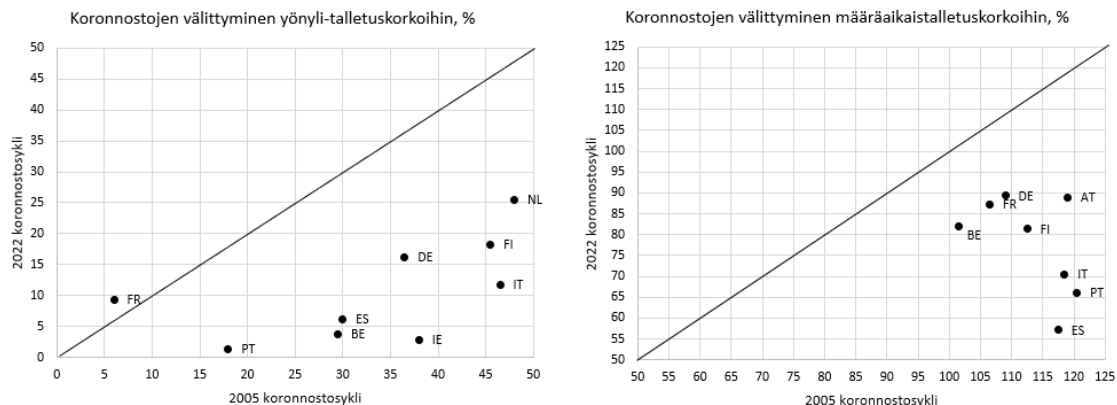
Määräaikaistenkin talletuskorkojen osalta on nähtävissä välittymisen heikkeneminen nykyisessä nostosyklissä. Lisäksi maakohtainen hajonta on aiempaa selvästi pienempi (Kuvio 3). Kuten pienempi hajonta antaa odottaa, koronnostojen heikompi välittyminen talletuskorkoihin on laaja-alainen ilmiö euroalueen maissa (Kuvio 4). Ainoastaan Ranskassa, jossa talletuskorkoja pitkälti säännellään, välittyminen yönyli- talletuskorkoihin on ollut yhtä voimakasta kuin aiemminkin.

Syitä yleisesti heikommalle välittymiselle voi olla monia. Pankkisektori on euroalueella nykyisin jonkin verran keskittyneempi kuin aiemman nostosyklin aikana, ja suuremman markkinavoiman on historiallisesti havaittu hillitsevän talletuskorkojen nousua (Neumark ja Sharpe, 1992; Drechsler, Savov ja Schnabl, 2017).

Viimeisen vuosikymmenen aikana yltäkylläiseksi asti lisääntynyt likviditeetti ja talletusten nopea kasvu ovat ylipäättään vähentäneet pankkien riippuvuutta talletuksista. Tämä nähdäänkin Masser ja Niepmannin (2023) analyysissä selkeimpänä ajurina euroalueen talletuskorkojen viime vuosien jäykemmälle kehitykselle. Pankkilainojen kysyntä on lisäksi pysynyt vaisuna, mikä on vähentänyt pankkien tarvetta houkuttaa uusia talletuksia. Tilanne voi talletuskorkojen osalta hiljalleen muuttua, kun ylimääräistä likviditeettiä lähdetään purkamaan.



**Kuvio 4. Koronnostojen välittyminen yleisön (kotitaloudet ja yritykset) talletuskorkoihin, %**



Kuviossa katsottu niitä euroalueen maata, joiden tilastot yleisön (= kotitaloudet ja yritykset yhdessä) yönyli-talletuskorkojen ja määräaikaistalletuskorkojen osalta ovat julkisesti saatavilla molemmille nostosykleille. Välittyminen mitattu talletusten keskikoron muutoksen suhteena politiikkakoron muutokseen samalla ajanjaksolla. Vuoden 2005 koronnostosyklin ajanjaksona katsottu lokakuu 2005 – joulukuun 2007. Vuoden 2022 koronnostosyklin ajanjakso vastaavasti joulukuun 2021 – helmikuun 2024. 45 asteen viiva kuvaa tilannetta, jossa välittyminen on molemmissa nostosykleissä yhtä suuri.

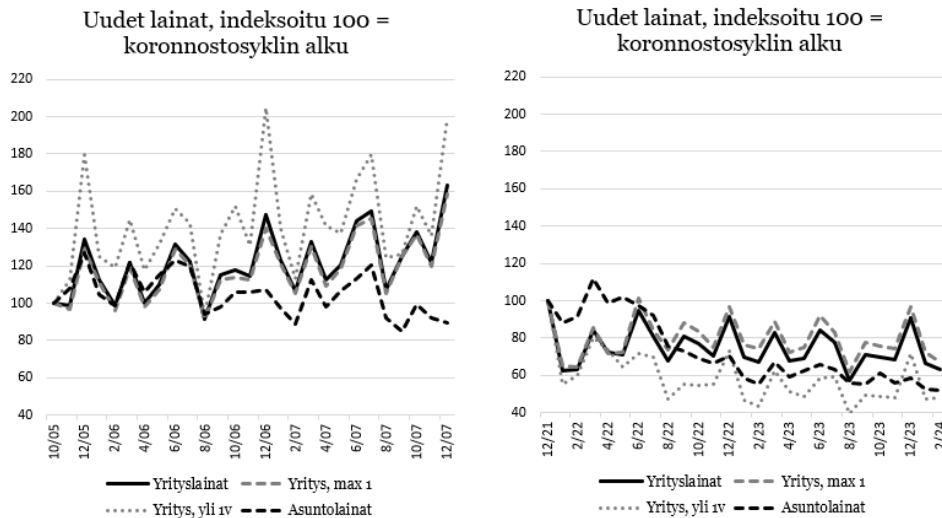
Lähteet: EKP, omat laskelmat.

## 5. Lainamäärien kehitys on ollut poikkeuksellisen heikkoa

Vaikka koronnostojen välittyminen lainakorkoihin on ollut hieman edellistä nostosykliä heikomppaa, pankkirahoituksen heikko kehitys nykyisessä nostosyklissä korostuu, kun tarkastellaan lainamääriä. Uusia asuntolainoja otettiin helmikuussa 2024 keskimäärin noin 50 % vähemmän kuin joulukuussa 2021, ja uusia yrityslainoja vastaavasti vajaat 40 % vähemmän (Kuvio 5).

Edellisessä nostosyklissä uusien yrityslainojen määrät kasvoivat aina vuoden 2007 loppuun asti, eikä uusissa asuntolainoissakaan näkynyt suurta pudotusta ennen vuoden 2007 kesää. Lainakannat kasvoivat edelleen kaksi vuotta ensimmäisen koronnoston jälkeen ja vuoden 2007 lopulla yrityslainakanta oli noin 30 % suurempi ja asuntolainakanta vajaat 20 % suurempi kuin ennen koronnostosyklin alkua (Kuvio 6).

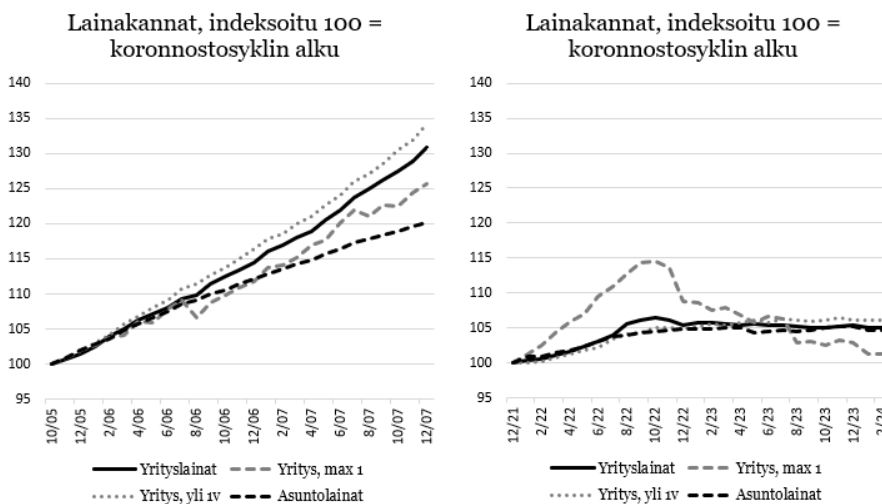
**Kuvio 5. Uusien lainojen indeksoitu kehitys koronnostojen alusta**



Kuviossa katsottu euroalueen aggregaattia. Uusista yrityslainoista katsottu kaikkien yritysainojen lisäksi erikseen korkeintaan yhden vuoden ja yli yhden vuoden pituisia yritysainoja.

Lähteet: EKP, omat laskelmat.

**Kuvio 6. Lainakantojen indeksoitu kehitys koronnostojen alusta**



Kuviossa katsottu euroalueen aggregaattia. Yrityslainakantojen osalta katsottu kaikkien yritysainojen lisäksi erikseen korkeintaan yhden vuoden ja yli yhden vuoden pituisia yritysainoja. Lainakannat ovat indeksoitu lukemaan 100 koronnostoyklin alussa (oikeanpuoleinen kuva: lokakuu 2005 ja vasemmanpuoleinen kuva: jouluku 2021)

Lähteet: EKP, omat laskelmat.

Helmikuussa 2024 yritys- ja asuntolainakannat olivat noin 5 % suuremmat kuin joulukuussa 2021. Lainakantojen kehityksen onkin yleisesti havaittu olleen nykyisessä koronnostoyklyssä poikkeuksellisen heikkoa (mm. Lane, 2023a; Suomen Pankki, 2023).

Kun katsoo yrityslainakantojen kehitystä nykyisessä koronnostoyklyssä, esille nousee erityisesti lyhyiden, korkeintaan yhden vuoden pituisten yrityslainojen erilainen kehitys. Heilunnalle alttiimpi korkeintaan vuoden pituisten yrityslainojen kanta kasvoi suhteellisen nopeasti

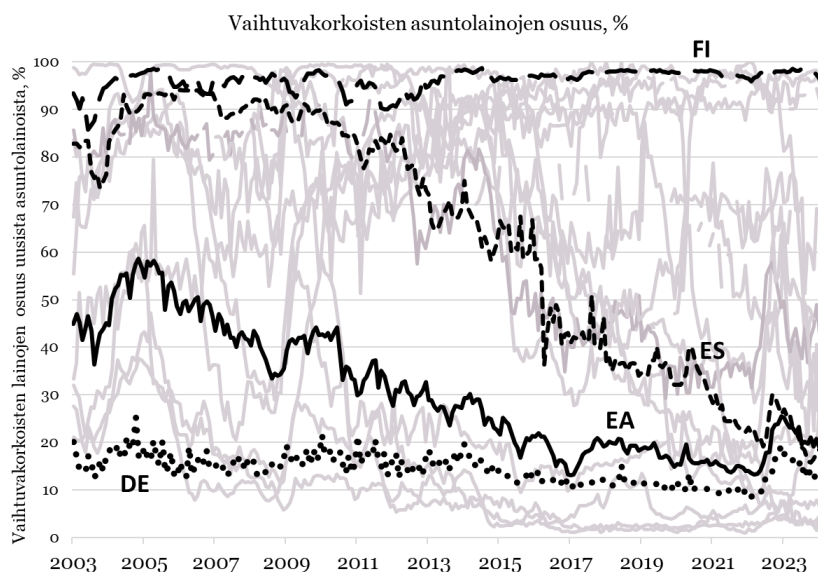
syksyllä 2022 samaan aikaan ohjaukorkojen kanssa, kun euroalueen yritykset tarvitsivat paljon lyhytaikaista rahoitusta energiakriisin vuoksi. Sitten näitä lainoja ei ole tarvinnut uudelleen rahoittaa, ja niiden erääntyessä lyhyiden yrityslainojen kanta on supistunut. Muutokset näissä lyhytaikaisissa yrityslainoissa heijastuvat koko yrityslainakantaan. Maturiteetiltaan pidempien, yli vuoden pituisten yrityslainojen kanta on kehittynyt tasaisemmin ja oli helmikuussa reilut 6 % suurempi kuin joulukuussa 2021.

## 6. Erot korkosidonnaisuudessa selittävät pitkälti maiden välistä hajontaa

Maat eroavat euroalueella toisistaan olennaisesti korkosidonnaisuuden perusteella, erityisesti asuntolainojen kohdalla (Kuvio 7). Siinä missä etenkin Saksassa, Ranskassa ja Alankomaissa asuntolainat on viimeisten kahdenkymmenen vuoden aikana tyypillisesti sidottu kiinteään korkoon, Suomessa ja Baltian maissa on suosittu koko ajan vaihtuvia viitekorkoja. Näiden lisäksi on myös maita (mm. Italia, Espanja ja Irlanti), joissa vaihtuvakorkoisten lainojen osuus oli aiemmin hyvinkin suuri, mutta on laskenut selvästi globaalin finanssikriisin jälkeen.

Kaiken kaikkiaan vaihtuvakorkoisten asuntolainojen osuus kaikista uusista asuntolainoista on euroalueella viimeisten kymmenen vuoden aikana laskenut. Ennen finanssikriisiä vaihtuvakorkoisten lainojen osuus kaikista asuntolainoista oli euroalueella korkeimmillaan noin 60 %, josta se matalien korkojen aikana laski pienimmillään vajaaseen 20 prosenttiin. Nyt korkojen noustua vaihtuvakorkoisten lainojen suosio on jälleen kasvanut.

**Kuvio 7. Vaihtuvakorkoisten asuntolainojen osuus eri euromaissa, %**



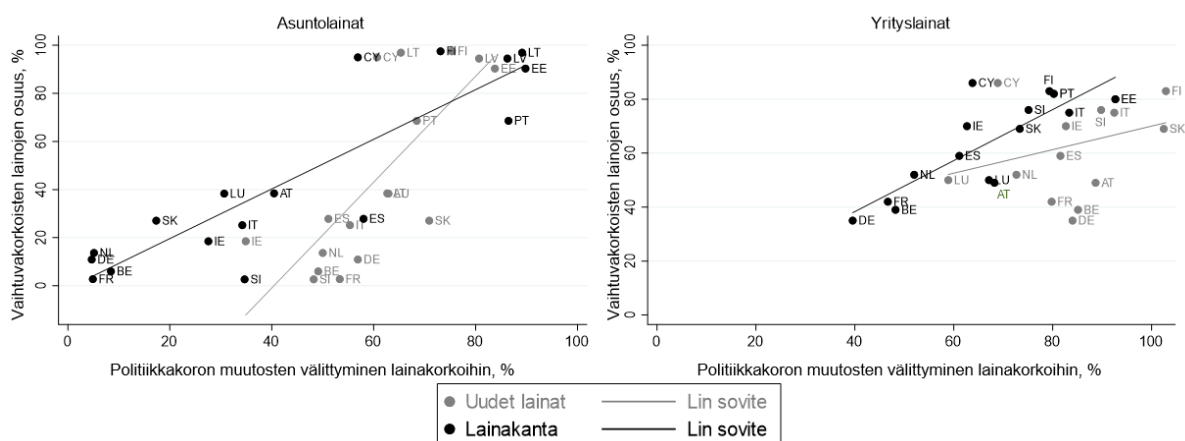
Kuviossa katsottu kaikkia euromaita, joille tilastot vaihtuvakorkoisten lainojen osuudesta ovat saatavilla. Suomen, Espanjan, euroalueen yhteensä ja Saksan vaihtuvakorkoisten lainojen osuus on korostettu. Muut maat taustalla harmaalla.

Lähde: EKP.

Yrityslainoissa on selvästi asuntolainoja enemmän vaihtuvakorkoisia lainasopimuksia, vaikka näidenkin osalta esiintyy maakohtaista hajontaa. Maissa, joissa on paljon vaihtuvakorkoisia asuntolainoja, on myös yleensä runsaasti vaihtuvakorkoisia yrityslainoja. Erityisesti Ranskassa ja Alankomaissa valtaosa pienistä yrityslainoista on kiinteäkorkoisia. Myös yrityslainojen osalta kiinteäkorkoisten lainojen osuus on kasvanut euroalueella finanssikriisin jälkeen. Reilu kymmenen vuotta sitten kiinteäkorkoisten yrityslainojen osuus oli noin 10 %, mutta matalien korkojen aikana se vähitellen nousi, ja pandemia nosti osuuden reilusti yli 20 prosenttiin. Koronnostojen alettua heinäkuussa 2022 osuus on jälleen kääntynyt laskuun.

Miten erot korkosidonnaisuudessa sitten näkyvät uusien lainojen ja lainakantojen keskikoroissa? Kuvio 8 näyttää, miten iso osa nykyisen nostosyklin aikaisesta korkotason noususta on välittynyt asunto- ja yrityslainojen keskikorkoihin ja miten keskikoron muutos korreloi vaihtuvakorkoisten lainojen osuuden kanssa. Mitä suurempi vaihtuvakorkoisten lainojen osuus, sitä voimakkaammin korkomuutokset ovat välittyneet asunto- ja yrityslainakannan keskikorkoihin.

**Kuvio 8. Korkosidonnaisuus ja korkosyklin välittyminen lainojen keskikorkoihin**



Kuviossa katsottu euroalueen maita, joilla vaihtuvakorkoisten lainojen osuus sekä lainakorkojen muutokset ovat julkisesti saatavilla. Välittyminen mitattu lainojen keskikoron muutoksen suhteena politiikkakoron muutokseen samalla ajanjaksolla. Kuviossa keskitytty ainoastaan vuoden 2022 koronnostosykliin, jonka ajanjakso on joulukuu 2021 – helmikuu 2024. Kuviossa katsottu erikseen uusien lainojen (harmaat havainnot) ja lainakantojen (mustat havainnot) keskikorkoja sekä yritys- että asuntolainojen osalta.

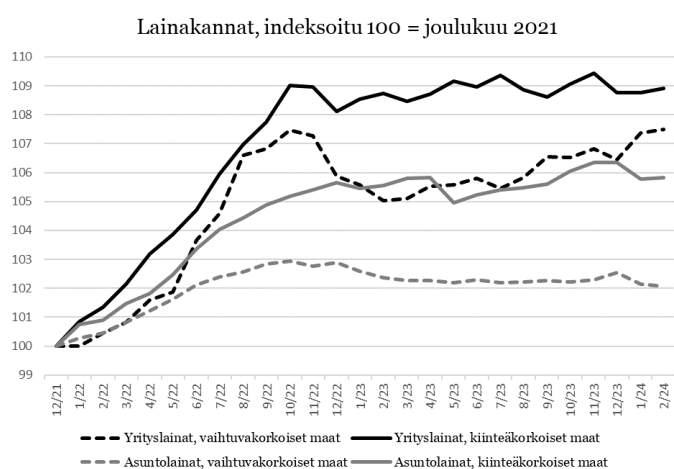
Lähteet: EKP, omat laskelmat.

Esimerkiksi Suomessa korkomuutokset ovat välittyneet sekä asunto- että yrityslainakannan keskikorkoihin noin 80 prosenttisesti, kun esimerkiksi Saksassa vastaava osuus on yrityslainakannan osalta noin 40 % ja asuntolainakannan osalta alle 10 %. Vaihtuvakorkoisissa maissa välittyminen myös uusiin asuntolainoihin on ollut jossain määrin voimakkaampaa, mutta yrityslainoihin ei.

Koronnostojen aikana uusien lainojen keskikorot nousivat eri euromaissa laaja-alaisesti asuntolainojen osalta noin 4 prosenttiin ja yrityslainojen osalta 5–6 prosentin tuntumaan. Maiden välinen hajonta keskikoroissa oli nostosyklin alkaessa kuitenkin erilainen. Uusien asuntolainojen korot ehtivät vaihtuvakorkoisissa maissa laskea matalien korkojen aikana enemmän ja näin alkutaso oli kiinteään koron maihin nähden selvästi alhaisempi. Siten myös absoluuttinen muutos oli korkojen noustessa vaihtuvakorkoisissa maissa suurempi. Uusien yrityslainojen osalta maiden väliset erot lähtötilanteessa eivät riippuneet korkosidonnaisuudesta: Baltiassa, Maltalla, Kreikassa, Irlannissa ja Kyproksella keskikorko oli noin kolme prosenttia, kun muissa euromaissa se pyöri 1,5 prosentin tietämällä.

Voimakkaampi rahoitusolojen kiristyminen näkyy jossain määrin myös lainakantojen kehityksessä (Kuvio 9). Kiinteäkorkoisissa maissa, missä keskikorot ovat nousseet suhteellisesti vähemmän, erityisesti asuntolainakanta on kasvanut selvästi reippaammin kuin vaihtuvakorkoisissa maissa. Kiinteäkorkoisissa maissa asuntolainakanta oli helmikuussa 2024 noin kuusi prosenttia suurempi kuin joulukuussa 2021, kun vaihtuvakorkoisissa maissa kannan kasvu oli samaan aikaan jäänyt kahteen prosenttiin. Myös yrityslainakannan osalta kasvu on vaihtuvakorkoisissa maissa ollut heikompaa, etenkin vuoden 2023 aikana.

**Kuvio 9. Yritys- ja asuntolainakantojen kasvu joulukuusta 2021**



Kiinteäkorkoiset maat: Ranska, Saksa, Alankomaat, Belgia, Slovakia. Vaihtuvakorkoiset maat: Suomi, Liettua, Latvia, Viro, Kypros. Lainakannat laskettu maaryhmien osalta yhteen ja indeksoitu lukemaan 100 nykyisen nostosyklin alkuun (joulukuu 2021)

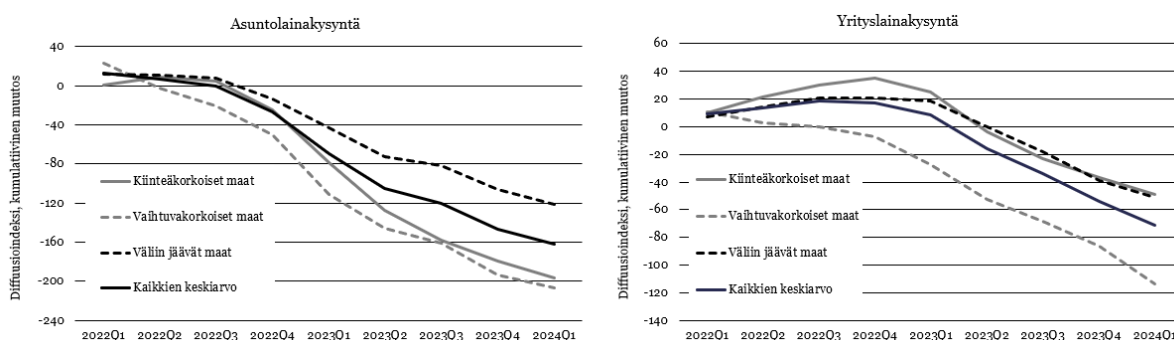
Lähteet: EKP, omat laskelmat

Nopeampi rahoitusolojen kiristyminen vaihtuvakorkoisissa maissa heijastuu myös lainakysyntään. Kuvio 10 näyttää lainakysynnän kumulatiivisen kehityksen vuoden 2022 alusta EKP:n vuosineljänneksittäin kokoaman Bank Lending Survey -kyselyn mukaan. Kuviossa käytetty diffuusioindeksi mittaa pankkien kokemaa kysynnän kehitystä edelliseen neljännekseen nähden. Jos diffuusioindeksi on negatiivinen (positiivinen), suhteellisesti isompi osa pankeista näkee kysynnän vaimentuneen (piristyneen) edelliseen neljännekseen nähden.

Yleisesti lainakysyntä on vaihtuvakorkoisissa maissa supistunut jyrkemmin ja nopeammin kuin kiinteäkorkoisissa maissa, etenkin yrityslainojen osalta. Yrityslainakannan kysynnän kasvu vuoden 2022 lopulla on pitkälti seurausta energiakriisin aiheuttamasta kysyntäpiikistä.

Asuntolainakysyntä lähti supistumaan kiinteäkorkoisissa maissa hieman myöhemmin, mutta pudotus on sen jälkeen ollut yhtä voimakasta. Näissä maissa uuden lainan ottaminen on kotitalouksille nykytilanteessa selvästi aiemmin otettua kalliimpaa. Tämä saattaa siksi yhtä lailla näkyä asuntokaupan jähmeytenä ja lainakysynnän vaimentumisena.

**Kuvio 10. Lainakysynnän kehitys korkosidonnaisuuden mukaan euroalueella**



Kiinteäkorkoiset maat: Ranska, Saksa, Alankomaat, Belgia. Vaihtuvakorkoiset maat: Suomi, Liettua, Latvia, Viro, Kypros. Väliin jäävät maat: Itävalta, Espanja, Kreikka, Kroatia, Irlanti, Italia, Luxemburg, Portugali, Slovenia. Diffuusioiden kumulatiivista muutosta otettu maaryhmittäin painottamattomat keskiarvot.

Lähteet: EKP BLS, omat laskelmat.

## 7. Vaihtuvakorkoisten asuntovelallisten suurempi osuus voi heijastua talouteen laajemmin

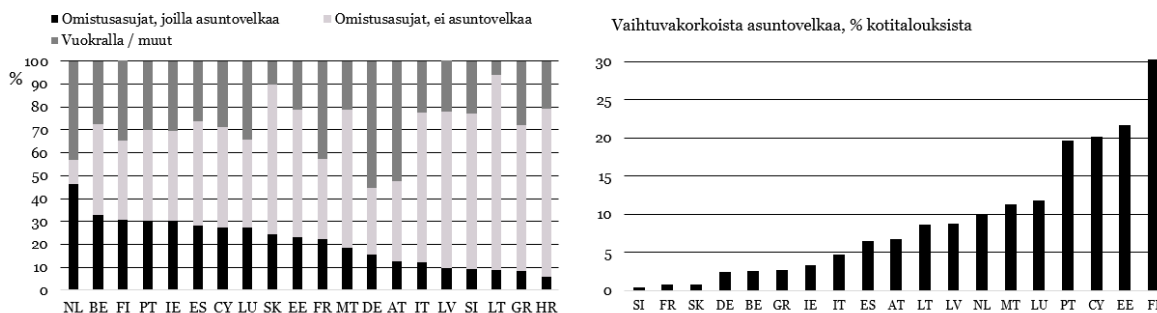
Kun rahoituskustannukset nousevat uuden velan lisäksi myös jo olemassa olevan velan osalta, on sillä potentiaalisesti laajempia talousvaikutuksia (Ippolito et al., 2018). Vaihtuvakorkoisten asuntolainojen suuremmalla osuudella on löydetty yhteys volatiilimpiin ja myötäsyklisempiin asuntohintoihin, kiinteistöinvestointeihin ja kulutukseen (Calza et al., 2013), sekä jossain määrin myös kokonaistuotantoon ja kotitalouksien velanottoon (Assenmacher-Wesche ja Gerlach, 2010). Di Maggio et al. (2017) löysivät yhteyden vaihtuvakorkoisten asuntolainojen suuremman osuuden ja asuntohintojen, kestokulutushyödykkeiden kulutuksen ja työllisyyden kasvun välillä. Corsetti et al. (2021) havaitsivat, että maiden väliset erisuuret reaktiot korkotason muutoksiin liittyvät vahvasti eroihin asuntomarkkinoilla, esimerkiksi juuri asuntolainojen korkosidonnaisuuksissa. Lane (2023a) näyttää, miten vaihtuvakorkoisilla asuntovelkaisilla aikeet supistaa kulutusta korkojen noustessa ovat merkittävästi suuremmat kuin kiinteäkorkoisilla asuntovelallisilla.

Silvo et al. (2023) huomauttavat, että vaikka kiinteäkorkoisten lainojen suurempi osuus hidastaisi lainanhoitomenojen kasvua ja sitä kautta tukisi kotitalouksien kulutusta, tällä ei olisi

merkitystä velattomiin kotitalouksiin, joita on valtaosa kotitalouksista myös Suomessa. Myös Pica (2023) osoittaa, että suurempi vaihtuvakorkoisten asuntolainojen osuus yhdessä korkeamman asuntovelallisten omistusasujien osuuden kanssa voimistaa rahapolitiikan välittymistä reaalityönteeseen. Vaihtuvakorkoisten asuntolainojen suurella osuudella ei näin ollen ole itsessään suurta vaikutusta, jos asuntovelallisten kotitalouksien osuus on pieni.

Kaiken kaikkiaan asuntovelallisten omistusasujien osuus kaikista kotitalouksista ei euroalueella ole kovin suuri, mutta maiden väliset erot ovat isot (Kuvio 11, vasen puoli). Alankomaissa on suurin asuntovelallisten omistusasujien osuus, noin 45 %. Saksassa osuus on noin 15 %, Ranskassa reilut 20 % ja Italiassa hieman yli 10 %. Kun kuvaan yhdistää tiedon vaihtuvakorkoisen asuntovelan osuudesta, saa osuuden kotitalouksista, joilla on nimenomaan vaihtuvakorkoista asuntovelkaa (Kuvio 11, oikea puoli).

**Kuvio 11. Osuus kotitalouksista, joilla asuntovelkaa, ja ne, joilla velka on vaihtuvakorkoista**



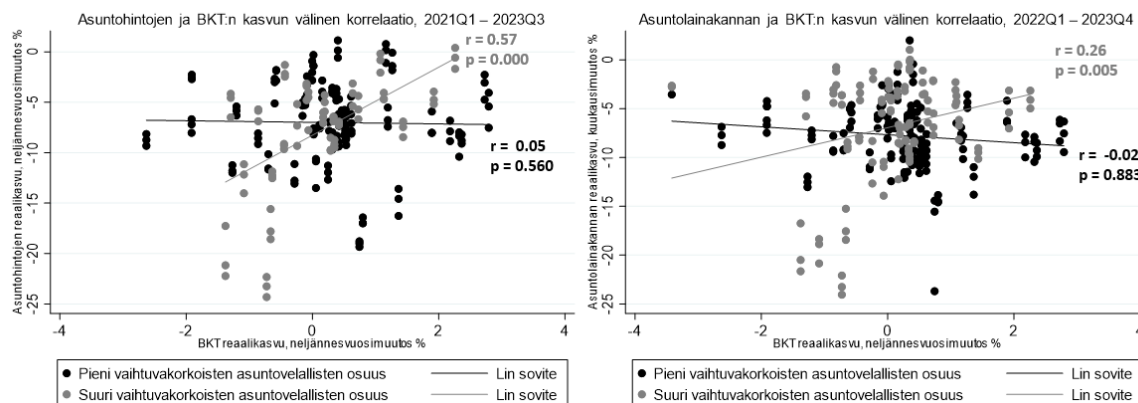
Oikeanpuoleisessa kuvassa kerrottu yhteen asuntovelallisten omistusasujien osuus vaihtuvakorkoisten asuntolainojen osuudella.

Lähteet: EKP Household Financial and Consumption Survey, EKP IMIR, omat laskelmat.

Näin katsottuna maiden keskinäinen järjestys muuttuu. Osuus väestöstä, jolla on vaihtuvakorkoista asuntovelkaa, on Suomessa selvästi euroalueen suurin. Noin 30 prosentilla suomalaisista on asuntovelkaa, ja käytännössä kaikki tästä on vaihtuvakorkoista, vaikka osaan lainoja onkin vuosien varrella otettu erinäisiä korkosuojauksia. Alankomaissa oli selvästi suurin asuntovelallisten omistusasujien osuus, mutta vaihtuvakorkoista asuntovelkaa on vain 10 % kotitalouksista. Toisessa ääripäässä on mm. Ranska, missä vaihtuvakorkoisten asuntovelallisten osuus väestöstä on alle prosentin ja Saksa, missä osuus on 2,5 prosenttia.

Kuten yllä esitetty aikaisempi kirjallisuus antaa odottaa, suurempi vaihtuvakorkoisten asuntovelallisten osuus näkyy nykyisessä koronnoususykliässä myötäsyklisempinä asuntohintoina ja luotonannon kasvuna (Kuvio 12). Mitä isompi se osuus väestöstä, jonka rahoituskustannukset ovat nousseet korkotason nousun mukana, sitä suurempi on kokonaistuotannon ja asuntohintojen sekä asuntolainakannan kasvun välinen korrelaatio.

## Kuvio 12. Vaihtuvakorkoisten asuntovelallisten osuus ja asuntomarkkinoiden myötäsyklisyys



Harmaat pallot: otoksen ylin neljännes. Mustat pallot: otoksen alin neljännes. (r) kertoo havaintopisteiden keskinäisen korrelaation ja (p) sen tilastollisen merkitsevyyden. Mitä suurempi kulmakerroin lineaarisella sovitteella on, sitä enemmän asuntohintojen ja asuntolainakannan kasvu korreloi BKT-kasvun kanssa. Laskelmissa on poistettu kuitenkin muuttujan osalta sen jakauman molemmista hännistä 2,5 % havainnoista.

Lähteet: Eurostat, EKP, omat laskelmat.

Rahoituskustannusten voimakkaampi kiristyminen vaihtuvakorkoisissa maissa kuten Suomessa ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita, että talouskasvu supistuisi jyrkemmin, vaikka asuntomarkkinat ja luottosykli olisivatkin myötäsyklisempiä. Kuten Silvo et al. (2023) toteavat, vaihtuvakorkoisten lainojen yleisyys ei yksin selitä kovinkaan merkittävää osaa rahapolitiikan talouskasvua heikentävästä vaikutuksesta Suomessa siitäkään huolimatta, että korkojen nousu on meillä ollut poikkeuksellisen voimakasta ja nopeaa.

## 8. Koronnostot aloitettiin hyvin erilaisissa lähtötilanteissa

Tässä artikkelissa on useiden muiden selvitysten tavoin verrattu keskenään kahta hyvin erilaista koronnostosykliä (mm. Lane, 2023a; Beyer et al., 2024; Byrne ja Foster, 2023; Suomen Pankki, 2023). Kahden eri koronnostosyklin vertaaminen keskenään ei ole ongelmattonta, etenkin kun nostosykli alkoivat hyvin erilaisista lähtötilanteista. Tämä saattaa myös pitkälti selittää eroja lainamäärien kehityksessä.

Ensiksikin, taloutta kohdanneet shokit nostosyklien taustalla ovat hyvin erilaiset. Joulukuussa 2005 rahapolitiikan kiristämisen taustalla oli kysyntävetoinen inflaatio: talouskehitys oli vahvaa ja luottokannat kasvoivat. Heinäkuun 2022 koronnostot aloitettiin selvästi heikommassa taloustilanteessa ja inflaatio oli pitkälti tarjontalähtöistä. Kysyntä on pysynyt vaisuna, epävarmuus on suurta ja etenkin energian hinnannousu on syönyt ostovoimaa.

Vuosien 2005–2007 koronnostojen aikana luottamusindeksit pysyivät vahvoina aina vuoden 2007 lopulle saakka. Luottojen kysyntä kasvoi asuntolainojen osalta kolmanteen koron-



nostoon asti ja yrityslainojen osalta vielä pidempään. Nykyisiä koronnostoja taas edelsi asuntolainakysynnän supistuminen ja yrityslainojen osalta kysyntä hiipui jo toisen koronnoston jälkeen. Luottamusindikaattorit lähtivät laskuun puoli vuotta ennen ensimmäistä koronnostoa.

Ennen finanssikriisiä korkotason nousu ei pienentänyt lainakantoja, vaan lainoja otettiin koko ajan enemmän lähes nostosyklin loppuun saakka. Nykyisessä nostosyklissä lainakantojen kasvu hyytyi nopeasti ja etenkin niissä maissa, missä koronnostot ovat menneet voimakkaammin läpi keskikorkoihin, lainakannat ovat kehittyneet keskimääräistäkin heikommin. Di Maggio et al. (2017) huomauttavat, että vaihtuvakorkoisten lainasopimusten voidaan katsoa toimivan eräänlaisina talouden automaattisina vakauttajina, sillä oletuksella että lainojen viitekorkot yleensä nousevat noususuhdanteissa ja laskevat laskusuhdanteissa. Kun nykyisessä nostosyklissä kysyntä on pysynyt vaisuna ja luottamusilmapiiri oli jo alkujaan heikko, vaihtuvakorkoiset lainasopimukset ovat entisestään vahvistaneet kysynnän vaimeutta.

Lisäksi nykyisen nostosyklin erottaa edellisestä sen kansainvälinen yhtäaikaisuus, kun suurimmilta keskuspankeilta nähtiin lähes synkronoituja koronnostoja. Erityisesti Yhdysvaltojen keskuspankin samanaikainen voimakas korkotason nosto alensi osaltaan myös euroalueen omaisuuserien hintoja, mikä entisestään kiristi rahoitusoloja (Lane, 2023a). Globaalisti kiristytävä rahapolitiikka on vaikuttanut myös merkittävästi maailmankauppaan ja alentanut euroalueen kokonaiskysyntää (Suomen Pankki, 2023). Poikkeuksellisen nykyisestä nostosyklistä tekee myös samanaikaisesti koronnostojen kanssa toteutettu irtautuminen rahapolitiikan epätaivanomaisista toimista. Euroalueella on luovuttu korkojen ennakoivasta viestinnästä ja aloitettu osto-ohjelmissa tehtyjen sijoitusten määrän hallittu pienentyminen (Suomen Pankki, 2023).

## 9. Lopuksi

Koronnostot ovat nykyisessä nostosyklissä välittyneet pankkikorkoihin hieman heikommin kuin aiemmin. Taustalla voivat olla nostosykliden väliset erot markkinoiden korko-odotuksissa, jotka ohjaavat pankkilainoissa tyypillisesti käytettyjä viitekorkoja, kiinteään korkoon sidottujen lainojen suosion kasvu matalien korkojen aikana, vaihtuvakorkoisiin lainasopimuksiin otetut korkosuojaudet ja luottamusilmapiirin aikaansaama lainakysynnän selvästi heikompi kehitys. Ylimääräinen likviditeetti ja yksityisen sektorin talletusten nopea kasvu ovat tehneet pankit viime vuosina vähemmän riippuvaisiksi vähittäistalletuksista, mikä näkyy nyt talletuskorkojen selvästi jäykempänä kehityksenä. Tämäkin on saattanut hidastaa koronnostojen välittymistä lainakorkoihin.

Rahoituskustannukset ovat kiristyneet nykyisessä nostosyklissä selvästi voimakkaammin vaihtuvakorkoisissa maissa. Vaikka luottosykli ja asuntomarkkinat olisivatkin näissä maissa

myötäsyklisemmät, ei se automaattisesti tarkoita heikompaa talouskasvua. Hyvä työllisyystilanne on laajalti tukenut yksityistä kulutusta. Mitä paremmassa lähtötilanteessa velalliset ovat, sitä enemmän niillä on puskureita selvitä suuremmasta korkorasitteesta. Luottoriskit kasvavat nyt erityisesti korkeasti velkaantuneilla sektoreilla ja kotitalouksilla.

Erot korkosidonnaisuuksissa heijastuvat myös pankkien kannattavuuteen. Ne pankit, joilla on taseissaan enemmän vaihtuvakorkoisia lainoja, hyötyivät korkomarginaalin noususta ja siten kannattavuuden paranemisesta. Rahoitusvakauden näkökulmasta tilanne ei kuitenkaan ole yksioikoinen, koska rahoituskustannusten laaja-alaisempi kiristyminen voi kasvattaa maksuhäiriöitä ja riskiä laajempiin luottotappioihin. Kiinteäkorkoisissa maissa korkoriskin kantaa alkuvaiheessa pääasiassa pankkisektori, mikä voi lisätä rahoitusvakauriskin suoraan pankkien vakavaraisuusaseman kautta heikentämällä niiden korkokatteiden kehitystä ja kannattavuutta. Aiempia koronnostosyklejä parempi lähtötilanne on kuitenkin kasvattanut pankkisektorin tappionsietokykyä. Pankit ovat myös lisääntyneen sääntelyn vuoksi aiempaa kriisinkestävämpiä (Lane, 2023).

Se, mitä seurauksia korkosidonnaisuuden eroilla on tästä eteenpäin, riippuu tulevasta korkourasta. Jos korkotaso pysyy pidempään korkealla, sitä laajemmin rahoitusolot kiristyvät koko euroalueella. Kiinteäkorkoisissa maissa lainakannan keskikorko jatkaa vähittäistä ja portaitaista nousuaan, vaikka yksittäiselle velalliselle korkorasitteen nousu onkin yhtä jyrkkä silloin, kun koron kiinnitysaika päättyy tai otetaan uutta velkaa. Ilman uusia koronnostoja vaihtuvakorkoisissa maissa rahoituskustannukset eivät enää pahemmin nouse. Rahapolitiikan nopeampi välittyminen tarkoittaa myös sitä, että korkotason sopeutuminen ohjauskorkojen nousuun tulee olemaan ohi nopeammin kuin euroalueella keskimäärin (Välimäki, 2023).

Kiinteäkorkoisissa maissa keskikorko vastaavasti laskee hitaammin tulevien koronlaskujen myötä. Nyt otettu kiinteäkorkoinen velka pitää rahoituskustannukset korkealla pidempään. Markkinoilla odotetaan, että koronlaskut alkaisivat jo tänä kesänä. Jos näin käy, maissa, joissa on paljon pitkäaikaista kiinteäkorkoista velkaa, yksityinen sektori voi säästyä isolta osin rahoitusolojen voimakkaimmalta kiristymiseltä. Toisaalta korkotason voidaan kuitenkin odottaa jäävän aiemmin nähtyä korkeammalle. Kun osa nyt olemassa olevasta kiinteäkorkoisesta velasta on otettu matalien korkojen aikana, rahoitusolojen kiristyminen ei ole vielä kaikilta osin päättynyt. On mahdollista, että vanhan velan erääntyessä rahoituskustannusten nousu on osalle toimijoista edelleen liikaa. Erot maiden välillä korostuvat nyt, kun korot ovat nousseet poikkeuksellisen nopeasti ja voimakkaasti.

Valuuttaunionissa rahapoliittinen viritys on kaikille maille sama huolimatta niiden rakenteellisista eroista, korkosidonnaisuuksista tai siitä, missä vaiheessa suhdannesykliä maat kulloinkin liikkuvat. Jos yksittäisen maan inflaatio- ja talouskehitys poikkeaa euroalueen keskimääräisestä kehityksestä, yhteinen rahapolitiikka voi lyhyellä aikavälillä olla tilanteeseen nähden

kevyempää tai kireämpää kuin euroalueella keskimäärin (Välimäki, 2023). Maakohtaisiin eroihin voidaan kohdistaa kansallisia finanssi- tai rakennepoliittisia toimia, mutta rahoitusvakauden kannalta kyseeseen voivat tulla myös makrovakauspoliittiset toimet.

Tutkimuskirjallisuudessa on esitetty, että tilanteessa, jossa maata kohtaa epäsymmetrinen shokki, kansallinen ja tarpeen mukaan muutettava makrovakauspoliitiikka yhdessä yhteisen rahapolitiikan kanssa tarjoaa parhaan politiikkayhdistelmän vaimentamaan talouden epätasapainoja (Dehmej ja Gambacorta, 2019; Rubio, 2023). Näissä tutkimuksissa keskitytään pääasiassa siihen, miten keventävät makrovakaustoimet voisivat täydentää elvyttävää rahapolitiikkaa etenkin niissä maissa, missä lainat tyypillisesti sidotaan kiinteään korkoon, eivätkä koronlaskut siten välity kuin vain hitaasti yksityiselle sektorille. Nykytilanne on käytännössä päinvastainen ja luo kysymyksen, pitäisikö makrovakauspoliitiikka reagoida tasapainottavasti myös silloin, jos rahoitusolot kiristyvät joissain maissa suhteellisesti enemmän?

Vastaus ei ole yksinkertainen. Kirjallisuudessa on saavutettu suhteellisen vahva konsensus siitä, että keventävä makrovakauspoliitiikka on selvästi kiristävästä makrovakauspoliitiikasta tehottomampaa. Tämä selittyy sillä, että kysyntää on vaikeampi rohkaista laskusuhdanteissa, kuin mitä sitä voidaan noususuhdanteissa rajoittaa, vaikka tutkimusnäyttöä ja kokemusta makrovakaustilanteiden kevennyksistä onkin vielä ylipäätään paljon vähemmän kuin niiden kiristämistä (Araujo et al., 2020). Tulee myös muistaa, että makrovakauspoliitiikan ensisijainen tavoite ei ole suhdanteiden tasaaminen, vaan pahimpien kriisitilanteiden ehkäiseminen ja lieventäminen rahoitusjärjestelmän osapuolten riskinkestokyvyn varmistamisen kautta. Tämä edesauttaa myös rahapolitiikan tehokasta välittymistä.

## Kirjallisuus

Araujo, J., M. Patnam, A. Popescu, F. Valencia ja W. Yao (2020) "Effects of macroprudential policy: Evidence from over 6000 estimates" IMF Working Paper 20/67

Assenmacher-Wesche, K. ja S. Gerlach (2010) "Financial structure and the impact of monetary policy on property prices" Institute for Monetary and Financial Stability, University of Frankfurt

Beyer, R., R. Chen, C. Li, F. Mishc, E.O. Ozturk, ja L. Ratnovski (2024) "Monetary policy pass-through to interest rates: Stylized facts from 30 European countries" IMF Working Paper WP/24/9 <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/01/12/Monetary-Policy-Pass-Through-to-Interest-Rates-Stylized-Facts-from-30-European-Countries-543715>

Brissimis, S.N., M. Iosifidi ja M.D. Delis (2014) "Bank Market Power and Monetary Policy Transmission" International Journal of Central Banking 10(4): 173-214

Byrne, D. ja R. Kelly (2019) "Bank asset quality and monetary policy pass-through" Applied Economics 51(23): 2501-2521

Byrne, D., ja S. Foster (2023) "Transmission of monetary policy: Bank interest rate pass-through in Ireland and the euro area" Economic Letter 3/2023, Central Bank of Ireland <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/economic-letters/transmission-of-monetary-policy-bank-interest-rate-pass-through-in-ireland-and-the-euro-area.pdf>

Calza, A., L. Stracca ja T. Monacelli (2013) "Housing finance and monetary policy" Journal of the European Economic Association 11(S1):101-122

Corsetti, G., J.B. Duarte ja S. Mann (2022) "One money, many markets" Journal of the European Economic Association 20(1): 513-548

Dehmej, S. ja L. Gambacorta (2019) "Macroprudential policy in a monetary union" Comparative Economic Studies 61:195-212

Di Maggio, M., Kermani, A., Keys, B.J., Piskorski, T., Ramcharan, R., Seru, A, ja Yao, V. (2017) "Interest rate pass-through: Mortgage rates, household consumption, and voluntary deleveraging" American Economic Review 107(11): 3350-3588

Drechsler, I., A. Savov ja P. Schnabl (2017) "The deposit channel of monetary policy" The Quarterly Journal of Economics, 132(4): 1819-1876

Duprey, T., B. Klaus ja T. Peltonen (2015) "Dating systemic financial stress episodes in the EU countries" ECB Working Paper Series No 1873

- EKP (2023) "Rahapoliittisia päätöksiä" Lehdistötiedote 27.7.2023 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230727~da80cfcf24.fi.html>
- Holton, S. ja C. Rodriguez-d'Acra (2018) "Interest rate pass-through since the euro area crisis" *Journal of Banking & Finance* 96: 277-291
- Ippolito, F., Ozdagli, A.K., ja Perez-Orive, A. (2018) "The transmission of monetary policy through bank lending: the floating rate channel" *Journal of Monetary Economics* 95: 49-71
- Koskinen, K. ja E. Kerola (2019) "Lievästi negatiivinen keskuspankkikorko keventää rahoitusoloja" *Euro & Talous*, 3.10.2019 <https://www.eurojatalous.fi/fi/2019/4/lievasti-negatiivinen-keskuspankkikorko-keventaa-rahoitusoloja/>
- Laine, O-M., J. Nelimarkka, ja L. Vilmi (2023) "Rahapolitiikan kiristäminen on hillinnyt hintojen nousua" *Euro & Talous*, 22.11.2023 <https://www.eurojatalous.fi/fi/2023/artikkelit/rahapolitiikan-kiristaminen-on-hillinnyt-hintojen-nousua/>
- Lane, P.R. (2022) "The transmission of monetary policy" Puhe SUERF, CGEG/Columbia/SIPA, EIB, Société Générale konferenssissa "EU and US perspectives: New directions for economic policy" New Yorkissa, Lokakuun 11, 2022 <https://www.bis.org/review/r221012c.pdf>
- Lane, P.R. (2023a) "The euro area hiking cycle: an interim assessment". Dow Lecture at the National Institute of Economic and Social Research, Lontoo 16.2.2023 [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230216\\_1~f8cf2cd689.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230216_1~f8cf2cd689.en.html)
- Lane, P.R. (2023b) "Monetary policy tightening and the financing of firms" Keynote address at the Enterprise Ireland Summit, Dublin 19.4.2023 <https://www.bis.org/review/r230419g.pdf>
- Messer, T. ja F. Niepmann (2023) "What determines passthrough of policy rates to deposit rates in the euro area?" [FEDS Notes July 28, 2023](#)
- Neumark, D. ja S.A. Sharpe (1992) "Market structure and the nature of price rigidity: Evidence from the market of consumer deposits" *The Quarterly Journal of Economics*, 107(2): 657-80
- Pica, S. (2023) "Housing markets and heterogeneous effects of monetary policy across the euro area" Working Paper (Tammikuu 2023)
- Rubio, M. (2023) "Macroprudential policy implementation in a heterogeneous monetary union" *Oxford Economic Papers* 00:1-24
- Silvo, A., Lindblad, A., ja Viertola, H. (2023) "Korkojen nousu hidastaa inflaatiota ja talouskasvua Suomessa" *Euro & Talous*, 19.12.2023 <https://www.eurojatalous.fi/fi/2023/6/vaihtoeh-toislaskelma-korkojen-nousu-hidastaa-inflaatiota-ja-talouskasvua-suomessa/>

Suomen Pankki (2023) ”Talttuuko euroalueen inflaatio ilman taantumaa ja rahoitusolojen liiallista kiristymistä?” Euro & Talous, 3.10.2023 <https://www.eurojatalous.fi/fi/2023/4/talttuuko-euroalueen-inflaatio-ilman-taantumaa-ja-rahoitusolojen-liiallista-kiristymista/>

Välimäki, T. (2023) ”EKP:n nopeasti kiristämä rahapolitiikka välittyy talouteen voimakkaasti” Euro & Talous, 3.10.2023 <https://www.eurojatalous.fi/fi/2023/4/ekp-n-nopeasti-kiristama-rahapolitiikka-valittyy-talouteen-voimakkaasti/>

# BoF Economics Review

2021	No 1	Kärkkäinen, Samu; Nyholm, Juho: Economic effects of a debt-to-income constraint in Finland : Evidence from Aino 3.0 model
	No 2	Nyholm, Juho; Voutilainen, Ville: Quantiles of growth : household debt and growth vulnerabilities in Finland
	No 3	Juselius, Mikael; Tarashev, Nikola: Could corporate credit losses turn out higher than expected?
	No 4	Nelimarkka, Jaakko; Laine, Olli-Matti: The effects of the ECB's pandemic-related monetary policy measures
	No 5	Oinonen, Sami; Vilmi, Lauri: Analysing euro area inflation outlook with the Phillips curve
	No 6	Pönkä, Harri; Sariola, Mikko: Output gaps and cyclical indicators : Finnish evidence Analysing euro area inflation outlook with the Phillips curve
	No 7	Hellqvist, Matti; Korpinen, Kasper: Instant payments as a new normal : Case study of liquidity impacts for the Finnish market
	No 8	Markkula, Tuomas; Takalo, Tuomas: Competition and regulation in the Finnish ATM industry
	No 9	Laine, Tatu; Korpinen, Kasper: Measuring counterparty risk in FMI's
	No 10	Kokkinen, Arto; Obstbaum, Meri; Mäki-Fränti, Petri: Bank of Finland's long-run forecast framework with human capital
2022	No 1	Norring, Anni: Taming the tides of capital – Review of capital controls and macroprudential policy in emerging economies
	No 2	Gulan, Adam; Jokivuolle, Esa; Verona, Fabio: Optimal bank capital requirements: What do the macroeconomic models say?
	No 3	Oinonen, Sami; Virén, Matti: Has there been a change in household saving behavior in the low inflation and interest rate environment?
	No 4	Nyholm, Juho; Silvo, Aino: A model for predicting Finnish household loan stocks
	No 5	Oinonen, Sami; Virén, Matti: Why is Finland lagging behind in export growth?
	No 6	Mäki-Fränti, Petri: The effects of age and cohort on household saving
2023	No 1	Obstbaum, Meri; Oinonen, Sami; Pönkä, Harri; Vanhala, Juuso; Vilmi, Lauri: Transmission of recent shocks in a labour-DSGE model with wage rigidity
	No 2	Kärkkäinen, Samu; Silvo, Aino: Household debt, liquidity constraints and the interest rate elasticity of private consumption
	No 3	Nippala Veera, Sinivuori Taina: Forecasting private investment in Finland using Q-theory and frequency decomposition
	No 4	Hokkanen, Topi: Externalities and market failures of cryptocurrencies
2024	No 1	Kortalainen, Mika: How effective quantitative tightening can be with a higher-for-longer pledge?
	No 2	Norring, Anni: Geoeconomic fragmentation, globalization, and multilateralism
	No 3	Koponen, Heidi: Constructing a composite indicator to assess cyclical systemic risks: An early warning approach
	No 4	Korhonen, Iikka; Newby, Elisa; Elonen-Kulmala, Jonna: Microblogging money: Exploring the world's central banks on Twitter
	No 5	Kerola, Eeva: Rahoitusolojen eritahtinen kiristyminen euroalueella