

Korkojen ohjaus likviditeetin vähentyessä

Rahapolitiikka, Korot | 14.10.2026 | Niko Herrala, Aleksi Paavola, Kristian Tötterman

KIRJOITTAJAT



Niko Herrala
Toimistopäällikkö



Aleks Paavola
Vanhempi markkina-
analyytikko



Kristian Tötterman
Markkina-analyytikko

Eurojärjestelmän rahapolitiikan toimeenpano muuttuu, kun keskuspankkitalletusten eli likviditeetin määrä vähenee. Eurojärjestelmän tuleva tapa toimeenpanna rahapolitiikkaa tulee nojaamaan pankkien likviditeetin kysyntään, luotto-operaatioihin ja toimiviin rahamarkkinoihin. Eurojärjestelmä varmistaa, että siirtymä tapahtuu hallitusti. Artikkelissa tarkastellaan, miten lyhyiden rahamarkkinakorkojen määräytyminen saattaa muuttua uudessa tilanteessa.



Lue tekoälyn avulla luotu tiivistelmä

- Rahapolitiikan toimeenpanolla lyhyet rahamarkkinakorot ohjataan lähelle EKP:n neuvoston päättämiä politiikkakorkoja.
- Pankit tarvitsevat likviditeettiä maksuliikenteeseen, varautumiseen ja sääntelyn asettamien vaateiden täyttämiseen. Likviditeetin määrä eurojärjestelmässä pienenee, kun rahapolitiikan osto-ohjelmissa hankitut arvopaperit erääntyvät.
- Kun likviditeetti vähenee, pankit pyrkivät jakamaan olemassa olevaa likviditeettiä keskenään rahamarkkinoilla. Lyhimpien rahamarkkinakorkojen noustessa pankit alkavat käyttää yhä enemmän eurojärjestelmän luotto-operaatioita, sillä ne ovat pankeille ainoa keino lisätä likviditeetin kokonaismäärää pankkijärjestelmässä.



Mitä ovat rahapolitiikan toimeenpano ja korkojen ohjaus?

EKP:n neuvosto päättää korkotasosta. Se ilmoittaa päätöksissään keskeisimmän ohjauskoron ja kahden muun politiikkakoron tason. Rahapolitiikan toimeenpanolla lyhyet rahamarkkinakorot ohjataan lähelle näitä politiikkakorkoja. Toimeenpano on siis ikään kuin rahapolitiikan konehuone: sillä varmistetaan, että päätetty ohjauskoron taso välittyy tehokkaasti rahamarkkinakorkoihin, jotta rahapolitiikalla saavutetaan tavoiteltu vaikutus euroalueen talouteen ja inflaatio pysyy EKP:n 2 prosentin tavoitteessa keskipitkällä aikavälillä.

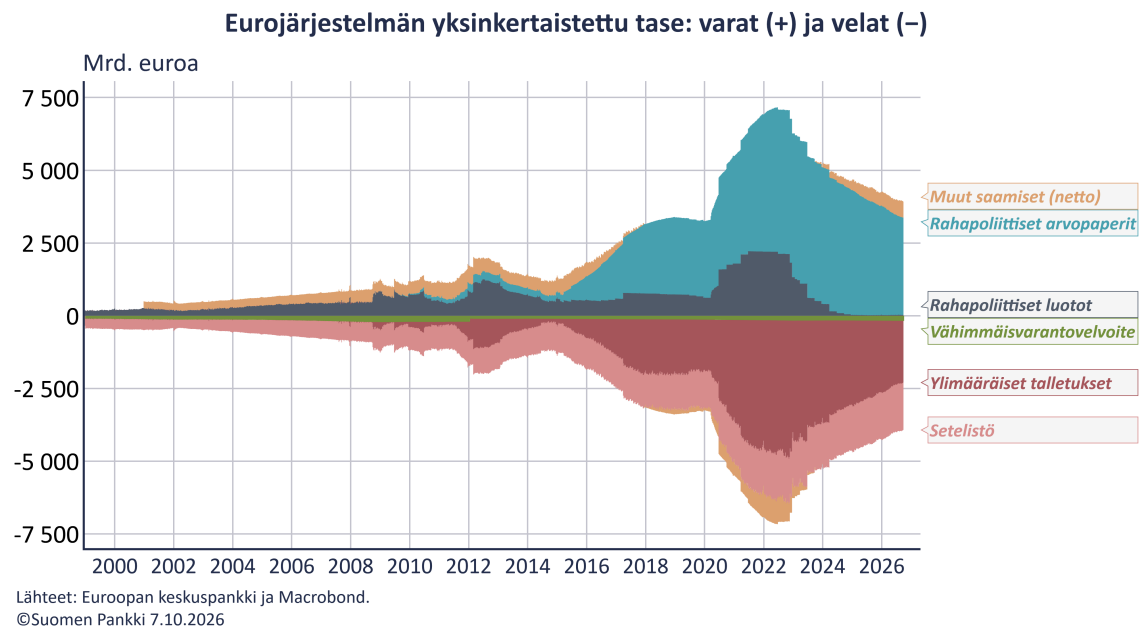
Viime vuodet eurojärjestelmä on ohjannut lyhyitä markkinakorkoja tilanteessa, jossa sen tase on ollut poikkeuksellisen suuri, ja siten pankkijärjestelmässä on ollut paljon ylimääräistä likviditeettiä – eli pankkien talletuksia keskuspankissa. Koska likviditeettiä on ollut järjestelmässä paljon, pankkien ei ole tarvinnut lainata sitä toisiltaan eikä säännöllisesti myöskään keskuspankista. Tämän vuoksi yön yli -korot ovat pysyneet lähellä sitä korkoa, jolla pankit tekevät talletuksia eurojärjestelmään (talletuskorko, *deposit facility rate*, DFR; nyt 2,50 %).

Eurojärjestelmän tase on edelleen pienentynyt, kuten on suunniteltu (kuvio 1). Omaisuuserien osto-ohjelmissa hankittuja arvopapereita on erääntynyt ja erääntymiset jatkuvat tulevina vuosina. Samalla likviditeetin – jota eurojärjestelmä aikoinaan loi ostaessaan velkapapereita¹ – määrä pankkijärjestelmässä pienenee.

EKP:n neuvosto päätti maaliskuussa 2024 rahapolitiikan toimeenpanon uusista menettelyistä eli siitä, miten lyhyitä korkoja ohjataan tulevaisuudessa.² Kun pankkien likviditeetti vähenee, näiden päätösten käytännön merkitys kasvaa. Uuden toimeenpanotavan kaikkia yksityiskohtia ei

kuitenkaan ole vielä lyöty lukkoon, vaan niistä päätetään vasta myöhemmin. Keskeisimpiä avoimia kysymyksiä ovat rakenteellisten operaatioiden tarkemmat ehdot ja eri instrumenttien käyttöönottoaika.³

Kuvio 1.



Uuden toimeenpanotavan keskeinen tavoite on, että tulevaisuudessa pankit lainaavat aiempaa enemmän eurojärjestelmän luotto-operaatioista ja toisaalta käyvät myös keskenään kauppaa rahamarkkinoilla aktiivisemmin. Säännöllisiin luotto-operaatioihin – eli viikon mittaiseen perusrahoitusoperaatioon (*main refinancing operation*, MRO) ja kolmen kuukauden mittaiseen pitempiaikaiseen rahoitusoperaatioon (*longer term refinancing operation*, LTRO) – osallistuu toistaiseksi vain vähän pankkeja, vaikka määrä kasvaakin tasaisesti. Siirtymä uuteen toimeenpanotapaan tarkoittaa siis merkittäviä muutoksia pankkien varainhankinnassa sekä keskuspankista että rahamarkkinoilta.

Tässä artikkelissa tarkastellaan lyhyiden rahamarkkinakorkojen ohjausta nyt ja tulevaisuudessa. Lisäksi tarkastellaan siirtymistä uuteen likviditeettiympäristöön ja eurojärjestelmän varautumista siihen mahdollisesti liittyviin haasteisiin.

Euroalueen rahamarkkinatilanne nyt

Talletuskorko, jolla pankit tallettavat ylimääräisen likviditeetin kansalliseen keskuspankkiin, on tällä hetkellä EKP:n ohjauskoroista tärkein. EKP:n maaliskuussa 2024 tekemien päätösten mukaisesti lyhyet rahamarkkinakorot on tarkoitus pitää lähellä sitä. Tallettamisen lisäksi pankit

voivat lainata eurojärjestelmän keskuspankista tällä hetkellä 0,15 prosenttiyksikköä talletuskorkoa korkeammalla korolla säännöllisissä luotto-operaatioissa ja tarvittaessa ottaa yön yli -maksuvalmiusluottoa (*marginal lending facility*, MLF) yllättäviin likviditeettitarpeisiin 0,4 prosenttiyksikköä talletuskorkoa korkeammalla korolla.

Koska pankkijärjestelmässä on edelleen paljon likviditeettiä, pankit eivät juurikaan lainaa eurojärjestelmästä. Rahamarkkinoilla käydään silti kauppaa, ja eurojärjestelmän talletuskorko on tärkein markkinakorkojen tasoa määrittävä tekijä. Eri rahamarkkinasegmenteissä korot ovat kuitenkin hieman eri tasolla ja niitä määrittävät osin erilaiset tekijät.

Vakuudettomista koroista tärkein on €STR

Euroalueen rahamarkkinoiden keskeisin vakuudeton viitekorko on EKP:n julkaisema €STR (*euro short-term rate*).⁴ Se kuvaa vakuudettoman yön yli -tukkurahoituksen hintaa euroalueen pankeille. Käytännössä €STR siis mittaa, mihin hintaan rahoitusalan instituutiot tallettavat rahansa yön yli euroalueen pankkeihin. €STR:n rooli on erityisen keskeinen, sillä se toimii viitekorkona yleisimmille rahamarkkinajohdannaisille, kuten yön yli -koronvaihtosopimuksille (*overnight indexed swap*, OIS).

€STR on viime vuosina ollut hieman talletuskoron alapuolella (kuvio 2). Tämä johtuu vakuudettomien rahamarkkinoiden rakenteesta: markkinat koostuvat tällä hetkellä ennen kaikkea rahoituslaitosten, kuten rahamarkkina-, sijoitus- ja eläkerahastojen ja vakuutusyhtiöiden, pankkeihin tekemistä talletuksista. Koska nämä toimijat eivät voi tallettaa rahaa suoraan eurojärjestelmän kansallisiin keskuspankkeihin, ne sijoittavat lyhytaikaisia käteisvarojaan muun muassa pankkitalletuksiin. Talletusten vastaanottaminen kasvattaa pankkien tasetta, mikä lisää operatiivisia ja sääntelystä aiheutuvia kustannuksia. Kun likviditeettiä on runsaasti, pankkien ei tarvitse kilpailla korolla näistä talletuksista. Sen sijaan ne voivat siirtää kustannukset asiakkaille maksamalla talletuksille talletuskorkoa alemmaa tuottoa. Likviditeetin väheneminen on kuitenkin näkynyt hieman myös €STR-korossa: se on hivuttautunut hitaasti jo pari vuotta lähemmäs EKP:n talletuskorkoa (kuvio 2).

Vakuudelliset repokorot ovat keskeisessä roolissa

Vakuudelliset kaupat ovat euroalueen rahamarkkinoiden suurin segmentti (kuvio 3). Näiden ns. repokorkojen (*repurchase agreement* eli takaisinostosopimus) merkitys on kasvanut etenkin finanssikriisin jälkeen.⁵ Syitä tähän ovat sääntely ja toisaalta markkinatoimijoiden oma riskienhallinta, jotka kannustavat vakuudelliseen lainanantoon vakuudettoman sijaan. Lisäksi keskusvastapuolten käytön yleistymisen ja vakuushallinnan infrastruktuurin parantuminen ovat

tukeneet repomarkkinoiden käyttöä. Voidaan olettaa, että repomarkkinoilla on jatkossakin keskeinen rooli pankkien välisessä likviditeetin hallinnassa.

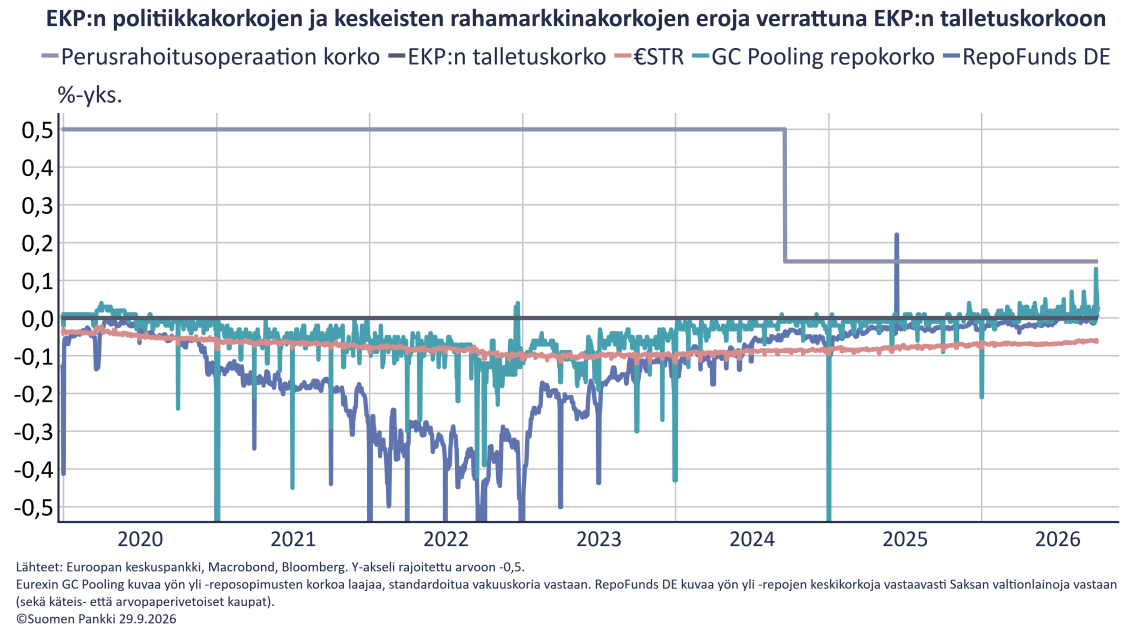
Toisin kuin vakuudettomissa koroissa, repokoroissa on kaksi ”liikkuvaa osaa”: sekä raha että vakuus. Siten repokorkojen määräytymiseen vaikuttavat likviditeetin kysynnän ja tarjonnan lisäksi käytetty vakuus ja yleisesti vakuuksien kysyntä ja tarjonta. Repokorkojen taso suhteessa EKP:n talletuskorkoon onkin vaihdellut yli ajan enemmän kuin €STR-koron (kuvio 2).

Vakuuksien kautta repokoroilla on vakuudettomia korkoja suurempi yhteys myös muihin rahoitusmarkkinasegmentteihin. Esimerkiksi euroalueen valtionlainamarkkinoilla vipurahastojen (*hedge funds*) valtionlainaostot rahoitetaan usein lainaamalla tarvittavat varat ostettua joukkolainaa vastaan repomarkkinoilla. Viime vuosina näiden rahastojen rooli euroalueen valtionlainojen käteismarkkinalla ja repomarkkinoilla on kasvanut merkittävästi.⁶

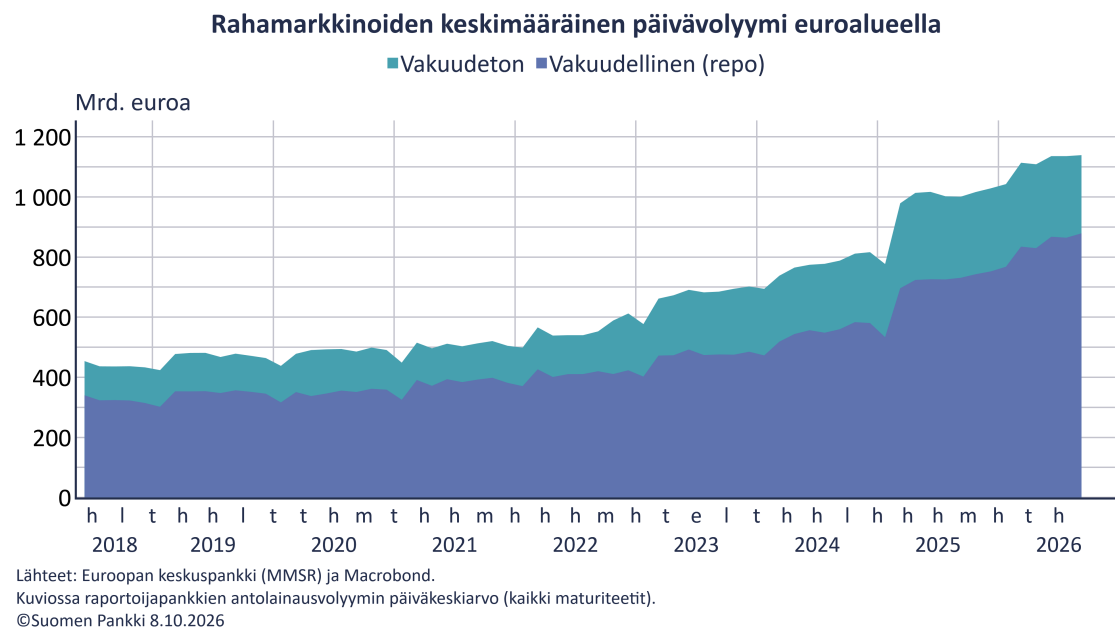
Tällä hetkellä lyhyet repokorot ovat lähellä EKP:n talletuskorkoa tai jopa hieman sen yläpuolella (kuvio 2). Yksittäisten repokauppojen korot vaihtelevat kuitenkin paljon käytetyn vakuuden ja vastapuolen mukaan. Yleinen repokorkojen nousu heijastelee likviditeetin määrän vähentymistä mutta myös sitä, että vakuuksia on hyvin tarjolla.⁷ Jopa talletuskoron ylittävät repokorot näyttävät liittyvän erityisesti vipurahastojen voimakkaaseen repokysyntään. Vipurahastot ovat valmiita maksamaan preemion rahoittaakseen toimintaansa muilla markkinasegmenteillä. Pankkien lainatessa rahaa repomarkkinoilta niiden maksamat korot ovat vielä tyypillisesti alle talletuskoron.⁸

Voi tuntua nurinkuriselta, että vakuudettomat korot (€STR) ovat vakuudellisia korkoja (repo) alempia. Ikään kuin rahaa saisi lainattua ilman vakuuksia halvemmalla kuin vakuuksia vastaan. €STR:n ja repokorkojen välinen ero ei kuitenkaan ensisijaisesti mittaa eroja vakuudellisten ja vakuudettomien lainojen luottoriskeissä. Korot syntyvät eri markkinoilla, joilla lainanantajat, lainanottajat ja kaupankäynnin ajurit poikkeavat toisistaan. €STR kuvastaa suurelta osin muiden rahoituslaitosten pankeille tarjoaman käteisen hintaa, kun taas repokoroissa näkyvät myös vakuuksien saatavuus ja esimerkiksi vipurahastojen rahoituskysyntä.

Kuvio 2.



Kuvio 3.



Mikä muuttuu siirryttäessä uuteen tapaan toimeenpanna rahapolitiikkaa?

Pankit tarvitsevat likviditeettiä maksuliikenteeseen, varautumiseen ja sääntelyn asettamien vaateiden täyttämiseen.⁹ Eurojärjestelmän laajamittaisten arvopaperiostojen seurauksena

pankkijärjestelmässä on ollut enemmän likviditeettiä kuin pankit tarvitsevat näiden tarpeiden täyttämiseen. Eurojärjestelmä ohjaa lähitulevaisuudessakin lyhyitä korkoja tilanteessa, jossa pankeilla on runsaasti vähimmäisvarantovelvoitteet ylittävää likviditeettiä.

Vähimmäisvarantovelvoitteen merkitys korkojen ohjauksessa on muutoinkin vähentynyt, sillä pankit haluavat nykyisin pitää likviditeettiä selvästi vähimmäisvarantovelvoitetta enemmän (ks. jäljempänä kehikko ”Vähimmäisvarantojärjestelmän rooli rahapolitiikan toimeenpanossa”).

Likviditeetin kysynnän näkökulmasta etenkin maksuvalmiusvaatimus (*liquidity coverage ratio*, LCR) on noussut keskiöön. Se velvoittaa pankkeja pitämään hallussaan korkealaatuisia likvidejä varoja äkillisten likviditeetin ulosvirtausten varalta. Vaikka esimerkiksi myös valtionlainat luetaan korkealaatuisiksi likvideiksi varoiksi, pankit haluavat täyttää osan vaatimuksesta keskuspankkitalletuksilla eli likviditeetillä, koska niihin ei kohdistu lainkaan markkina- tai likviditeettiriskiä. Eurojärjestelmän on tarjottava tämä likviditeetti pankeille, jotta markkinakorkoja pystytään ohjaamaan.

Tarvittavaa likviditeetin määrää ei tunneta, sillä siitä ei ole ollut niukkuutta sääntelyssä tapahtuneiden muutosten jälkeen. Tulevaisuudessa eurojärjestelmä havaitsee likviditeetin kysynnän kasvun keskuspankkiluottojen kehityksestä. Eurojärjestelmä käyttää säännöllisissä luotto-operaatioissaan (MRO & LTRO) ns. kiinteän koron ja täyden jaon politiikkaa (*fixed rate full allotment*, FRFA). Sen ansiosta pankit voivat hakea operaatioista rajoituksetta luottoa perusrahoitusoperaation korolla, kunhan niillä on riittävät vakuudet.

Kun likviditeetti vähenee, pankit pyrkivät ensin jakamaan olemassa olevaa likviditeettiä keskenään rahamarkkinoilla. Tehokas uudelleenjako vähentää tarvetta pitää likviditeettipuskureita vain siksi, että likviditeetti on jakautunut epätasaisesti. Ylimääräisen likviditeetin vähentyessä ja lyhimpien rahamarkkinakorkojen noustessa pankit alkavat käyttää yhä enemmän eurojärjestelmän luotto-operaatioita, sillä ne ovat ainoa keino lisätä likviditeetin kokonaismäärää pankkijärjestelmässä. Ajan myötä luotto-operaatioiden kysyntä kasvaa samaa tahtia vanhojen osto-ohjelmien erääntymisten kanssa. Tällöin likviditeetin kokonaismäärä on löytänyt uuden tasapainon.¹⁰ Kun kysyntä osoittautuu riittävän pysyväksi säännöllisissä luotto-operaatioissa, osa siitä katetaan rakenteellisilla luotto-operaatioilla ja rakenteellisella arvopaperisalkulla.¹¹

Euroalueen lyhyet repokorot nousevat uuteen likviditeetinhallintatapaan siirryttäessä, mutta nousun voimakkuus riippuu useista tekijöistä. Korkojen nousu luo pankeilla kannustimen osallistua keskuspankin luotto-operaatioihin. Repomarkkinat ovat pankeille ensisijainen vaihtoehto eurojärjestelmän luotto-operaatioille. Niin kauan kuin lyhytaikaista markkinarahoitusta on saatavilla halvemmalla kuin EKP:n lainan korolla, pankeilla ei ole syytä

hyödyntää keskuspankin luotto-operaatioita. Logiikka toimii kuitenkin myös toisinpäin. Perusrahoitusoperaation korko asettaa katon pankkien ottolainaukselle repomarkkinoilla, sillä markkinoilta ei kannata hankkia rahoitusta kalliimmalla kuin sitä on saatavilla keskuspankista samoja vakuuksia vastaan.¹²

On vaikeaa ennakoida tarkalleen, mille tasolle repokorot lopulta asettuvat suhteessa EKP:n politiikkakorkoihin. Tämä johtuu siitä, että eurojärjestelmän luotto-operaatioissa vakuudeksi kelpaavat muutkin kuin korkealaatuiset likvidit varat. Panttaamalla luotto-operaatioihin näitä muita varoja pankit saavat vastineeksi likviditeettiä ja voivat samalla parantaa maksuvalmiusvaatimustaan. Sääntelyhyödyn vuoksi pankeilla on kannustin maksaa eurojärjestelmän luotoista korkeampaa korkoa kuin valtionlainapohjaisista reposopimuksista, joilla vastaavaa sääntelyarvoa ei ole. Sääntelyhyödyn arvo muuttuu ajassa ja määrittää lopulta sen, millä korolla pankit tulevat valtionlainapohjaisissa reposopimuksista hankkimaan rahoitusta. Repo-antolainaus tapahtuu puolestaan hieman ottolainauskorkoa korkeammalla korolla kysynnän ja tarjonnan pohjalta.

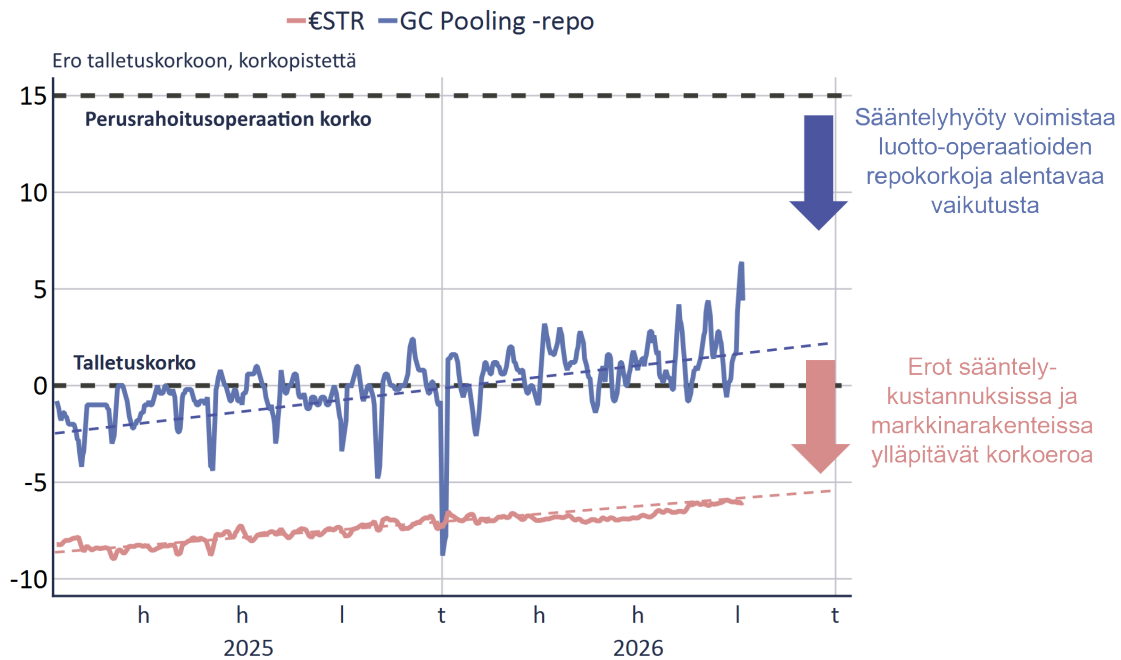
Myös lyhyet vakuudettomat rahamarkkinakorot, kuten €STR, nousevat likviditeetin vähentyessä. Ne pysyvät kuitenkin hyvin todennäköisesti lähempänä talletuskorkoa kuin repokorot. Tämä johtuu sääntelystä, joka kannustaa pankkeja vakuudelliseen tukkulainanottoon vakuudettomaan sijaan.¹³ Lisäksi vakuudeton lainanotto kasvattaa pankkien vähimmäisvarantovelvoitteita, toisin kuin repolainaus. Ylimääräiset kustannustekijät ja erilainen markkinarakenne ylläpitävät korkoeroa markkinoiden välillä ja pitävät vakuudettomat korot repokorkoja alempina, ellei vakuuksista tule jostain syystä pulaa repomarkkinoilla. Vakuuspulaa ei kuitenkaan ole näköpiirissä.

Vuoden 2025 alusta lähtien GC Pooling -repokoron ja €STR-koron välinen ero on ollut pääasiassa 5–10 korkopistettä (kuvio 4). Korot ovat siis nousseet ainakin toistaiseksi lähes samaan tahtiin suhteessa talletuskorkoon. Korkoero voi kuitenkin muuttua ajan myötä.

Likviditeetin vähentyminen tulee todennäköisesti näkymään myös pitkien rahamarkkinakorkojen jonkin verran voimakkaampana nousuna verrattuna lyhyisiin korkoihin. Myös tämä johtuu sääntelystä, joka suosii pitkäaikaista varainhankintaa ja tekee siitä lyhytaikaista lainanottoa arvokkaampaa. Ilmiö voi näkyä esimerkiksi euribor-korkojen nousuna suhteessa odotettuihin riskittömiin korkoihin.

Kuvio 4.

Rahamarkkina- ja ohjauskorot ja uusi rahapolitiikan toimeenpanotapa



Lähteet: EKP, Bloomberg, Macrobond. Korot on esitetty viiden päivän liukuvina keskiarvoina.
GC Pooling = Eurexin standardoituun vakuuskoreihin perustuva yön yli -reposopimuksen korko.
©Suomen Pankki 8.10.2026

i Vähimmäisvarantojärjestelmän rooli rahapolitiikan toimeenpanossa

Vähimmäisvarantojärjestelmä on kuulunut eurojärjestelmän rahapolitiikan työkaluihin euron käyttöönotosta alkaen. Järjestelmä velvoittaa euroalueen pankkeja tekemään vähimmäisvarantoa täyttäviä talletuksia kansalliseen keskuspankkiinsa 6–7 viikon pituisten pitoajanjaksojen ajaksi. Velvoite on täytettävä keskimäärin kunkin pitoajanjakson aikana. Veloitteen suuruus on yksi prosentti – ennen vuotta 2012 kaksi prosenttia – pankin varantopohjasta, joka koostuu enintään kahden vuoden pituisista talletuksista ja velkapapereista.

Veloitteiden alkuperäinen tehtävä oli lisätä keskuspankkitalletusten kysyntää ja erityisesti vakauttaa lyhyiden rahamarkkinakorkojen kehitystä. Tämä oli erityisen tärkeää ennen 2008 finanssikriisiä käytetyssä korkoputkijärjestelmässä, jossa pankille tarjottiin likviditeettiä ainoastaan hieman niiden vähimmäisvarantovelvoitteiden kokonaismäärää

enemmän. Järjestelmässä varantovelvoitteen keskiarvoistaminen auttoi tasaamaan päivittäisiä likviditeettivaihteluita ja pitämään korot lähellä symmetrisen korkoputken keskustaa eli perusrahoitusoperaation korkoa.

Vähimmäisvarannoilla ei ole tällä hetkellä keskeistä roolia koronohjauksessa. Tämä johtuu pankkijärjestelmän runsaasta likviditeetistä. Koska rahamarkkinakorot määräytyvät likviditeetin rajakustannuksen perusteella, ne eivät seuraa runsaan likviditeetin oloissa vähimmäisvarantovelvoitteelle maksettavaa korkoa vaan vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävälle likviditeetille maksettavaa korkoa. Runsas likviditeetti on samalla vienyt vähimmäisvarantojen keskiarvoistamisen roolin korkovaihtelun tasaajana, sillä pankkien ei tarvitse reagoida jokaiseen pieneen likviditeettishokkiin. Lisäksi nykyinen kapea ero talletusmahdollisuuden koron ja perusrahoitusoperaatioiden koron välillä rajoittaa korkovolatiliteettia vähimmäisvarantojärjestelmän keskiarvoistamisesta riippumatta. Näiden syiden takia vähimmäisvarantojärjestelmä ei ole nykytilanteessa välttämätön korkotason ohjaamiseksi tai korkovaihtelun tasaamiseksi.

Vähimmäisvarantovelvoitteen määräytyminen pankkien lyhytaikaisten velkojen perusteella liittyi aiemmin riittäviin likviditeettipuskureihin. Tämä tehtävä on nykyisin menettänyt merkitystään tai siirtynyt muille sääntelyvälineille, kuten maksuvalmiusvaatimukselle (LCR).

Koska vähimmäisvarantovelvoitetta täyttäviä keskuspankkitalletuksia ei lueta osaksi maksuvalmiusvaatimuksen edellyttämiä korkealaatuisia likvidejä varoja (high-quality liquid assets, HQLA) velvoite kasvattaa pankkien likviditeetin kysyntää. Vastatakseen tähän kysyntään eurojärjestelmän tulee vuorostaan lisätä likviditeetin tarjontaa joko rahapoliittisilla luotoilla tai kasvattamalla arvopaperisalkkua.

Vähimmäisvarannoille maksettiin aluksi perusrahoitusoperaatioiden korkoa, jotta niiden pitäminen olisi pankeille kustannusneutraalia. Marraskuussa 2022 korko muutettiin talletusmahdollisuuden koroksi rahamarkkinakorkojen oltua pitkään talletuskoron tuntumassa. Syyskuusta 2023 lähtien vähimmäisvarannoille ei ole enää maksettu korkoa. Nykyisessä tilanteessa vähimmäisvarantojen käytännön merkitys onkin, että korottomina ne parantavat eurojärjestelmän taloudellista tulosta ja siten rahapolitiikan toteutuksen tehokkuutta. Sivuvaikutuksena pankeilla on kannustin pienentää vähimmäisvarantovelvoitettaan, mikä aiheuttaa kuunvaihteessa toisinaan pientä heiluntaa rahamarkkinakoroissa, kun pankit eivät esimerkiksi halua ottaa vastaan uusia talletuksia.

Siirtymään liittyvät keskeiset haasteet

Luotto-operaatioiden sujuva käyttöönotto tärkeää

Uuden toimeenpanotavan keskeinen haaste on saada pankit ilmaisemaan likviditeettitarpeensa oikea-aikaisesti eurojärjestelmän säännöllisissä luotto-operaatioissa. Korkojen ohjaus ei edellytä, että eurojärjestelmä tietää etukäteen pankkijärjestelmän tarvitseman likviditeetin määrän. Pankkien on kuitenkin osallistuttava operaatioihin aktiivisesti silloin, kun niiden likviditeetti tai markkinoilta saatava rahoitus eivät enää riitä.

Pankit tekevät päätöksensä omien likviditeettiennusteidensa ja markkinaolosuhteita koskevien arvioidensa perusteella. Niillä ei ole tarkkaa tietoa likviditeetin kokonaismäärän muutoksista tai muiden pankkien toimista luotto-operaatioissa.¹⁴ Siksi pankkien luotto-operaatioista hakema likviditeetin määrä voi ajoittain osoittautua liian pieneksi tai suureksi, mikä voi aiheuttaa heiluntaa rahamarkkinoilla, kuten nähtiin vuonna 2014, kun likviditeetti vähentyi eurojärjestelmässä edullisten pitkien kolmen vuoden luotto-operaatioiden erääntyessä.¹⁵

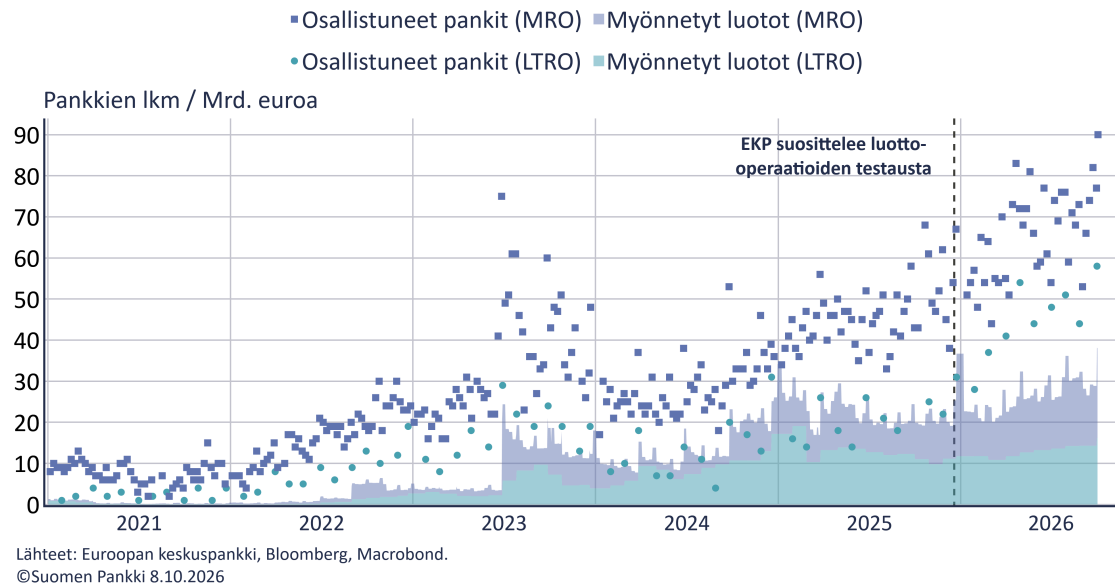
Pankkien tehtävän helpottamiseksi EKP julkaisee verkkosivuillaan osto-ohjelmaomistustensa kuukausittaiset erääntymiset vuosittain aina kahdeksi vuodeksi eteenpäin. Koska erääntymiset selittävät valtaosan likviditeetin vähenemisestä, se antaa pankeille hyvät edellytykset arvioida likviditeetin kokonaistarjonnan muutoksia.

Lisäksi eurojärjestelmä arvioi likviditeetin ja luotto-operaatioiden kysyntää vuosittain toteutettavan [Bank Treasurer Survey](#) -kyselyn avulla. Kyselytulokset julkaistaan, jotta myös pankit saavat lisätietoa likviditeetin odotetusta kysynnästä. Vuoden 2025 kyselyn perusteella noin puolet euroalueen pankkisektorista kokonaisvaroilla mitattuna tulee EKP:n arvion perusteella olemaan lähellä tavoittelemaansa likviditeetin tasoa tämän vuoden lopussa. Kuitenkin vain pieni osa pankeista suunnitteli osallistumista säännöllisiin luotto-operaatioihin lähivuosina. Likviditeetin odotetun kysynnän ja luotto-operaatioiden käyttöä koskevien suunnitelmien välillä näyttääkin olevan mahdollinen ristiriita.

Sujuva siirtymä edellyttää lisäksi, että pankeilla on operatiiviset valmiudet osallistua luotto-operaatioihin. Valmiuden varmistamiseksi EKP ja myös [Suomen Pankki](#) ovat kehottaneet pankkeja testaamaan säännöllisiä luotto-operaatioita vuosittain vuodesta 2026 alkaen. Operaatioihin osallistuneiden pankkien määrä onkin kasvanut tänä vuonna, vaikka myönnettyjen luottojen kokonaismäärä on pysynyt vähäisenä (kuvio 5).¹⁶ Tämä viittaa siihen, että pankit testaavat valmiuksiaan ennen varsinaisen rahoitustarpeen kasvua.

Kuvio 5.

Tarjouksia jättäneiden pankkien määrä ja myönnettyt luotot säännöllisissä luotto-operaatioissa



Teknisen osallistumisvalmiuden lisäksi pankkien on oltava halukkaita käyttämään luotto-operaatioita silloin, kun se on taloudellisesti perusteltua. Keskuspankkirahoitukseen mahdollisesti liittyvä mainehaitta eli ns. stigma voisi saada pankit lykkäämään osallistumistaan keskuspankin luotto-operaatioihin. EKP on siksi korostanut sekä rahaviranomaisen että pankkivalvojan roolissaan, että keskuspankin luotto-operaatioihin osallistuminen on olennainen osa pankkien päivittäistä likviditeetinhallintaa.¹⁷ Kansalliset keskuspankit välittävät samaa viestiä vastapuolipankeilleen. On ensisijaisen tärkeää, että viranomaisten lisäksi myös kansainväliset luottoluokittajat, sijoittajat ja pankit itse suhtautuvat luotto-operaatioihin osallistumiseen samalla tavalla.

Rahamarkkinoiden rooli kasvaa

Siirtymän toinen haaste on varmistaa likviditeetin sujuva liikkuminen rahamarkkinoilla. Uusi likviditeetinhallintatapa kannustaa pankkeja hankkimaan ja jakamaan likviditeettiä aiempaa aktiivisemmin keskenään. Toistaiseksi kehitys on ollut myönteistä: pankit ovat aktiivisesti käyneet kauppaa keskenään ja eri maiden välillä.¹⁸ Kun likviditeetti vähentyy edelleen, on uudelleenjaon tehostuttava entisestään.

Likviditeetin tehokas liikkuminen rahamarkkinoilla riippuu etenkin repomarkkinoiden toiminnasta. Pankkien edellytykset käyttää eri kauppapaikkoja, keskusvastapuolia ja välittäjiä sekä niiden käytössä olevat vakuudet eroavat toisistaan. Myös välittäjäpankkien tasekapasiteetti voi rajoittaa kaupankäyntiä. Nämä seikat voivat heikentää likviditeetin tehokasta uudelleenjakoa

repomarkkinoiden kautta. Näin ollen myös vakuudettomien rahamarkkinoiden merkitys likviditeettishokkien tasaamisessa saattaa jälleen kasvaa, erityisesti siten, että pankit alkavat aiempaa innokkaammin kilpailla pankkijärjestelmän ulkopuolisten rahoituslaitosten tekemistä talletuksista.¹⁹

Mikäli likviditeetti ei liiku riittävän kitkattomasti pankkien välillä, siirtymä uuteen likviditeetin hallintatapaan voi olla epätasainen. Markkinakoroissa voidaan nähdä yhä suurempaa volatilitteettia, erityisesti raportointi- ja tilinpäätöspäivien yhteydessä. Lisäksi likviditeettipaineita voi syntyä alueellisesti yksittäisissä pankeissa tai tietyillä markkinasegmenteillä, ilman että ne näkyvät merkittävästi yleisten markkinakorkojen kehityksessä. Tämä voi myös kasvattaa eri rahamarkkinakorkojen välisiä korkoeroja.

Kitka likviditeetin uudelleenjaossa markkinaehtoisesti voi johtaa myös siihen, että pankit siirtyvät eurojärjestelmän luotto-operaatioihin eri aikaan. Tämä ei itsessään ole ongelma, sillä korkojen ohjaus on suunniteltu vastaamaan pankkien erilaisiin likviditeettitarpeisiin. Pitkittyessään eritahtinen siirtyminen voi kuitenkin jakaa pankit rahamarkkinoilta ja luotto-operaatioista rahoitusta hankkiviin ryhmiin ja pahimmillaan häiritä rahapolitiikan sujuvaa välittymistä. Tämä kasvattaa myös riskiä stigman muodostumisesta säännöllisiin luotto-operaatioihin.

Kaikki siirtymää koskevat haasteet liittyvät lopulta siihen, kuinka nämä merkittävät muutokset pankkien varainhankinnassa sekä keskuspankista että rahamarkkinoilta kyetään viemään läpi niin, että lyhyet korot pysyvät eurojärjestelmän ohjauksessa. EKP kavensi syyskuussa 2024 perusrahoitusoperaatioiden koron ja talletuskoron välisen eron 15 korkopisteeseen. Kapeamman korkoputken tarkoitus on rajoittaa korkojen liiallista nousua ja volatilitteettia suhteessa EKP:n neuvoston tavoittelemaan rahapolitiikan viritykseen, mutta jättää riittävästi tilaa markkinaehtoiselle kaupankäynnille. Kapea korkoputki kuvastaa siis tasapainoilua tehokkaan korkojen ohjauksen ja markkinaehtoisen likviditeetin jaon välillä.

Eurojärjestelmä varmistaa hallitun siirtymän uuteen tapaan ohjata korkoja

Eurojärjestelmä ohjaa jatkossakin rahamarkkinakorot lähelle talletuskorkoa, vaikka likviditeetin määrä vähenee. Uusi kehikko on kysyntävetoinen, eli likviditeetin tarjonta mukautuu keskuspankkiluottojen avulla pankkien kysyntään. Siksi pankkien on valmistauduttava muutoksiin rahamarkkinoilla ja oltava valmiina käyttämään keskuspankin luotto-operaatioita osana normaalia likviditeetin hallintaa. Erityisesti repomarkkinoiden roolin odotetaan olevan keskeinen, kun pankit käyvät kauppaa keskenään rahamarkkinoilla.

Kun nykyinen runsas likviditeetti vähenee, voivat rahamarkkinakorot heilua paikoitellen enemmän, kuin mihin viime vuosina on totuttu. Tämä on luonnollista, kun kaikki toimijat totuttelevat uuteen tilanteeseen, jossa likviditeetti pankkijärjestelmässä määräytyy keskuspankin runsaan tarjonnan sijaan pankkien kysynnän perusteella. Eurojärjestelmä seuraa tarkasti likviditeetin kysyntää, markkinakorkoja ja pankkien toimintaa ja muokkaa tarvittaessa rahapolitiikan toimeenpanoa, jotta siirtymä etenee hallitusti ja korot pysyvät eurojärjestelmän ohjauksessa.

Viitteet

1. Eurojärjestelmä rahoitti arvopaperiostot luomalla uusia euroja pankkijärjestelmään. Nämä luodut eurot ovat keskuspankin taseessa pankkien keskuspankkitalletuksina eli pankkijärjestelmän likviditeettinä. ↑
2. Neuvosto päätti mm. että lyhyitä rahamarkkinakorkoja ohjataan jatkossakin talletuskoron avulla; likviditeettiä tarjotaan pankeille usein erilaisin välinein; perusrahoitusoperaatiot toteutetaan jatkossakin kiinteäkorkoisina huutokauppoina ja niiden rooli pankkien likviditeettitarpeiden täytössä on keskeinen. Ks. tarkemmin EKP:n [lehdistötiedote](#) sekä Tuomas Välimäen blogi ”[EKP uudisti rahapolitiikan toimeenpanon menettelyjä](#)”. Kristian Töttermanin ja Niko Herralan Euro & talous -artikkelissa ”[Miten Euroopan keskuspankki ohjaa korkoja tulevaisuudessa?](#)” vuorostaan pohditaan syitä toimeenpanokehikon uudistukseen. ↑
3. Rakenteellisten operaatioiden tulevaa roolia ja mahdollisia ominaisuuksia on pohdittu tarkemmin Matti Ilmasen, Rasmus Rannikon ja Sivi Palménin rinnakkaisartikkelissa ”[Rakenteelliset operaatiot kattavat osan likviditeetin kysynnästä tulevaisuudessa](#)”. ↑
4. Ks. Joonas Koukkusen [blogi](#) €STR:stä eonian korvaajana 15.10.2018. ↑
5. Laajemmin rahamarkkinavolyymien kehityksestä voi lukea esim. [Euro Money Market Study 2024](#) -julkaisusta ja aiemmasta kehityksestä esim. [Euro Money Market Survey 2015](#) -julkaisusta. ↑
6. Ks. esim. EKP:n [blogikirjoitus](#) 23.9.2024 tai EKP:n Bond Market Contact Groupin marraskuun 2025 tapaamisen [yhteenveto](#). ↑
7. Kun tietystä arvopaperista on pulaa, käteisen sijoittaja voi hyväksyä tavallista alhaisemman koron saadakseen kyseisen arvopaperin väliaikaisesti käyttöönsä. Kun nyt valtionlainoja ja ↑

muita vakuuksia on enemmän saatavilla, vakuudesta saatava hyöty pienenee ja repokorot nousevat.

8. Ks. EKP:n [blogi 2.4.2026](#), jossa käsitellään eurojärjestelmässä tehtyä analyysia pankkien ja rahamarkkinoiden tilasta. ↑
9. Likviditeetin kysyntää maksujärjestelmissä niiden kehittyessä tarkastellaan Kaisa Liikkasen, Joonas Koukkusen ja Katri Järvisen rinnakkaisartikkelissa ”[Digitaalisen rahoituksen kehitys muuttaa rahapolitiikan toimeenpanoa ja keskuspankkipalveluita](#)”. ↑
10. Englannin keskuspankilla (Bank of England, BoE), jonka toimeenpanokehikko muistuttaa hyvin läheisesti eurojärjestelmän toimeenpanokehikkoa, siirtymä luotto-operaatioiden varaan on edennyt hallitusti. Keskuspankkireservien määrä on toistaiseksi vakiintunut noin 650 mrd. puntaan, mikä saavutettiin jo syyskuussa 2025. Pankit ovat siis jo vuoden ajan korvanneet reservien supistumisen täysimääräisesti kasvattamalla BoE:n luotto-operaatioista hakemaansa likviditeetin määrää. ↑
11. Rakenteellisten operaatioiden tulevaa roolia ja mahdollisia ominaisuuksia on pohdittu tarkemmin Matti Ilmasen, Rasmus Rannikon ja Sivi Palménin rinnakkaisartikkelissa ”[Rakenteelliset operaatiot kattavat osan likviditeetin kysynnästä tulevaisuudessa](#)”. ↑
12. MRO-korko rajoittaa erityisesti eurojärjestelmän vastapuolipankkien markkinarahoituksen kustannuksia, mutta se ei ole ehdoton katto repokoroille. Repokorkojen hinnoitteluun vaikuttavat myös käytetty vakuus, vastapuoli, maturiteetti, sääntelykustannukset ja keskuspankkirahoituksen käyttöön mahdollisesti liittyvät esteet (ks. repokorkojen määräytymisestä aiemmin artikkelissa). ↑
13. Lyhyt vakuudeton tukkulainanotto heikentää pankkien maksuvalmiusvaatimusta (LCR) ja omavaraisuusastetta (LR). Lyhyessä repolainauksessa vaikutus näihin tunnuslukuihin riippuu transaktiossa käytetystä vakuudesta, vakuuden aliarvostuksesta ja siitä, netotetaanko transaktio muiden reposopimusten kanssa. Yksityiskohdista riippuen tunnusluvut joko heikkenevät tai pysyvät ennallaan. Yleisesti ottaen vakuudeton lainanotto kuitenkin heikentää näitä tunnuslukuja vakuudellista lainanottoa enemmän. ↑
14. Kiinteän koron ja täyden jaon politiikan mukaisesti EKP ei päätä säännöllisissä luotto-operaatioissa (MRO & LTRO) pankkien keskuspankkiluottojen määrää vaan hyväksyy pankkien kaikki tarjoukset kysyntäpohjaisesti. ↑
15. Isossa-Britanniassa keskeiset vakuudelliset rahamarkkinakorot ovat pysyneet noin 5–10 ↑

korkopistettä keskuspankin ohjauskoron yläpuolella likviditeetin määrän vakiinnuttua toistaiseksi 650 mrd. punnan tuntumaan ([Bank of England](#)). Siirtymä ei siten ole aiheuttanut merkittävää heiluntaa likviditeetin määrässä tai rahamarkkinakoroissa. Englannin keskuspankin lyhytaikaisessa luotto-operaatiossa on kuitenkin merkittävä erityispiirre: operaation kustannus pankeille rajoittuu käytännössä pantattujen vakuuksien vaihtoehtoiskustannukseen. Tämän takia kynnys hakea likviditeettiä operaation kautta on hyvin matala, mikä on todennäköisesti tukenut siirtymän sujuvuutta.

16. Vuoden 2026 tammi-heinäkuussa järjestettyihin säännöllisiin luotto-operaatioihin osallistui jokaista operaatiota kohden keskimäärin 59 pankkia edellisvuoden vastaavan ajankohdan 39 pankin sijaan. Myönnettyjen luottojen keskimääräinen auki oleva määrä kasvoi samalla aikavälillä kuitenkin vain noin 700 milj. eurolla eli 25,6 mrd. euroon. ↑
17. Ks. Claudia Buchin ja Isabel Schnabelin [blogikirjoitus](#) 18.3.2025. Myös Suomen Pankki on kannustanut pankkeja ottamaan luotto-operaatiot osaksi normaalia toimintaansa. ↑
18. Ks. EKP:n [blogi](#) 2.4.2026, jossa käsitellään eurojärjestelmässä tehtyä analyysia pankkien ja rahamarkkinoiden tilasta. ↑
19. Myös pankkien välinen vakuudeton lainananto saattaa periaatteessa yleistyä jälleen. Kehitystä rajoittaa kuitenkin sääntely, joka tekee vakuudettomasta lainanannosta pankeille erityisen kallista. Vakuudeton lainananto kasvattaa pankkien taseita ja heikentää omavaraisuusastetta, mikä lisää oman pääoman tarvetta. Tästä syystä pankit sisällyttävät vakuudettoman lainanannon hinnoitteluun siitä aiheutuvat pääomakustannukset, mikä heikentää vakuudettoman rahoituksen kilpailukykyä suhteessa vakuudellisiin vaihtoehtoihin. ↑

Asiasanat

[korkojen ohjaus](#), [rahamarkkinat](#), [rahopolitiikan toimeenpano](#), [rahopolitiikan toteutus](#), [reservit](#)