Analyysi

Vaihtuvakorkoiset yrityslainat tehostavat rahapolitiikan välittymistä

Rahapolitiikka | 12.09.2025 | Olli-Matti Laine, Aleksi Paavola, Eeva Kerola

KIRJOITTAJAT



Olli-Matti Laine
Vanhempi ekonomisti



Aleksi Paavola
Vanhempi markkina-analyytikko



Eeva Kerola
Vanhempi ekonomisti

Euroalueen maiden välillä on suuria eroja vaihtuvakorkoisten pankkilainojen yleisyydessä. Tuoreen tutkimuksemme mukaan pankkilainojen korkosidonnaisuus vaikuttaa siihen, miten EKP:n ohjauskorot vaikuttavat yritysten lainakysyntään. Korkojen noustua vuonna 2022 vaihtuvia korkoja suosineet yritykset vähensivät lainanottoaan suhteessa muihin yrityksiin. Vaikutus oli erityisen voimakas pienissä yrityksissä.



Pankkilainojen korkosidonnaisuus vaikuttaa rahapolitiikan välittymiseen

Pankkilainat voivat olla vaihtuva- tai kiinteäkorkoisia. Kiinteäkorkoisten lainojen tapauksessa korkokulut eivät muutu, vaikka markkinoilla korot nousisivat tai laskisivat. Tyypillisesti lainanottaja maksaa tästä kiinteäkorkoisuudesta hieman enemmän, sillä kiinteät korot ovat keskimäärin vaihtuvia korkoja kalliimpia. Pankki vaatii korvauksen ottamastaan riskistä myöntäessään kiinteäkorkoisen lainan, ja lainanottaja saa vastineeksi ennakoitavuutta lainanhoitokuluihinsa. Vaihtuvakorkoisen lainan korkomenot sen sijaan vaihtelevat viitekorkojen mukaan. Koska velallinen kantaa korkoriskin itse, vaihtuvat korot ovat keskimäärin edullisempia.

Korkosidonnaisuudella on merkitystä rahapolitiikan vaikutusten kannalta. Aiempi tutkimus on osoittanut, että vaihtuvakorkoiset asuntolainat voimistavat rahapolitiikan välittymistä kotitalouksien käyttäytymiseen (Calza ym., 2013; Di Maggio ym., 2017). Yrityslainoista tutkimusnäyttöä on kuitenkin kertynyt selvästi kotitalouslainoja vähemmän. Ippolito ym. (2018) esittävät hypoteesin mekanismista, jonka mukaan rahapolitiikka vaikuttaa voimakkaammin yrityksiin, jotka rahoittavat toimintaansa vaihtuvakorkoisilla lainoilla. He kutsuvat tätä ilmiötä vaihtuvien korkojen kanavaksi (eng. *floating rate channel*).

Jos yritys voi ottaa rajattomasti lainaa ilman, että lainaehdot muuttuvat, korkosidonnaisuudella ei pitäisi olla vaikutusta investointipäätöksiin. Kannattavat investoinnit toteutetaan aina, eikä yrityksen senhetkinen kassavirta vaikuta päätöksentekoon. Jos yrityksellä on sen sijaan rajoitteita lainansaannissa, investointipäätökseen vaikuttaa myös kassavirtatilanne. Huoli korkojen noususta ja kasvavista korkomenoista voi estää investoinnin, joka olisi muuten taloudellisesti kannattava. Tässä tilanteessa lainojen korkosidonnaisuudella on merkitystä myös rahapolitiikan välittymiselle.

Ippolito ym. (2018) sekä Gürkaynak ym. (2022) tarjoavat alustavaa näyttöä mekanismin olemassaolosta Yhdysvaltojen aineistolla.[1] Empiirinen näyttö vaikutuksesta yritysten investointeihin on kuitenkin edelleen vähäistä.

Rahapolitiikka vaikuttaa muita voimakkaammin vaihtuvakorkoista velkaa suosivien yritysten investointilainakysyntään

Tuoreessa Suomen Pankin keskustelualoitteessa ”Heterogenous responses to monetary policy: the role of floating rate loans” (Kerola, Laine ja Paavola, 2025) tutkimme vaihtuvien korkojen merkitystä rahapolitiikan välittymiselle hyödyntämällä viime vuosien nopeaa ja yllätyksellistä

korkojen nousua sekä ainutlaatuista, koko euroalueen kattavaa yrityslainojen aineistoa (AnaCredit).

AnaCredit tarjoaa kaikista euroalueen maista yhdenmukaistettua tietoa yksittäisistä pankkilainoista, jotka ylittävät 25 000 euroa. Aineisto sisältää laajan valikoiman luottoihin liittyvää tietoa, kuten lainasummat, korkotasot, laina-ajat ja lainanottajien ominaisuudet.

Keskeinen muuttujamme on kunkin yrityksen vaihtuvakorkoisten lainojen osuus, joka kuvaa yritysten altistumista korkotason vaihteluille. Määrittelemme vaihtuvakorkoisen lainan lainaksi, jota ei ole määritelty kiinteäkorkoiseksi. Tietojen laadun varmistamiseksi sisällytämme aineistoomme kaikki euromääräiset lainat, joiden vuotuinen sovittu korko on 0–50 %, joissa luotonantajapankki on euroalueelta ja kuuluu sektoriin ”muut rahalaitokset” (S122) ja joissa velallinen kuuluu ei-rahoituksselliseen yrityssektoriin (S11). Pankit raportoivat myös lainan käyttötarkoituksen. Kategoria ”muut tarkoitukset” sisältää lainat, jotka on otettu muihin investointeihin kuin rakennusinvestointeihin. Nimeämme tämän kategorian uudelleen investointilainoiksi, sillä ne edustavat tyypillisiä yritysten investointilainoja ja toimivat luotettavana mittarina investointien arvioinnissa.[2]

AnaCredit-aineiston avulla voimme siis havaita kunkin yrityksen ottamien vaihtuvakorkoisten ja kiinteäkorkoisten lainojen määrän sekä lainojen käyttötarkoituksen. Lisäksi aineisto sisältää tiedon yrityksen koosta, mikä mahdollistaa sen tutkimisen, onko vaihtuvien korkojen kanava voimakkaampi rahoituksellisten rajoitteiden (eng. *financial constraints*) kanssa kamppailevissa yrityksissä. Pienemmät yritykset kohtaavat tyypillisesti suurempia rahoituksellisia rajoitteita rajallisten vakuuksien, korkeamman riskiprofiilin ja markkinarahoituksen puutteen vuoksi (Beck ym., 2005; Petersen ja Rajan, 1994; Beck ja Demirguc-Kunt, 2006; Kumar ym., 1999). Yrityksen kokoa käytetäänkin yleisesti taloudellisten rajoitteiden sijaismuuttujana (Ahamed ym., 2022).

Vaikka AnaCredit-tietojen keruu alkoi syyskuussa 2018, keskitymme analyysissamme ajanjaksoon kesäkuusta 2020 syyskuuhun 2024, jolloin tietojen laatu ja kattavuus ovat merkittävästi parantuneet. Näin myös jätämme pois havainnot, jotka heijastavat yritysten välitöntä reaktiota pandemiakriisiin akuuteimpaan vaiheeseen.

Tuloksemme viittaavat siihen, että vaihtuvien korkojen kanava on euroalueella olemassa ja sen vaikutus yritysten käyttäytymiseen on merkittävä. Käytämme analyysissamme erojen ero -menetelmää (eng. *difference-in-differences*), jossa yritykset jaetaan koeryhmään ja kontrolliryhmään luonnollisesti syntyneen koeasetelman perusteella. Koeryhmään kuuluvat yritykset, joiden lainoista yli 50 % oli vaihtuvakorkoisia ennen korkojen nousua vuonna 2021. Tarkastelemme investointilainojen määrän keskiarvoa ryhmien välillä ennen korkojen nousua ja sen jälkeen. Muutos ryhmien keskiarvojen erotuksessa (erotusten erotus) voidaan tulkita

keskuspankin koronnostojen vaikutukseksi altistetulle ryhmälle edellyttäen, että ryhmien lainakehitys olisi ollut samanlaista ilman korkojen nousua.

Menetelmä edellyttää myös, ettei tarkastelujaksolla ole tapahtunut muita muutoksia, jotka olisivat vaikuttaneet eri tavoin koe- ja kontrolliryhmiin, eikä ryhmien käyttäytyminen vaikuta toisiinsa. Koska nämä oletukset eivät täysin päde aineistossamme, kontrolloimme useita havaittuja muuttujia ja käytämme myöhemmin myös vaihtoehtoista menetelmää, jonka vaaditut oletukset ovat hieman kevyemmät.

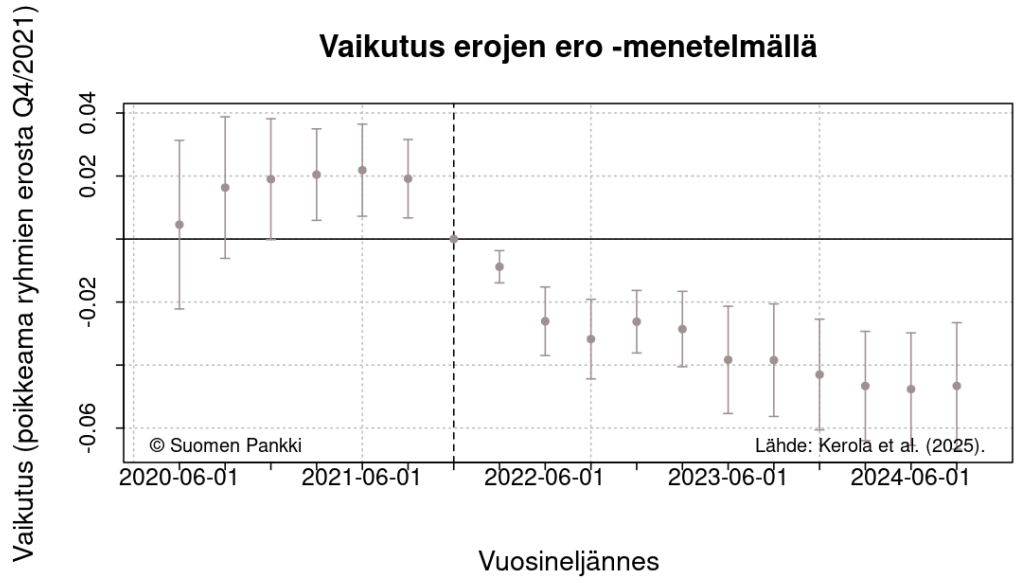
Havaitsemme, että yritykset, joilla oli paljon vaihtuvakorkoista velkaa ennen korkojen nousua, vähensivät investointilainojaan noin 4,5 % EKP:n koronnostojen jälkeen verrattuna yrityksiin, joilla oli vähemmän vaihtuvakorkoista velkaa. Tämä arvio on saatu sen jälkeen, kun olemme vakioineet maakohtaiset, toimialakohtaiset, pankkikohtaiset ja yritysten kokoon liittyvät vaihtelut. On mahdollista, että tulos on silti harhainen, sillä tietyntyyppiset yritykset saattavat valikoitua hakemaan vaihtuvakorkoista lainaa. On kuitenkin epätodennäköistä, että vaikutus olisi yliarvioitu, sillä vaihtuvan koron valinneet yritykset ovat todennäköisesti keskimäärin valmiimpia kantamaan korkoriskin (Vickery, 2008). Todellinen vaikutus saattaa siis olla jopa suurempi. Tulokset on raportoitu tarkemmin taulukon 1 sarakkeissa 1 ja 2.

Vaikutusten ajallista kehitystä tarkastellaksemme analysoimme investointilainojen määrän eroa vuosineljännestasolla (kuvio 1). Havaitsemme, että ero vaihtuvia ja kiinteitä korkoja suosivien yritysten välillä alkoi kasvaa asteittain loppuvuonna 2021 eli juuri silloin, kun markkinakorot alkoivat hiljalleen nousta. Vaikutus voimistui aina vuoteen 2024 asti, mikä on linjassa sen kanssa, että rahapolitiikan vaikutukset välittyvät usein viiveellä.

Riippuva muuttuja: log(investointivelka)	(1)	(2)
Korkea vaihtuvien korkojen osuus x Jälkeen_2021	−0,0437***	−0,0477***
	(0,009)	(0,009)
Mikro/Pieni x Korkea vaihtuvien korkojen osuus		
Suuri vaihtuvien korkojen osuus x Mikro/Pieni x Jälkeen_2021		
Yritys-FE	KYLLÄ	KYLLÄ

Aika-FE	KYLLÄ	KYLLÄ	
Yritysmaa–Aika-FE	KYLLÄ	KYLLÄ	
Yrityskoko–Aika-FE	KYLLÄ	KYLLÄ	
Toimiala–Aika-FE	EI	KYLLÄ	
Pankki–Aika-FE	EI	KYLLÄ	
Keskivirheet klusteroitu	Yritys & pankki	Yritys & pankki	
Havaintojen lukumäärä	33 427 473	33 427 473	
R^2	0,78488	0,80687	
Sisäinen R^2	0,00010	0,00012	
FE = kiinteät vaikutukset (eng. fixed effects)			
Keskivirheet suluissa			
**** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1*			
Estimointijakso: kesäkuu 2021 – syyskuu 2024. Riippuva muuttuja on pankin b yritykselle f ajankohtana t myöntämi "Suuri vaihtuvien korkojen osuus" on yritystason indikaattori, joka saa arvon 1, jos yli 50 % yrityksen pankkilainoista vaihtuvakorkoisia. "Jälkeen_2021" on indikaattori, joka on 1 vuoden 2022 tammikuusta alkaen. "Mikro/Pieni" on ind pienille yrityksille. Keskivirheet on klusteroitu yritys- ja pankkitasolla. Lähde: Kerola et al. (2025).			

Kuvio 1.



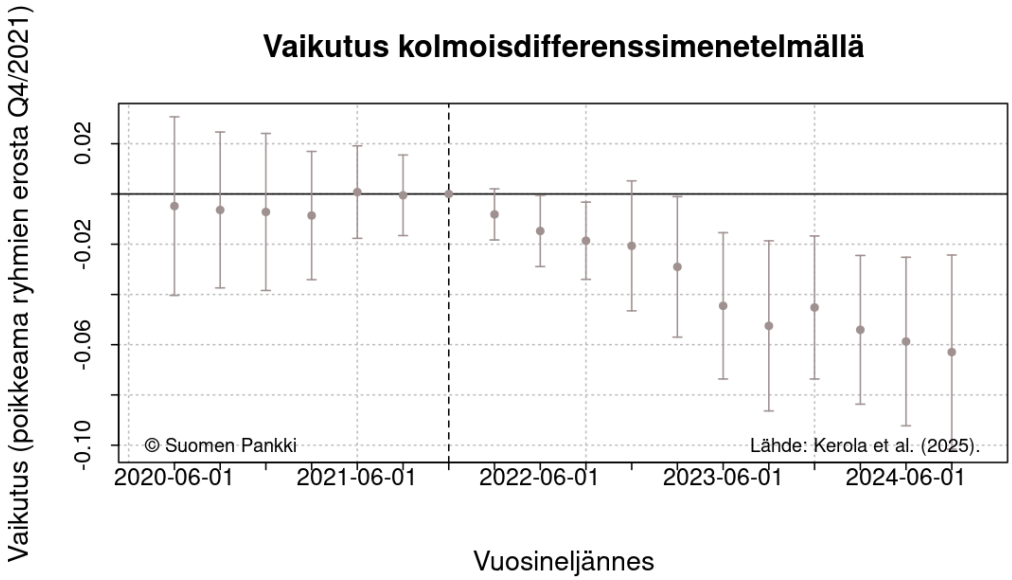
Pienissä yrityksissä rahapolitiikan vaikutus on suuria yrityksiä voimakkaampi

Tämän tarkastelun lisäksi hyödynnämme aineiston mahdollistamaa kolmoisdifferenssiä eli erojen erojen ero -menetelmää (eng. *difference-in-difference-in-differences* tai *triple difference*). Menetelmä auttaa poistamaan mahdollisen valikoitumiseen liittyvän harhan, mikäli harhan suuruus on sama eri kokoisilla yrityksillä (Olden ja Møen, 2022). Toisin sanoen, jos kaksi erojen eroon perustuvaa arviota ovat yhtä harhaisia, niiden välinen ero antaa silti harhattoman arvion vaihtuvakorkoisuuden vaikutuksesta investointilainojen määrään korkojen noustessa.

Tämän tarkastelun perusteella vaikutus on voimakkaampi suhteellisen pienissä yrityksissä (ks. taulukon sarakkeet 3 ja 4). Tulokset ovat linjassa Ippoliton ym. (2018) teoreettisten havaintojen kanssa; niiden mukaan vaihtuvien korkojen kanava vaikuttaa erityisesti rahoituksellisesti rajoittuneisiin yrityksiin – ryhmään, johon pienet yritykset usein kuuluvat.

Myös nämä vaikutukset kasvavat vähitellen ajan myötä (kuvio 2). Vuoteen 2024 mennessä investointilainojen vähennys pienissä yrityksissä, joilla on suuri osuus vaihtuvakorkoisia lainoja, kasvaa noin 11 prosenttiin (suhteessa suurempiin yrityksiin).

Kuvio 2.



Lisää tutkimusta tarvitaan

Tietääksemme tutkimuksemme on ensimmäinen euroaluetta koskeva empiirinen arvio vaihtuvien korkojen kanavasta. Tuomme näin uutta näkökulmaa siihen, miten rahapolitiikka vaikuttaa yritystason investointipäätöksiin, kun olemassa olevan velan korkokustannukset kasvavat ohjauskorkojen nousun myötä lainakorkojen vaihtuvakorkoisuuden vuoksi.

Tutkimuksemme korostaa myös yrityksen koon ja rahoitusrajoitteiden merkitystä. Yritysten reaktioiden merkittävä hajonta korkotason muutosten suhteen – yhdistettynä siihen, että vaihtuvia korkoja suositaan vain osassa euromaita – johtaa siihen, että rahapolitiikka välittyy eri voimakkuudella eri maihin.

Tutkimuskirjallisuus ei kuitenkaan anna yksiselitteistä vastausta siihen, millainen korkosidonnaisuus olisi optimaalinen yksittäisen yrityksen, kotitalouden, pankin tai koko kansantalouden näkökulmasta (ainakin Santomero, 1983; Campbell ja Cocco, 2003; Cowling ja Wong, 2025; Rubio, 2011). Mitä suurempi vaihtuvien korkojen osuus kansantaloudessa on, sitä voimakkaampia rahapolitiikan vaikutukset todennäköisesti ovat (Rubio, 2011; Calza et al., 2013; Di Maggio et al., 2017). Vaihtuvien korkojen suurempi osuus voisi siis teoriassa helpottaa inflaation vakauttamista tavoitteeseensa. Suomen aineistolla estimoidulla rakenteellisella makromallilla on arvioitu, että vaihtuvakorkoisten asuntolainojen merkittävä osuus voimistaa hieman rahapolitiikan välittymistä Suomeen. Yrityslainoista vastaavaa arviota ei kuitenkaan ole

tehty.

Yksittäisen yrityksen tai kotitalouden näkökulmasta vaihtuvakorkoinen laina on keskimäärin edullisempi kuin kiinteäkorkoinen korkojen positiivisen aikapalkkion takia. Riskienhallinnalliset syyt – kuten rahoitusrajoitteet – voivat kuitenkin puoltaa kiinteän koron valintaa (esimerkiksi Vickery, 2008).

Jatkossa tutkimuksessa voitaisiin yhdistää pankkilainoja koskevaa tietoa yritysten tilinpäätöstietoihin, jotta vaikutuksia investointeihin, hinnanasetantaan tai työvoiman kysyntään voitaisiin arvioida tarkemmin. Lisätutkimusta tarvitaan myös vaihtuviin korkoihin liittyvien vaikutusmekanismien ymmärtämiseksi – esimerkiksi rahoitusrajoitteiden roolia voisi tarkastella yksityiskohtaisemmin.

Tulevan kirjallisuuden tulisi myös analysoida vaihtuvakorkoisen kanavan merkitystä makrotaloudellisella tasolla. Onko rahapolitiikan kokonaisvaikutuksissa merkittäviä eroja maiden välillä sen mukaan, suositaanko niissä vaihtuvia vai kiinteitä korkoja? Vaikka vaihtuvakorkoisten pankkilainojen yleisyys näyttää vaikuttavan rahapolitiikan vaikutuksen voimakkuuteen, pankkijärjestelmän kautta tapahtuva rahapolitiikan välittyminen on vain yksi osa rahapolitiikan välittymismekanismia.

Lähteet

Ahamed, F. T., Houqe, M. N. ja van Zilj, T. (2022). Meta-analysis of the impact of financial constraints on firm performance. *Accounting & Finance* 63(2): 1671–1707.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. ja Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter? *The Journal of Finance* 9(1): 137–177.

Beck, T. ja Demirgüç-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance* 30(11): 2931–2943.

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

Campbell, J. Y. ja Cocco, J. F. (2003). Household risk management and optimal mortgage choice. *The Quarterly Journal of Economics*, *118*(4), 1449–1494.

Core, F., De Marco, F., Eisert, T. ja Schepens, G. (2024). Inflation and floating-rate loans: Evidence from the euro-area. *Available at SSRN*: https://papers.ssrn.com/sol3/

papers.cfm?abstract_id=5006002.

Cowling, M. ja Wong, K. P. (2025). The Fixed or Variable Rate Loan Decision: Which Small Businesses Prefer the Certainty of Fixed Rate Loans and Which Banks Offer Them? *The Manchester School*, *93*(3), 267–280.

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 settlement, and voluntary resolution. *American Economic Review*, 107(11): 3550–3588.

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

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.

Kerola, E., Laine, O.-M. ja Paavola, A. (2025). Heterogenous responses to monetary policy: the role of floating rate loans. Bank of Finland Research Discussion Papers, 7.

Kumar, K. B., Rajan, R. G., ja Zingales, L. (1999). What determines firm size? NBER Working Paper 7208 https://www.nber.org/papers/w7208.

Olden, A. ja Møen, J. (2022). The triple difference estimator. *The Econometrics Journal*, *25*(3): 531–553.

Petersen, M. A. ja Rajan, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, 49(1): 3–37

Rubio, M. (2011). Fixed-and variable-rate mortgages, business cycles, and monetary policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, *43*(4), 657–688.

Santomero, A. M. (1983). Fixed versus variable rate loans. *The Journal of Finance*, *38*(5), 1363–1380.

Vickery, J. (2008). How and why do small firms manage interest rate risk? *Journal of financial economics*, *87*(2), 446–470.

Viitteet

1. Tämän lisäksi Core, De Marco, Eisert ja Schepens (2024) havaitsevat, että rahapolitiikan kiristämisen vaikutus inflaatioon on vähäisempi markkinoilla, joilla vaihtuvakorkoiset lainat ovat enemmistössä, mikä on linjassa niin sanotun rahapolitiikan kustannuskanavan ↑

dominoimisen kanssa: yritykset siirtävät nousseita korkokuluja hintoihinsa.

2. Aineisto sekä menetelmät on kuvattu tarkemmin varsinaisessa artikkelissa (Kerola et al., 2025). ↑

Asiasanat

investoinnit, pankit