



**TURUN  
YLIOPISTO**  
Kauppakorkeakoulu

# **EKP:N OHJAUSKORKOPÄÄTÖSTEN VAIKUTUS PANKKISEKTORIN TUOTTOIHIN**

Tapahtumatutkimus euroalueelta 2022–2025

Laskentatoimen ja rahoituksen  
kandidaatintutkielma

Laatija:  
Alexandros Tsiatas

Ohjaaja:  
KTT Antti Miihkinen

12.4.2026  
Turku

Opiskelijan lausunto tekoölyn käytöstä tähän tutkielmaan liittyen:

**En ole käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja** tätä tutkielmaa kirjoittaessani.

**Olen käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja** tätä tutkielmaa kirjoittaessani. Tämä käyttö on dokumentoitu tutkielman liitteessä. Vakuutan, että tekoälyä käytettiin yliopiston ohjeistuksen mukaisella tavalla.

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Kandidaatintutkielma

**Oppiaine:** Laskentatoimi ja rahoitus

**Tekijä:** Alexandros Tsiatas

**Otsikko:** EKP:n ohjauskorkopäätösten vaikutus pankkisektorin tuottoihin

**Ohjaaja:** KTT Antti Miihkinen

**Sivumäärä:** 37 sivua (+ liitteet 1 sivu)

**Päivämäärä:** 12.4.2026

## Tiivistelmä

Tässä tutkielmassa pyritään selvittämään, miten Euroopan keskuspankin ohjauskorkopäätökset vaikuttavat pankkisektorin tuottoihin. Työ on rajattu koskemaan vuosia 2022–2025, sillä tämä periodi tarjoaa rahapolitiikan näkökulmasta varsin vaihtelevan ikkunan. Tähän on vaikuttanut muun muassa Ukrainan sota. Pankit ovat tärkeä taloudellinen instituutio. Keskuspankin toiminnan ja tavoitteiden saavuttamisen kannalta on tärkeää ymmärtää korkotason ja sen muutosten merkitys pankkien liiketoiminnalle. Korkopäätösten vaikutukset eivät vain välity pankeille erilaisten mekanismien kautta, vaan myös pankit itse toimivat osana tiettyjä kanavia, joilla nämä rahapoliittiset päätökset välittyvät koko talouden tasolle. Tutkimuksessa pyritään vastaamaan kysymyksiin siitä, onko näillä EKP:n korkopäätöksillä vaikutusta pankkisektorin tuottoihin, eroaiko vaikutuksen voimakkuus laajempaan osakemarkkinaan ja onko korkopäätösten suunnalla merkitystä.

Tutkielman kirjallisuuskatsaus toteutetaan kolmessa osassa. Ensimmäiseksi tutustutaan lyhyesti EKP:n toimintaan ja rahapolitiikan toiminnan tiettyihin piirteisiin. Tässä luvussa käydään läpi myös tärkeät rahapolitiikan välityskanavat. Seuraavaksi selitetään, miten korkotasoa ja sen muutokset vaikuttavat pankkien liiketoimintaan, sekä eroja näiden vaikutusten voimakkuudessa tiettyjen tekijöiden ollessa erilaisia. Viimeisenä on lyhyt katsaus markkinatehokkuuteen.

Empiirinen analyysi suoritetaan tapahtumatutkimuksena. Aineistona toimivat pankkisektoria edustava EURO STOXX Banks-indeksi, markkinoita edustava STOXX Europe 600-indeksi ja EKP:n ohjauskorkopäätökset tutkielman ajallisen rajauksen ajalta. Tätä aineistoa hyödyntämällä voidaan luoda markkinamalli, jonka estimoituun odotettuun tuottoon verrataan korkopäätöspäivien ympäriltä valittujen tapahtumaikkunoiden toteutuneita tuottoja. Analyysissä testataan epänormaalien tuottojen tilastollinen merkitsevyys t-testillä. Tämän lisäksi tehdään regressioanalyysi dummy-muuttujilla, jotka edustavat korkopäätösten suuntaa.

Tuloksien perusteella hypoteeseja ei pystytty vahvistamaan tilastollisesti merkitsevällä tavalla. Otoskoko tuotti lähtökohtaisesti haasteita. Kaikkien korkopäätösten keskimääräisen vaikutuksen mittaaminen ja siitä saadut tulokset, jotka olivat tilastollisesti merkitsemättömiä, eivät olleet ristiriidassa aiempien tutkimustulosten kanssa. Aiempi tutkimus viittaa siihen, että tavanomaisen rahapolitiikan päätökset eivät välttämättä ole niin merkittävä tekijä osakemarkkinoiden reaktioissa. Kuitenkin yllätyksellisten päätösten on havaittu vaikuttavan merkittävästi osakemarkkinoihin. Jatkotutkimus voi pyrkiä erottamaan yllätyksellisen komponentin odotetusta komponentista.

**Avainsanat:** EKP, korkokanava, välitysmekanismit, pankkisektori, osaketuotot, rahapolitiikka, epänormaali tuotto

# SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>Johdanto</b>	<b>7</b>
1.1	Tutkielman tausta	7
1.2	Tutkimuskysymykset	8
1.3	Rajaukset ja tutkimusmenetelmä	8
1.4	Tutkielman teoreettinen tausta ja uutuusarvo	9
<b>2</b>	<b>EKP ja rahapolitiikka</b>	<b>11</b>
2.1	EKP:n toiminta	11
2.2	Rahapolitiikka ja välittymismekanismit	11
2.3	Kanavat	12
2.3.1	Korkokanava	12
2.3.2	Odotuskanava	13
2.3.3	Luottokanava	15
2.4	Rahapolitiikan vaikutus osakemarkkinoihin	16
<b>3</b>	<b>Pankit ja korkotaso</b>	<b>18</b>
3.1	Matalakorkoinen ympäristö	18
3.2	Korkeakorkoinen ympäristö	19
3.3	Asymmetriset vaikutukset pankkisektorilla	20
<b>4</b>	<b>Markkinatehokkuus</b>	<b>21</b>
<b>5</b>	<b>Tutkimus</b>	<b>23</b>
5.1	Hypoteesit ja rajoitukset	23
5.2	Aineisto	24
5.3	Tutkimusmenetelmä	25
<b>6</b>	<b>Empiirinen analyysi</b>	<b>27</b>
6.1	Päätetit	27
6.2	Lisätetit	29
6.3	Johtopäätökset	31
<b>7</b>	<b>Yhteenveto</b>	<b>33</b>

**Lähteet**

**35**

**Liite 1 Tekoälyn käyttö**

**38**

## KUVIOT

Kuva 1. AAR-arvot (250)	27
-------------------------	----

## TAULUKOT

Taulukko 1. Tapahtumaikkunoiden (-1, +1) ja (-3, +3) tutkimustulokset	25
Taulukko 2. Tapahtumaikkuna (-5, +5) tulokset	28
Taulukko 3. Regressiomallin tulokset	28

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkielman tausta

Euroopan keskuspankin (EKP) ohjauskorkopäätökset muodostavat keskeisen rahapolitiikan välineen, jolla vaikutetaan euroalueen talouteen ja rahoitusmarkkinoihin. Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää tapahtumatutkimuksen avulla, miten nämä päätökset vaikuttavat euroalueen pankkisektorin osaketuottoihin. Erityisesti tutkitaan, syntyykö pankkisektorin tuotoille tilastollisesti merkitseviä poikkeamia korkopäätösten ympärillä.

Keskuspankkien olennaisiin tehtäviin kuuluu rahan määrän säätely taloudessa erilaisin työkaluin, joista tärkein on ohjauskorkojen asettaminen markkinakorkojen ohjaamiseksi. Rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta ohjauskorko on huomionarvoinen tekijä markkinoiden toiminnan kannalta, mutta pankeille korkotasolla on erityinen merkitys niiden liiketoiminnan luonteen vuoksi. Niiden nettokorkomarginaalit, rahoituskustannukset ja luotonanto ovat riippuvaisia korkokehityksestä. Pankkisektori toimii näin ollen tärkeänä kanavana, jonka kautta EKP:n rahapolitiikka välittyy laajemmin koko talouteen. Pankit ovat myös merkittäviä taloudellisia toimijoita, joiden osakehintoja seuraamalla keskuspankit voivat havaita markkinoiden odotuksia ja pankkien riskejä, jotka levitessään saattavat vaikuttaa koko osakemarkkinoihin (Castren ym. 2006, 7). Tästä voi päätellä, että EKP:lla finanssivakauden ylläpitäjän roolissa, on siis intressi seurata pankkisektoria osakemarkkinoilla.

2020-luku on ollut poikkeuksellisen vaihteleva ohjauskorkojen suhteen. Koronapandemia, Ukrainan sota sekä globaali kauppapoliittinen epävarmuus ovat johtaneet siihen, että EKP on muuttanut ohjauskorkoja useammin ja voimakkaammin kuin aiemmin. Vuosina 2022–2024 korot nostettiin nol-lasta 4 prosenttiin, minkä jälkeen korkotaso on laskettu 2 prosenttiin vuoteen 2025 mennessä. Tämä voimakas käänne tarjoaa mahdollisuuden tutkia päätösten vaikutusta osakemarkkinoihin, erityisesti pankkisektoriin, jonka kannattavuus on korkomuutoksille erityisen herkkä. Aikaisempi tutkimus on keskittynyt pääosin Yhdysvaltain Fedin päätöksiin, joissa on havaittu, että erityisesti yllättävillä rahapoliittisilla päätöksillä on vaikutusta osakemarkkinoihin (Bernanke & Kuttner 2005). Euroalueesta ja EKP:stä on vähemmän vastaavia tapahtumatutkimuksia, vaikka pankkisektori on juuri täällä keskeisessä asemassa rahoitusmarkkinoilla. Tutkielma täyttää näin ollen tutkimusaukkoa ajankoh-taisella ja relevantilla aineistolla.

## 1.2 Tutkimuskysymykset

Tässä tutkielmassa pyritään vastaamaan seuraaviin tutkimuskysymyksiin aiemman teorian ja empiirisen analyysin avulla.

Tutkimuskysymys:

- Onko EKP:n ohjaukorkopäätöksillä havaittavissa vaikutusta pankkisektorin osaketuottoihin?

Lisäkysymykset:

- Poikkeako pankkisektorin reaktio laajemman osakemarkkinan liikkeistä?
- Onko koronnostojen vai -laskujen vaikutus pankkisektorin tuottoihin voimakkaampi?

Yleinen oletus on, että rahapolitiikka, vaikuttaa myös rahoitusmarkkinoihin. Tutkielma selvittää kuitenkin, onko odotettu päätös jo hinnoiteltu etukäteen, poikkeako pankkisektorin reaktio muusta markkinasta ja onko muutoksen suunnalla merkitystä reaktion voimakkuudelle.

## 1.3 Rajaukset ja tutkimusmenetelmä

Tutkielma on rajattu ajallisesti vuosille 2022–2025 erittäin vaihtelevien korkopäätösten vuoksi. Alueellisesti tarkastelu koskee euroaluetta. Pankkisektoria edustaa EURO STOXX Banks -indeksi, joka koostuu 29 suuresta euroalueen pankista ja antaa kattavan kuvan sektorista. Vertailuindeksinä toimii STOXX Europe 600-indeksi, jonka laaja kattavuus mahdollistaa pankkisektorin erityisreaktion erottamisen yleisestä markkinakehityksestä.

Empiirinen analyysi toteutetaan tapahtumatutkimuksena Brownin ja Warnerin (1985) markkinamallin pohjalta. Analyysissä estimoidaan normaalituotot ja lasketaan epänormaalit tuotot sekä niiden kumulatiiviset summat lyhyillä tapahtumaikkunoilla päätöspäivän ympärillä. Päätestauksessa käytettävänä tapahtumaikkunoina toimivat (-1, +1) ja (-3, +3) tapahtuman ympärillä. Tulokset testataan merkitsevyyden osalta t-testillä.

Lisätestinä tehdään sama testaus (-5, +5) tapahtumaikkunalla. Tämän lisäksi koko aineiston pohjalta tehdään regressioanalyysi dummy-muuttujien kanssa, jossa kolmena dummy-muuttujina toimivat EKP:n korkopäätösten suunnat. Nämä ovat siis koronnousut, koronlaskut ja päätökset olla muuttamatta korkoa.

Tässä tutkielmassa ei erotella odotettua ja yllättävää komponenttia toisistaan EKP:n korkopäätösten suhteen, vaikka aiempi kirjallisuus tukee sen merkitystä. Sen lisäksi korkopäätösten asymmetrinen vaikutus liittyen sen hetkiseen taloudelliseen tilanteeseen ja korkotasoon, kun korkopäätös tehdään, ei oteta huomioon. Rajaukset on tehty tutkimusasetelman yksinkertaistamiseksi. Tämän seurauksena testaus mittaa korkopäätösten keskimääräistä vaikutusta, ilman muiden tekijöiden huomioon ottamista.

#### **1.4 Tutkielman teoreettinen tausta ja uutuusarvo**

Tutkielman tärkeä teoreettinen viitekehys perustuu rahapolitiikan välittymismekanismeihin. Tässä tutkielmassa käsitellään kolmea kanavaa, joista korkokanavalla ja luottokanavalla on kirjallisuudessa keskeinen rooli (Mishkin 1996). Tämän lisäksi käsitellään odotuskanavaa, jonka merkitys on noussut rahapolitiikkaan välittymisessä. Sen yhteydessä keskeiseksi nousee ennakoiva viestintä ja sen kaksi muotoa, jotka ovat aikaan perustuva ja dataan perustuva ennakoiva viestintä. Niiden onkin havaittu vaikuttavan eri tavalla markkinoiden korkoherkkyyteen (Feroli ym. 2017). Luottokanava taas vahvistaa korkokanavaa ulkoisen rahoituksen premion kautta ja sen merkitys korostuu erityisesti epätavanomaisen rahapolitiikan aikana (Haitsma ym. 2016).

Rahapolitiikan välittymismekanismien rinnalla tarkastellaan pankkien liiketoimintaa eri korkoympäristöissä ja herkkyyttä korkotasoon. Matalakorkoisen ympäristön on huomattu heikentävän pankkien nettokorkomarginaalia ja pitkään jatkuessa tämä vaikutus vain voimistuu (Claessens ym. 2018). Korkeakorkoinen ympäristö taas laajentaa sitä korkokulujen kasvaessa hitaammin kuin korkotulot. Tämä ympäristö ei ole aivan kuitenkaan ongelmaton, esimerkiksi luottotappioriskin kasvun myötä. (Brkić 2025). Korkotason muutoksiin vaikuttavat myös kontekstuaaliset tekijät, kuten sen hetkinen korkoympäristö. Matalilla koroilla koronlasku voi jopa laskea pankkiosakkeiden arvoa. (Ampudia & Van Den Heuvel 2022).

Markkinatehokkuus taas kytkeytyy tutkielmaan puolivahvan tehokkuuden käsitteen kautta (Fama 1970). Jos julkinen ja relevantti informaatio siirtyy osakemarkkinoiden hintoihin, se luo perustan tapahtumatutkimukselle. Tämä voi myös tuoda jännitteen tutkimusasetelmaan, jos odotukset ovat jo siirtyneet tehokkaasti hintoihin ennen tapahtumaikkunaa.

Tutkielman empiirinen analyysi toteutetaan tapahtumatutkimuksena, jolla selvitetään EKP:n ohjauskorkopäätösten vaikutusta pankkisektorin osaketuottoihin. Keskuspankkien rahapolitiikan vaikutusta osakemarkkinoihin on yleisesti tutkittu paljonkin, mutta enimmäkseen Yhdysvaltojen markkinoilla, missä on havaittu rahapolitiikan vaikuttavan osakemarkkinoihin, erityisesti kun on kyse yllättävästä päätöksestä (Bernanke & Kuttner 2005). Eurooppaan ja euroalueeseen liittyvä tutkimus on vähäisempää, erityisesti pankkisektorin näkökulmasta. Tämä on huomionarvoista, koska pankkijärjestelmällä on yhä keskeinen rooli Euroopan rahoituksessa. Aiempi tutkimus viittaa siihen että perinteisen rahapolitiikan vaikutuksen löytäminen Euroopan markkinoilta voi olla haastavampaa, erityisesti kriisien aikana (O'Donnell ym. 2024; Ricci 2015).

Tutkielman uutuusarvo perustuu kolmeen keskeiseen seikkaan. Ensimmäkin tutkielmassa hyödynnetään ajankohtaista aineistoa vuosilta 2022–2025, jolloin ohjauskoron taso kävi läpi huomattavia muutoksia. Toiseksi tarkastelu kohdistuu Euroopan pankkisektoriin, mitä ei ole alueena tutkittu niin paljon. Tämän lisäksi pankkisektori on erityisen korkoherkkä. Kolmanneksi tutkielmassa hyödynnetään tapahtumatutkimusta EKP:n korkopäätösten analysointiin, mikä mahdollistaa lyhyen aikavälin reaktioiden tarkastelun.

## 2 EKP ja rahapolitiikka

### 2.1 EKP:n toiminta

Euroopan keskuspankki vastaa euroalueen rahapolitiikasta ja sen mandaatti perustuu Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 127 artiklan kohtaan 1. Se määrittelee EKP:n tehtävän, tavoitteet ja periaatteet, joiden mukaan sen tulee toimia. Hintavakauden ylläpito on siis EKP:n ensisijainen tavoite ja se on määritelty sen keskipitkällä aikavälillä 2 prosentin tasolle. Tämä luo ennustettavan ja vakaan toimintaympäristön kotitalouksille, yrityksille ja rahoitusmarkkinoille. Tarkoitus on, että talous ei ylikuumene tai hidastu liikaa ja ohjauskorko on EKP:n ensisijainen instrumentti sen rahapoliittisten tavoitteiden saavuttamiseksi, jolla vaikutetaan taloudelliseen ja rahoitukselliseen kehityskulkuun. (ECB 1a.)

EKP:n muut keskeiset työkalut, joilla se toteuttaa rahapolitiikkaa ovat avomarkkinaoperaatiot, maksuvalmiusjärjestelmä ja vähimmäisvarantovelvoitteet. Avomarkkinaoperaatioilla keskuspankki säätelee likviditeettiä rahoitusjärjestelmässä, sekä ohjaa lyhyitä korkoja. Maksuvalmiusjärjestelmä tarjoaa pankeille mahdollisuuden tallettaa varoja keskuspankkiin tai vastaavasti lainata siltä varoja yön yli. Vähimmäisvarantovelvoitteet tarkoittavat vaatimuksia pankeille tallettaa velvoitteen mukainen osuus talletuksista kansalliseen keskuspankkiin sijainnin mukaisesti. Päättämällä velvoitteen tasosta, EKP voi säädellä rahantarjontaa. Näilläkin EKP:n työkaluilla on siis vaikutusta pankkisektorin toimintaan, mutta tässä tutkielmassa keskitytään ohjauskoron säätelyyn. (Suomen Pankki n.d.)

Jokaista korkopäätöstä edeltää EKP:n neuvoston (Governing Council) kokous, joka perustuu arviointiin talouden tilasta. Kokoukset järjestetään noudattaen ennakkoon julkaistua kokousskalenteria, mikä lisää markkinoiden kykyä ennakoida päätösten ajankohta. Tyypillisesti neuvosto kokoontuu kahdesti kuukaudessa, mutta kaikki kokoukset eivät ole sellaisia, missä tehdään korkopäätöksiä ja tämä on myös ilmoitettu aikataulun yhteydessä. Varsinaisia korkopäätöksiä tehdään yleensä kokouksissa kuuden viikon välein. Kokousten päätökset julkaistaan reaaliaikaisina EKP:n pääjohtajan pitämässä tiedotustilaisuudessa. (ECB 1c.)

### 2.2 Rahapolitiikka ja välittymismekanismit

Rahapolitiikan välittymismekanismeilla tarkoitetaan erilaisia reittejä, joiden kautta keskuspankin rahapoliittisten päätösten vaikutukset on tarkoitus kohdistua talouteen. Rahoitusmarkkinat eivät ole rahapolitiikan ensisijainen kohde, mutta ne ovat keskeinen kanava, jonka kautta rahapolitiikan vaikutukset välittyvät reaalitalouteen. Näistä välittymismekanismeista käytetään kirjallisuudessa

nimitystä kanavat ja tutkimuksessa niitä on tunnistettu useita, mutta tässä tutkielmassa tarkastellaan lähemmin kolmea, joista keskeisimpien joukossa ovat korkokanava (interest rate channel) ja luotto-kanava (credit channel) (Mishkin 1996). Tämän lisäksi odotuskanava (expectations channel) on mielenkiinnon kohteena tässä tutkielmassa.

EKP:n rahapolitiikka voidaan jakaa tavanomaiseen ja epätavanomaiseen rahapolitiikkaan, riippuen työkaluista ja taloudellisesta ympäristöstä. Tavanomainen rahapolitiikka perustuu pääsääntöisesti ohjaukorkojen käyttöön, joilla keskuspankki vaikuttaa lyhyiden markkinakorkojen tasoon ja sitä kautta talouden rahoitusoloihin. Kun ohjaukorkoja voidaan vielä laskea merkittävästi, tavanomaisen rahapolitiikan keinot voivat toimia tehokkaasti hintavakauden ja kasvutavoitteiden saavuttamiseksi. (Bini Smaghi 2009.)

Epätavanomainen rahapolitiikka otetaan pääsääntöisesti käyttöön, kun ohjaukorko on lähellä nol-  
laa, eikä perinteisillä korkotyökaluilla enää voida saada merkittäviä vaikutuksia aikaan. Saavuttaes-  
saan tämän nollakorkorajan (zero lower bound, ZLB), keskuspankki siirtyy käyttämään työkaluja  
kuten rahoitusoperaatiot, arvopaperien osto-ohjelmat sekä enenevässä määrin ennakoivaa viestintä  
(forward-guidance), jota käydään läpi tarkemmin odotuskanavan yhteydessä. (Bini Smaghi 2009.)  
Epätavanomaiset toimet olivatkin keskeisessä roolissa finanssikriisin aikana (2008–2012) ja pank-  
kien havaittiin reagoivan herkästi näihin toimiin (Ricci 2015, 253). Vaikka epätavanomaisen raha-  
politiikan käyttö oli myös tärkeä työkalu koronapandemian aikaisessa elvytyksessä, tämä tutkielma  
keskittyy vuosien 2022–2025 ohjaukorkopäätöksiin, jolloin EKP palasi pääosin harjoittamaan ta-  
vanomaista rahapolitiikkaa ohjaukorkon muutoksilla.

## 2.3 Kanavat

### 2.3.1 Korkokanava

Korkokanava on perinteisin rahapolitiikan kanava ja yksi tärkeimpiä osia Keynesiläistä rahapolitiik-  
kaa. Koska pitkien korkojen oletetaan määräytyvän odotettujen lyhyiden korkojen perusteella, oh-  
jaukorkon noston aiheuttama nousu nimellisessä korossa johtaa pitkien korkojen nousuun. (Mishkin  
1996.) Hinnat ja palkat sopeutuvat hitaammin, joten reaalikorko nousee, mikä johtaa talouskasvun  
hidastumiseen ja työttömyyden kasvuun (Ireland 2005). EKP:n ohjaukorkopäätökset ohjaavat kor-  
kotasoa euroalueella. Ohjaukorkon nostot tai laskut vaikuttavat siis sekä euroalueen talousnäkyymiin  
ja siten laajemminkin koko Euroopan unionin talouteen, että reaalikoron tason kautta diskonttokor-  
koon.

Reaalikoron muutosten vaikutus ulottuu myös osakemarkkinoille. Tämä voidaan huomata osinkojen diskonttausmalleista, joissa korkojen nousut suoraan laskevat osakkeen nykyarvoa, heikentämällä tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvoa. Korkojen nousu voi myös vaikuttaa malleihin kassavirtojen mahdollisten supistumisten muodossa. (Haitsma ym. 2016, 101.) Yksi esimerkki on Gordonin kasvumalli, jossa rahapolitiikan kiristyessä jakajana toimivan diskonttokoron ja odotetun jatkuvan kasvuvauhdin erotus kasvaa, pienentäen osakkeenarvoa.

Korkokanavan toimivuus on ollut mielenkiinnon kohteena Euroopassa jo EMU:n alkuaikoina. Mjon (2000) analysoi tutkimuksessaan, miten euroalueen sisällä rahapolitiikan vaikutukset eivät jakaudu symmetrisesti maiden rahoitusrakenteissa olevien erojen takia. Pääasiallisena syynä huomattiin olevan vähittäispankkimarkkinoiden erot, minkä takia rahapolitiikan välittyminen tapahtui eri tahdissa maiden välillä. Tähän vaikuttivat muun muassa kilpailun ja pankkimarkkinoiden regulointitaso. Yritysten ja talouksien omaisuuserien korkoherkkyys oli myös tekijä, missä havaittiin eroja ja jonka oletetaan vaikuttavan, vaikka täyttä näyttöä tästä ei saatu. Käytännössä tämä merkitsi melko selkeitäkin eroja maiden välillä sen varallisuuden määrän suhteen, mikä on sidottu korkoherkkyihin instrumentteihin.

Vaikka kyseessä on vanhempi tutkimus ja siinä arvioidaan, että ajan myötä yhteinen rahapolitiikka ja rahamarkkinoiden integraatio pienentävät näitä eroja, siitä on saatavissa relevanttia informaatiota nykyäänkin. Koska rahapoliittiset päätökset olivat samat euroalueella, alueelliset erot tarjoavat mahdollisuuden havainnoida mitkä asiat vaikuttavat korkokanavan toimintaan ja tehokkuuteen. Vaikka teoreettisesti rahapolitiikan odotetaan vaikuttavan vahvasti korkokanavan kautta, tulokset ovat myös vaihtelevia. Haitsma ym. (2016) havaitsivat heikompa näyttöä korkokanavan vaikutuksesta osakemarkkinoilla, erityisesti tavanomaisen rahapolitiikan aikana, verrattuna esimerkiksi luottokanavaan.

### 2.3.2 Odotuskanava

Odotuskanava on modernin rahapolitiikan mekanismi, jonka merkitys on noussut viimeisten vuosikymmenten aikana. Se jakaa saman pitkien korkojen määräytymismekanismiin korkokanavan kanssa, mutta eroaa siinä, että korot määräytyvät ennakkoon odotusten kautta, ennen toteutuneita korkopäätöksiä. EKP:n rahapoliittiset päätökset, ennusteet ja viestintä antavat markkinoille signaalin talouden tilasta sekä tulevista inflaatio ja kasvuodotuksista, joilla on vaikutusta esimerkiksi yritysten investointipäätöksiin diskonttokoron ja riskilisän muutoksien myötä. (ECB 1b.)

Levieuge ym. (2018) tutkivat keskuspankin uskottavuuden yhteyttä rahapolitiikan onnistumiseen, erityisesti odotuskanavan näkökulmasta. He käyttivät tässä luomaansa uskottavuusindeksiä.

Tutkimuksen mukaan, niiden keskuspankkien, jotka nauttivat korkeaa luottamusta ja ovat uskottavia markkinoiden silmissä, päätösten seurausten volatiliteetti pienenee ja vaikutus vahvistuu. Tämä näkyy esimerkiksi korkopäätösten kohdalla, jossa uskottavan keskuspankin ei tarvitse tehdä niin usein rahapoliittisia päätöksiä keskeisillä instrumenteilla päästäkseen inflaatiotavoitteeseensa kuin vähemmän uskottava keskuspankki. Keskuspankin uskottavuuden odotetaan siis nostavan rahapolitiikan välittymisen onnistumista odotuskanavan kautta.

Mishkin (2017) näkee odotusten hallinnoimista tulevan rahapolitiikan osalta yhtenä keskuspankkien tärkeimmistä tehtävistä, erityisesti kun toimitaan epätavanomaisen rahapolitiikan ympäristössä. Tällöin hyödyllinen työkalu on ennakoiva viestintä (forward-guidance), jolla tarkoitetaan keskuspankin toimintaa, jonka tarkoitus on edistää markkinoiden tietoisuutta ja ohjata odotuksia tulevasta rahapolitiikasta. Jos markkinat ennakoivat tulevan rahapolitiikan oikein, ne ikään kuin tasapainottavat markkinoita keskuspankin puolesta jo ennen virallisten päätösten julkaisemista, esimerkiksi kompensoimaan jonkinlaista shokkia ennakkoon laskemalla pitkien korkojen tasoa.

Kirjallisuus tunnistaa kaksi tapaa harjoittaa ennakoivaa viestintää. Aikaan perustuvassa ennakoivassa viestinnässä (time-based forward-guidance), keskuspankki viestii tulevasta korontasosta perustuen ennakkoon määritetyistä korkotasosta tiettyinä tulevina ajanjaksoina. Taas dataan perustuvassa ennakoivassa viestinnässä (data-based forward-guidance), keskuspankki pyrkii kommunikoidaan miten se todennäköisesti reagoi tuleviin uutisiin ja dataan koskien taloutta. (Feroli ym. 2017, 453; Mishkin 2017.) Aikaan perustuvaa ennakoivaa viestintää on kritisoitu sen jäykkyydestä ja siitä, että se johtaa heikommin halutunlaiseen reaktioon markkinoilla, kuin dataan perustuva ennakoiva viestintä. Ongelma on, että ennakkoon päätetty korontaso, joka on sidottu tiettyyn ajalliseen kohtaan, ei ota täysin huomioon todellista makrotaloudellista kehitystä.

Feroli ym. (2017, 454) havaitsivat empiirisesti, että aikaan perustuvan ennakoivan viestinnän vahva sisällyttäminen viestintästrategiaan heikentää ennakoivan viestinnän haluttua vaikutusta. Tulokset osoittavat, että korkojen reaktio taloudellisiin uutisiin oli vain puolet niin voimakas verrattuna ajanjaksoihin, kun ennakoiva viestintä oli vähemmän aika perusteista. Tämä johti myös poikkeuksellisen matalaan markkinavolatiliteettiin. Dataan perustuvaa ennakoivaa viestintää suositaan asiaa käsittelevässä kirjallisuudessa, vaikka siinä haasteena on sen oikeanalainen toteutus, jotta päästäisiin haluttuihin tuloksiin (Feroli ym. 2017, 489). Voi päätellä, että pankkisektorin kannalta tämä on merkityksellistä. Heikentynyt korkojen herkkyys makrotaloudellisille uutisille aikaan perustuvan ennakoivan viestinnän aikana voi johtaa epävakampaan tuottokäyrään, sillä pitkät korot eivät enää reagoi yhtä tehokkaasti talouden tilan muutoksiin.

### 2.3.3 Luottokanava

Bernanke ja Gertler (1995, 28) näkevät luottokanavan perinteisen korkokanavan rinnalla vahvistavana mekanismina. Luottokanavateorian mukaan, rahapolitiikan vaikutus korkokanavan kautta talouteen vahvistuu ulkoisen rahoituksen preemiossa tapahtuvien yritysten taseiden ja taloudellisen tilan muutosten myötä. Näin ollen pankit, rahoituksen välittäjinä, ovat keskeisessä osassa, kun keskuspankit miettivät niiden rahapolitiikan vaikutuksia koko talouteen (Ciccarelli ym. 2010). Lähtökohtana teoriassa on, että erilaiset kitkat aiheuttavat tämän ulkoisen rahoituksen premion ja sillä tarkoitetaan eroa ulkoisen ja sisäisen rahoituksen välillä. Yritysten rahoittaessa investointejaan omilla varoilla, se voi käyttää esimerkiksi pidätettyjä voittovaroja. Ulkoisen rahoituksen tapauksessa, se hakee rahoituksen markkinoilta velkakirjoilla tai pankeilta lainan muodossa. Kitkat johtuvat esimerkiksi epäsymmetrisestä tiedosta lainaajan ja lainaavan tahon välillä tai kustannuksista, jotka aiheutuvat moraalikadosta tai sopimusten kohonneista kustannuksista, mitkä johtuvat esimerkiksi epävarmuudesta. (Bernanke & Gertler 1995, 34–35.)

Keskuspankin rahapolitiikan muutokset muuttavat ulkoisen rahoituksen preemiota saman suuntaisesti. Elvyttävä rahapolitiikka pienentää preemiota, kiristävä rahapolitiikka kasvattaa sitä. Samansuuntaisuuden takia vaikutus voi premion myötä kuitenkin olla erilainen kuin voisi olettaa vain korkotason muutoksen perusteella. Luottokanava selittää, miten premio toimii tekijänä rahapolitiikan vaikutuksen voimakkuuden tasoon, sekä siihen miten vaikutus ajoittuu ja kohdistuu. (Bernanke & Gertler 1995.) Näin, luottokanava kytkeytyy korkokanavaan.

Kaksi keskeistä mekanismia, joilla selitetään rahapolitiikan vaikutusta premion, ovat pankkilainakanava ja tasekanava. Tasekanavan oletus perustuu siihen, että ulkoisen rahoituksen premio on yhteydessä lainaa hakevan yrityksen taloudelliseen asemaan, pitkälti taseen näkökulmasta. Vahvempi taloudellinen asema johtaa pienempään preemioon ja näin ollen sen muutoksilla on vaikutusta siihen, miten yritys tekee investointipäätöksiä. Tasekanavan merkitys ei ilmene vain rahoituksen kustannusten muutoksena, vaan korkojen muutoksella on myös vaikutus omaisuuden arvoon. Korkojen nousu laskee yrityksen omaisuuden arvoa, mikä edellä mainitun oletuksen perusteella, nostaa preemiota ja vaikeuttaa lainansaantia. (Bernanke & Gertler 1995.) Tasekanavan on havaittu vaikuttavan enemmän bruttokansantuotteen tasoon kuin pankkilainakanava, rahapolitiikan välittymisen näkökulmasta (Ciccarelli ym. 2010).

Pankkilainakanava kuvaa mekanismia, jossa rahapolitiikka vaikuttaa talouteen muuttamalla pankkien lainanantomahdollisuuksia. Kun rahapolitiikka kiristyy ja pankkien lainatarjonta on laskenut, joutuvat yritykset hakemaan rahoitusta muualta ja tämä usein tarkoittaakin korkeampia

lainakustannuksia. Tämä johtuu siitä, että pankkijärjestelmä on erittäin tärkeä rahoituksen lähde yrityksille, sillä rahoituksen välittäjänä se ratkoo asymmetrisen informaation ongelmia, joita osapuolten välillä muuten voisi olla lainarahoituksen järjestämisen yhteydessä. (Bernanke & Gertler 1995, 40.) Pankkijärjestelmä on suuressa roolissa erityisesti Euroopassa yritysten rahoituslähteenä. Rahapolitiikan vaikutus yrityksiin onkin vahvempi pankkilainakanavan kautta verrattuna tasekanavaan (Ciccarelli ym. 2010, 6).

Haitsma ym. (2016) vahvistavat luottokanavan toimivuuden Euroopan osakemarkkinoilla, erityisesti epätavanomaisen rahapolitiikan harjoittamisen aikana, kun taas tulokset olivat heikompia tavallisen rahapolitiikan suhteen. Tämän tutkielman rajauksen näkökulmasta, se voi viitata siihen, että luottokanavan merkitys saattaa olla vähäisempi, koska EKP siirtyi vuoden 2022 puolenvälin jälkeen harjoittamaan tavanomaista rahapolitiikkaa.

## **2.4 Rahapolitiikan vaikutus osakemarkkinoihin**

Aiempi kirjallisuus ja tutkimus tarjoavat osin ristiriitaisia, mutta osin täydentäviä tuloksia rahapolitiikan vaikutuksesta osakemarkkinoihin. Bernanke ja Kuttner (2005) osoittavat, että rahapolitiikalla on todettu vaikutus osakemarkkinoihin, mutta vaikutus tulee erityisesti korkopäätösten yllätyskomponentin kautta. Perinteisen rahapolitiikan vaikutus ei ollut tutkimuksen kohteena. 25 pisteen yllättävä koronlasku johti keskimäärin noin yhden prosentin nousuun osakehinnoissa. Tämäkin tukee sitä, että odotetut korkopäätökset ovat jo suurelta osin hinnoiteltu markkinoilla, eikä vaikutusta välttämättä havaita, ainakaan merkitsevästi julkistushetken ympärillä. Lisäksi Bernanke ja Kuttner (2005) havaitsivat myös sektorikohtaista vaihtelua, eikä kaikilla toimialoilla havaittu merkitseviä tuloksia.

Eurooppalaiseen pankkisektoriin liittyvä tutkimus taas viittaa siihen, että perinteisten korkopäätösten vaikutus voi olla rajallinen. Esimerkiksi Ricci (2015, 253) havaitsi, että eurooppalaiset pankit olivat oikeastaan herkempiä reagoimaan epätavanomaiseen rahapolitiikkaan kuin perinteiseen rahapolitiikkaan, mikä perustuu pitkälti ohjauksen säätelyyn. Tämä voisi viitata siihen, että odotuskanavan toiminta on melko vahvaa Euroopassa ja markkinat ennakoivat päätöksiä tehokkaasti. Kontekstisidonnaisuus on myös vaikuttava tekijä. Tutkimuksessa havaittiin, että markkinareaktiot riippuivat taloudellisesta tilasta, vaikka toimet olivat samoja.

Viimeaikainen tutkimus tukee näitä havaintoja, erityisesti euroalueen osalta. O'Donnell ym. (2024) käyttivät tapahtumatutkimusta selvittäessään rahapoliittisten toimenpiteiden vaikutusta pankkisektorin reaktioihin koronakriisin aikana. He tutkivat näiden vaikutusta Euroopan, Yhdysvaltojen ja

Kiinan markkinoilla. Euroalueen pankkisektorin reaktiot EKP:n rahapolitiikkaan jäivät hieman vaikeiksi, mikä voi viitata siihen, että kriisiaikoina rahapolitiikan välittyminen osakemarkkinoille voi olla rajoittunutta. Tutkimuksessa havaittiin myös, että odottamattomat koronlaskut johtivat Yhdysvalloissa negatiivisiin tuottoihin, kun taas vaikutus Euroopassa jäi tilastollisesti merkitsemättömäksi.

Nämä tulokset yhdessä viittaavat siihen, että rahapolitiikan havaitseminen osakemarkkinoilla riippuu odotuksista, käytettävistä välineistä ja taloudellisesta ympäristöstä. Erityisesti euroalueella korokopäätösten vaikutusten havaitseminen pankkisektorin osaketuotoissa voi olla vaikeaa.

### 3 Pankit ja korkotasoa

#### 3.1 Matalakorkoinen ympäristö

Tämä tutkielma on rajattu koskemaan vuosien 2022–2025 vaihtelevaa korkotasoa. Tätä edelsi useita vuosia kestävä ajanjakso, jonka aikana korkotasoa oli erittäin matalalla, usein nollassa tai jopa negatiivisten korkojen puolella. Globaalin finanssikriisin seurauksena Euroopan talous ajautui useisiin ongelmiin ja EKP pyrki epätavanomaisella rahapolitiikalla puskemaan korkotasoa alas tavoitteena luoda talouskasvua ja kannustaa kulutukseen (Present ym. 2023, 1). Tällaisista pidempään kestävästä ja itsepintaisesti muuttumattomista kausista, kun korkotasoa on matalalla, käytetään nimitystä low-for-long ilmiö. Matalakorkoinen ympäristö voidaan määritellä koskemaan alle 1,25 % korkotasoa. (Claessens ym. 2018, 1, 5.)

Claessens ym. (2018, 2, 14–15) löysivät empiirisesti kolme keskeistä havaintoa matalien korkojen vaikutuksesta pankkien liiketoimintaan. Ensiksi matalien korkojen vaikutus kohdistuu vahvemmin pankkien korkotuottoihin kuin korkomenoihin, mikä heikentää nettokorkomarginaalia. Toiseksi, kun korkotasoa on jo matalalla, korkojen pudotuksella on merkittävämpi vaikutus. Keskimäärin yhden prosenttiyksikön korkojen lasku koroissa alensi nettokorkomarginaalia 8 peruspistettä, mutta matalalla korkotasolla laskun vaikutus kasvoi 20 peruspisteeseen. Tämä voi johtua siitä, että talletuskorkojen lasku on hidasta tai estyy kohdatessaan nollakorkorajan. Kolmanneksi mitä pidempään korot pysyvät matalalla, sitä enemmän nettokorkomarginaali ja kannattavuus heikentyvät. Jokainen lisävuosi matalassa korkoympäristössä alensi nettokorkomarginaalia 9 peruspistettä.

Pankkien taseiden maturiteetilla on myös merkitystä siihen, miten ne reagoivat mataliin korkoihin. Pankit, joiden taseen maturiteetti on lyhyempi, kärsivät enemmän, kun taas pidemmän maturiteetin pankit ovat paremmin suojautuneempia. Vaikka matalakorkoinen ympäristö heikentää myös kannattavuutta, tämä vaikutus on vähäisempi kuin nettokorkomarginaalin kohdalla, sillä pankit pystyvät lievittämään tätä vaikutusta esimerkiksi tuottamalla muita kuin korkopohjaisia tuottoja. (Claessens ym. 2018, 15.) Tämän perusteella voi päätellä, että pankeille olisi kannattavaa laajentaa toimintaansa niin, että kannattavuuden luomiseen ja tulontuottamiseen käytetään monipuolisemmin tulo-lähteitä (Present ym. 2023, 16). Lisäksi korkotason lasku voi tuottaa taseen omaisuuseriin arvonnousuja, mikä toimii tasapainottavana vaikutuksena. Siinä missä nettokorkomarginaali laski 9 peruspistettä matalassa korkoympäristössä, kannattavuus laski 6 peruspistettä. (Claessens ym. 2018.)

Present ym. (2023, 15) vahvistavat aiempia havaintoja low-for-long-ilmion negatiivisesta vaikutuksesta euroalueen pankkien nettokorkomarginaaliin. Heidän päähavaintonsa kohdistui kuitenkin

siihen, miten pankit pyrkivät käytännössä kompensoimaan tätä supistuvaa marginaalia. Koska pankit eivät voineet siirtää negatiivisia korkoja yksityistalletuksiin, ne nostivat lainamarginaaleja kotitalouksilla. Jokainen 100 peruspisteen nousu talletuskoron ja markkinakoron välillä johti siihen, että pankit nostivat 44 peruspisteellä lainamarginaalia. Tulokset tukivat myös ajatusta siitä, että ne pankit, joilla nettokorkomarginaaliin perustuvan tulon osuus oli suurempi, joutuivat kompensoimaan voimakkaammin edellä mainitulla tavalla.

### 3.2 Korkeakorkoinen ympäristö

Edellisessä alaluvussa mainitun pitkäaikaisen matalakorkoisen kauden jälkeen EKP nosti talletusten ohjauskoron nopeasti 4 prosenttiin vastauksena erittäin voimakkaaseen inflaation kasvuun. Korkeakorkoista ympäristöä tarkastellaan tässä luvussa erityisesti tämän tutkielman ajoittumisen puitteissa eli vuodesta 2022 eteenpäin.

Vuosien 2014–2022 aikana pankkien likviditeetti oli kasvanut 120 miljardista yli 4,5 biljoonaan euroon ja tästä muodostui merkittävä tulonlähde pankeille, kun EKP alkoi nostaa korkoa vuoden 2022 aikana. Ylimääräinen likviditeetti voitiin tallettaa EKP:n talletustilille, missä korkojen nousu tuotti huomattavia voittoja pankeille, kun parhaimmillaan pankit ansaitsivat 400 miljoonaa euroa päivässä korkotuloa vuoden 2023 toisella puoliskolla, korkotason ollessa 4 %. (Brkić 2025, 62–63, 84.)

Drechsler ym. (2021) kyseenalaistavat perinteisen näkemyksen siitä, että maturiteetin muunnos toimii korkoriskin lähteenä ja osoittavat, että asia saattaa oikeastaan olla päinvastoin. Maturiteetin muunnoksella tarkoitetaan pankkitoimintaa, jossa lyhytaikaiset velat muutetaan pitkäaikaisiksi varoiksi. Tämä tapahtuu matching-mekanismilla, jossa tuottojen ja korkojen korkoherkkyydet soviteetaan toisiinsa. Talletusmarkkinoiden markkinavoima pitää kulujen herkkyyden vakaina, kun taas pitkät kiinteäkorkoiset varat pitävät tuottopuolen herkkyyden vakaana. Näin nettokorkomarginaali pysyy vakaana tai jopa paranee, vaikka korot vaihtelevat. Tämä selittää, miksi EKP:n 2022–2023 koronnostot laajensivat pankkien marginaaleja toisin kuin matalakorkokauden jatkuva puristuminen. Korkojen nousu johti nettokorkomarginaalin kasvuun, sillä korkokulut nousivat hitaammin ja tasaisemmin kuin korkotulot (Brkić 2025, 63; Claessens ym. 2018.)

Korkotason nousun vaikutukset eivät kuitenkaan ole vain myönteisiä ja korkeakorkoinen ympäristö luo myös riskejä pankkien liiketoiminnalle. Kohonnut korkotaso aiheuttaa ongelmia yrityksille niiden velkojen takaisinmaksun suhteen ja laskenut vakavaraisuus voi johtaa myös pahimmillaan konkurssiin, jolloin pankki saattaa menettää lainaamansa pääoman osittain tai jopa kokonaan. Luotto-tappion lisäksi, korkojen nousu laskee sijoitusinstrumenttien kuten joukkovelkakirjalainojen arvoa.

Näiden realisoitumattomien tappioiden määrä riippuu siitä kuinka paljon yksittäiset pankit ovat näitä instrumentteja hankkineet, mutta Rice ja Guerrini (2025, 5) arvioivat näiden tappioiden vastaavan keskimäärin noin 30 prosenttia euroalueen pankkien omasta pääomasta vuoden 2023 syyskuussa.

### 3.3 Asymmetriset vaikutukset pankkisektorilla

Perinteisesti rahapolitiikan välittymisen oletetaan tuottavan melko lineaarista reaktiota markkinoilla rahapolitiikkaan ja erityisesti korkomuutoksiin. Pankit eivät kuitenkaan ole korkosensitiivisyyden näkökulmasta lineaarisia. Se miten ja millä voimakkuudella pankkien osakekurssit reagoivat korkomuutoksiin riippuu myös huomattavasti sen hetkisestä korkotasosta ja näin ollen makrotaloudellisista tekijöistä. (Verissimo ym. 2021.) Ampudia ja Van Den Heuvel (2022, 50–52) osoittavat, että pankkien taseen rakenne tekee reaktiosta selvästi epäsymmetristä matalilla ja negatiivisilla korkotasolla. Tämä johtuu erityisesti talletuspainotteisesta rahoituksesta ja nollakorkorajasta. Empiiristen havaintojen mukaan, 25 peruspisteen yllättävä koronlasku nosti euroalueen pankkien osakekurssia keskimäärin 1 % normaalissa korkoympäristössä, mutta matalien ja negatiivisten korkojen kaudella sama lasku laski osakekurssia jopa 2 %. Tulos on sopusoinnussa reversal rate-käsitteen kanssa (Brunnermeier ja Koby 2019, Ampudia ja Van Den Heuvelin 2022, 50 mukaan), jonka mukaan rahapolitiikan vaikutus kääntyy päinvastaiseksi, kun korot ovat riittävän matalalla. Tämä efekti oli erityisen voimakas perinteisillä pankeilla, sillä niiden toiminta oli melko talletuspainotteista. Tämä johtui siitä, että korkokustannuksilla ei ollut enää tilaa laskea, kun markkinakorot laskivat ja tämä supisti nettokorkomarginaalia.

Epäsymmetria korostuu siis verratessa pankkisektorin osakkeiden reaktioiden eroa laajempaan osakemarkkinaan. Koronnostot parantavat pankkien kannattavuutta pidemmällä aikavälillä nettokorkomarginaalin kasvun myötä (Brkić 2025). Lyhyellä aikavälillä vaikutus taas saattaa olla päinvastainen, koska korkojen nousun myötä kiinteäkorkoisten omaisuuserien markkina-arvot laskevat (Rice & Guerrini 2025). Nämä saattavat aiheuttaa taseheikennysten myötä painetta osakehinnoille laskea. Tämä koronmuutoksen epäsymmetrisyys muodostaa keskeisen teoreettisen perustan tämän tutkielman tapahtumatutkimukselle.

## 4 Markkinatehokkuus

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (Efficient Market Hypothesis, EMH) on rahoitusteoria, joka kuvaa miten uutta informaatiota hinnoitellaan osakemarkkinoilla. Hypoteesi voidaan jakaa kolmeen luokkaan sen perusteella, minkälainen informaatio on välittynyt osakkeiden hintoihin. Heikon muodon markkinoilla kaikki historiallinen tieto heijastuu hintoihin. Tämän hypoteesin mukaan markkinat ovat olemassa puolivahvassa muodossa, jos niillä ei voida saada systemaattisesti ylituottoja, eli uusi ja relevantti julkinen informaatio välittyy nopeasti osakkeiden hintoihin markkinoilla. Heikkojen ja puolivahvojen muotojen lisäksi tunnistetaan vahva muoto. Vahvan muodon markkinoilla taas edes sisäpiiritiedosta ei ole hyötyä. Käytännössä vahvat markkinat ovat kuitenkin vain teoreettisesti olemassa. Jokainen taso sisältää edellisen tason informaation siirryttäessä heikosta aina vahvaan muotoon saakka. (Fama 1970.)

Markkinat hinnoittelevat EKP:n korkopäätöksiä ennakkoon korkofutuuriavulla, joten lähtökohdaisesti vain yllättävät päätökset voivat tuottaa epänormaaleja tuottoja (Haitsma ym. 2016). Haitsma ym. (2016) tunnistavat tämän yllätyskomponentin tapahtuma tutkimuksessaan. Tutkimuksessa erotettiin odotus- ja yllätyskomponentti toisistaan käyttäen menetelmää, joka perustuu yllätyksen mittaamiseen futuurimarkkinoiden hinnoilla. Markkinoiden oletukset tulevasta rahapolitiikasta pitäisi heijastua futuurien hintoihin. Tällöin vain yllätyksellinen osa aiheuttaa tilastollisesti merkitseviä muutoksia hinnoissa. Heidän analyysinsä osoittivat, että 25 peruspisteen yllättävä lasku johti 1,78 prosentin nousuun EURO STOXX 50-indeksissä. Tämä tukee puolivahvan tehokkuuden markkinoita.

Rahapoliittisten yllätysten vaikutus ei ole kuitenkaan saman vahvuinen kaikille sektoreille tai yksittäisille yrityksille. Vaikutuksen merkitykseen vaikuttavat muun muassa yritysten koko, rahoitusrakenne, liiketoiminta ja erityisesti kuinka herkkiä niiden liiketoiminta on korkotason muutoksille. (Peersman & Smets 2005.) Pankkisektorin voidaan siis olettaa reagoivan vahvemmin kuin muut sektorit keskimäärin yllättäviin rahapoliittisiin päätöksiin.

Markkinoiden informaatiotehokkuus luo perustan tässä tutkielmassa tehtävälle tapahtumatutkimukselle. Puolivahvojen ehtojen mukaisesti, EKP:n ohjauskorkopäätökset ovat julkista tietoa, jonka odotetaan siirtyvän osakkeiden hintoihin nopeasti. Tämä on tärkeä oletus, jotta valittu tapahtumajaksena tuottaisi relevanttia informaatiota. Toisaalta se saattaa myös luoda jännitteen tutkimusasetelmaan. Odotettu korkopäätös on informaatiota siinä missä varsinainen korkopäätöskin. Jos kyse on yleisestä markkinoiden odotuksesta, odotuskanavan ja markkinatehokkuuden yhdistelmä saattaa

tarkoittaa, että tuo koko vaikutus on jo siirtynyt osakemarkkinoiden hintoihin. Tällöin, jos markkinat ovat puolivahvasti tehokkaat, lyhyellä tapahtumaikkunalla voi olla vaikeaa havaita vaikutusta tilastollisesti merkitsevästi.

## 5 Tutkimus

### 5.1 Hypoteesit ja rajoitukset

Hypoteesien muodostamisessa on otettu huomioon rahapolitiikan välittymismekanismit, korkotason vaikutus pankkien liiketoimintaan sekä aiemmat tutkimustulokset aiheeseen liittyen.

Ensimmäinen hypoteesi empiirisessä analyysissä on seuraava:

- H1: EKP:n ohjaukorkopäätökset aiheuttavat epänormaaleja tuottoja pankkisektorilla

Korkotasoa vaikuttaa suoraan pankkien nettokorkomarginaaliin ja luotonantoon (Brkić 2025). Tällaisten korkotason suhteen herkkien sektorien on myös havaittu kokevan rahapolitiikan, erityisesti sen yllätykset, voimakkaammin (Peersman & Smets 2005). Pankkisektorin liiketoiminnan ollessa siis erityisen altis korkotasolle, voidaan olettaa, että ohjaukorkon muutoksella olisi havaittavissa vaikutusta pankkisektorin tuottoihin tapahtumapäivän ympärillä. Markkinatehokkuuden mukaisesti taas korkopäätösten vaikutuksen odotetaan siirtyvän välittömästi hintoihin (Fama 1970). Oletuksen täyttyessä, julkaistujen korkopäätösten pitäisi näkyä valituilla tapahtumaikkunoilla.

Toinen hypoteesi on taas:

- H2: Koronnostot tuottavat negatiivisen kumulatiivisen epänormaalin tuoton ja koronlaskut taas positiivisen epänormaalin tuoton lyhyellä aikavälillä

Lyhyellä aikavälillä koronnostot aiheuttavat pankkisektorille negatiivisia vaikutuksia muun muassa luottoriskien kautta (Brkić 2025). Koska tapahtumatutkimus mittaa nimenomaan lyhyen aikavälin reaktioita hypoteesi on tämän mukainen.

On hyvä erottaa nimenomaan aikakomponentti tässä asetelmassa. Kuten aikaisemmin tässä tutkielmassa on käyty läpi, koronnostoilla voidaan havaita olevan myönteisiä vaikutuksia pankkien liiketoimintaan kasvavan nettokorkomarginaalin muodossa (Brkić 2025; Claessens ym. 2018.) Vaikka koronnostot tuovat myös negatiivisia vaikutuksia, kokonaisuudessaan pankit hyötyvät koronnostoista. Tämän taustateorian myötä voi odottaa, että pankkisektorin osaketuotot saattavat nousta koronnostojen myötä ja laskea koronlaskujen myötä, kannattavuuden parannettua. Nämä vaikutukset kuitenkin oletetaan tulevan pidemmällä aikavälillä ja tapahtumaikkunan ollessa lyhyt, hypoteesi perustuu vain lyhyen aikavälin odotuksiin.

Näiden molempien hypoteesien toteutumiseen liittyy myös odotuskanavan toiminta ja markkinoiden tehokkuus. Se miten ja milloin keskuspankin rahapolitiikka vaikuttaa osakemarkkinoihin on osalta näistä kiinni. Haitsman ym. (2016) tutkimuksessa havaittiin, että yllättävät rahapoliittiset päätökset hinnoiteltiin nopeasti Euroopan markkinoilla, mikä puoltaa sitä, että uusi tieto siirtyy hintoihin oletusten mukaisesti. Jos EKP harjoittaa ennakoivaa viestintää, on mahdollista, että markkinat ovat hinnoitelleet odotettuja korkopäätöksiä jo etukäteen, mikä vaikuttaisi hypoteesien toteutumiseen odotuskanavan toiminnan myötä. Epävarmuutta tuloksien suhteen lisää myös aiemmat tutkimustulokset siitä, että perinteisellä rahapolitiikalla voi olla heikompi vaikutus osakemarkkinoihin, erityisesti kun kyse ei ole yllättävästä päätöksestä (Bernanke & Kuttner 2005; Ricci 2015). Tässä tutkielmassa halutaan kuitenkin testata yksinkertaisesti vaikutusta keskimääräisen päätöksen osalta, eikä vain yllätyksellisten.

Myös korkopäätösten rajallinen määrä saattaa aiheuttaa ongelmia tilastollisesti merkitsevien tulosten havaitsemisessa. Korkopäätöksiä on 32 kappaletta ja kun ne jaetaan korkopäätösryhmän mukaisesti, otos on vielä pienempi.

## 5.2 Aineisto

Varsinaisena tutkimuskohteena tutkielmassa toimii Euroopan pankkisektori. Tätä sektoria edustamaan on valittu EURO STOXX Banks-indeksi, joka koostuu 29 suuresta euroalueen pankista. Indeksiksi on luokiteltu toimialan mukaan, joten se sisältää yleisesti pankkeja ilman, että jaottelua on tehty tarkemmin sen mukaan minkälaista pankkitoimintaa ne harjoittavat. Indeksiksi kuitenkin koostuu pääosin pankeista, jotka harjoittavat sekä perinteistä pankkitoimintaa että investointipankkitoimintaa.

Empiiristä analyysin toteuttamista varten tarvittiin myös vertailuindeksi, joka edustaa markkinoita kokonaisuudessaan. Vertailuindeksiksi valittiin STOXX Europe 600-indeksi. Tämä laaja markkinaindeksi sisältää 600 suurta, keskisuurta ja pientä eurooppalaista yritystä ja joukossa on yrityksiä muualtakin kuin Euroopan unionista. Indeksiksi on pyritty rakentamaan niin, että se kattaa mahdollisimman laajasti alueita ja toimialoja. Yrityksiä indeksissä on 17 maasta ja 11:sta eri toimialalta. Indeksiksi on markkina-arvopainotettu, mikä merkitsee, että suuremmilla yrityksillä on enemmän vaikutusta indeksin arvoon.

Molempien indeksien päivätuotot ladataan Refinitiv Eikon Datastream palvelusta excel tiedostoon. Excel tiedostossa suoritetaan aineiston puhdistus, eli tyhjät päivät siivotaan pois.

Kolmas aineisto, joka tarvitaan tutkielman toteuttamista varten, on EKP:n päätökset ohjauskoron suhteen ja niiden päivämäärät. Nämä päätökset saadaan EKP:n nettisivuilta, missä ne on julkaistu aikajärjestyksessä ja sisältävät tiedon jokaisen kokouksen sisällöstä ja päätöksistä ohjauskoron tason suhteen. Korkopäätöksiä tehtiin vuosina 2022–2025 yhteensä 32 kappaletta. Koronnostoja oli 10 kappaletta, koronlaskuja 8 kappaletta ja 14 kertaa päätös oli olla muuttamatta korkoja.

### 5.3 Tutkimusmenetelmä

Tämän tutkielman empiirinen analyysi toteutetaan tapahtumatutkimuksena, käyttäen Brownin ja Warnerin (1985) markkinamallia. Osakkeen, tai tässä tapauksessa indeksin, odotettu tuotto estimoidaan seuraavalla regressiomallilla.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

EURO STOXX Banks- ja STOXX Europe 600-indeksien tuotot lasketaan logaritmisina tuottoina. Jokaista tapahtumapäivää varten lasketaan edeltäviltä 250:tä ja 120:tä kaupankäyntipäivältä estimointi-ikkunat. Kaksi eri pituista ikkunaa valittiin lisäämään robustisuutta. 250 päivää on yksi kaupankäyntivuosi. 120 päivää on suurin piirtein puoli vuotta kaupantekopäivinä ja se voi edustaa paremmin sen hetkisestä relevanttia tilannetta tapahtumatutkimuksen osalta. Molemmat ovat yleisesti käytettyjä pituuksia estimointi-ikkunalle.

Vastaavissa tapahtumatutkimuksissa on voitu jättää väli tapahtumapäivän ja estimointi-ikkunan väliin. Kirjallisuudessa yleinen väli mitä käytetään, on 5–20 päivää. Tähän tutkielmaan on valittu 10 päivän aukko. Tällä vältytään estimointi-ikkunan kontaminaatiolta.

Markkinamallin estimoidun odotetun tuoton ja toteutuneen tuoton erotuksella saadaan tapahtumaikkunan päivittäiset epänormaalit tuotot (AR), jotka lasketaan seuraavalla kaavalla:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Kumulatiivinen epänormaali tuotto (CAR) saadaan taas laskemalla tapahtumaikkunan kaikkien päivien epänormaalit tuotot yhteen. Ennen kuin siirrytään testaamaan merkitsevyyttä, lasketaan standardoitu kumulatiivinen epänormaali tuotto (SCAR). Muun muassa Brown ja Warner käyttivät t-testauksessa standardoituja arvoja, koska standardisointi tekee tapahtumista paremmin vertailukelpoisia. SCAR lasketaan seuraavanlaisesti:

$$SCAR = \frac{CAR_i}{\sigma_i * \sqrt{L}}$$

L on tässä tapahtumaikkunan pituus päivinä ja  $\sigma$  on estimointi-ikkunan residuaalien keskihajonta.

Tämän tutkielman t-testauksessa käytetään siis SCAR-arvoja. Tapahtumien SCAR-arvoista lasketaan keskiarvo ja keskihajonta. N tarkoittaa tapahtumien määrää. T-testi suoritetaan seuraavalla kaavalla.

$$t = \frac{\text{mean}(SCAR)}{\frac{\text{sd}(SCAR)}{\sqrt{N}}}$$

Ensimmäinen lisätesti mikä suoritetaan, on (-5, +5) tapahtumaikkuna, johon sovelletaan samat toimintatavat kuin lyhyempien ikkunoiden kanssa. Toinen lisätesti on regressioanalyysi dummy-muuttujien kanssa seuraavan kaavan mukaisesti.

$$Banks\_log = \alpha + \beta * STOXX\_log + \gamma_1 * Hike + \gamma_2 * Cut + \gamma_3 * No\_change + \varepsilon$$

Tässä pankkisektorin tuotot (Banks\_log) selitetään regressioanalyysillä markkinaindeksituotolla (STOXX\_log) sekä kolmella dummy-muuttujalla, jotka kuvaavat keskuspankin korkopäätöksiä. Nämä dummy-muuttujat saavat arvon 1 kyseisen päätöstyypin päivänä ja muina päivinä arvon 0. Kertoimet  $\gamma_1$ ,  $\gamma_2$  ja  $\gamma_3$  mittaavat kunkin päätöstyypin keskimääräistä vaikutusta pankkisektorin tuottoihin, suhteutettuna päiviin, kun korkopäätöstä ei tehdä.

## 6 Empiirinen analyysi

### 6.1 Päätestit

Päätesteissä on tarkoitus selvittää tapahtumaikkunoiden (-1, +1) ja (-3, +3) kumulatiiviset epänormaalit tuotot ja selvittää niiden merkitsevyystaso t-testillä ja p-arvolla. Taulukko 1 sisältää tulokset koskien (-1, +1), sekä (-3, +3) tapahtumaikkunaa. Taulukossa on esitetty tulokset molemmilta, 120 ja 250 päivän estimointi-ikkunoilta.

#### Taulukko 1. Tapahtumaikkunoiden (-1, +1) ja (-3, +3) tutkimustulokset

Taulukossa on esitetty molempien tapahtumaikkunoiden keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot (CAAR), sekä t-testin tulos ja p-arvo ryhmittäin.

Ryhmä	N	CAAR (250)	t-testi (250)	p (250)	CAAR (120)	t-testi (120)	p (120)
<b>(-1, +1)</b>							
<b>Kaikki</b>	32	0,0024	0,678	0,503	0,0019	0,405	0,688
<b>Koronnostot</b>	10	-0,0063	-0,667	0,521	-0,009	-0,89	0,396
<b>Koronlaskut</b>	8	0,0083	1,023	0,341	0,0072	0,874	0,411
<b>Ei muutosta</b>	14	0,0053	0,898	0,386	0,0067	1,034	0,32
<b>(-3, +3)</b>							
<b>Kaikki</b>	32	0,0085	1,32	0,196	0,0082	1,105	0,278
<b>Koronnostot</b>	10	0,0049	0,355	0,731	0,0032	0,112	0,913
<b>Koronlaskut</b>	8	-0,0025	-0,306	0,768	-0,0052	-0,625	0,552
<b>Ei muutosta</b>	14	0,0174	2,006	0,066	0,0195	2,023	0,064

Vaikka tulokset eivät ole merkitseviä millään tavanomaisilla merkitsevyystasoilla, niitä voidaan tarkastella tässä suuntaa antavana informaationa. Koronnostot tuottivat (-1, +1) tapahtumaikkunassa negatiivisia CAAR-arvoja (-0,0063 / -0,009) ja koronlaskut taas positiivisia (0,0083 / 0,0072). Teorian mukaan, koronnostot heikentävät lyhyellä aikavälillä pankkisektorin näkymiä luottoriskin kasvun ja taseheikennysten myötä (Brkić 2025). Laajennetulla tapahtumaikkunalla (-3, +3), kun markkinoiden välittömät reaktiot alkavat tasaantua, CAAR-arvot kääntyvät päinvastaisiksi. Koronnostot tuottivat positiivisen reaktion (0,0049 / 0,0032) ja koronlaskut negatiivisen (-0,0025 / -0,0052). Merkitsevyys laski kuitenkin todella alhaiseksi kaikissa neljässä tapahtumaikkunan ja estimointi-ikkunan yhdistelmässä. Pidemmällä aikavälillä pankkien liiketoiminnan kannalta koronnousut voidaan nähdä myös myönteisinä. Kasvanut nettokorkomarginaali parantaa pankkien tulontuottokykyä

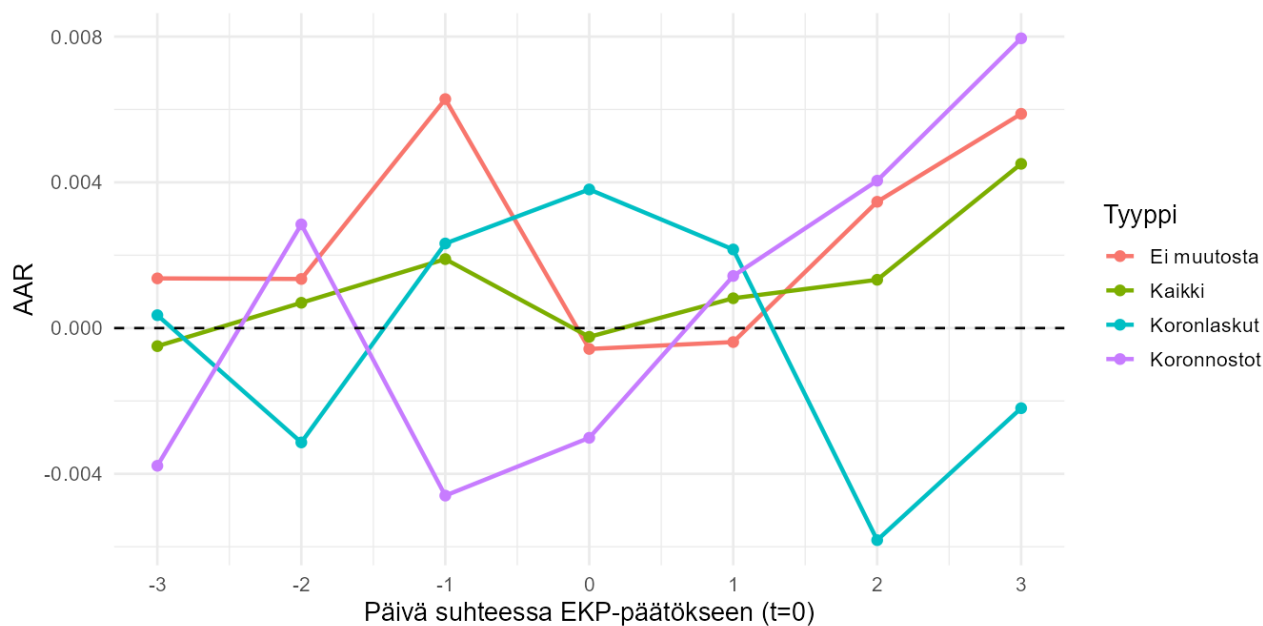
ja kannattavuutta (Brkić 2025). Kuitenkin tulokset eivät ole tilastollisesti merkitseviä millään yhdistelmällä ja tuloksista ei voi vetää johtopäätöstä, että markkinat alkaisivat näin nopeasti hinnoittelemaan pankkisektorin osakkeita pitkän aikavälin vaikutusten perusteella.

Korkopäätösten ryhmä, jossa ei päädytty tekemään muutosta ohjauskoron tasoon, tuotti merkitsevyyden näkökulmasta parhaimpia tuloksia. Erityisesti (-3, +3) tapahtumaikkunassa, jossa ”ei muutosta” ryhmän p-arvot olivat jo aika lähellä tavanomaista 0,05 merkitsevyytensä, molemmilla estimointi-ikkunoilla (0,066 /0,064). Kuten teoriassa huomattiin, juuri yllättävät korkopäätökset aiheuttivat epänormaaleja tuottoja merkitsevästi (Haitsma ym., 2016). On mahdollista, että koronmuutokset 2022–2025 olivat pitkälti ennakoituja, esimerkiksi odotuskanavan kautta, kun taas päätökset, joissa ei muutettu korkotasoa sisälsivät enemmän yllätyselementtiä. Markkinat ehkä odottivat koronmuutosta ja korjasivat itseään, kun päätös ei ollut sellainen kuin odotettiin, mikä johti tuloksiin, joiden tilastollinen merkitsevyys oli selkeästi vahvempi kuin useilla muilla ryhmillä, vaikkakaan merkitsevyyttä ei saavutettu. Tapahtumia ollessa vain 14, on myös mahdollista, että kyse on sattumasta.

Kaikki korkopäätökset huomioiva ryhmä ei saanut merkitseviä tuloksia siitä huolimatta, että otoskoko oli yli 30. Kumulatiivinen epänormaali tuotto jäi varsin pieneksi kaikilla spesifikaatioilla, mutta tämä oli odotettavissa korkopäätösten suunnan jakauman takia. Koronlaskuja oli 8 ja koronostoja 10, mitkä todennäköisesti kumosivat osiltaan toisiaan.

Otoskoon rajallisuus tuottanee tässä empiirisessä analyysissä ongelmia merkitsevyyden suhteen, sillä yksittäisten poikkeavien tapahtumien vaikutus korostuu pienissä otoksissa. Esimerkkinä mainittakoon koronostojen ryhmä (-3, +3) tapahtumaikkunassa 120 päivän estimointi-ikkunalla. Tässä CAAR-arvo on 0,0032, mutta kahdessa yksittäisessä tapahtumassa CAR-arvot olivat poikkeuksellisen suuria (0,052 ja 0,051). Koska ryhmä sisältää vain 10 tapahtumaa, nämä yksittäiset tapahtumat vaikuttavat huomattavasti keskiarvoon ja keskihajontaan, mikä ilmenee t-testin alhaisena tilastollisena merkitsevyytenä.

Kuvassa 1 esitetään keskimääräiset epänormaalit tuotot tapahtumaikkunan yksittäisiltä päiviltä ryhmittain, 250 päivän estimointi-ikkunalla. Grafiikka havainnollistaa, miten tapahtumaikkunoiden kumulatiiviset epänormaalit tuotot muodostuivat yksittäisten päivien yhdistelmänä.



**Kuva 1. AAR-arvot (250)**

Keskimääräiset epänormaalit tuotot päivittäin tapahtumaikkunassa, 250 päivän estimointi-ikkunalla.

Kuvasta voidaan havaita, että reaktiot olivat odotetun suuntaiset tapahtumapäivinä. Ohjauskoron nosto aiheutti negatiivisen epänormaalien tuoton tapahtumapäivänä, kun taas ohjauskoron lasku vaikutti positiivisesti päivätuottoihin. Tämä on linjassa aiemmin todettujen oletusten kanssa, lyhyen aikavälin reaktioista. Tämän jälkeinen kehitys on kuitenkin mielenkiintoinen, koska ohjauskoron laskusta aiheutuva odotettu positiivinen efekti kääntyy päinvastaiseksi ja päivinä 1 ja 2 päivätuotot menevät negatiivisen puolelle.

Taas ohjauskoron nousun aiheuttamaa tapahtumapäivän negatiivista tuottoa seuraa kolmen päivän nousu. Vaikka hypoteesia ei voida vahvistaa tilastollisten merkitsevyyden puuttumisen vuoksi, tulokset ovat tietyllä lailla oikeansuuntaisia. Pidemmällä aikavälillä korkojen nousu parantaa pankkien liiketoimintaa (Brkić 2025). Näin voi olettaa, että hinnat reagoivat tähän oletukseen jossain vaiheessa. Sitä kuinka nopeasti markkinat alkavat reagoida tuohon oletukseen, ei kuitenkaan tutkita tässä.

## 6.2 Lisätestit

Lisätestinä suoritettiin (-5, +5) tapahtumaikkunan testaus, myös molemmilla 250 ja 120 päivän estimointi-ikkunoilla. Taulukossa 2 esitetyn (-5, +5) testin tulokset tukevat päättestien tapahtumaikkunoita robustisuus testinä. Tulokset ovat pitkälti linjassa päättestin tapahtumaikkunoiden kanssa.

Kuten päätestien kanssa, niin ikään tämänkään testin tulokset eivät tuottaneet tilastollista merkitsevyyttä.

### Taulukko 2. Tapahtumaikkunan (-5, +5) tulokset

Taulukossa on esitetty tapahtumaikkunan (-5, +5) tulokset molemmilla estimointi-ikkunoilla. CAAR kertoo ryhmien keskimääräiset kumulatiiviset epänormaalit tuotot ja t-testi ja p-arvo merkitsevyyden.

Ryhmä	N	CAAR (250)	t-testi (250)	p (250)	CAAR (120)	t-testi (120)	p (120)
<b>Kaikki</b>	32	0,0105	1,3529	0,1858	0,0104	1,0438	0,3046
<b>Koronnostot</b>	10	0,008	0,3487	0,7353	0,0073	0,1863	0,8563
<b>Koronlaskut</b>	8	0,0078	0,4857	0,6419	0,005	0,2324	0,8228
<b>Ei muutosta</b>	14	0,0138	1,6171	0,1298	0,0157	1,5693	0,1406

Tapahtumaikkuna (-5, +5) tulokset ovat kuitenkin tältä osin johdonmukaisia lyhyempien tapahtumaikkunoiden kanssa. ”Ei muutosta” ryhmä saa jälleen paremmat p-arvot (0,1298 / 0,1406) kuin muut ryhmät. Kuitenkin nämä arvot heikentyivät verrattuna vastaaviin (-3, +3) tapahtumaikkunassa. Pidempi tapahtumaikkuna pyrkii kattamaan mahdollisen tiedon ennakkoon vuotamisen. Tämä ei olennaisesti siis muuttanut tuloksia, merkitsevyyttä ei saatu tässäkään testissä. Tämä voi viitata siihen, että vaikutus ei ole pelkästään ajallisesti viivästynyt, vaan johtuu jostakin muusta tekijästä, kuten markkinoiden pidempi aikaisesta ennakoinnista tai siitä, että vaikutus on aidosti heikko.

Taulukko 3 esittää lisätestinä toimivana regressiomallin tulokset. Tässä dummy-muuttujat edustavat siis eri korkopäätöksiä, eli koronnousuja, koronlaskuja ja päätöksiä olla muuttamatta korkotasoa.

### Taulukko 3. Regressiomallin tulokset

Taulukossa näkyvät dummy-muuttujat, jotka edustavat eri korkopäätöksiä, ja niiden saamat mallin tulokset. Kerroin mittaa korkopäätöstyypin keskimääräistä vaikutusta pankkisektorin tuottoihin tapahtumapäivänä suhteutettuna päiviin, jolloin korkopäätöstä ei tehdä. Niitä seuraavat keskivirhe, sekä merkitsevyydestauksen tulokset. Lisäksi tietona on annettu mallin selitysaste sekä korjattu selitysaste.

Muuttuja	Kerroin	Keskivirhe	t-arvo	p-arvo
<b>Vakio</b>	0,0006	0,0003	1,8478	0,0649
<b>Markkinaindeksi</b>	1,3678	0,0360	37,9926	< 0,001
<b>Koronnostot</b>	-0,0035	0,0033	-1,0463	0,2956
<b>Koronlaskut</b>	0,0032	0,0037	0,8668	0,3862
<b>Ei muutosta</b>	0,0001	0,0028	0,0475	0,9621

<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,5768</b>
<b>R<sup>2</sup> korjattu</b>	<b>0,5752</b>
<b>Havainnot</b>	<b>1068</b>

---

Regressioanalyysi dummy-muuttujilla täydentää tapahtumatutkimuksen tuloksia, ottamalla huomioon pankkisektorin reaktiot koko aineiston tasolla. Markkinaindeksin kerroin on 1,3678 ja luonnollisesti se on erittäin merkitsevä. Pankkisektori on siis markkinabetaltaan yli yhden, mikä on järkevää ottaen huomioon pankkien korkoherkkyyden. Selitysaste  $R^2$  (0,5768) kertoo, että markkinaindeksi selittää noin 58 % pankkisektorin päivätuottojen vaihtelusta tämän tutkielman ajallisen rajauksen ajalta. Se paljastaa, että pankkisektori liikkuu melko vahvasti markkinoiden mukana. Korokapäätöksiä kuvaavat dummy-muuttujat eivät taas ole tilastollisesti merkitseviä, vaikka niiden suunnat ovat hypoteesin mukaiset. Koronnostot tuottavat negatiivisen reaktion (-0,0035) ja koronlaskut positiivisen (0,0032). Tulos kertoo, että ainakin tällä testauksella ei voida sanoa, että pankkisektorin tuotot reagoisivat poikkeuksellisesti EKP:n korokapäätöksiin tapahtumapäivänä. Tämä on linjassa aiempien testien kanssa.

Kiinnostava löydös regressiomallin tuloksissa on ”ei muutosta” ryhmän erittäin korkea p-arvo, mikä on ristiriidassa päätestin löydösten kanssa, missä tällä ryhmälle oli paras merkitsevyysaste. Todennäköinen selitys on, että toisin kuin tapahtumaikkunoiden kanssa, regressiomalli mittaa vain tapahtumapäivän liikkeitä, mikä kertoo sen, että itse päätöspäivänä ei tapahdu mitään poikkeuksellista. Syy tälle on todennäköisesti se, että odotettu muutos on jo hinnoiteltu etukäteen ja lisäksi reaktiot tulevat viiveellä. Tätä näkemystä tukee kuva 1.

### 6.3 Johtopäätökset

Kuten havaittiin, tulosten merkitsevyys osoittautui haastavaksi. Hypoteesi H1:lle ei löytynyt tilastollista näyttöä tässä tutkielmassa suoritetun testauksen perusteella. Tämä ei ollut ristiriidassa aikaisemman tutkimuksen kanssa, siitä että eurooppalaisten pankkien reaktiot perinteiseen rahapolitiikkaan, erityisesti kriisien aikana, osoittavat heikompa tai olematonta reaktiota (O’Donnell ym. 2024; Ricci 2015.) Hypoteesi H2:lle ei voitu myöskään vahvistaa tilastollisesti, vaikka tulokset olivat hypoteesin mukaiset suuntaa näyttävästi. Tutkielman toteutuksen jälkeen on selkeämpää mistä nämä tulokset johtuivat. Tutkielman ajallinen rajaaminen koskemaan vuosia 2022–2025 loi ennakkoon jo merkittävän rajoituksen empiiriselle analyysille, koska tapahtumien määrä jäi pieneksi. Eriytyisesti kun koronnostoja ja laskuja oli vain 10 ja 8. Tällöin yksittäiset poikkeukselliset havainnot,

mitä aineistossa olikin, vaikuttavat voimakkaasti keskiarvoon ja keskihajontaan, heikentäen t-testin merkitsevyyttä.

Korkopäätösten yllätyskomponentti on mahdollisesti merkittäväkin tekijä. Tätä ajatusta tukee myös aikaisempi kirjallisuus, joka on keskittynyt testaamaan nimenomaan yllättävien korkopäätösten vaikutusta osakemarkkinoihin ja näiden onkin havaittu tuottavan merkitseviä tuloksia (Bernanke & Kuttner 2005; Haitsma ym. 2016). Jos markkinat ennakoivat rahapolitiikkaa, on luonnollista ajatella, että kaikkien korkopäätösten testaaminen lyhyellä ikkunalla, ilman muiden tekijöiden huomiointia, ei välttämättä tuota merkitseviä tuloksia. Näin lopulta kävi tässäkin tutkielmassa.

Myös asymmetriasta johdettu kontekstin merkitys jäi tässä tutkielmassa vain teorian tasolle, eikä sitä otettu huomioon empiirisen analyysin toteuttamisessa. Kirjallisuus kuitenkin viittaa siihen, että rahapolitiikan tehoon vaikuttaa myös taloudellinen ympäristö ja korkotaso (Verissimo ym. 2021).

Näiden tekijöiden huomioon ottaminen jatkotutkimuksessa olisi järkevä tapa kehittämään tämän tutkielman empiiristä analyysia. Kuten Bernanke ja Kuttner (2005) toteavat, yllätyksellistenkin korkopäätösten vaikutus osakemarkkinoiden liikehdintään on loppujen lopuksi melko rajallinen.

## 7 Yhteenveto

Tämän tutkielman tarkoituksena oli tutkia EKP:n ohjauskoron vaikutusta pankkisektorin osaketuottoihin, mutta myös laajemmin rahapolitiikkaa ja sen yhteyttä osakemarkkinoihin yleisesti. Voimakkaasti vaihdellut korkotasot vuosina 2022–2025 tarjosi ikkunan tarkastella markkinoiden reaktiota EKP:n rahapoliittisiin päätöksiin, erityisesti pankkisektorin näkökulmasta.

Tutkielman pääkysymyksenä oli, että onko EKP:n korkopäätöksillä havaittavissa olevaa vaikutusta pankkisektorin tuottoihin? Tutkielman tuloksien perusteella voidaan sanoa, että EKP:n korkopäätöksillä ei havaita olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta osakesektorin tuottoihin. Ensimmäinen lisäkysymys oli, että poikkeako pankkisektorin reaktio laajemmasta osakemarkkinasta. Analyysi ei tuottanut tilastollisesti merkitsevää eroa näiden välille. Toiseen lisäkysymykseen siitä, onko koronnostojen vai laskujen vaikutus voimakkaampi, ei saatu tilastollista näyttöä. Kolmatta kysymystä koskien, koronnostot ja laskut eivät eronneet merkitsevästi nollassa, eikä suuntien välillä havaittu merkittävää eroa lyhyellä aikavälillä.

Empiirinen analyysi suoritettiin tapahtumatutkimuksena, jossa pyrittiin selvittämään, onko ohjauskorkopäätöksillä vaikutusta osaketuottoihin ennalta määritettyjen tapahtumaikkunoiden sisällä. Aineistot, jotka kerättiin tutkimusta varten, olivat EURO STOXX Banks- ja STOXX Europe 600-indeksien päivätuotot. Tämän aineiston pohjalta tehtiin päätestit (-1, +1) ja (-3, +3) tapahtumaikkunoiden ja 250 ja 120 päivän estimointi-ikkunoiden avulla. Lisätesteinä toimivat (-5, +5) tapahtumaikkuna, sekä regressioanalyysi dummy-muuttujilla. Tulokset olivat melko johdonmukaisia päätestien sekä lisätestien välillä, eikä merkitsevyyttä havaittu missään ryhmissä. Näin ollen hypoteeseja ei voitu vahvistaa.

Teoria ja empiirisen analyysin tulokset viittaavat siihen, että jatkotutkimuksessa olisi syytä ottaa huomioon muitakin tekijöitä kuin vain EKP:n korkopäätös. Keskeisempänä kehityskohteenä esiin nousee yllätyskomponentin tunnistaminen, joka auttaa vähentämään odotuskanavan toiminnan aiheuttaman tulosten laimentumisen tapahtumapäivän ympärillä. Sen lisäksi vaikuttaa siltä, että taloudellinen ympäristö ja sen hetkinen korkotaso ovat tekijöitä, jotka vaikuttavat rahapolitiikan toteutumisen vahvuuteen asymmetrian muodossa. Myös suurempi otoskoko parantaisi luotettavuutta, jotta vällyttäisiin yksittäisten poikkeuksellisten havaintojen aiheuttamalta haitalta merkitsevyyden testauksen suhteen. Nämä havainnot eivät kuitenkaan tarkoita, että rahapolitiikka ei vaikuta markkinoihin. Ne, yhdessä aiemman kirjallisuuden kanssa, saattavat viitata pikemminkin siihen, että markkinat hinnoittelevat odotettua rahapolitiikkaa jo pidemmän aikaa ennen varsinaista päätöspäivää.

Tätä tutkielmaa kirjoittaessa vaikuttaa siltä, että geopoliittiset jännitteet eivät ole häviämässä mihinkään, vaan pikemminkin lisääntymässä. Tämä voi tarkoittaa, että tulevaisuudessakin korkotaso on aiempaa vaihtelevampi ja tällöin rahapolitiikan roolissa korostuu taloudellinen ohjaus. Tällaisessa ympäristössä rahapoliittisten päätösten vaikutusten ymmärtäminen korostuu entisestään, erityisesti rahoitusmarkkinoiden mutta myös kaikkien taloudellisten toimijoiden osalta. Tulevaisuudessa tutkimusta tähän aiheeseen liittyen on perusteltua jatkaa tarkastelemalla erilaisia korkoympäristöjä sekä korkopäätösten yllätyskomponenttia. Lisäksi tutkimus EKP:n ennakoivaan viestinnän suhteen voi syventää ymmärrystä siitä, miten rahapolitiikka välittyy euroalueen markkinoille.

## Lähteet

- Ampudia, M., & Van Den Heuvel, S. J. (2022). Monetary Policy and Bank Equity Values in a Time of Low and Negative Interest Rates. *Journal of Monetary Economics*, 130, 49–67.  
<https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2022.05.006>
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, no. 4, 27–48
- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005). What explains the stock market’s reaction to federal reserve policy? *Journal of Finance*, 60(3), 1221–1257. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00760.x>
- Bini Smaghi, L. (2009, huhtikuuta 28). *Conventional and unconventional monetary policy*. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>
- Brkić, M. (2025). *Bank profitability in the euro area in times of high inflation*. 61–87.  
<https://doi.org/10.3326/pse.49.1.3>
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31.  
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Castren, O., Fitzpatrick, T., & Sydow, M. (2006). What Drives EU Banks’ Stock Returns? Bank-Level Evidence Using the Dynamic Dividend-Discount Model. *SSRN Electronic Journal*.  
<https://doi.org/10.2139/ssrn.929447>
- Ciccarelli, M., Maddaloni, A., & Peydró, J.-L. (2010). *Trusting the bankers: A new look at the credit channel of monetary policy*. ECB Working Paper No. 1228.
- Claessens, S., Coleman, N., & Donnelly, M. (2018). “Low-For-Long” interest rates and banks’ interest margins and profitability: Cross-country evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 35, 1–16.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfi.2017.05.004>
- Drechsler, I., Savov, A., & Schnabl, P. (2021). Banking on Deposits: Maturity Transformation without Interest Rate Risk. *Journal of Finance (John Wiley & Sons, Inc.)*, 76(3), 1091–1143. (150145141).  
<https://doi.org/10.1111/jofi.13013>
- ECB 1a. Decisions, statements & accounts

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.fi.html>, retrieved 2.4.2026

ECB 1b. Transmission mechanism of monetary policy

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>, retrieved 2.4.2026

ECB 1c. Governing Council

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/decisions/govc/html/index.en.html>, retrieved 10.4.2026

Fama, E. F. (1970). EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK. *Journal of Finance (Wiley-Blackwell)*, 25(2), 383–417. (4660197). <https://doi.org/10.2307/2325486>

Feroli, M., Greenlaw, D., Hooper, P., Mishkin, F. S., & Sufi, A. (2017). Language after liftoff: Fed communication away from the zero lower bound. *Research in Economics*, 71(3), 452–490.

<https://doi.org/10.1016/j.rie.2017.04.003>

Haitsma, R., Unalmis, D., & de Haan, J. (2016). The impact of the ECB's conventional and unconventional monetary policies on stock markets. *Journal of Macroeconomics*, 48, 101–116.

<https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2016.02.004>

Ireland, P. (2005). *The Monetary Transmission Mechanism*. Boston College and NBER

Levieuge, G., Lucotte, Y., & Ringuedé, S. (2018). Central bank credibility and the expectations channel: Evidence based on a new credibility index. *Review of World Economics / Weltwirtschaftliches Archiv*, 154(3), 493–535.

Mishkin, F. S. (1996). *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy* (Working Paper No. 5464). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w5464>

Mishkin, F. S. (2017). Rethinking monetary policy after the crisis. *Journal of International Money and Finance*, 73, 252–274. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.02.007>

Mojon, B. (2000). Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.356001>

O'Donnell, N., Shannon, D., & Sheehan, B. (2024). The impact of monetary policy interventions on banking sector stocks: An empirical investigation of the COVID-19 crisis. *Financial Innovation*, 10(1).

<https://doi.org/10.1186/s40854-023-00575-2>

Peersman, G., & Smets, F. (2005). The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area. *The Economic Journal*, 115(503), 319–342.

Present, T., Simoens, M., & Vander Vennet, R. (2023). European bank margins at the zero lower bound. *Journal of International Money and Finance*, 131, 102803. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2023.102803>

Ricci, O. (2015). The impact of monetary policy announcements on the stock price of large European banks during the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 52, 245–255.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.07.001>

Rice, J., & Guerrini, G. M. (2025). *Riding the rate wave: Interest rate and run risks in euro area banks during the 2022 2023 monetary cycle*. Publications Office. <https://doi.org/10.2866/9306205>

Suomen Pankki n.d. Rahapolitiikan välineet

<https://www.suomenpankki.fi/fi/rahopolitiikka/rahopolitiikan-toimeenpano/rahopolitiikan-va-lineet/>, haettu 2.4.2026

Veríssimo, P., De Carvalho, P. V., & Laureano, L. (2021). Asymmetries in the Euro area banking profitability. *The Journal of Economic Asymmetries*, 24, e00224. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2021.e00224>

## **Liite 1 Tekoälyn käyttö**

Tekoälyä (ChatGPT) hyödynnettiin apuna kielenhuoltoon, tekstin rakenteen sujuvoittamiseen, sekä esitysteknisen hienosäätämisen kanssa. Empiirisen analyysin kohdalla, tekoälyä (Claude) käytettiin tukena, kun aineistoa käsiteltiin R-ohjelmassa, erityisesti ongelmatilanteissa, kun koodi ei toiminut tai tuotti väärää tietoa. Esimerkkinä mainittakoon, kun koodi oli rakennettu virheellisesti eikä se tunnistanut kaikkia tapahtumapäiviä, tekoäly (Claude) havaitsi ongelmakohdan. Tekoälyä on käytetty Turun yliopiston ohjeistuksen mukaisesti.