Analyysi

EKP:n korkomuutosten vaikutukset yrityslainojen korkoihin vaihtelevat voimakkaasti eri maiden välillä

Kansainvälinen talous, Rahapolitiikka | 01.10.2024 |

Olli-Matti Laine, Aleksi Paavola, Eeva Kerola

KIRJOITTAJAT



Olli-Matti Laine
Vanhempi ekonomisti



Aleksi Paavola
Vanhempi markkina-analyytikko



Eeva Kerola
Vanhempi ekonomisti

Euroalueen yrityslainakannasta merkittävä osa on kiinteäkorkoista lainaa, mikä hidastaa rahapolitiikan välittymistä. Vuonna 2022 alkanut korkojen nousu ei ole sen vuoksi vielä ehtinyt välittyä lainanhoitomenoihin isolla osalla yrityksiä. Vastaavasti monessa yrityksessä korkojen viimeaikainen lasku ei vielä näy korkokustannusten alenemisena. Kiinteäkorkoisten yrityslainojen osuus eroaa toimialojen välillä, mutta ero on vielä merkittävämpi eri euroalueen maiden välillä. Esimerkiksi Saksassa ja Ranskassa valtaosa yrityslainoista on sidottu kiinteään korkoon, kun taas Suomessa vastaava osuus on hyvin pieni.



Rahapolitiikka välittyy luottokantoihin ja talouteen viipeellä

Rahapolitiikan päätökset vaikuttavat talouskasvuun ja yleiseen hintatasoon vaiheittain ja useiden kuukausien viipeellä. Esimerkiksi Nelimarkka (2024) arvioi, että vuonna 2022 alkaneen koronnostosyklin suurin vaikutus euroalueen talouteen on vuoden 2023 puolivälistä vuoteen 2025. Myös Darracq-Paries ym. (2023) ovat päätyneet samankaltaisiin tuloksiin. Vaikka EKP on nyt laskenut korkoa, vanhat koronnostot hillitsevät siis edelleen hintojen nousua.

Euroalueen talous on pankkikeskeinen, eli suurin osa sekä kotitalouksien että yritysten velkarahoituksesta on pankkien myöntämää luottoa – olkoonkin, että yritysten velkakirjarahoituksen osuus on viime vuosina kasvanut.[1] Siksi rahapolitiikan välittyminen pankkien luotonantoon on keskeisessä roolissa rahapolitiikan välittymisessä koko talouteen (ks. esim. Lane, 2022; Lane, 2023). Pankkilainojen ehdot ovat siis euroalueella keskeinen yksityisen sektorin rahoitusoloihin vaikuttava tekijä.[2]

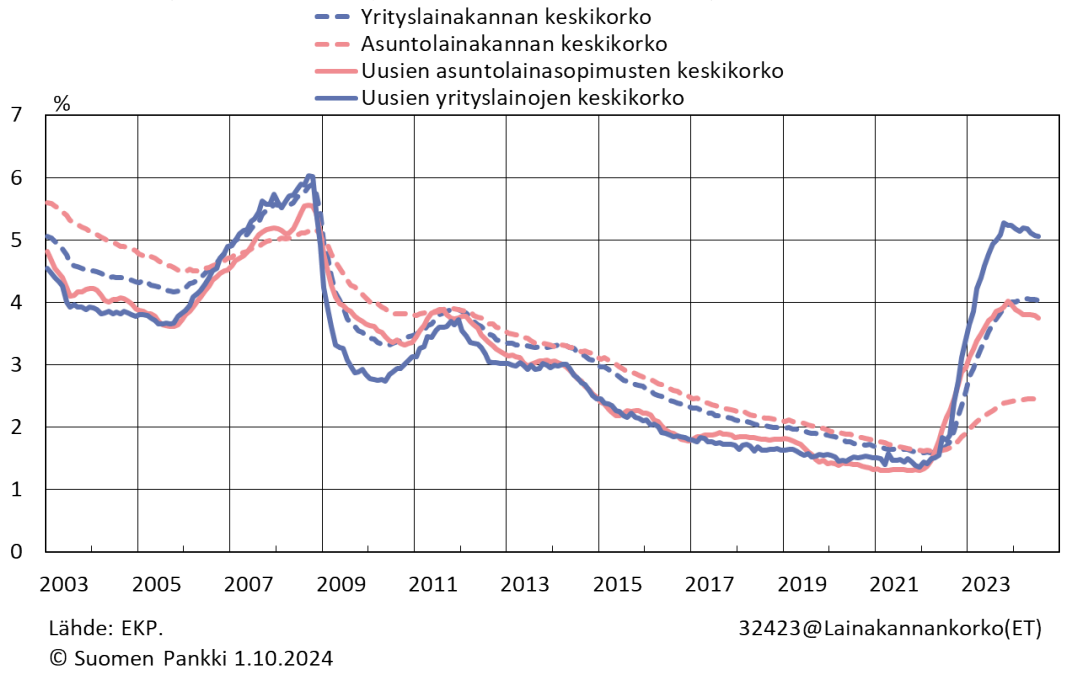
Rahapolitiikka eli korkomuutokset välittyvät pankkilainojen ehtoihin vaihtelevasti. Uusien lainojen korot seuraavat korkokehitystä melko tarkasti: vuonna 2022 lainakorot nousivat nopeasti politiikkakorkojen mukana ja ovat korkosyklin käännyttyä tänä vuonna alkaneet laskea (kuvio 1).[3] Tähänkin osaan rahapolitiikan välittymistä liittyy tilanteen mukaan vaihtelevia viipeitä. Kerolan (2024) laskelmien mukaan EKP:n politiikkakorkojen nosto on välittynyt uusien asunto- ja yrityslainojen korkoihin vuosina 2022–2024 hieman hitaammin kuin edellisessä rahapolitiikan kiristyssyklissä vuosina 2005–2007.[4] Mahdollisia syitä koronnostojen heikompaan välittymiseen lainakorkoihin ovat mm. erot koronnostosyklien korko-odotuksissa tai lainojen kysynnässä,

kiinteäkorkoisten lainojen suosion kasvu alhaisten korkojen aikana sekä korkosuojausten lisääntynyt käyttö.

Koko lainakannan keskikorot nousevat selvästi hitaammin kuin uusien lainojen korot (kuvio 1). Tämä johtuu siitä, että yritysten ja kotitalouksien pankkirahoitus on euroalueella merkittävissä määrin kiinteäkorkoista eli korko asetetaan myöntöhetkellä koko laina-ajalle. Siksi monen yrityksen ja kotitalouden keskimääräiset rahoituskustannukset ovat pysyneet EKP:n koronnostoista huolimatta maltillisina. Vastaavasti vaikka korkoja nyt lasketaan, monen toimijan rahoituskustannukset voivat yhä kasvaa, kun alhaisten korkojen aikana kiinteällä korolla lainattu pääoma erääntyy ja se joudutaan uudelleen rahoittamaan korkeammalla korolla. Tässä artikkelissa keskitytään tarkastelemaan rahapolitiikan välittymistä pankkisektorin kautta yritysten luottoihin erityisesti tästä näkökulmasta.

Kuvio 1.

Lainakantojen korot reagoivat uusia lainakorkoja hitaammin



Lähde: EKP. 32423@Lainakannankorko(ET)

© Suomen Pankki 1.10.2024

Rahapolitiikka välittyy nopeammin vaihtuvakorkoisiin luottoihin

Rahapolitiikka välittyy voimakkaammin yrityksiin, joiden pankkilainoissa on vaihtuvat korot. Korkojen nousu kaventaa näiden yritysten toimintaedellytyksiä, kun kasvavat korkokulut

vähentävät käytettävissä olevia varoja (Ippolito ym., 2018). Toisin sanoen jos yrityksellä on vaihtuvakorkoinen laina, korkojen muutos vaikuttaa tilikauden voittoon ja kassavirtaan. Tällä puolestaan on vaikutusta mm. voitonjakoon ja investointeihin. Tätä kutsutaan rahapolitiikan vaihtuvien korkojen kanavaksi (eng. *floating-rate channel*). Empiiristä näyttöä kanavan olemassaolon puolesta ovat tarjonneet Ippolito ym. (2018) ja Gürkaynak ym. (2022).

Vastaavanlainen mekanismi koskee myös asuntolainoja ja muita luottoja: kotitalouden käytettävissä olevat tulot ja kulutuspäätökset muuttuvat korkomenojen muuttuessa (Calza ym., 2013; Di Maggio ym., 2017). Tässä artikkelissa kuitenkin keskitytään yrityslainoihin, joista on saatavilla koko euroalueen kattava yksityiskohtainen AnaCredit-aineisto. Näin pääsemme tarkastelemaan rahapolitiikan välittymistä yritystasolla.

Euroalueen pankkien myöntämistä yrityslainoista noin puolet on vaihtuva- ja puolet kiinteäkorkoisia.[5] Merkittävällä osalla yrityksistä on siis kiinteäkorkoista pankkilainaa, vaikka tilanne vaihteleekin paljon maittain. Maiden välisiä eroja vaihtuva- ja kiinteäkorkoisten lainojen suhteissa on tutkittu lähinnä asuntolainojen osalta. Sekä Campbell (2012) että Albertazzi ym. (2024) esittävät, että kuluttajat suosivat kiinteäkorkoisia lainoja enemmän maissa, joissa inflaatio on historiallisesti vaihdellut vähemmän. Jälkimmäisessä artikkelissa löydetään kiinteäkorkoisten lainojen laajemmalle käytölle muitakin syitä, kuten kotitalouksien heikko talousosaaminen sekä työttömyyden ja korkotason voimakas korrelaatio. Kaikkiaan kirjoittajat arvioivat, että asuntolainojen tapauksessa kotitalouksien kysyntä määrittää lainojen korkosidonnaisuutta pankkien lainatarjontaa enemmän.

Jungherr ym. (2022) osoittavat, että yritysten investoinnit reagoivat rahapolitiikkaan erityisesti silloin, kun merkittävä osa niiden velasta erääntyy. Tämä tarkoittaa sitä, että keskuspankin korkomuutosten välittymisen ymmärtämiseksi on hyödyllistä tietää, milloin vanhat lainat erääntyvät ja yritykset tarvitsevat uutta rahoitusta. Seuraavaksi hyödynnämmekin AnaCredit-yritysluottorekisteriä ja tarkastelemme euroalueen yrityslainojen juoksuaikoja, korkosidonnaisuuksia ja erääntymisiä.

Korkomuutokset välittyvät euroalueen yrityslainoihin vaihtelevasti

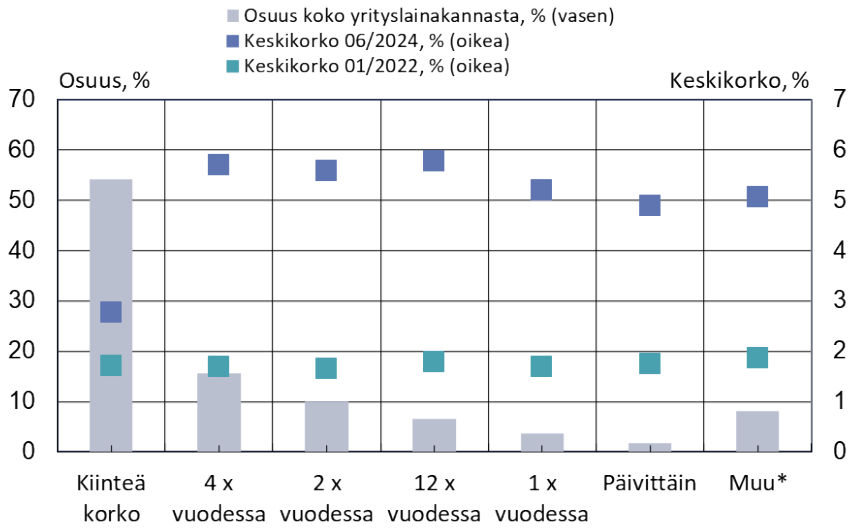
Vuonna 2022 alkanut korkojen nopea nousu on kasvattanut merkittävästi euroalueen yrityssektorin velanhoitokustannuksia. Korkorasitteen kasvu riippuu kuitenkin siitä, onko velka vaihtuva- vai kiinteäkorkoista. Yritysluottorekisterissä olevista lainoista kiinteäkorkoisia on noin puolet (kuvio 2). Seuraavaksi suosituimmat lainatyypit ovat sellaisia, joissa korontarkistus tehdään neljä kertaa vuodessa (18 %) tai puolivuosittain (10 %).

Noin puolet yrityslainakannasta on siis kiinteäkorkoisia lainoja, joissa korko pysyy samana koko laina-ajan ja joiden korkokustannukset nousivat juuri päättyneessä koronnostosyklissä melko vähän (kuvio 2). Kiinteäkorkoisten yrityslainojen kannan keskikorko on noussut tammikuun 2022 noin 2 prosentista kesäkuussa 2024 noin 3 prosenttiin eli prosenttiyksikön verran.

Toisin kuin kiinteäkorkoisissa lainoissa, vaihtuvakorkoisissa yrityslainoissa politiikkakoron nostot ovat laaja-alaisesti välittyneet koko olemassa olevaan lainakantaan (kuvio 2). Vaihtuvakorkoisen yrityslainakannan keskimääräinen korko on noussut tammikuun 2022 jälkeen lainatyypin mukaan 3:sta 4:ään prosenttiyksikköä ja keskikorko on ollut kesäkuussa 2024 noin 5–6 %. Nykyisillä korko-odotuksilla[6] tämä tarkoittaa sitä, että vaihtuvakorkoisten yrityslainojen korkokustannukset alkavat pienentyä.

Kuvio 2.

Kiinteäkorkoiset lainat kattavat yli puolet yrityslainakannasta



* Korkoa muutetaan muulla tavoin tai velkojalla on oikeus määrätä korontarkistuspäivä.
Lähteet: EKP AnaCredit yritysluottorekisteri, Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 1.10.2024 42756@Chart 2

Alhaisten korkojen aikana otetuissa kiinteäkorkoisissa lainoissa mahdollinen korkokulujen nousu koittaa vasta, kun laina erääntyy ja se pitää rahoittaa uudelleen. Rahoituskustannusten nousua rajoittaa se, että vain pieni osa kiinteäkorkoisista lainoista erääntyy seuraavan parin vuoden aikana (kuvio 3).

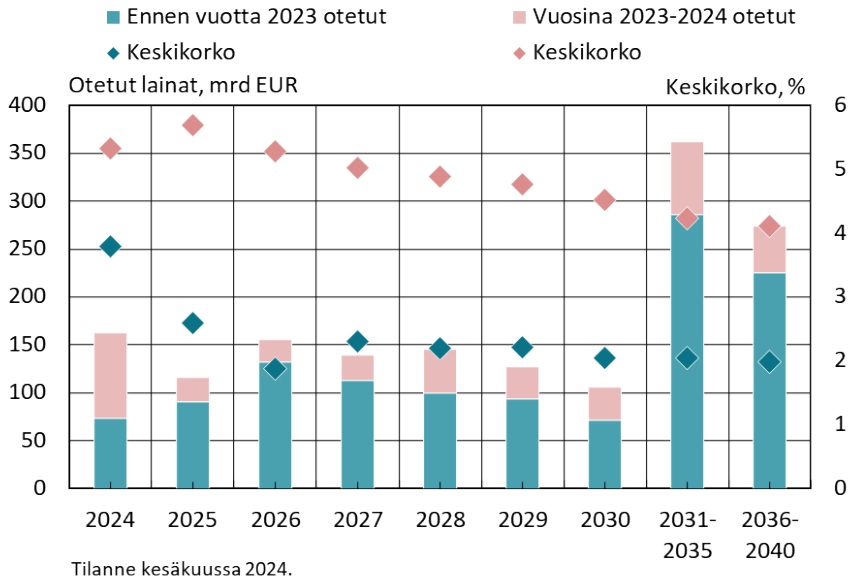
Kuluvan vuoden loppuun mennessä erääntyvien kiinteäkorkoisten yrityslainojen keskikorot ovat

lähes 5 prosentissa, sillä iso osa näistä lainoista oli alun perinkin maturiteetiltaan lyhyitä. Siten näiden lainojen mahdollinen uudelleenrahoitus ei enää juurikaan kasvata korkokustannuksia.

Kuitenkin mitä kauemmas tulevaisuuteen katsotaan, sitä alempi erääntyvien kiinteäkorkoisten yrityslainojen keskikorko on. Tämä johtuu siitä, että merkittävä osa pitkistä, vasta 2030-luvulla erääntyvistä kiinteäkorkoisista lainoista on otettu ennen vuotta 2023 eli alhaisten korkojen aikana (kuvio 3).[7] Siten niiden keskikorko on edelleen noin 2 prosentissa. Näitä matalakorkoisia, ennen vuotta 2023 otettuja lainoja on kiinteäkorkoisista yrityslainoista noin 37 %, mikä on kaikista yrityslainoista lähes joka viides. Iso osa yrityslainoista on näin suojattu kokonaan korkokustannusten isommilta nousuilta.

Kuvio 3.

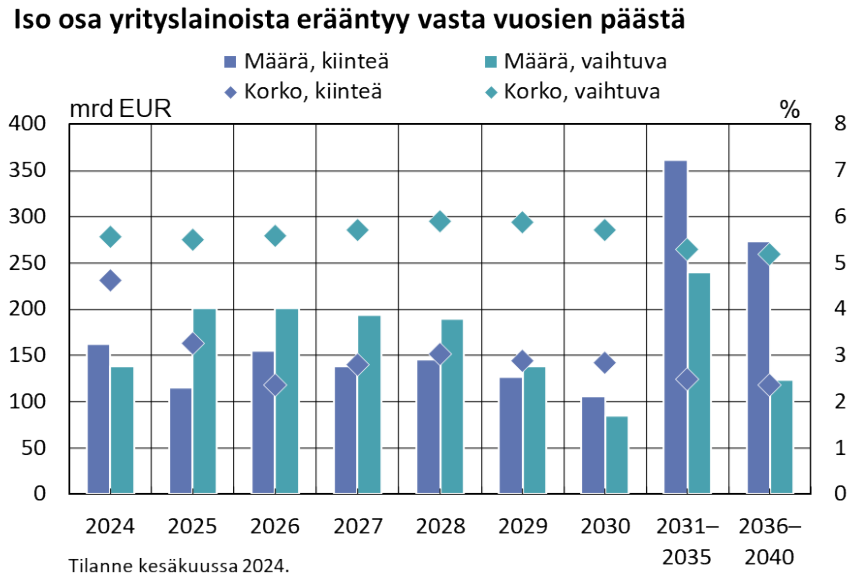
Merkittävä osa kiinteäkorkoisista yrityslainoista on otettu matalien korkojen aikana



Tilanne kesäkuussa 2024.
Lähteet: EKP AnaCredit yritysluottorekisteri, Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 1.10.2024 42756@Chart32

Kun ensi vuonna erääntyvien kiinteäkorkoisten lainojen uudelleenrahoitus tulee ajankohtaiseksi, korkorasite kasvaa, ellei korkotaso alene nykyisestä huomattavasti. Valtaosa kiinteään korkoon sidotuista yrityslainoista on vasta vuoden 2025 jälkeen erääntyviä lainoja (kuvio 4). Näissä kiinteäkorkoisissa yrityslainoissa keskikorko on nykytasoon nähden melko alhainen, 2–3 %. Jos markkinoiden nykyiset korko-odotukset toteutuvat, korkokustannukset nousevat näidenkin lainojen uudelleenrahoituksen yhteydessä, joskin maltillisesti.

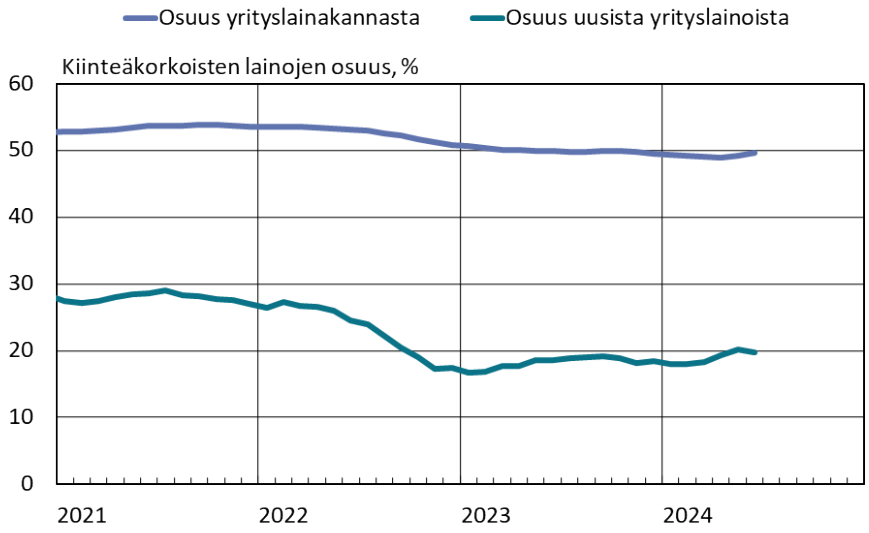
Kuvio 4.



Kiinteäkorkoisten yrityslainojen suosio on koronnostojen alettua vähentynyt (kuvio 5). Tämä johtunee siitä, että jos kiinteäkorkoisen lainan ottaa korkeiden korkojen aikana, lukitsee samalla rahoituskustannukset suuriksi koko laina-ajaksi, ja nykyinen korkotaso on lähihistoriaan peilaten korkea. Lisäksi kiinteäkorkoisista yrityslainoista iso osa on ollut lyhyitä, korkeintaan vuoden pituisia lainoja. Uudelleen rahoittaessaan kiinteäkorkoisen lainan kerran vuodessa velallinen pääsee hyötymään laskevista koroista samalla tavalla kuin vaihtuvakorkoisissa lainoissa.

Kuvio 5.

Kiinteäkorkoisten yrityslainojen osuus on pienentynyt korkotason noustua

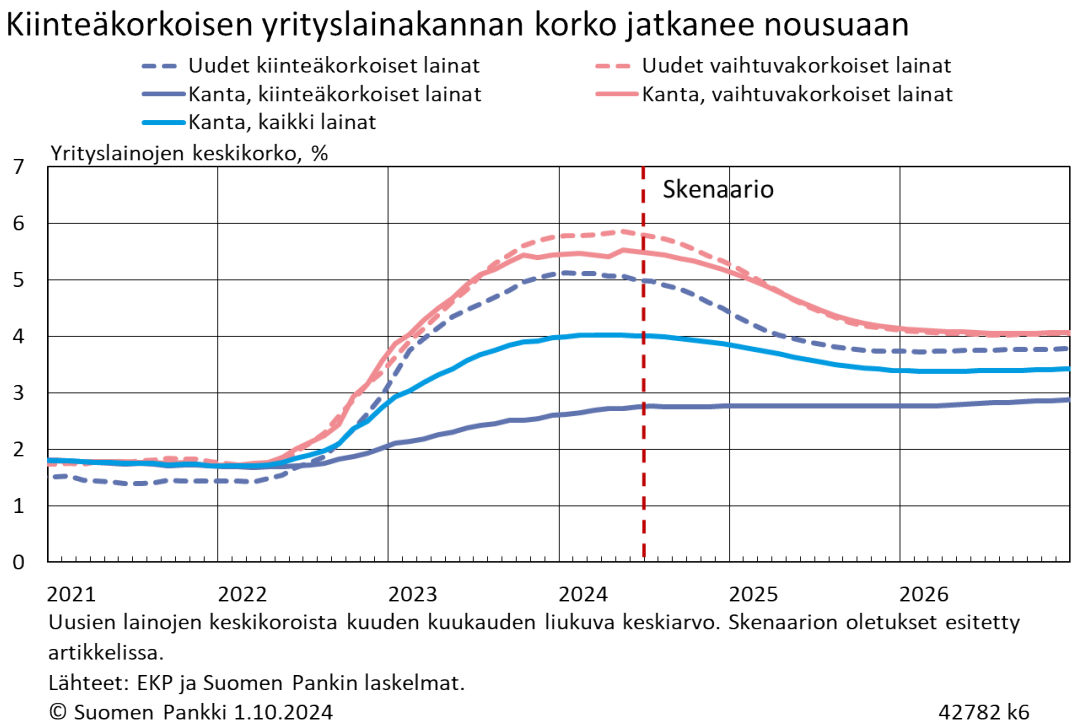


Mukana vain yli vuoden pituiset kiinteäkorkoiset lainat.
Lähteet: EKP AnaCredit yritysluottorekisteri, Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 1.10.2024 42756@Chart 34

Kaiken kaikkiaan kiinteäkorkoisten lainojen määrä vaikuttaa selvästi siihen, miten yritysten velanhoitokustannukset kehittyvät euroalueella, kun korkotaso muuttuu. Ennen kaikkea (pitkien) kiinteäkorkoisten lainojen suuri osuus kasvattaa viivettä, jolla korkomuutokset välittyvät lainojen korkoihin.

Koko euroalueen osalta kiinteäkorkoisten lainojen vaikutusta rahapolitiikan välittymiseen havainnollistetaan kuviossa 6. Nähdään, että kiinteäkorkoisen lainakannan keskikoron nousu toistaiseksi alle 3 prosenttiin on pitänyt koko lainakannan keskikoron noin 4 prosentissa. Kuvioon on piirretty myös yksinkertaisiin oletuksiin perustuva skenaario, miten lainakantojen ja uusien lainojen korot voisivat kehittyä, jos riskittömät markkinakorot kehittyisivät tämänhetkisen markkinahinnoittelun mukaisesti. Skenaario ei ole ennuste, vaan sen on tarkoitus havainnollistaa yhtä mahdollista keskikorkojen kehityskulkua lähivuosina.[8]

Kuvio 6.



Uusien lainojen keskikoroista kuuden kuukauden liukuva keskiarvo. Skenaarion oletukset esitetty artikkelissa.
Lähteet: EKP ja Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 1.10.2024 42782 k6

Maiden ja toimialojen välillä on eroja korkosidonnaisuudessa

Koronnousuilta suojaavien kiinteäkorkoisten yrityslainojen osuus vaihtelee euroalueella paljon maiden välillä (kuvio 7). Laskelmissa on erotettu kiinteäkorkoisista lainoista ne, joiden juoksuaika on korkeintaan yhden vuoden pituinen. Näitä lainoja voi korkojen välittymisen kannalta pitää luonteeltaan enemmän vaihtuvakorkoisten lainojen kaltaisina.

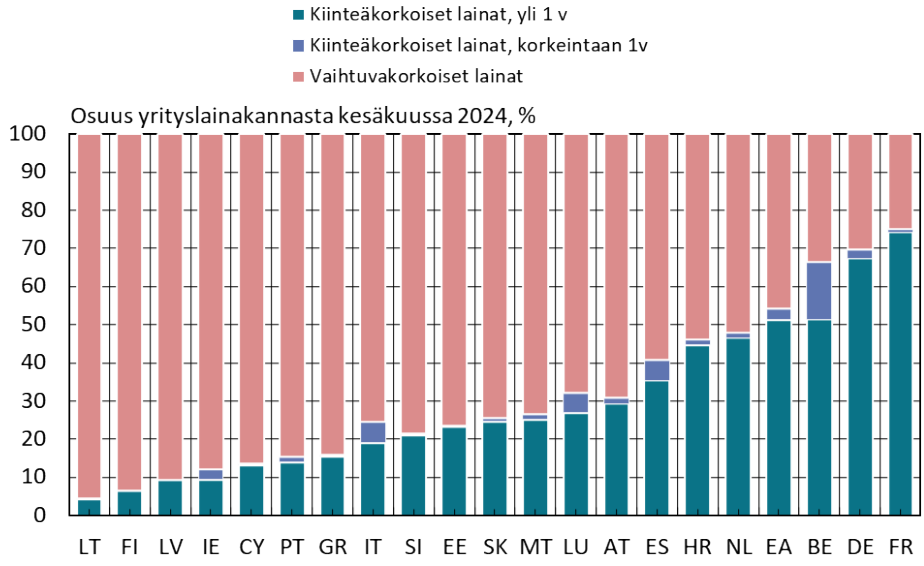
Euroalueen keskiarvoa selvästi enemmän kiinteitä yrityslainoja on Ranskassa ja Saksassa (70–75 %). Näissä maissa korkorasite on kasvanut toistaiseksi vain pienellä osalla yrityksiä. Vastaavasti Liettuassa, Latviassa ja Suomessa politiikkakoron muutokset ovat välittyneet tehokkaasti jo lähes koko yrityslainakantaan, koska kiinteäkorkoisten yrityslainojen osuus on alle 10 %.

Yrityslainojen korkosidonnaisuudella näyttää olevan maakohtaisesti melko voimakas yhteys asuntolainojen korkosidonnaisuuteen, vaikka asuntolainojen kiinteäkorkoinen osuus on kauttaaltaan hieman suurempi (kuvio 8). Tämä ei ole yllättävää, sillä asuntolainoja ottavat suhteellisesti suuren ja pitkäaikaisen hankinnan rahoittavat kotitaloudet, jolloin korkosuojaus kiinteän koron muodossa voi olla arvokas. Yritykset vaikuttavat olevan hieman valmiimpia kantamaan korkoriskiä. Toisaalta maakohtaisillä tekijöillä vaikuttaa olevan suuri merkitys korkosidonnaisuudelle lainan ottajasta riippumatta, sillä kiinteäkorkoiset lainat ovat suositumpia

samoissa maissa sekä yritysten että kotitalouksien ottamina.

Kuvio 7.

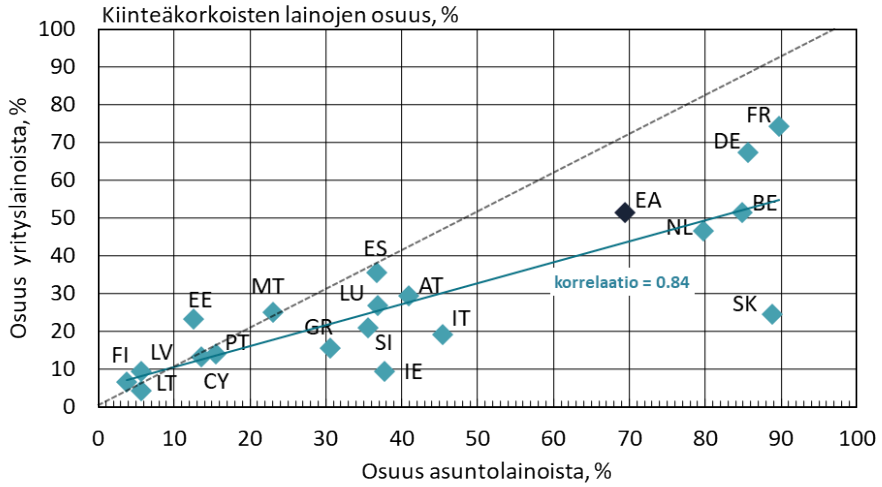
Kiinteäkorkoisten yrityslainojen osuus vaihtelee merkittävästi maittain



Lähteet: EKP ja Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 1.10.2024 42756@Chart31

Kuvio 8.

Erot korkosidonnaisuudessa maiden välillä ovat pääpiirteittäin samat sekä yritys- että asuntolainojen osalta

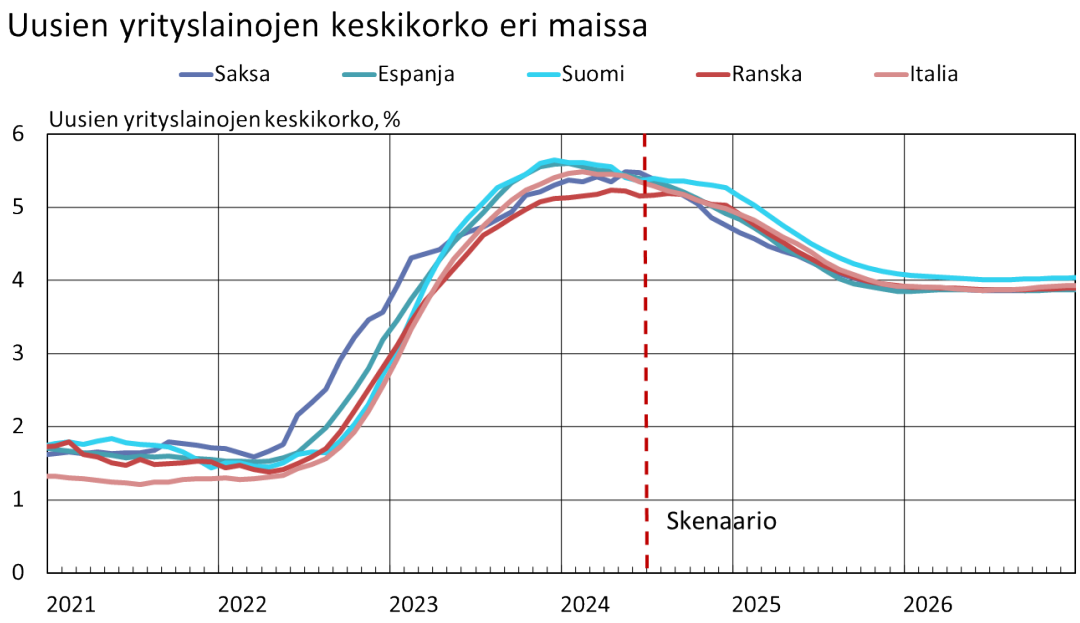


Yrityslainat: osuus kannasta kesäkuussa 2024, vain yli vuoden pituiset kiinteäkorkoiset lainat.
Asuntolainat: osuus uusista lainoista, keskiarvo vuosilta 2003-2024.
Lähteet: EKP ja Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 1.10.2024 42756@Chart18(2)

Maakohtaiset erot kiinteäkorkoisten lainojen suosimisessa näkyvät hyvin yrityslainakantojen keskikoroissa. Vaikka uusien lainojen keskikorko on noussut laaja-alaisesti eri maissa reiluun 5 prosenttiin, niissä maissa, joissa suuri määrä kiinteäkorkoisia lainoja suojaa velallisia korkojen nousulta, koko lainakannan keskikorko on noussut selvästi vähemmän (kuvio 9 ja kuvio 10). Kiinteäkorkoisia yrityslainoja suosivissa Ranskassa ja Saksassa yrityssektorin keskimääräinen korkokustannus on noussut viimeisten kahden vuoden aikana yhteensä pari prosenttiyksikköä, kun vaihtuvakorkoisia lainoja enemmän myöntävissä Suomessa ja Italiassa nousu on ollut 3,5 prosenttiyksikköä.

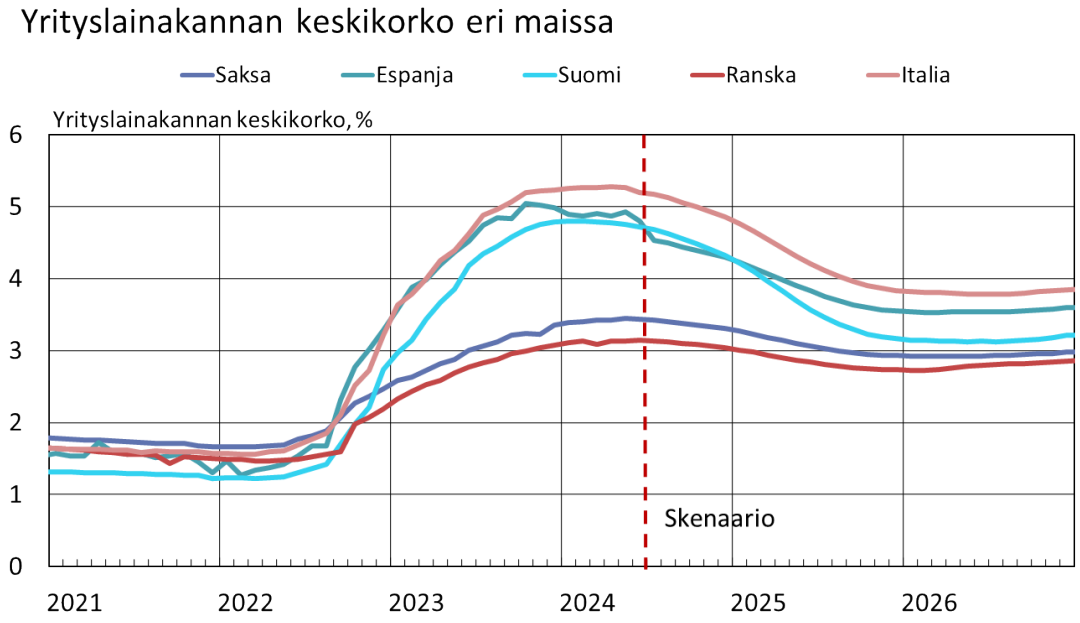
Kuvioissa 9 ja 10 on esitetty lähivuosille myös kuvitteellinen skenaario lainakantojen ja uusien lainojen korkojen kehityksestä maittain. Oletukset ovat samat kuin edellä kuviossa 6. Kuvio havainnollistaa, kuinka lainakantojen keskikorkojen kehitys myös tästä eteenpäin heijastelee kiinteä- ja vaihtuvakorkoisten lainojen suosiota maittain, vaikka uusien lainojen korot kehittynevätkin melko yhtenäisesti, kuten tähänkin asti.[9] Esimerkiksi Suomessa suuri vaihtuvakorkoisten lainojen määrä pienentää todennäköisesti lainakannan keskikorkoa nopeastikin, jos korot laskevat nykyisten markkinaodotusten mukaisesti. Toisaalta Saksassa ja Ranskassa – joissa suositaan kiinteitä korkoja – lainakannan keskikorot nousevat yhä hitaasti, sillä pitkiä alhaisten korkojen aikana otettuja lainoja on jäljellä edelleen enemmän kuin muissa maissa keskimäärin.

Kuvio 9.



Kuuden kuukauden liukuvia keskiarvoja. Skenaarion oletukset esitetty artikkelissa.
Lähteet: EKP ja Suomen Pankin laskelmat. 42782 k9
© Suomen Pankki 1.10.2024

Kuvio 10.



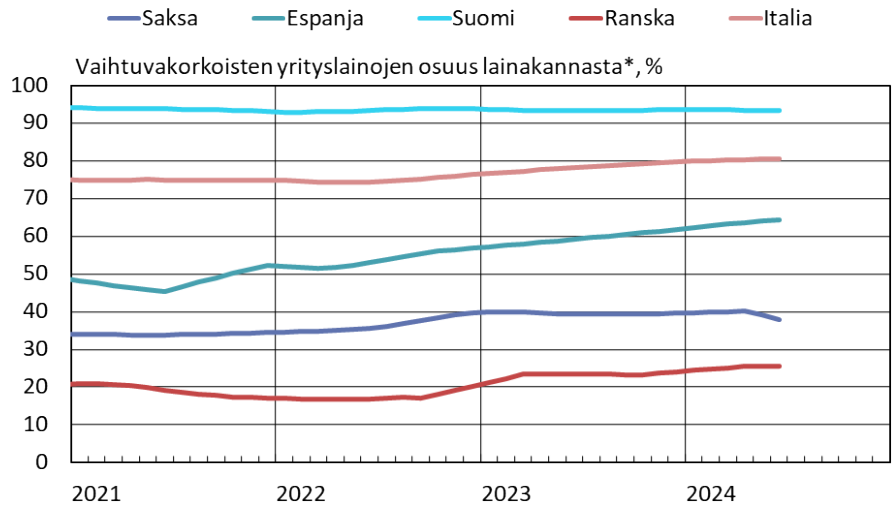
Skenaarion oletukset esitetty artikkelissa.
Lähteet: EKP ja Suomen Pankin laskelmat. 42782 k10
© Suomen Pankki 1.10.2024

Vaikka vaihtuvakorkoisia lainoja on myönnetty korkojen noustua aiempaa enemmän, niiden osuus

lainakannasta eri maissa on pysynyt viime vuodet kaiken kaikkiaan hyvin tasaisena (kuvio 11). Poikkeuksen tekee Espanja, jossa vaihtuvakorkoisten lainojen osuus on ollut viime vuosien aikana selvässä kasvussa.

Kuvio 11.

Yrityslainakannan korkosidonnaisuus vaihdellut maittain vain vähän

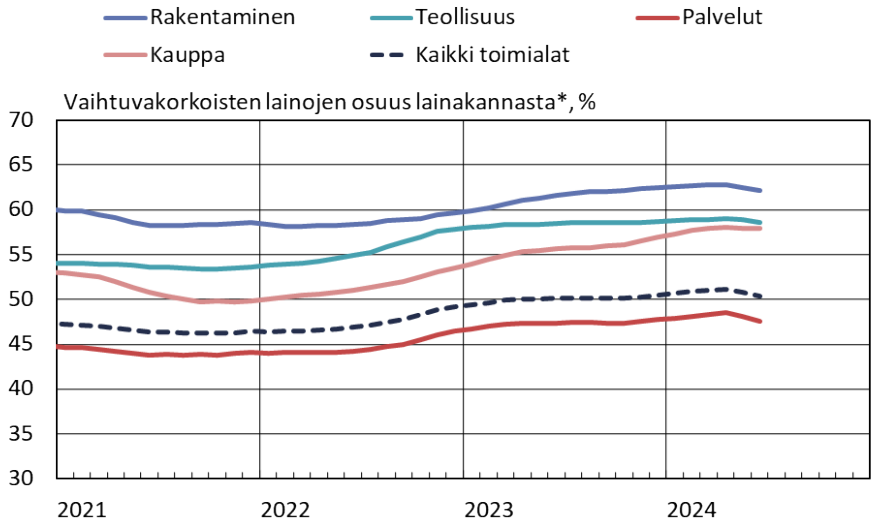


* Vaihtuvakorkoiset ja korkeintaan vuoden pituiset kiinteäkorkoiset lainat.
Kuuden kuukauden liukuva keskiarvo.
Lähteet: EKP AnaCredit, Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 1.10.2024 42756@Chart 30

Vaihtuvakorkoiset lainat ovat myös selvästi yleisempiä joillain toimialoilla kuin toisilla (kuvio 12). Rakentamisessa ja teollisuudessa suositaan selvästi palvelualoja enemmän vaihtuvakorkoisia lainoja. Näin rakennus- ja teollisuusyritysten keskimääräiset rahoituskustannukset ovat nousseet tässä koronnostosyklissä selvästi enemmän kuin palveluyritysten. Tämä tekijä voi osaltaan selittää palvelu- ja teollisuusyritysten toisistaan poikkeavaa kehitystä (teemasta lisää rahapolitiikkakatsauksessa).

Kuvio 12.

Rakentamisessa ja teollisuudessa eniten vaihtuvakorkoisia lainoja

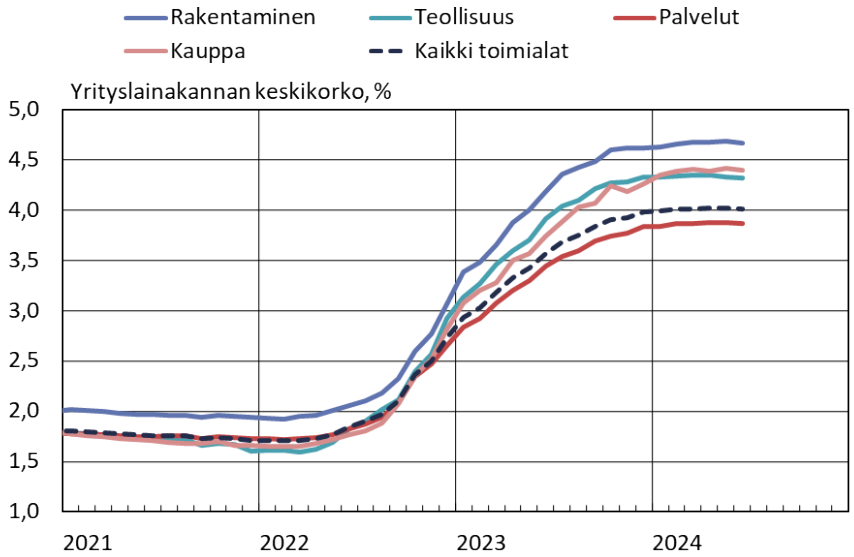


* Vaihtuvakorkoiset ja korkeintaan vuoden pituiset kiinteäkorkoiset lainat.
Kuuden kuukauden liukuva keskiarvo.
Lähteet: EKP AnaCredit, Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 1.10.2024 42756@Chart 24

Toimialojen välisiä eroja voi havainnollistaa jälleen vertaamalla toimialojen uusien lainojen ja lainakantojen keskikorkoja (kuvio 13 ja kuvio 14). Vaikka uusien lainojen korkokustannukset ovat nousseet laaja-alaisesti eri toimialoilla vajaat 4 prosenttiyksikköä eli 5–6 prosentin tuntumaan, lainakannan keskikoron kehityksessä on eroja. Teollisuus-, rakennus-, ja kaupanalan yritysten keskimääräinen korkorasite on kasvanut kahden vuoden aikana noin prosenttiyksikön enemmän kuin palveluyrityksillä. Toimialoittaiset erot korkosidonnaisuudessa vaikuttavat osaltaan myös maakohtaisiin eroihin.

Kuvio 13.

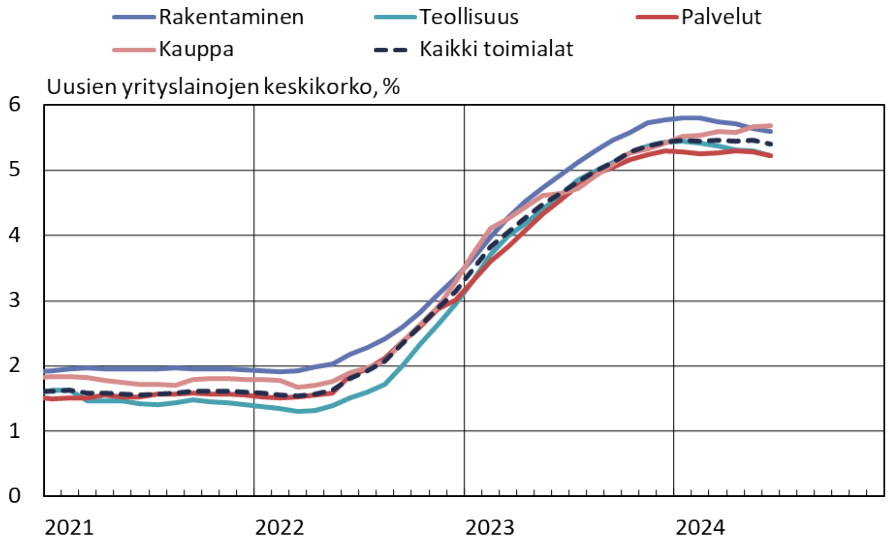
Yrityslainakannan keskikoron nousu vaihtelee toimialoittain



Lähteet: EKP AnaCredit, Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 1.10.2024 42756@Chart 19

Kuvio 14.

Uusien yrityslainojen korkokustannukset nousseet laaja-alaisesti eri toimialoilla



Kuuden kuukauden liukuva keskiarvo.
Lähteet: EKP AnaCredit, Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 1.10.2024 42756@Chart 20

EKP:n korkomuutosten vaikutukset yrityslainoihin vaihtelevat maittain voimakkaasti

Merkittävä osa euroalueen yrityslainakannasta on edelleen sidottu alhaisiin korkoihin. Monet näistä lainoista erääntyvät vasta vuosien päästä. Näin ollen yrityslainakannan keskikorko on pysynyt edelleen suhteellisen alhaisena, ja useiden yritysten korkokustannukset saattavat nousta, kun erääntyviä lainoja uudelleen rahoitetaan. Kaikki rahapolitiikan viime vuosien kiristyssyklin vaikutukset yrityslainoihin eivät siis ole vielä täysin realisoituneet. EKP:n viimeaikojen toteutuneista koronlaskuista ja markkinatoimijoiden tällä hetkellä odottamista koronlaskuista huolimatta yrityslainakannan keskikorko laskee hitaasti.

Euroalueen maiden välillä on suuria eroja vaihtuvakorkoisten yrityslainojen yleisyydessä. Saksassa ja Ranskassa, missä valtaosa yrityslainoista on kiinteäkorkoisia, lainakannan keskikorko laskee lähivuosina vain vähän. Suomessa, jossa kiinteäkorkoisten yrityslainojen osuus on vain alle 10 %, koronlaskut puolestaan näkyvät nopeasti yrityssektorin korkorasitteen pienenemisenä. Vaikka rahapolitiikkakorkojen nousu on viime vuosina kasvattanut yritysten korkorasitetta erityisesti niissä maissa, joissa vaihtuvakorkoiset lainat ovat yleisiä, koko euroalueen olemassaoloaikana yrityslainojen keskikorko on ollut alempi jälkimmäisissä maissa. Yrityslainakannan keskikorko on ollut keskimäärin euroaikana esimerkiksi Suomessa 2,65 %, koko euroalueella 3,36 % ja Saksassa 3,47 %. Erot johtuvat siitä, että lyhyet korot ovat keskimäärin olleet pitkiä korkoja alempia käytännössä koko euroajan viime vuosien korkojen nopean nousujakson ulkopuolella.

Myös toimialojen välillä on eroja: esimerkiksi teollisuudessa vaihtuvakorkoiset lainat ovat verrattain yleisiä. Kaiken kaikkiaan toimialojen väliset erot ovat kuitenkin vähäisiä verrattuna maiden välisiin eroihin.

Mikä on vaihtuvakorkoisten lainojen osuuden kokonaistaloudellinen merkitys rahapolitiikan kannalta? Toisin sanoen, olisiko rahapolitiikan välittyminen inflaatioon ja bruttokansantuotteen kasvuun oleellisesti poikennut toteutuneesta, jos kaikki euroalueen pankkilainat olisivat olleet kiinteäkorkoisia? Kysymykseen on mahdotonta antaa täsmällistä vastausta, mutta Ippolito ym. (2018) arvioivat, että vaihtuvien korkojen kanava on vähintään yhtä merkityksellinen kuin aiemmin mainittu pankkien lainanantokanava. Tutkimuksen tulokset eivät kuitenkaan kerro vaihtuvien korkojen makrotaloudellisesta vaikutuksesta, vaan lisää tutkimusta tarvitaan.

Vaihtuvakorkoisten lainojen yleisyyden makrotaloudellisesta merkityksestä kotitalouslainoille on keskusteltu myös artikkelissa Korkojen nousu hidastaa inflaatiota ja talouskasvua Suomessa. Artikkelissa esitetyn mallilaskelman tulokset viittaavat siihen, että vaihtuvakorkoisten asuntolainojen suuri osuus voimistaa hieman rahapolitiikan vaikutuksia, mutta sen merkitys on

maltillinen, sillä rahapolitiikka välittyy monia muitakin kanavia pitkin.[10] Korkotason muutos vaikuttaa suoraan yritysten investointihalukkuuteen ja kotitalouksien säästämishalukkuuteen.

Suuretkaan erot korkosidonnaisuudessa eivät siis välttämättä tarkoita suuria eroja siinä, miten rahapolitiikka vaikuttaa bruttokansantuotteeseen tai yleiseen hintatasoon eri maissa. Rahapolitiikka vaikuttaa pankkien lainanannon lisäksi monia muitakin kanavia pitkin. Kovin tarkkaa tai yksiselitteistä tutkimustietoa yrityslainojen korkosidonnaisuuden vaikutuksesta rahapolitiikan välittymiseen ei toistaiseksi ole.

Lähteet

Albertazzi, U., Fringuellotti, F. & Ongena, S. (2024) Fixed rate versus adjustable rate mortgages: evidence from euro area banks. *European Economic Review*, 161, 104643.

Altavilla, C., Rostagno, M. & Schumacher, J. (2024) Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation. CEPR Discussion Paper No. 18581. CEPR Press, Paris & London.

Altavilla, C., Canova, F. & Ciccarelli, M. (2020) Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through. *Journal of Monetary Economics*, 110, 81–98.

Bernanke, B. S. & Gertler, M. (1995) Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 27–48.

Beyer, R. C., Chen, M. R., Misch, F., Li, C., Ozturk, E. O. & Ratnovski, M. L. (2024) Monetary Policy Pass-Through to Interest Rates: Stylized Facts from 30 European Countries. International Monetary Fund Working Paper 24/9.

Calza, A., Monacelli, T. & Stracca, L. (2013) Housing finance and monetary policy. *Journal of the European Economic Association*, *11*, 101–122.

Campbell, J. Y. (2013) Mortgage market design. *Review of Finance*, 17(1), 1–33.

Darracq-Paries, M., Motto, R., Montes-Galdón, C., Ristiniemi, A., Saint Guilhem, A. & Zimic, S. (2023) A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021. *ECB Economic Bulletin 3/2023*.

Di Maggio, M., Kermani, A., Keys, B. J., Piskorski, T., Ramcharan, R., Seru, A. & Yao, V. (2017) Interest rate pass-through: Mortgage rates, household consumption, and voluntary deleveraging. *American Economic Review*, *107*(11), 3550–3588.

Hristov, N., Hülsewig, O. & Wollmershäuser, T. (2014) The interest rate pass-through in the Euro area during the global financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 48, 104–119.

Ippolito, F., Ozdagli, A. K. & Perez-Orive, A. (2018) The transmission of monetary policy through bank lending: The floating rate channel. *Journal of Monetary Economics*, *95*, 49–71.

Jungherr, J., Meier, M., Reinelt, T. & Schott, I. (2022) Corporate debt maturity matters for monetary policy. Julkaisematon käsikirjoitus.

Kashyap, A. K. & Stein, J. C. (2000) What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy? *American Economic Review*, *90*(3), 407–428.

Kerola, E. (2024) Rahoitusolojen eritahtinen kiristyminen euroalueella. *BoF Economics Review*, 5/2024.

Lane, P. (2022) The transmission of monetary policy. Puhe konferenssissa EU and US Perspectives: New Directions for Economic Policy, New York 11.10.2022.

Lane, P. (2023) The banking channel of monetary policy tightening in the euro area. Puhe NBER Summer Instituten työpajassa, Cambridge (Yhdysvallat) 12.7.2023.

Gürkaynak, R., Karasoy-Can, H. G. & Lee, S. S. (2022) Stock market's assessment of monetary policy transmission: The cash flow effect. *The Journal of Finance*, *77*(4), 2375–2421.

Viitteet

1. Euroalueen yritysten markkinoilta haetun velkakirjarahoituksen osuus niiden velkarahoituksesta on kasvanut viidessätoista vuodessa noin 15 prosentista 25 prosenttiin. Loppu on pankkirahoitusta. Kotitalouksien ottama velka asuntojen ostoon ja muihin investointeihin on voittopuolisesti pankkilainoja. ↑
2. Kun pankit ovat rahapolitiikan kiristymisen myötä haluttomampia myöntämään uusia luottoja ja lainakorot nousevat, uusien luottojen määrä vähenee, mikä painaa investointeja ja kulutusta. Rahapolitiikan vaikutus talouteen nimenomaan pankkien luotontarjonnan eli ns. lainanantokanavan kautta on tunnettu jo pitkään (engl. bank lending channel; ks. esim. Bernanke ja Gertler, 1995; Kashyap ja Stein, 2000). ↑
3. Yritys- ja asuntolainojen korkokehitys kuitenkin eroaa etenkin näin nopeiden koronnostojen ympäristössä, sillä asuntolainoista on suurempi osuus kiinteäkorkoisia kuin yrityslainoista. Kiinteäkorkoiset asuntolainat ovat myös tyypillisesti juoksuajaltaan yrityslainoja pitempiä. ↑
4. Myös Beyerin ym. (2024) mukaan euroalueen koronnostojen välittyminen lainakorkoihin on ollut hieman aiempia kiristyssyklejä hitaampaa. Aiemmin Hristov ym. (2014) ovat esittäneet, että EKP:n korkomuutokset ovat välittyneet euroalueella käytännössä täysin ↑

lainakorkoihin vuoteen 2007 asti. Vastaavasti Altavilla ym. (2020) kuvaavat, kuinka rahapolitiikan välittyminen lainakorkoihin vaihteli euroalueella vuosina 2007–2017 mm. maa- ja pankkikohtaisten tekijöiden vuoksi. Heidän mukaansa pankit välittivät korkomuutokset lainakorkoihin keskimäärin täysin, mutta hitaasti, ja taseiltaan heikot pankit välittävät korkomuutokset eteenpäin heikommin. Lisäksi välittymisen vaimeutta voidaan lievittää epätavanomaisilla rahapolitiikkatoimilla.

5. Euroalueella kotitalouksien lainoista valtaosa on asuntolainoja, jotka ovat suurelta osin kiinteäkorkoisia. Siten vuonna 2022 alkaneet koronnostot eivät vielä ole välittyneet merkittävään osaan olemassa olevista lainoista. Eri euroalueen maiden välillä on suurta hajontaa: siinä missä esimerkiksi Saksassa ja Ranskassa lähes kaikki asuntolainat ovat kiinteäkorkoisia, Suomessa ja Baltian maissa vaihtuvakorkoiset asuntolainat ovat suosittuja. ↑
6. EKP:n talletuskorko on nyt 3,50 % ja lyhimmät rahamarkkinakorot hieman sitä alempia. Lyhyiden markkinakorkojen hinnoiteltiin syyskuussa laskevan 2 prosentin tuntumaan vuosien 2025–2026 taitteeseen mennessä. ↑
7. Ilmiössä on osaltaan kyse myös yritysten valikoitumisesta: tyypillisesti suuret ja vähäriskiset yritykset ottavat enemmän hyvin pitkiä luottoja kuin pienet ja korkean riskin yritykset. Siten pitkissä lainoissa keskimääräiset riskipreemiot ja samalla myös korot saattavat olla hieman pienempiä kuin lyhyemmissä. ↑
8. Skenaario ei ole ennuste, vaan yksinkertainen havainnollistus, jossa parametrit on valittu siten, että riskipreemiot ja lainakantojen keskikorkojen kehitys vastaavat kohtalaisesti koronnostosykliä edeltänyttä tilannetta. Skenaarion oletukset: 1) Riskittömät korot seuraavat syyskuun alussa vallinnutta markkinahinnoittelua. 2) Uusien lainojen korot seuraavat 3 kk:n ja 10 v:n riskittömiä korkoja marginaalein +2,0 prosenttiyksikköä (vaihtuvakorkoiset) ja +1,5 prosenttiyksikköä (kiinteäkorkoiset). 3) Vaihtuvakorkoisten lainojen jatkuvan kannan korko muuttuu kuukausittain 75 % lyhyen riskittömän koron keskimääräisestä kuukausimuutoksesta edellisen 6 kk:n aikana. 4) Minkään lainatyypin kanta ei kasva, vaan erääntyvät lainat rahoitetaan uudelleen. ↑
9. Skenaariossa on oletettu kaikille maille keskimäärin samansuuruiset riskipreemiot eli lainamarginaalit. Tämä ei välttämättä toteudu, sillä esimerkiksi suomalaisyritysten riskipreemio on tyypillisesti historiassa ollut monia verrokkimaita alempi. Jos näin on jatkossakin, Suomen yrityslainakannan keskikorko laskenee jossain vaiheessa alemmas kuin verrokkimaissa, kuten ennen koronnostosykliä vuonna 2022. ↑
10. Lisäksi asuntolainakorkojen kokonaistaloudellista merkitystä määrittää se, kuinka suurella osuudella kotitalouksista on ylipäätään lainaa ja miten lainat ovat jakautuneet tulojen ja varallisuuden mukaan. Vastaavasti yrityslainojen osalta lainojen määrällä ja niiden jakautumisella esimerkiksi taserakenteeltaan erityyppisille yrityksille voi olla merkitystä rahapolitiikan välittymisen kannalta. ↑

Asiasanat

AnaCredit, pankit, rahapolitiikka, yrityslainat