BLOGI

Miten luoda turvalliset velkakirjat Eurooppaan ilman yhteisvastuuta?

30.1.2018 – Rahoitusvakaus

KIRJOITTAJA
Paavo Miettinen

Finanssikriisin jälkeen on esitetty eri vaihtoehtoja euroalueen yhteiseksi valtionlainaksi. Monessa ehdotuksessa valtiot vastaavat velan takaisinmaksusta yhteisesti, jolloin yksi valtio voisi joutua vastaamaan toisen valtion ottamista veloista. Tämä ajatus ei ole saanut laajaa kannatusta jäsenvaltioissa. Euroopan järjestelmäriskikomitean (European Systemic Risk Board, ESRB) asettaman korkean tason työryhmän arvioima malli ns. turvallisista velkakirjoista sen sijaan ei sisällä yhteisvastuuta.[1]

Euroopasta puuttuu koko alueen kattava ja turvallinen sijoituskohde, joka tarjoaisi luotettavan takaisinmaksun yksittäisen valtion taloustilanteesta riippumatta sekä likvidit jälkimarkkinat. Turvallinen koko alueen kattava sijoituskohde voisi tukea rahoitusjärjestelmän vakautta ja toimivuutta Euroopassa. Koko alueen laajuinen turvallinen velkakirja voisi niin ikään lieventää finanssikriisin aikana ongelmalliseksi osoittautunutta pankkien ja kotimaan valtion välistä kytköstä.

Globaalin finanssikriisin aikana pankkien likviditeettitarpeiden korostuttua eurooppalaiset pankit lisäsivät entisestään kotimaan valtionlainasijoituksiaan. Osassa maista pankit olivat ajautuneet ongelmiin asuntomarkkinoiden ylilyöntien ja kriisin puhkeamisen myötä. Yleisesti heikko talouskehitys sitoi pankit ja kotivaltioiden tilanteen tiiviisti yhteen, jolloin pankkien suuret valtionlainaomistukset kärjistivät tilannetta. Valtion ja pankkien välinen kohtalonyhteys voisi heikentyä, jos pankit hajauttaisivat valtionlainaomistuksiaan eurooppalaiseen turvalliseen velkakirjaan, joka olisi vähemmän riippuvainen pankin kotimaan valtiontalouden tilanteesta.

Muiden suurien valuutta-alueiden valtionlainat mielletään usein turvallisiksi sijoituskohteiksi. Valtionlainat toimivat viitteenä muiden arvopaperien hinnoittelussa sekä vakuutena mm. keskuspankin operaatioissa. Tämä edesauttaa rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja lisää kyseisen valuutan kiinnostavuutta reservivaluuttana.[2] Euroopassa kuitenkin kukin valtio laskee liikkeeseen omat

1. Työryhmän arviossa käsitellään versiota alun perin Brunnermeierin et. al. (2011) artikkelin ehdotuksesta. Ks. myös Brunnermeier et. al. (2016) ja (2017).
2. Reservivaluuttoja pidetään merkittävissä määrin osana eri valtioiden valuuttavarantoja, ja niitä käytetään

viitelainansa, eikä suuren valuutta-alueen yhteiseen velkakirjaan liittyviä etuja siten hyödynnetä.

ESRB:n työryhmän arvioima malli perustuu valtionlainojen arvopaperistamiseen, jossa ennalta valitusta joukosta valtionlainoja muodostetaan niiden kassavirtoihin oikeuttavat kolme toisistaan poikkeavaa velkainstrumenttia – Sovereign Bond Backed Security (SBBS) (kuvio).[3] Erot SBBS-lainojen välillä tulevat esiin, jos yksi tai useampi valtioista joutuisi velkajärjestelyyn.[4] Valtion velkajärjestelystä koituvat tappiot tulisivat ensisijaisesti heikoimman etuoikeuslainan omistajille (junior). Kun heikoimman etuoikeuslainan arvo on nollattu velkajärjestelyn seurauksena, tappiot alkavat koitua toiseksi heikoimman etuoikeuden lainan omistajille (mezzanine). Ns. senior-lainan omistajat joutuvat kantamaan tappioita viimeisimpänä. Senior-laina edustaa Euroopan turvallista lainaa, koska sen tappioita puskuroivat alemman etuoikeuden lainat. Normaalitilanteessa SBBS-lainojen kuponkimaksut ja erääntymiset maksetaan ennakkoon sovitun mukaisesti. Korkeamman riskin (junior) lainalta vaadittaisiin markkinoilla korkeampaa tuottoa kuin matalamman riskin (senior) lainalta.

---

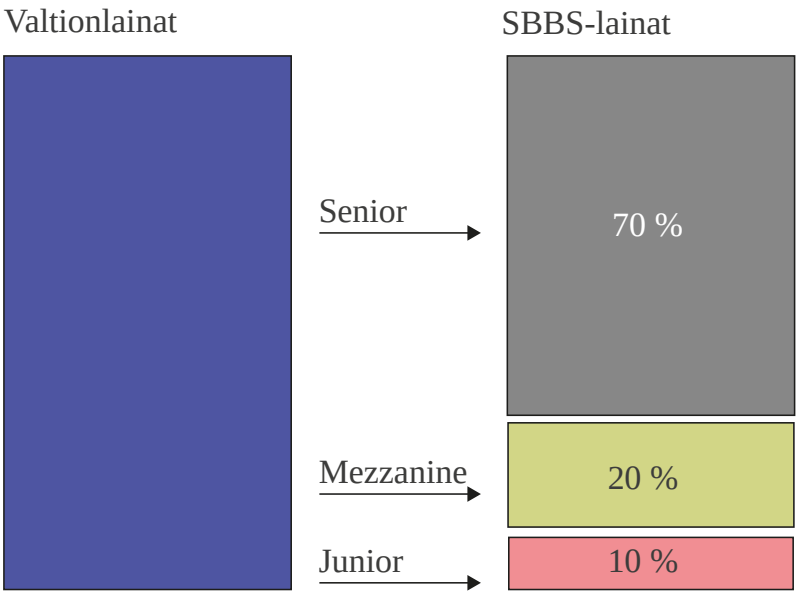
yleisesti kansainvälisissä transaktioissa. Muun muassa USA:n dollarin reservivaluutta-aseman on arvioitu tuovan säästöjä valtion velanhoitokustannuksiin.

3. Työryhmän arviossa käsitellään syitä eri SBBS-lainojen osuuksille sekä vertaillaan lainojen riskillisyyttä muihin arvopapereihin. Senior-lainan riski olisi verrannollinen euroalueen matalariskisiin valtionlainoihin.

4. (Valtion) velkajärjestelyssä lainan nykyarvo pienenee, joko nimellisarvoa leikkaamalla ja/tai maturiteettia pidentämällä.

Kuvio

Valtionlainojen arvopaperistaminen SBBS-lainoiksi



Lähde: Suomen Pankki.

25.1.2018
eurojatalous.fi

Työryhmä arvioi, että SBBS-lainamarkkinat voisivat kehittyä vähitellen muutamien edellytysten täyttyessä. Yksi edellytys koskee sääntelymuutoksia, jotka olisivat tarpeen ennen SBBS-lainojen liikkeeseenlaskua. SBBS-lainoja kohdellaan nykyisessä sääntelyssä tiukemmin kuin niiden perustana olevaa valtionlainasalkkua.[5] Tämä johtuu muun muassa globaalin finanssikriisin kokemuksista ja siitä, että arvopaperistamisen kohteena on usein ollut esimerkiksi asuntolainoja, jotka poikkeavat merkittävästi valtionlainoista. Sääntelymuutokset toisivat SBBS-lainat samalle viivalle valtionlainojen kanssa ja lisäisivät niiden kysyntää. Pankkien ja vakuutusyhtiöiden olisi mahdollista pitää hallussaan valtionlainojen lisäksi (tai sijasta) ainakin turvallisimpia SBBS-lainoja. Pankkien valtionlainasijoitusten hajauttaminen aiempaa paremmin puolestaan vähentäisi pankkien ja niiden kotivaltioiden välistä kytköstä.

Sääntelymuutosten jälkeenkin ehdotuksen menestyksen mittatikkuna on markkinoiden suhtautuminen uusiin velkakirjoihin. SBBS-lainojen liikkeeseenlasku edellyttää riittävää kysyntää kaikille kolmelle (junior, mezzanine, senior) SBBS-lainalle. Toisaalta SBBS-

5. Esimerkiksi pankkien sijoitukset SBBS-lainoihin sitovat enemmän omaa pääomaa kuin suorat sijoitukset vastaaviin valtionlainoihin.

lainojen tarkoitus ei ole korvata valtionlainoja kokonaan. SBBS-lainat rakentuvat toimivien ja likvidien valtionlainamarkkinoiden varaan, minkä vuoksi työryhmä arvioi markkinan koon kasvavan vähitellen.

Työryhmän arvio on osa Euroopan talous- ja rahaliiton syventämiseen liittyvää keskustelua ja pyrkii osaltaan kohti vakaampaa Euroopan rahoitusjärjestelmää. Keskustelussa on esiintynyt eri näkemyksiä valtionlainojen kohtelusta pankkien pääomavaatimuksissa.[6] Valtionlainojen pääomavaatimusten muuttaminen riskiä nykyistä enemmän huomioivaksi todennäköisesti kasvattaisi työryhmän arvioimien Euroopan-laajuisten lainojen kysyntää. Velkajärjestelyn mahdollisuus huomioidaan erikseen ja se määrittää olennaisesti eri SBBS-lainojen riskillisyyttä. Työryhmän arvioima ehdotus pyrkii vähentämään pankkien ja valtion ongelmallista kytkentää, mihin tähtää myös pankkiunionista vielä puuttuva yhteinen talletussuojajärjestelmä.[7]

Työryhmän arviossa on teknisiä yksityiskohtia, joita on syytä vielä tarkastella huolellisesti. Näihin kohtiin kaivataankin näkemyksiä muilta viranomaisilta, luottoluokittajilta, sijoittajilta ja muilta markkinaosapuolilta.

Lähteet:

Brunnermeier, M.K., Garicano, L., Lane, P., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S. and Vayanos, D. (2011), ”European Safe Bonds (Senior SBBS)”, The Euro-nomics Group.

Brunnermeier, M.K., Garicano, L., Lane, P., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S. and Vayanos, D. (2016), ”The sovereign-bank diabolic loop and Senior SBBS”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 106, issue 5, s. 508–512.

Brunnermeier, M.K., Langfield, S., Pagano, M., Reis, R., Van Nieuwerburgh, S. and Vayanos, D. (2017), ”Senior SBBS: Safety in the tranches”, *Economic Policy,* vol. 32, issue 90, s. 175–219.

Véron, N. (2017), ”Sovereign Concentration Charges: A New Regime for Banks’ Sovereign Exposures”, ks. http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/602111/IPOL_STU(2017)602111_EN.pdf.

Avainsanat

velkajärjestely, arvopaperistaminen, valtionlainat

6. Pankkien on pidettävä omia varoja tietty vähimmäismäärä, joka riippuu mm. pankin omistamien arvopaperien ja muiden saamisten luottoriskeistä. Tässä lähestymistavassa valtionlainoja kohdellaan usein riskittöminä. Keskustelua asiaan liittyen käydään muun muassa Véronin (2017) artikkelissa.
7. Valtioiden hallittua velkajärjestelyä on käsitelty Hanna Freystätterin blogissa.