10.6.2021

E 66/2021 vp
Valtioneuvoston selvitys: NextGenerationEU – elpymisvälineen varainhankinnan strategia

Ilmarisen sijoittajanäkökulma NGEU – elpymisvälineeseen

Euroopan ja etenkin euroalueen valtionlainamarkkina on ollut jo yli vuosikymmenen jossain määrin hankala markkina suuren instituutiosijoittajan näkökulmasta. Finanssikriisin ja tätä seuranneen eurokriisin aikana, ja niiden jälkeenkin, euromaiden valtionlainojen korot erkanivat toisistaan luottoriskipreemioiden noustessa rajusti tiettyjen ongelmamaiden kohdalla. Tällöin konservatiiviset pitkän tähtäimen instituutiosijoittajat kuten keskuspankit, sovereign wealth fundit sekä eläke- ja vakuutusyhtiöt joutuivat miettimään valtionlainasijoituksensa uusiksi Euroopan osalta; ongelmamaiden valtionlainasijoitukset eivät olleetkaan enää sen kaltaisia kuin valtionlainasijoitusten tulee olla, eli pienituottoisia mutta riskittömiä. Niistä oli tullut riskillisiä luottoriskisijoituksia, jolloin niiden asema salkussa oli mietittävä uusiksi.

Edellä kuvattu kehitys johti nopeasti siihen, että euroalueen valtionlainamarkkina fragmentoitui. Valtionlainasijoitukset ovat perinteisesti toimineet instituutiosijoittajien hajautetuissa salkuissa tasapainottavana voimana vähentäen salkun volatiliteettia, eli salkun tuoton heiluntaa, koska ne korreloivat negatiivisesti riskipitoisempien sijoitusten kuten osakkeiden kanssa. Toisin sanoen niiden arvo nousee, kun muiden sijoitusten arvo laskee ja toisinpäin. Euroalueella kävi 2010-luvulla niin, että ainoastaan tiettyjen maiden kuten Saksan, Hollannin, Suomen ja osin Ranskan valtionlainat kelpasivat tähän tasapainottavaan rooliin. Vaikka Euroopan Keskuspankin interventiot rauhoittivatkin valtionlainamarkkinaa, siitä oli sijoittajan näkökulmasta tullut tilkkutäkkimäinen ja hieman levällään oleva kokonaisuus, jota vaivasi toistuvat jäsenvaltioiden politiikkaan liittyvät kriisit (esim. 2015 ja 2018) sekä todellinen tai ajateltu hajaannus EU:n yhteisessä talouspoliittisessa päätöksenteossa. Tämän seurauksena USA:n valtionlainamarkkina näyttää kansainvälisen instituutiosijoittajan näkökulmasta selvästi yhtenäisemmältä, turvallisemmalta ja helpommin lähestyttävältä kokonaisuudelta ja siinä mielessä houkuttelevammalta.

Ilmarinen • Porkkalankatu 1, Helsinki • FI-00018 ILMARINEN • Porkalagatan 1, Helsingfors
Puh / Tfn / Tel +358 10 284 11
Y-tunnus / FO-nummer / Business ID 0107638-1 • www.ilmarinen.fi

EU:n yhteistä laajan mittakaavan lainanottoa, jossa emittoitavat velkainstrumentit saavat korkean luottoluokituksen ja ne ovat likvidejä eli helposti ostettavissa ja myytävissä jälkimarkkinoilla, on markkinoilla kaivattu siis jo vähintään eurokriisistä lähtien. NGEU –ohjelmalla on hyvät mahdollisuudet vastata tähän tarpeeseen. Ensinnäkin luottoluokitus takaa sen, että se nähdään luottoriskittömänä ja täten sopii suurille ja konservatiivisille instituutiosijoittajille. Esimerkiksi Moodys`s antaa EU:lle parhaan mahdollisen AAA luottoluokituksen, ja toteaa luottoriskianalyysissaan[1] EU:n velan olevan ”equivalent of a joint and several undertaking and obligation on the part of EU member states to provide financial support to the EU”. EU:n velka on siis Moody’s:n mielestä *de facto* aidosti yhteisvastuullista, ja viime kädessä siitä vastaavat **kokonaisuudessaan** (ei pelkästään omasta osastaan) vahvimmat jäsenmaat.

Toinen instituutiosijoittajia kiinnostava aspekti on EU:n liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjojen likviditeetti jälkimarkkinoilla. Niitä pitää pystyä ostamaan ja myymään suuria määriä nopeasti ja ilman merkittäviä transaktiokustannuksia, jotta instituutiosijoittajien suuri koko ja likviditeettitarpeet tulevat huomioiduksi. Tähän likviditeettiaspektiin meillä ei ole vielä vastausta, mutta on olemassa hyvät mahdollisuudet sille, että jälkimarkkinalikviditeetti muodostuu hyväksi. Ensinnäkin markkinoille emittoitavat määrät tulevat olemaan suuria. Tarkkaan ottaen tämä tulee riippumaan jäsenvaltioiden halusta nostaa myös lainaosuuksiaan, mutta joka tapauksessa EU tulemaan olemaan suurimpia[2] toimijoita Euroopan joukkovelkakirjamarkkinalla seuraavien vuosien aikana. Toiseksi EU:n joukkovelkakirjojen likviditeettiä tulevat tukemaan ns. päämarkkinatakaajat (primary dealers), eli pankit, jotka sitoutuvat ostamaan ja myymään suuria määriä joukkovelkakirjoja jälkimarkkinoilla. Kolmanneksi EU tulee emittoimaan säännöllisesti lyhyistä alle vuoden mittaisista velkasitoumuksista aina 30:n vuoden mittaisiin joukkovelkakirjoihin. Tämä varmistaa toisaalta riittävän ja säännöllisen tarjonnan ja toisaalta sen, että tuottokäyrä tulee olemaan jatkuva ja tasainen, jolloin joukkovelkakirjojen hinnanmääritys ja tuotto-odotuksen laskeminen on helppoa eri maturiteeteille. Neljänneksi johtuen AAA luottoluokituksesta EU:n joukkovelkakirjat tulevat olemaan vakuusominaisuuksiltaan parasta luokkaa, jolloin niitä vastaan on helppo lainata lyhytaikaista rahaa sekä suoraan EKP:sta että pankkien välisiltä ns. repo eli repurchase agreement -markkinoilta.

NGEU-ohjelman ja siten EU:n tulevan varainhankinnan yksi erityispiirre on varojen melko tarkka korvamerkitseminen tiettyihin

[1] Credit opinion: European Union – Aaa Stable, Moody’s Investor Service 3/2021

[2] Viidenneksi suurin ulkona olevien joukkovelkakirjojen määrällä mitattuna ja neljänneksi suurin vuonna 2022 emittoitavien joukkovelkakirjojen määrällä mitattuna

projekteihin. Nämä projektit ovat pääsääntöisesti investointiprojekteja EU:n maiden ja talouksien digitalisoimisen vauhdittamiseksi ja ilmastonmuutoksen torjumiseksi. Täten monet ohjelman joukkovelkakirjat tulevat saamaan ns. green labelin, mikä laajentaa huomattavasti sijoittajakuntaa institutionaalisten sijoittajien huomioidessa yhä enemmän ns. ESG-kriteerejä ja ilmastonmuutosta sijoitussalkun rakentamisessa.

Euroopan valtionlainamarkkinoilla Saksa on perinteisesti ollut se, jonka korot eli velanottokustannukset ovat alimmat, ja johon muita valtioita verrataan. Tämä johtuu tietenkin siitä, että Saksa saa kaikilta luottoluokittajilta parhaan AAA luokituksen. Tämän lisäksi Saksa täyttää parhaiten edellisessä kappaleessa kuvatun likviditeettivaatimuksen; itse asiassa Saksan joukkovelkakirjoille on olemassa myös aktiivinen johdannaismarkkina peräti neljälle maturiteetille (2v,5v,10v ja 30v), mikä parantaa likviditeettiä entisestään. EU puolestaan saa kolmelta suurelta luottoluokittajalta (Moody's, Fitch ja DBRS Morningstar) parhaan AAA luokituksen, mutta S&P ei tätä parasta luokitusta anna, joten tässä mielessä EU on lievästi heikompi kuin Saksa. Toisaalta toinen suuri euromaa Ranska ei saa miltään luottoluokittajalta parasta luokitusta eli tässä mielessä EU:n korot asettunevat jonnekin Saksan ja Ranskan, väliin, joiden korkoero 10v maturiteetissa on tyypillisesti ollut n. 0,3%. Tärkeä kysymys ja korkoeron määrittäjä tulee olemaan se, mielletäänkö EU aidosti valtionlainasijoitukseksi, vai ajatellaanko sen olevan saman tyyppinen, alhaisen luottoriskin mutta valtiolainoja heikomman likviditeetin ns. supranational-sijoitus kuin esim. Euroopan Investointipankin joukkovelkakirjat.

EU:lla on siis ollut jo aiemminkin yhteistä velanottoa unionin eri instituutioiden kuten EIB:n, ESM:n tai EBRD:n[3] kautta. Näistä suparanational-toimijoista NGEU – ohjelma erottuu kuitenkin velanoton määrän ollessa ainutkertainen, ja velanoton strategian muistuttaessa päämarkkinatakaajaverkostoineen ja huutokauppoineen enemmänkin valtion kuin supranational-toimijoiden velanottoa. Tästä syystä on mahdollista, että markkinat tulevat aikaa myöden kohtelemaan näitä joukkovelkakirjoja valtiolainojen kaltaisina ja täten vertamaan niitä enemmänkin esim. Saksan ja Ranskan valtionlainoihin kuin em. supranationaleihin varsinkin, jos NGEU – ohjelma ei tule olemaan puhtaasti ainutkertainen, vaan pysyvämpi osa EU:n talouspoliittista työkalupakkia.

[3] EIB = European Investment Bank, ESM = European Stability Mechanism, ERBD = European Bank for Reconstruction and Development

Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen

Mikko Mursula
sijoitusjohtaja