



SENIOR-LAINAT | TAMMIKUU 2024

Eurooppalaisilla Senior-lainoilla korkein tuotto sitten 2009 ja näkymät edelleen suotuisat

TIIVISTELMÄ

Viime vuoden artikkelissa, jossa myös esittelimme omaisuusluokan, annoimme erittäin optimistisen näkemyksen eurooppalaisten senior-lainojen tuotto-odotuksista vuodelle 2023 ja siitä eteenpäin perustuen skenaario-analyysiimme sekä vuoden 2022 lopun markkinahintaan ja tuottotasoon (YTM⁽¹⁾). Tänä vuonna käsittelemme vuoden 2023 suurimpia markkinateemoja ja -tapahtumia sekä tarkastelemme näkymiä vuodelle 2024.

Kuten odotimme, vuosi 2023 osoittautui erinomaiseksi eurooppalaisille senior-lainoille, joiden 13,5 %:n (ELLI⁽²⁾) vuosituotto oli korkein sitten vuoden 2009. Tämä oli seurausta 8 %:n kuponkituotosta viitekorkojen ollessa korkeimmillaan sitten vuoden 2008, sekä 5 %:n hinnannoususta vuoden 2023 alusta, jolloin hinnoissa näkyi korkotason nousuun, talousnäkyymiin ja luottotapahtumien riskiin liittyvä epävarmuus. Luottoriski-preemiot pysyivät korkeampina kuin ennen vuotta 2022, mutta kiristyivät lopulta noin 100 korkopistettä muun velkamarkkinan vanavedessä. Huolimatta jälkimarkkinahintojen noususta vuositasolla, muutamat pienemmät korjausliikkeet vuoden aikana tarjosivat ketterille sijoittajille hyviä ostopaikkoja maaliskuussa, kesäkuussa ja syys-lokakuussa.

Vuosi oli suotuisa myös eurooppalaisilla joukkovelkakirjalainamarkkinoilla. Senior-lainat tuottivat kuitenkin high yield -joukkovelkakirjalainoja ("HY-bondit") paremmin kolmatta vuotta peräkkäin, vaikka bondien hinnoissa nähtiin huomattava nousu marras-joulukuussa nopean korkotason laskun ja riskipreemioiden kiristymisen seurauksena. Kolmen ja kymmenen vuoden ajanjaksoilla senior-lainojen tuotto ylittää nyt HY-bondit 12,7 ja 8,9 prosenttiyksiköllä.

Uusemissiomarkkinoita leimasi uusien yritysostojen ("LBO") ja niihin liittyvien lainarahoitusten vähäinen tarjonta, mutta toisaalta aktiviteettia piristi olennaisesti runsas määrä nykyisen lainakannan uudelleenrahoituksia ja maturiteetin pidentämissä. Palkkion lisäksi nämä transaktiot tarjosivat sijoittajille tilaisuuden nostaa lainamarginaali nykyiselle markkinatasolle sekä mahdollisuuden sijoittaa uusiin yhtiöihin ja liikkeeseenlaskijoille toisaalta mahdollisuuden pienentää riskiä tulevien maturiteettien uudelleenrahoituksesta. Lisäksi näimme pääomasijoittajilta aiempaa aktiivisempaa oman pääoman käyttöä näiden transaktioiden mahdollistamiseksi ja nettovelan alentamiseksi.

Odotus senior-lainojen ja HY-bondien luottotapahtuma-asteen kasvusta oli merkittävä teema ennen vuotta 2023, ja pankit sekä luottoluokittajat ennustivat sen nousevan noin 3-5 %:iin. Vaikka senior-lainojen luottotapahtuma-aste nousikin vuodesta 2022 prosenttiyksiköllä 1,6 %:iin, niin se on toistaiseksi huomattavasti alle pessimististen odotusten. Luottoluokitusmuutokset (laskut ja nostot) pysyivät myös suhteellisen tasapainoisina yleinen makroympäristö huomioiden, mikä viittaa yhtiöiden taloudellisen tilanteen jatkuvan edelleen suhteellisen vakaana.

Eteenpäin katsottaessa Euroopan senior-lainamarkkina näyttää mielestämme edelleen houkuttelevalta. Vahvan kuponkituoton tukema tuottotaso 9,1 % (7,5 % kun huomioidaan Euriborin markkinaodotukset) ylittää selvästi historiallisen keskiarvon sekä HY-bondien tuottotason, vaikka otetaan huomioon EKP:n koronlaskujen alkaminen vuonna 2024 (pois lukien syvän taantumän skenaario). Ennustettua vahvemmassa talouskehityksestä huolimatta sijoittajilla on edelleen syytä pysyä varovaisina, mutta kuten totesimme viime vuonna; korkea tuottotaso, parhaiden sijoituskohteiden valinta ja vakuudelliset parhaan etuoikeusaseman lainat tarjoavat runsaasti puskuria luottotapahtumia vastaan. Samaan aikaan mahdollinen markkinoiden volatilitteetti voi tarjota entistä parempia tilaisuuksia jälkimarkkinoilla.

1) Tuottotaso = YTM (Yield to maturity)

2) Morningstar European Leveraged Loan Index

KERTAUS EDELLISVUODEN ARTIKKELISTA: EUROOPPALAISET SENIOR-LAINAT

1. Mitä ovat senior-lainat ("leveraged loans")?

Senior-laina on velkainstrumentti, jonka on laskenut liikkeelle high yield -luottoluokitettu yhtiö, sen on järjestänyt ryhmä pankkeja ja syndikaatti muodostuu siihen kutsutuista institutionaalisista sijoittajista.

- Käytetään tyypillisesti pääomasijoitusrahastojen kohdeyritysten ostamisen ja niiden kehittämisen rahoittamiseen
- Yleensä parhaalla etuoikeusasemalla ("1st lien") liikkeeseenlaskijan antamaan vakuuteen, mikä suojaa sijoittajia tappioilta
- Vaihtuvakorkoisia ja tavallisesti 0 %:n viitekorkolattialla
- Ei-listattuja instrumentteja, mutta jälkimarkkina-likviditeetti pankkien kautta (laajasti syndikoidut lainat)
- Maturiteetti 5-7 vuotta, takaisinmaksu keskimäärin aiemmin

Suuri institutionaalinen markkina

Eurooppalainen institutionaalinen senior-lainamarkkina on kehittynyt 2000-luvun alussa ja kasvanut voimakkaasti 2010-luvulla suosittuna pääomasijoitusrahastojen yritysostojen ("LBO") rahoittamisen välineenä.

Laajasti syndikoidulla markkinalla (ELLI) on yli 300 liikkeeseenlaskijaa, joiden yhteenlaskettu lainojen määrä on noin 280 mrd. € (nimellisarvo). Markkinan koko pysyi vakaana jopa vuosina 2022-2023, vaikka uusien LBO-rahoitusten määrä oli vähäinen.

Likvidiä syndikoitua markkinaa täydentävät pienemät syndikaatit eli niin sanotut klubirahoitukset.

Houkuttelevat ominaispiirteet

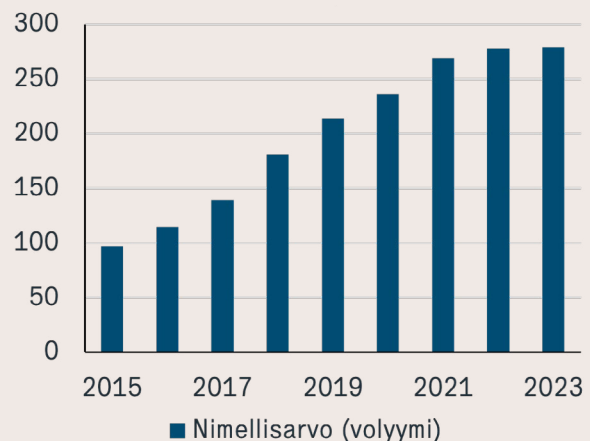
Senior-lainat parantavat credit-salkun laatua viidestä keskeisestä syystä.

Laajasti syndikoidussa senior-lainaindeksissä (ELLI) 99 % lainoista on "1st lien" vakuudellisia, mikä tarkoittaa korkeinta etuoikeusasemaa muihin velkoihin nähden mahdollisissa luottotapahtumissa. Senior-lainojen keskimääräinen historiallinen luottotapahtumien palautusaste on noin 70 %.

Senior-lainojen matalan modifioidun duraation (noin 0.3) vuoksi niihin sisältyvä korkoriski on rajattu, mikä johti merkittävästi joukkovelkakirjalainoja parempaan tuottoon vuonna 2022.

2. Markkinan koko (2015-2023)

Laajasti syndikoidut eurooppalaiset senior-lainat, mrd. €



Senior-lainojen liikkeeseenlaskijat ovat yleensä suuria, hajautuneita, hyvää tulosta tekeviä ja pääomasijoittajien omistamia yhtiöitä.

Sijoittajat hyötyvät myös siitä, että syndikoinnissa on käytössä enemmän aikaa ja materiaalia kuin julkisella bondi-markkinalla, mikä mahdollistaa perusteellisen luottoanalyysin. Lisäksi senior-lainojen hinnat ovat vakaampia bondeihin verrattuna (mm. koska markkinoilla on vähemmän vähittäissijoittajille suunnattuja rahastoja), vaikka lainat ovat aiempaa likvidimpiä jälkimarkkinoilla.

Lue lisää senior-lainamarkkinasta ja niiden ominaisuuksista vuonna 2023 julkaistusta [artikkelistamme](#)⁽¹⁾.

1) https://www.mandatumam.com/49075f/globalassets/mam/pdf/mam_leveraged-loans_fi_2023.pdf
Lähde: PitchBook Data Inc., Moody's

KATSAUS VUOTEEN 2023

Paras tuotto sitten vuoden 2009

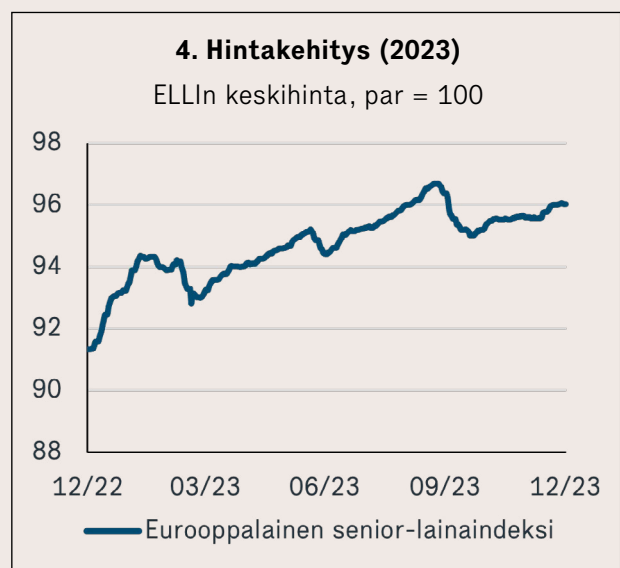
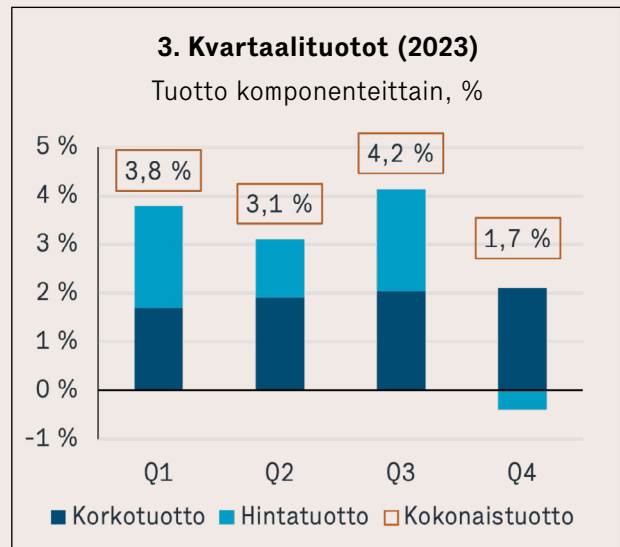
Yleisesti korkosijoituksille epäsuotuisan vuoden 2022 jälkeen ELLI aloitti vuoden 2023 keskihinnalla 91,3, tuottotasolla 8,6 % (kolmen kuukauden Euriborin ollessa 2,1 %) ja edellisten 12 kuukauden luottotapahtuma-asteella 0,4 %. Luottoriskipreemio oli 618 korkopistettä markkinoiden hinnoittelussa merkittävää epävarmuutta ja riskiä luottotappiosta.

Vuotta myöhemmin - vuoden 2023 lopulla - ELLI oli noussut keskihintaan 96,0 (vuodessa 5 %:n hinnannousu) ja päätynt 9,1 %:n tuottotasoon (kolmen kuukauden Euriborin ollessa 3,9 %), 502 korkopisteen luottoriskipreemioon sekä 1,6 %:n 12 kuukauden luottotapahtuma-asteeseen. Tämä kehitys johti 13,5 %:n tuottoon vuonna 2023, joka oli paras sitten vuoden 2009, jolloin markkina toipui finanssikriisistä.

Vaihtuvakorkoisten lainojen kuponkituotto päätyi 8 %:n tasolle, mitä edesauttoi korkeimmat viitekorot sitten vuoden 2008. Suurin osa (noin 60 %) vuoden 2023 kokonaistuotosta muodostui noin 2 %:n kuponkituotoista per vuosineljännes (kuva 3).

Suotuisan markkinakehityksen myötä lainahinnat nousivat keskimäärin 1,8 % kolmella ensimmäisellä vuosineljänneksellä, mitä seurasi pieni lasku lokajoulukuussa. Vuositasolla tarkasteltuna hintakehitys oli melko vakaata huolimatta maaliskuun pankkikriisistä Yhdysvalloissa (ELLI -1,5 %), pienemmästä korjausliikkeestä kesäkuussa (-0,8 %) ja laajemmasta syys-lokakuussa (-1,7 %). Nämä pienet korjausliikkeet olivat tarpeellisia hengähdystaukoja jälkimarkkinoille, joiden vahvaa kysyntää tukivat CLO-uusemissiot¹⁾ uusien lainojen tarjonnan ollessa rajatumpaa. Ne tarjosivat myös hyviä ostopaikkoja sijoittajille alemmilla hinnoilla kysynnän ja tarjonnan ollessa paremmin tasapainossa.

Vaikka luottoriskipreemiot kiristyivät viime vuodesta noin 100 korkopistettä, ne pysyivät vuotta 2022 edeltävää aikaa korkeammalla tasolla mikä yhdessä korkeampien viitekorkojen kanssa mahdollisesti poikkeuksellisen korkeat, noin 9 prosentin tuottotasot. Luottoriskipreemiot hinnoittelevat edelleen epävarmuutta ja korkeampaa luottotapahtuma-astetta, mutta ei välttämättä enää syvää taantumaa.

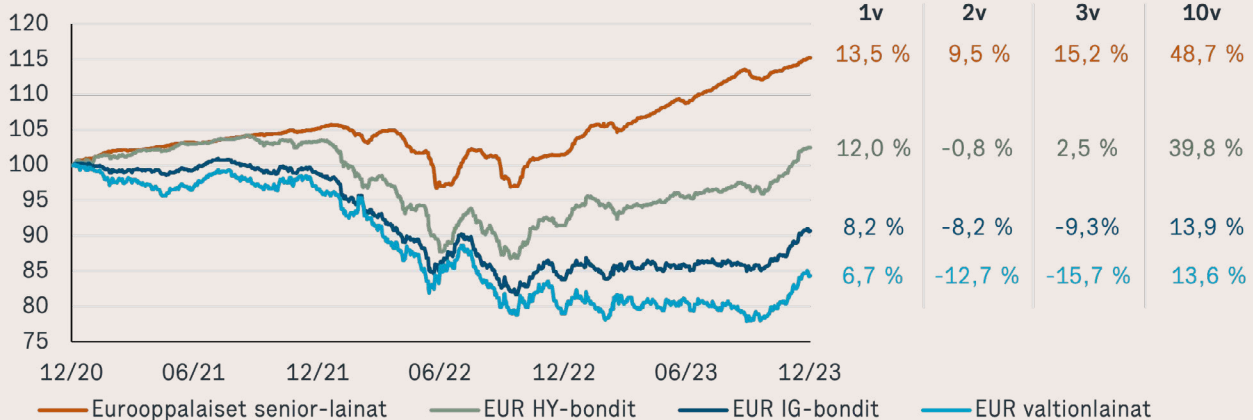


1) Collateralized Loan Obligation
Lähde: PitchBook Data Inc.; Bloomberg; ICE BofA

6. Eurooppalaiset senior-lainat vs. HY-bondit, IG-bondit ja valtionlainat (2021-2023)

Indeksien kokonaistuotto, %, indeksoitu 31.12.2020 = 100

kokonaistuotto per 12/2023



Ylituotto bondeihin verrattuna jatkui

2023 oli vahva vuosi myös laajemmin eurooppalaisilla korkosijoituksilla (kuva 6). Suurimman osan vuodesta, lainojen hyötyessä kohoavista viitekorroista ja pitkien korkojen ollessa nousussa, näytti siltä, että bondien tuotoksi jää karkeasti vain kiinteä kuponkituotto. Loppuvuonna bondien hinnat nousivat kuitenkin terävästi korkotason laskun ja luottoriskipremioiden tiukentumisen seurauksena. Tästä huolimatta eurooppalaisten senior-lainojen vuosituotto oli korkeampi kuin HY-bondeilla - kolmatta vuotta peräkkäin.

Kolmen vuoden ajanjaksolla senior-lainat ovat nyt tuottaneet 12,7 prosenttiyksikköä enemmän kuin HY-bondit sekä 24,5 ja 30,9 prosenttiyksikköä enemmän kuin investment grade ("IG") -bondit ja valtionlainat, pääasiassa alhaisesta duraatiosta ja korkeammista kuponkituotoista johtuen. 10 vuoden ajanjaksolla senior-lainat ovat tuottaneet noin 9 prosenttiyksikköä HY-bondeja enemmän.

Uudet LBO-rahoitukset edelleen vähäisiä, 2023 oli uudelleenrahoitusten vuosi

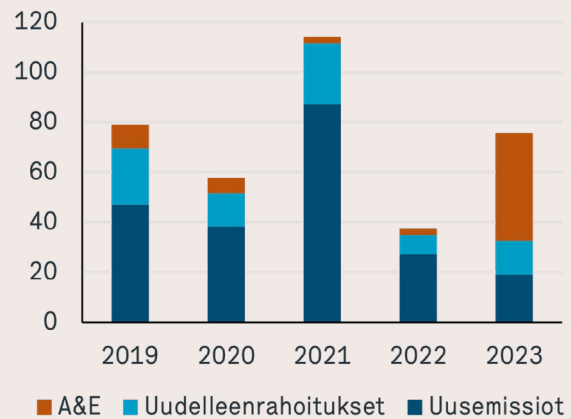
Uusemissioiden kokonaismäärä tippui 30 % vuodesta 2022 vain 19 miljardiin euroon, mikä on 80 % vähemmän kuin vuonna 2021. Merkittävin syy laskuun oli pääomasijoitusrahastojen uusien yritystosten ("LBO") vähäisyys, ja toteutetut uusemissiot koostuivat enimmäkseen vanhoihin lainoihin tehdyistä lisärahoituksista.

Syndikoitujen lainojen ja bondien ohella myös private debt –järjestelyt⁽²⁾ kilpailivat vähäisistä LBO-rahoituksista (tarjoten pienempää pääomamarkkinariskiä mutta korkeammalla hinnalla). On kuitenkin ajan kysymys, milloin pääomasijoittajien hintaodotukset jälleen kohtaavat ja aktiiviteetti alkaa vilkastua. Huolimatta pienestä uusemissio-volyymista lainamarkkinan koko kuitenkin kasvoi vuonna 2023 (0,3 %) toisin kuin HY-bondi -markkina, joka supistui toista vuotta peräkkäin.

Puhtaiden uusemissioiden volyymin lasku viittaa vielä alhaisempaan aktiiviteettiin kuin 2022, mutta se ei ota huomioon merkittävää määrää uudelleenrahoituksista ja maturiteetin pidentämisiä ("A&E"⁽³⁾), jotka muodostivat hallitsevan teeman vuodelle 2023 (kuva 7).

7. Vuosittaiset uusemissiot (2019-2023)⁽¹⁾

Nimellisarvo, mrd. €



1) Sisältää laajasti syndikoitujen eurooppalaisten senior-lainojen uusemissiot

2) Private Debt = managereiden suoraan järjestämät lainat (vrt. pankkien järjestämät ja syndikoimat senior-lainat)

3) A&E = Amend & Extend eli transaktio, jossa lainanantajat suostuvat maturiteetin pidentämiseen parempia lainaehjoja vastaan

Lähde: PitchBook Data Inc.; Bloomberg; ICE BofA

A&E-transaktiot olivat tervetulleita ja hyödyttävät molempia osapuolia: I) lainantajat saavat transaktiopalkkion sekä voivat hinnoitella marginaalin leveämmälle vastaamaan nykyistä markkinatasoa ja II) liikkeeseenlaskijat voivat pienentää uudelleenrahoitusriskiä pidentämällä maturiteettia 2–4 vuodella. Useissa tapauksissa pääomasijoittajat käyttivät myös omaa pääomaa transaktion mahdollistamiseksi ja nettovelan vähentämiseksi laskien luottoriskiä lainantajien näkökulmasta. Transaktiot mahdollistavat myös position koon pienentämisen tai kasvattamisen sekä kokonaan uusiin yhtiöihin sijoittamisen.

Uusemissioiden hinnoittelu edelleen korkea

Uusemissioiden pienestä määrästä huolimatta ne tarjosivat edelleen erinomaisia sijoitusmahdollisuuksia. 85 %:lla uusista lainoista marginaali oli 400 korkopistettä tai enemmän ja 40 %:lla 500 korkopistettä tai enemmän. Vuosina 2019–2021 nämä osuudet olivat vain noin 50 % ja noin 10 %.

Transaktiopalkkioiden (OID⁽²⁾) keskiarvo oli 2,5 %, eli alle edellisvuoden 4 %:n tason, mutta huomattavasti yli vuosien 2019 ja 2021 keskiarvon (0,5 %). Marginaalin ja OID:n summaava kokonaisriskipremio (pylväinä kuvassa 9) oli keskimäärin 550 korkopistettä, mikä on hieman vähemmän kuin vuonna 2022, mutta yli 100 korkopistettä enemmän kuin vuosien 2019–2021 keskiarvo.

3 kk euriborin oltua keskimäärin 3,4 % vuoden 2023 uusemissioiden tuottotason keskiarvo nousi 8,9 %:iin, mikä on korkein taso yli 10 vuoteen.

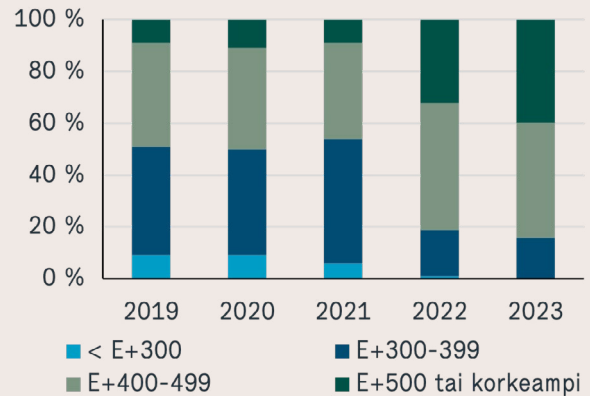
Lähi vuosien maturiteetit pääosin hoidettu

Lainamarkkinat olivat pitkälti koko vuoden avoinna liikkeeseenlaskijoille, jotka halusivat uudelleenrahoittaa tai pidentää lainojensa maturiteettia – korkoympäristöstä ja aiemmin mainituista korjausliikkeistä huolimatta. Liikkeeseenlaskijat käyttivät tämän tilaisuuden hyödyksi sen sijaan, että olisivat jääneet odottamaan suotuisampia markkinaolosuhteita.

Merkittävän A&E-transaktiovolyymien seurauksena ELL:ssä on enää 13 miljardin euron edestä lainoja (4,7 % indeksistä), joiden eräpäivä on 2024 tai 2025. Näin ollen eurooppalaisen senior-lainamarkkinan lyhyen ja keskipitkän aikavälin maturiteeteista johtuva uudelleenrahoitusriski on jo enimmäkseen hoidettu.

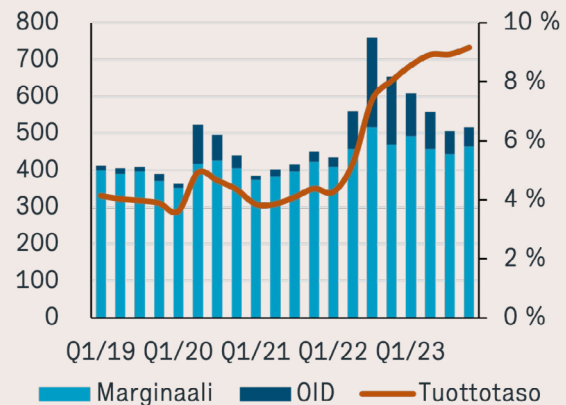
8. Marginaalit (2019–2023)⁽¹⁾

1st lien senior-lainojen marginaalijakauma, %



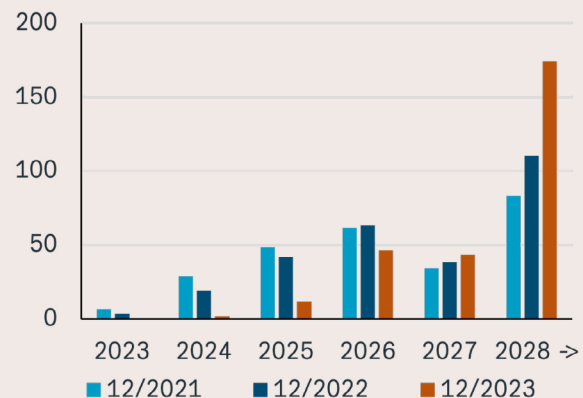
9. Riskipremio ja tuottotaso (2019–2023)⁽¹⁾

Marginaali+OID, korkopistettä Tuottotaso, %



10. Maturiteettiprofiili (2021–2023)

Lainamaturiteetit (ELLI) vuoden lopulla, mrd. €



1) Sisältää laajasti syndikoitujen eurooppalaisten senior-lainojen uusemissiot
2) Original Issue Discount eli kertaluonteinen transaktiopalkkio uusemissioiden yhteydessä
Lähde: PitchBook Data Inc.

Luottotapahtumat lisääntyivät pelättyä vähemmän

Eurooppalaisilla senior-lainoilla oli erittäin alhainen luottotapahtuma-aste (0,4 %) vuoteen 2023 lähdeettäessä. Luottotapahtumat olivat säilyneet matalalla tasolla vuodesta 2018 asti pois lukien pandemiavuosi 2020 (2,6%), ja pankit sekä luottoluokittajat odottivat sen kasvavan merkittävästi vuonna 2023 (noin 3-5 %:iin). Senior-lainojen luottotapahtuma-aste nousikin prosenttiyksiköllä 1,6 %:iin, mutta jäi huomattavasti alle pahimpien skenaarioiden.

Ennusteita parempi lopputulos selittyy osin odotettua paremmalla talouskehityksellä, erityisesti Yhdysvalloissa, mutta taustalla on myös muita omaisuusluokkaan liittyviä tekijöitä.

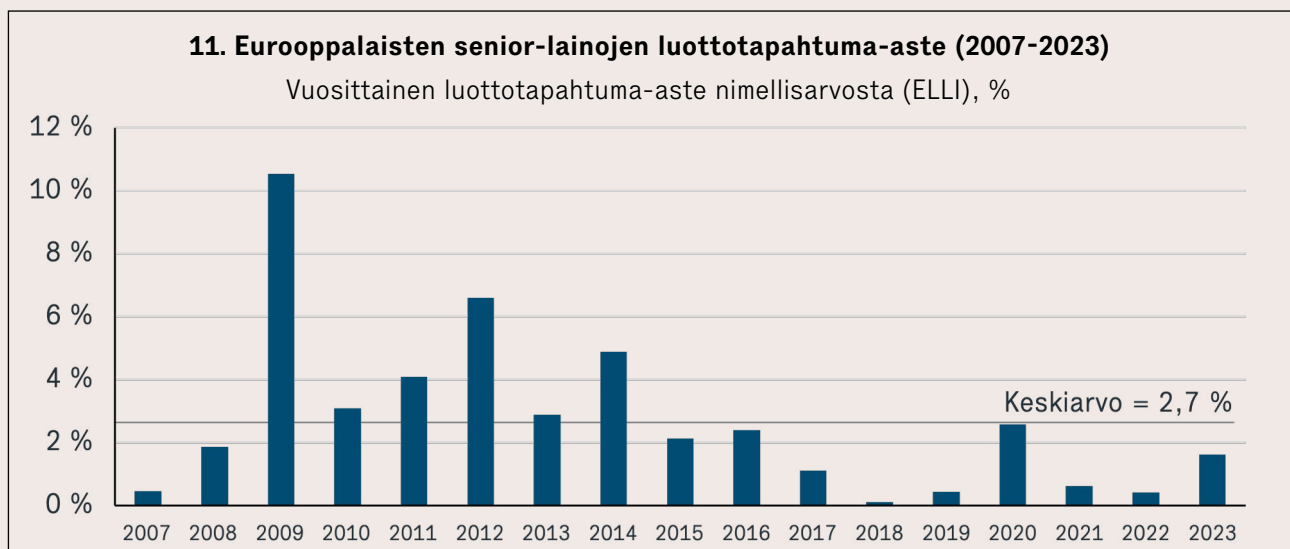
Kuten korostimme viime vuoden artikkelissamme, nykyiset liikkeeseenlaskijat ovat suurempia yhtiöitä kuin vuosina 2005-2007 eli juuri ennen finanssi-kriisiä, jolloin luottotapahtuma-aste oli huipussaan. Lisäksi yhtiöiden velkaisuusasteet ("LTV") ovat pienemmät ja nettovelka suhteessa käyttökatteeseen ("net leverage") on alhaisempi.

Vuoden 2023 (1st lien) senior-lainaemissioissa nettovelkaantuneisuus (4,5x) laski vuosien 2018-2022 keskiarvosta (4,8x) korkeampien lainanhoitokulujen sekä yleisen markkinoiden epävarmuuden seurauksena. Arvostuskertoimien ja sen myötä velkaisuusasteiden (LTV) muutoksista on edelleen rajatusti näyttöä, mutta pidämme sponsoreiden oman pääoman tarjoamaan puskuria edelleen merkittävänä.

Muita syitä matalaan luottotapahtuma-asteeseen ovat I) liikkeeseenlaskijoiden defensiivinen sektorijakauma (monien tulos kasvoi edelleen vuonna 2023), II) johdon tekemät ennakoivat kustannusleikkaukset sekä muuttuvakorkoisten lainojen korkosuojaukset ja III) pääomasijoittajien tavanomaista aktiivisempi oman pääoman käyttö nettovelan ja korkokulujen laskemiseksi sekä maksuvalmiuden ja investointien tukemiseksi.

Taloudesta johtuvien ongelmien lisäksi yleinen oletus oli, että nousseet viitekorot johtavat lainamarkkinalla nopeasti heikompaan kassavirtaan sekä käyttökatteen ja korkokulujen suhteeseen ("ICR"¹⁾). Vaikka oletus pitää paikkansa ja tasot ovat heikentyneet nollakorkoajasta, ne ovat edelleen keskimäärin kohtuulliset (vuoden 2023 uusemissioiden ICR oli 2,9x). Enemminkin tämä merkitsee muutosta siihen, miten yhtiöt käyttävät vapaata kassavirtaa (esim. kasvuinvestointeihin), mutta korostaa myös pääomasijoittajaomistajien aiempaa aktiivisempaa oman pääoman käyttöä tarpeen vaatiessa.

Lopuksi on syytä mainita, että suurin osa liikkeeseenlaskijoiden lainanhoitokulujen kasvusta on jo realisoitunut kohonneiden viitekorokojen myötä. Tuleva korkokustannusten nousu rajoittuu pääosin liikkeeseenlaskijoihin, jotka joutuvat uudelleenrahoittamaan lainansa korkeammalla marginaalilla sekä vaihtelevissa määrin uusimaan korkosuojaansa tulevina vuosina.



1) Interest Coverage Ratio
Lähde: PitchBook Data Inc.

NÄKYMÄT VUODELLE 2024

Riskipreemiot ja tuottotaso edelleen houkuttelevia

Vahvasta vuoden 2023 tuotosta huolimatta euroopalainen senior-lainamarkkina näyttää mielestämme edelleen houkuttelevalta. Markkinan luottoriskipreemio (jota kuvataan myös kuvassa 12 marginaalin ja hinta-alennuksen yhdistelmänä) on edelleen 500 korkopistettä, mikä ylittää vuosien 2019 ja 2021 tason (noin 400 korkopistettä) korkeamman marginaalin ja alhaisemman markkinahinnan ansiosta.

Senior-lainat ja HY-bondit aloittivat vuoden 2023 tuottotasoilla 8,6 ja 7,7 prosenttia ja päättivät sen 9,1 ja 6,5 prosenttiin. Ero lainojen hyväksi kasvoi vielä loppuvuoden markkinaliikkeen aikana, ja vaikka otetaan huomioon markkinoiden Euribor-odotukset (kuva 13), senior-lainojen tuottotaso (7,5 % korjattuna Euribor-odotuksilla) ylittää HY-bondien tuottotason prosenttiyksiköllä.

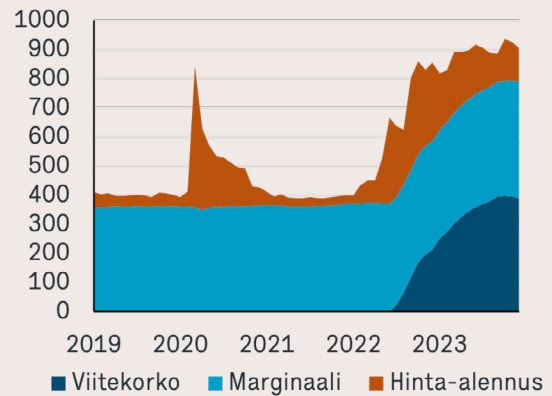
Vaikka odotukset EKP:n toimista vaihtelevat jatkuvasti, on todennäköistä, että koronlaskut alkavat vuonna 2024. Tästä huolimatta näemme edelleen merkittävää arvoa senior-lainojen kuponkituotossa, jonka pitäisi ylittää yli 7 %:iin vuonna 2024 nykyisillä Euribor-odotuksilla (pois lukien syvän taantuman ja vielä suurempien koronlaskujen skenaario). Tätä kuponkituottoa voidaan verrata esimerkiksi vuosiin 2016-2021, jolloin efektiivinen kuponkituotto oli keskimäärin noin 3,8 % Euriborin ollessa negatiivinen.

Päivitimme viime vuoden artikkelissamme esitetyn analyysin ELLIn aiemmista kolmen vuoden eteenpäin katsovista tuotoista (kuva 14). Tuloksissa on vain pieniä muutoksia ja viesti on edelleen sama: senior-lainat ovat aiemmin tarjonneet vahvaa tuottoa kolmen vuoden ajanjaksolle nykyisillä tuottotasoilla sijoitettaessa.

Kun tuottotaso kuukauden lopussa on ollut yli 8 %, sitä seurannut kolmen vuoden mediaanituotto on ollut 24 % (7,6 % vuodessa) ja keskimääräinen tuotto on ollut 28 % (8,6 % vuodessa). Lisäksi jokaista kuukautta, jolloin tuottotaso on ollut yli 8 %, on seurannut positiivinen kolmen vuoden tuotto, ja ainoastaan kolmesti (38:sta) seurannut kolmen vuoden tuotto on ollut alle 10 % (kaikki kerrat vuonna 2007 juuri ennen finanssikriisiä).

12. Jälkimarkkinan tuottotaso (2019-2023)

Tuottotaso komponenteittain (ELLI), korkopistettä



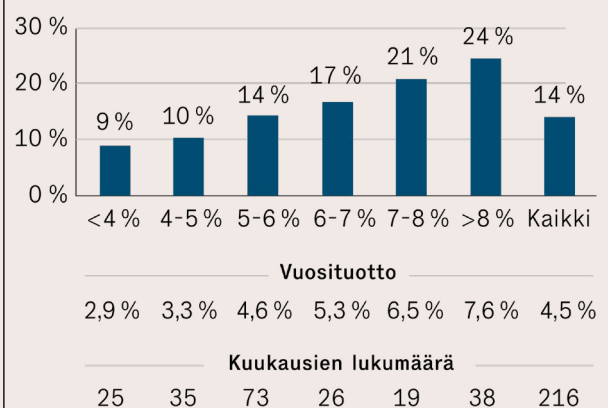
13. Viitekorot (2005-2028)

3kk Euribor, %
(markkinaodotukset per 31.12.2023)



14. Aiemmat 3 vuoden tuotot sijoitus-hetken tuottotason mukaan (2003-2020)

3v mediaanituotto eri tuottotasoilta (ELLI), %



Lähde: PitchBook Data Inc., Bloomberg

Monia syitä pysyä varovaisena

Lainamarkkinan liikkeeseenlaskijoiden luottoluokitusprofiili (kuva 15) ei olennaisesti heikentynyt vuonna 2023: B- tai huonompi -kategoria kasvoi, mutta myös B+ tai parempien osuus lisääntyi, jolloin markkinan painotettu keskiluokitus säilyi 2022 tasolla. Myös luokitusmuutokset pysyivät suhteellisen tasapainoisina vuoden alun markkinaodotukset huomioiden (nostot 10%, laskut 19%).

Vaikka luottotapahtumat eivät lisääntyneet ennustetusti, ja luottoluokitukset säilyivät suhteellisen vakaina, sijoittajien on edelleen syytä pysyä varovaisena heikentyvän talousnäköm, taantumahuolien ja geopoliittisten jännitteiden vuoksi. Myös kassavirtoja heikentävät nousseet korkokustannukset on syytä huomioida.

Mikäli pessimismi valtaa markkinat uudelleen, luottoriskipreemiot tulevat tilapäisesti levenemään ja lainahinnat laskemaan. Hinnoina on kuitenkin tapana nousta nopeasti pakkomyyjien poistuessa markkinoilta, mikä tekee ajoittamisesta vaikeaa. Pitkän aikavälin tuottojen kannalta on tärkeämpää I) millä riskipreemiolla ja tuottotasolla sijoitus alun perin tehdään sekä II) luottotappioihin johtavien luottotapahtumien määrä.

Kuten aiemmin totesimme, monet yhtiöt ovat kuitenkin varautuneet taantumaan leikkaamalla kustannuksia ennakoivasti, säästämällä käteisvaroja sekä pidentämällä lainojen maturiteetteja, minkä lisäksi lainamarkkinan defensiivinen sektori-allokaatio suojaa yhtiöiden tuloksia myös jatkossa. Lisäksi uskomme, että sponsorit jatkavat portfolio-yhtiöidensä tukemista.

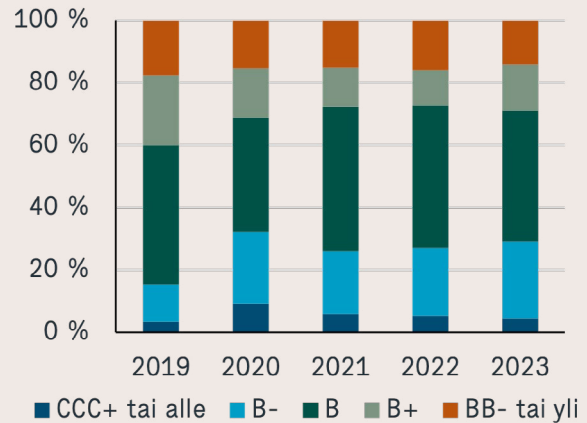
Tuottotaso antaa puskuria

Päivitimme viime vuoden artikkelissa esitetyn skenaarioanalyysin (kuva 16) kolmen vuoden tuotosta salkulle, jonka ominaisuudet kuvastavat eurooppalaista senior-lainaindeksiä (ELLI).

Tulokset osoittavat, että nykyinen hinta ja tuottotaso kompensoivat edelleen jopa erittäin pessimistisiä luottotappioskenaarioita. Markkinan historiallisella luottotapahtuma-asteella (2-3 %) ja palautusasteella (noin 70 %) sijoittajat saisivat 6,7-7,0 prosentin vuotuisen tuoton 2024-2026.

15. Luottoluokitukset (2019-2023)

Osuus kokonaisvolyymista (ELLI), %



16. Kolmen vuoden tuottoskenaario eri luottotapahtuma- ja palautusasteille* (nykyisillä Euriborin markkinaodotuksilla)

Luottotapahtuma-aste (p.a.) 2024-2026

Palautusaste 2024-2026	Luottotapahtuma-aste (p.a.) 2024-2026						
	0,0 %	1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	6,0 %
90 %	7,6 %	7,5 %	7,4 %	7,3 %	7,2 %	7,1 %	6,9 %
80 %	7,6 %	7,4 %	7,2 %	7,0 %	6,8 %	6,5 %	6,3 %
70 %	7,6 %	7,3 %	7,0 %	6,7 %	6,3 %	6,0 %	5,7 %
60 %	7,6 %	7,2 %	6,8 %	6,3 %	5,9 %	5,5 %	5,1 %
50 %	7,6 %	7,1 %	6,6 %	6,0 %	5,5 %	5,0 %	4,5 %

*) Havainnollistava tuotto lainasalkulle, jolla on ELLI-indeksin 12/2023 tilanteen mukainen hinta (96,0), marginaali (399 korkopistettä) ja maturiteetti (4,1 vuotta). Oletetaan par-takaisinmaksu ja lineaarinen hinnannousu kohti maturiteettia pl. luottotappiot. 3kk Euriborin taso markkinaodotuksien mukaan (kuva 13).

Historian korkeimmalla usean vuoden luottotapahtuma-asteella (6 % p.a. sisältäen sekä finanssikriisin että eurokriisin) sekä alhaisemmalla palautusasteella (60-70 %), tuotto olisi silti 5,1-5,7 prosenttia per vuosi, eli yli ELLIn vuosien 2003-2023 keskimääräisen vuosituoton (5,0 %).

Näkemyksemme on edelleen, että korkea tuottotaso, huolellinen sijoituskohteiden valinta ja vakuudellisten lainojen paras etuoikeusasema tarjoavat edelleen runsaasti puskuria. Lisäksi mahdollinen markkinoiden volatilitteetti voi tarjota entistäkin parempia tilaisuuksia jälkimarkkinoilla.

Mandatum Asset Management

Mandatum Asset Management (MAM) osa Mandatum-konsernia, merkittävää finanssipalvelujen tarjoajaa, joka yhdistää rahan ja hengen erikoisosaamisen. Mandatum tarjoaa palveluita institutionaalisille ja varainhoitoasiakkaille sekä yritys- ja henkilöasiakkaille. Mandatumin liiketoiminnan menestyksen keskiössä ovat osaava henkilöstö, vahva brändi ja onnistuminen sijoitustoiminnassa.

MAM tarjoaa täyden valtakirjan ja konsultoivaa omaisuudenhoitoa institutionaalisille ja muille ammattimaisille sijoittajille sekä hallinnoi erilaisia sijoitustuotteita ydinalueinaan korko-, vaihtoehto- ja osakeratkaisut.

MAMilla on pitkä kokemus eurooppalaisesta leverage finance –markkinasta sisältäen senior-lainat sekä HY-bondit, johon se sijoittaa laajasti asiakasvarojen ja oman taseen varojen puolesta. Tällä hetkellä MAM tarjoaa asiakkailleen kahta erillistä lainastrategiaa, joista molemmat sijoittavat laajasti syndikoituun eurooppalaiseen (1st lien) senior-lainamarkkinaan, minkä lisäksi niillä on mahdollisuus osallistua myös klubirahoituksiin, toissijaisen vakuuden (2nd lien) senior-lainoihin kuten myös eurooppalaisiin HY-bondeihin.

KIRJOITTAJAT



ALEXANDER GALLOTTI

Director | Head of Leveraged Finance
alexander.gallotti@mandatumam.com



KIMMO SALOKOSKI

Senior Portfolio Manager | Leveraged Finance
kimmo.salokoski@mandatumam.com



ILKKA LAMPIO

Portfolio Manager | Leveraged Finance
ilkka.lampio@mandatumam.com



MANDATUM
ASSET MANAGEMENT

Mandatum Asset Management Ltd
Bulevardi 56, P.O Box 1221,
FI-00101 Helsinki, FINLAND

www.mandatumam.com

VASTUUVARAUMA

Tämä markkinointimateriaali ja sen tiedot on annettu informaatiotarkoituksessa, eikä niitä tule ymmärtää sijoitussuositukseksi tai suositukseksi sijoittaa tai osallistua mihinkään kaupankäyntiin tai sijoitukseen tai ostaa tai myydä osakkeita tai muita sijoitusinstrumentteja. Kaikki tiedot, näkemykset ja ennusteet ovat materiaalin laatimishetkenmukaisia ja perustuvat Mandatum Asset Management Oy:n ja Mandatum -konsernin ("Mandatum") näkemyksiin ja arvioihin. Tiedot eivät ole tarkkoja ja voivat muuttua ilman Mandatumin erillistä ilmoitusta.

Materiaalissa esitellyt sijoitukset eivät välttämättä sovi kaikille sijoittajille. Sijoittajien tulee tehdä sijoituspäätökset itsenäisesti perustuen omiin sijoitustavoitteisiinsa ja taloudelliseen riskinkantokykyynsä ja konsultoida tarvittaessa omia sijoitus-, juridisia- ja veroneuvonantajia.

Sijoittaminen sisältää riskejä. Sijoituskohteiden arvo voi nousta tai laskea. Sijoituskohteiden aikaisempi kehitys ei kuvaa niiden kehitystä tulevaisuudessa. Mikäli sijoituskohteet sisältävät muita kuin sijoittajan perusvaluutan sijoituksia, valuuttakurssien muutokset vaikuttavat sijoituskohteen arvonkehitykseen.

Tämä dokumentti on laadittu Mandatumin luotettavaksi arvioimien lähteiden pohjalta, mutta Mandatum ei taakaa tietojen oikeellisuutta tai täydellisyyttä eikä vastaa tietojen käytöstä mahdollisesti aiheutuvista suorista tai epäsuorista vahingoista, kuluista tai menetyksistä. Mandatum varaa oikeuden muuttaa esitettyjä tietoja.

MORNINGSTAR

THE MORNINGSTAR ENTITIES DO NOT GUARANTEE THE ACCURACY AND/OR THE COMPLETENESS OF THE MORNINGSTAR EUROPEAN LEVERAGED LOAN INDEX OR ANY DATA INCLUDED THEREIN AND MORNINGSTAR ENTITIES SHALL HAVE NO LIABILITY FOR ANY ERRORS, OMISSIONS OR INTERRUPTIONS THEREIN.

ICE

SOURCE ICE DATA INDICES, LLC ("ICE DATA"), IS USED WITH PERMISSION. ICE® IS A REGISTERED TRADEMARK OF ICE DATA OR ITS AFFILIATES, AND BOFA® IS A REGISTERED TRADEMARK OF BANK OF AMERICA CORPORATION LICENSED BY BANK OF AMERICA CORPORATION AND ITS AFFILIATES ("BOFA") AND MAY NOT BE USED WITHOUT BOFA'S PRIOR WRITTEN APPROVAL. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DISCLAIM ANY AND ALL WARRANTIES AND REPRESENTATIONS, EXPRESS AND/OR IMPLIED, INCLUDING ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, INCLUDING THE INDICES, INDEX DATA AND ANY DATA INCLUDED IN, RELATED TO, OR DERIVED THEREFROM. NEITHER V.6 071320 ICE DATA, ITS AFFILIATES NOR THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS SHALL BE SUBJECT TO ANY DAMAGES OR LIABILITY WITH RESPECT TO THE ADEQUACY, ACCURACY, TIMELINESS OR COMPLETENESS OF THE INDICES OR THE INDEX DATA OR ANY COMPONENT THEREOF, AND THE INDICES AND INDEX DATA AND ALL COMPONENTS THEREOF ARE PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS AND YOUR USE IS AT YOUR OWN RISK. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DO NOT SPONSOR, ENDORSE, OR RECOMMEND MANDATUM, OR ANY OF ITS PRODUCTS OR SERVICES.