



## Sijoitusvarojen määrä, kohdentuminen ja tuotot vuoden 2015 toisen neljänneksen lopussa

### 1 Perustiedot Telan tekemästä sijoitustilastoinnista

Työeläkevakuuttajat Telan jäsenyhteisöt hoitavat lakisääteisten työeläkevarojen sijoitustoiminnan. Tilastoinnissa ovat mukana eläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöiden ja -kassojen TyEL -rahastot sekä julkisalojen työeläkevakuuttajat: Keva, Valtion eläkerahasto (VER), Kelan toimihenkilöiden eläkerahasto, Kirkon keskusrahasto (KKR) sekä Suomen Pankin Eläkerahasto (SPERA). Mukana ovat myös erityiseläkeyhteisöjen ryhmä, johon kuuluvat Maatalousyrittäjien eläkelaitos (Mela) ja Merimieseläkekassa (MEK).

Tilastoinnissa on mukana vain lakisääteisen työeläketurvan rahastointi. Mukana ei ole eläkesäätiöiden ja -kassojen hoitaman kollektiivisen lisätyöeläketurvan rahastojen arvo, joka oli noin 4,4 miljardia euroa vuoden 2014 lopussa.

### 2 Sijoituskanta supistui hieman kuluvan vuoden toisella neljänneksellä

Työeläkevakuuttajien yhteenlaskettu rahastoitujen varojen määrä eli sijoituskanta oli vuoden 2015 kesäkuun lopussa 182,9 miljardia euroa. Vuoden toisen neljänneksen sijoituskanta aggregaattitasolla laski maltillisesti verrattuna vuoden ensimmäiseen kvartaaliin 1,3 miljardilla eurolla. Yksityisalojen varat pienenevät 0,4 miljardia ja julkisten alojen varat hieman enemmän eli 0,9 miljardia euroa. Muutokset kantaluvuissa tarkoittavat sitä, että työeläkeyhteisöryhmien keskinäisiin, suhteellisiin osuuksiin toteutui 0,2 %-yksikön siirtymä julkisaloilta yksityisaloille.

Sijoituskannan kehitykseen vaikuttavat niin sijoitustoiminnan tuotot kuin eläkemaksutulojen ja eläkemenojen erotuskin. Pääosa eläkemaksuista käytetään nykyisten eläkkeiden rahoittamiseen. Sen sijaan loppuosa eläkemaksuista rahastoidaan ja sijoitetaan, jotta eläkemaksut voidaan pitää pysyvästi alempina kuin vaihtoehdossa, jossa sijoitustoimintaa ei harjoitettaisi ollenkaan. Osa eläkkeistä rahoitetaan siis sijoitustoiminnalla, ja tämä on ollut rahastoinnin tarkoituksenakin.

Vuonna 2014 koko työeläkejärjestelmässä varojen kasvu aiheutui yksinomaan tuotoista, sillä yksityisaloilla käytettiin sijoitusvaroja eläkkeiden rahoitukseen enemmän kuin julkisaloilla säästettiin. Vuonna 2015 sijoitustoiminnalla rahoitetaan eläkkeitä nettomääräisesti sekä yksityisillä että julkisilla aloilla. Julkisten alojen sisällä kunta-alan eläkejärjestelmä on kuitenkin vielä maksuylijäämäinen.

Eläkesijoitusten tuotot olivat sekä vuonna 2014 että vuoden 2015 ensimmäisellä vuosipuoliskolla suuremmat kuin eläkkeisiin sijoitustoiminnasta tarvittu rahoitus. Suurin osa tuotoista on jäänyt rahastoihin sijoitettavaksi.



### 3 Korkosijoitusten osuus nousi, osakkeiden laski ja kiinteistöjen osuus pysyi paikoillaan

Aggregaattitasolla koko toimialan sijoituskannan jakauma karkealla luokituksella oli kesäkuun 2015 päättyessä seuraava: osake- ja osaketyypiset sijoitukset<sup>1</sup> 47,9 % (EUR 87,6 mrd.), korkosijoitukset<sup>2</sup> 42,7 % (EUR 78,0 mrd.) sekä kiinteistöisijoitukset 9,4 % (EUR 17,1 mrd.).

Vuoden toisella neljänneksellä osakkeiden ja osaketyyppisten sijoitusten osuus pienentyi 1,0 %-yksikköä (-2,6 EUR mrd.) verrattuna vuoden ensimmäiseen kvartaaliin, kun taas korkosijoitusten osuus kasvoi 0,9 %-yksikköä (+1,0 EUR mrd.). Kiinteistöisijoituksissa euromääräisiä muutoksia ei ollut, mutta niiden suhteellinen osuus nousi 0,1 %-yksikköä koko sijoituskannan laskun myötä. Eri sijoitusluokat kehittyivät siis toisella neljänneksellä epäyhtenäisesti.

Kahden neljänneksen yhteisvaikutus verrattuna viime vuoden joulukuuhun oli seuraava: osake- ja osaketyyppisten sijoitusten osuus pienentyi (-1,0 %-yksikköä, +3,2 EUR mrd.), kuten myös kiinteistöisijoitusten (-0,5 %-yksikköä, +0,0 EUR mrd.), kun taas korkosijoitusten osuus kasvoi (+1,5 %-yksikköä, +7,0 EUR mrd.).

#### 3.1 Rahamarkkinasijoitukset kasvussa, joukkovelkakirjalainat ja lainakannat supistuivat

Toisella neljänneksellä jatkui ensimmäisen neljänneksen kehitys rahamarkkinasijoitusten osalta. Korkosijoitusten toisen kvartaalin miljardin euron euromääräiseen nettokasvuun verrattuna vuoden ensimmäiseen kvartaaliin vaikutti pääosin rahamarkkinasijoitusten määrän kasvu (+2,1 EUR mrd.). Toisin kuin ensimmäisellä vuosineljänneksellä, niin toisella vuosineljänneksellä korkosijoitusten nettomääräistä kasvua vaimensi joukko- ja vaihtovelkakirjalainojen (-0,9 EUR mrd.) ja TyEL-takaisinlainojen (-0,2 EUR mrd.) määrän supistuminen. Sen sijaan sijoituslainojen määrä pysyi muuttumattomana.

Joukko- ja vaihtovelkakirjojen määrän pienentyminen johtui arvonmuutoksista ja ostojen, myyntien sekä erääntymisten välisistä suhteista. Korkotason noustessa korkopapereiden hinnat laskevat, jolloin korkosijoittajien salkkujen markkina-arvot heikkenevät.

Joukkovelkakirjojen määrän lasku kanavoitui pääosin euroalueen julkisyhteisöjen (-1,3 EUR mrd, määrä 12,7 EUR mrd. kesäkuun lopussa) ja sijoitusrahastojen kautta tehtyjen joukkovelkakirjasijoitusten (-0,5 EUR mrd., määrä 16,3 EUR mrd. kesäkuun lopussa) kautta. Sen sijaan rahalaitosten liikkeelle laskemien velkakirjojen määrä kasvoi (1,5 EUR mrd., määrä 19,5 EUR mrd. kesäkuun lopussa) verrattuna vuoden ensimmäiseen neljännekseen. Huomionarvoista on, että sijoitusrahastojen viime vuosien trendinomainen kasvu sai toisella neljänneksellä pienen kolauksen.

Rahamarkkinasijoitusten nousu ensimmäisen vuosineljänneksen tapaan merkitsi jälleen niiden osuuden kasvamista sijoituskannasta 5,6 prosentista 6,8 prosenttiin toisen neljänneksen aikana. Rahamarkkinasijoitusten osuus on viimeaikoina noussut tasaisesti. Niin kuin jo edellisessäkin analyysissä mainittiin, niin kasvun taustalla voi olla esimerkiksi eläkelaitosten varautumista

<sup>1</sup> Kun analyysissä viitataan osake- ja osaketyyppisiin sijoituksiin, tarkoitetaan seuraavia sijoituskuvien luokkia: noteeratut osakkeet (ml. rahastot), hedge-rahastot sekä muut osakesijoitukset, joihin kuuluvat muun muassa pääomasijoitukset ja noteeraamattomat osakesijoitukset.

<sup>2</sup> Kun analyysissä viitataan korkosijoituksiin, tarkoitetaan seuraavia sijoituskuvien luokkia: rahamarkkinasijoitukset, sijoituslainat, TyEL-takaisinlainat sekä joukkovelkakirjat.



epävarmuuden lisääntymiseen tai varat voivat olla hetken aikaa odottamassa rahamarkkinoilla, kunnes ne sijoitetaan pidempiaikaisiin kohteisiin.

Eläkevakuutusyhtiöt myönsivät uusia sijoitus- ja TyEL-takaisinlainoja kuluvan vuoden toisella vuosineljänneksellä yhteensä noin 0,24 miljardin euron edestä. Määrä on melko tyypillinen vuoden toiselle kvartaalille. Kokonaistilanne kahden vuosineljänneksen jälkeen on se, että uusia sijoitus- ja TyEL-takaisinlainoja on myönnetty yhteensä 0,36 miljardilla eurolla kuluvana vuonna. Luku ei ole kuitenkaan yhtä korkealla kuin viime vuoden vastaavaan aikaan, jolloin kyseisten lainaerien määrä oli peräti 0,75 miljardia euroa. Luvut antavat osviittaa siitä, minkälainen on suomalaisten yritysten rahoituksen saatavuus muista kuin työeläkelaitoksista. Mitä korkeammat kyseiset lainaerät ovat, sitä haastavampi tilanne yrityksillä on rahoituksen hankkimisen kanssa muista rahoituslähteistä.

### **3.2 Noteerattuja osakkeita myytiin toisella neljänneksellä maltillisesti verrattuna ensimmäiseen neljännekseen**

Osake- ja osaketyyppisten sijoitusten nettomääräinen pienentyminen (-2,6 EUR mrd.) johtui pääosin arvomuutoksista. Nettomäärän vähentymisen osasyys oli myös sijoituskohteiden nettomyynti, joka oli noin -0,4 miljardia euroa. Bruttomääräiset negatiiviset arvomuutokset olivat siis vuoden toisella kvartaalilla noin 2,2 miljardia euroa. Kun ensimmäisellä neljänneksellä tämä sijoitusluokka kasvoi 5,8 ja toisella neljänneksellä tippui 2,6 miljardilla eurolla, niin kokonaisuudessaan kuluvan vuoden ensimmäisen vuosipuoliskon aikana sijoitusluokka nousi 3,2 miljardia euroa.

Nettomyyntit kohdistuivat erityisesti euroalueen ulkopuolelle sijoittaviin osakerahastoihin (-0,8 EUR mrd.). Toiseksi korkeimmat nettomyynnit olivat euroalueen ulkopuolisissa noteeratuissa osakkeissa ja osuuksissa (-0,3 EUR mrd.). Sen sijaan nettomääräisesti eniten ostoja oli noteeratuissa osakkeissa ja osuuksissa euroalueelle (pl. Suomi) eli noin 0,4 miljardin euron edestä ja toiseksi eniten yhdistelmärahastoissa euroalueen ulkopuolelle (0,2 EUR mrd.).

Yhteenvetona voi todeta, että kuluvan vuoden toinen kvartaali oli melko heikko osake- ja osaketyyppisten sijoitusten arvomuutosten kannalta verrattuna vuoden ensimmäiseen kvartaaliin. Toisaalta kokonaisuutena kuluvan vuoden ensimmäinen vuosipuolisko on kuitenkin sujunut tuottojen osalta hyvin, kun esimerkiksi Telan viiden suurimman jäsenyhteisön noteerattujen osakkeiden tuotto on vuoden alusta alkaen saavuttanut 12,0 %:n lukeman. Vertailun vuoksi eri teollisuusmaiden noteerattujen osakkeiden euromääräisesti lasketut tuottoindeksien (ml. maailmanindeksi) pisteluvut kasvoivat 11,8 - 13,3 % ensimmäisen vuosipuoliskon aikana: MSCI World tuottoindeksi 11,8 %, OMXH portfoliotuottoindeksi 11,9 % ja MSCI Europe tuottoindeksi 13,3 %.

Osto- ja myyntitiedot indikoivat sitä, että työeläkevakuuttajat myivät etenkin euroalueen ulkopuolelle sijoitettavia osakerahastoja niin vuoden ensimmäisellä kuin toisellakin kvartaalilla. Lisäksi myyntilaidalla olivat etenkin vuoden alkupuoliskolla noteeratut osakkeet ja osuudet, joiden liikkeeseen laskijat ovat euroalueen ulkopuolisia maita. Tosin on syytä huomata, kun vertaillaan tämän vuoden kvartaalilukuja, että vuoden ensimmäisellä neljänneksellä osakkeet ja osaketyyppisiä sijoitusten nettomääräinen myynti oli -5,2 miljardia, kun taas toisella kvartaalilla vain -0,4 miljardia euroa. Luvut osoittavat sen, että työeläkevakuuttajat ovat vähentäneet myyntiään kuluvan vuoden toisella vuosineljänneksellä melko paljon.

Tämän kehityksen taustalla vaikuttaa valtioiden velkakirjojen poikkeuksellisen matala korkotaso, minkä seurauksena velkakirjoista tuottojen metsästäminen on haastavaa. Seurauksena



tuottohakuisuus kohdistuu melko luonnollisestikin muihin sijoitusinstrumentteihin, kuten osittain osakkeisiin ja osaketyyppisiin sijoituksiin.

### 3.3 Eläkeyhteisöryhmien sijoitusten kohdentumiseroissa ei merkittäviä muutoksia

Koko toimialan tilanne muodostuu eri vakuuttajaryhmien kehityksistä. Yksityisaloilla noteerattujen osakkeiden osuus oli 29,5 % yksityisalojen kaikista varoista. Julkisilla aloilla vastaava osuus oli 38,3 %. Molemmissa sektoreissa noteerattujen osakkeiden määrän muutos painui nollan huonommalle puolelle verrattuna vuoden ensimmäiseen neljännekseen, kun yksityisen sektorin noteerattujen osakkeiden määrä putosi 0,7 %-yksikköä ja julkisen sektorin vastaava luku laski peräti 1,6 %-yksikköä.

Noteeraamattomia osakkeita ja pääomasijoituksia oli yksityisaloilla 8,4 % ja julkisilla aloilla noin 6,3 % sektorin kaikista varoista. Molemmissa luokissa tapahtui maltillista kasvua verrattuna ensimmäiseen kvartaaliin. Hedge-rahastosijoitusten osuus sen sijaan laski yksityisellä puolella, kun se taas vastaavasti nousi julkisilla aloilla. Yksityisaloilla hedge-rahastosijoitusten osuus oli kesäkuun lopussa tasan 9,0 % (pudotusta 0,7 %-yksikköä neljänneksen aikana). Julkisilla aloilla hedge-sijoitusten osuus taas oli 5,1 % kesäkuun lopussa (kasvua 0,2 %-yksikköä neljänneksen aikana).

Korkosijoitusten maltillinen kasvu (1,0 EUR mrd.) syntyi pääosin yksityisiltä aloilta (0,9 EUR mrd.) ja loput julkisilta aloilta (0,1 EUR mrd.). Yksityisalalla lisättiin rahamarkkinasijoituksia (0,8 EUR mrd., määrä kesäkuun lopussa 5,8 EUR mrd.), mutta määrä pienentyi noteeratuissa osakkeissa (-0,9 EUR mrd., määrä kesäkuun lopussa 34,4 EUR mrd.) ja hedge-rahastoissa (-0,8 EUR mrd., määrä kesäkuun lopussa 10,5 EUR mrd.).

Julkisilla aloilla lisättiin sen sijaan rahamarkkinasijoituksia (1,3 EUR mrd., määrä kesäkuun lopussa 6,7 EUR mrd.), kun taas joukko- ja vaihtovelkakirjojen paino putosi (-1,2 EUR mrd., määrä kesäkuun lopussa 22,7 EUR mrd.) noteerattujen osakkeiden tapaan (-1,4 EUR mrd. määrä kesäkuun lopussa 25,5 EUR mrd.).

Muutokset johtuivat netto-ostojen ja myyntien välisistä suhteista sekä arvonmuutoksista. Muissa sijoituserissä muutokset olivat pienempiä kuin yllä nostetuissa erissä molemmissa sektoreissa.

## 4 Viime vuosien kehitys jatkuu edelleen: muun euroalueen maiden sijoitukset laskussa

Vuoden 2015 toisen neljänneksen aikana euroalueen ulkopuolisten maiden sijoituskohteiden osuus pysyi muuttumattomana verrattuna vuoden ensimmäiseen vuosineljännekseen (0,0 %-yksikköä, osuus noin 50,1 %). Sen sijaan Suomeen kohdistuvien sijoitusten osuus kasvoi noin 0,6 %-yksikköä 27,6 %:in. Suurimpana kärsijänä oli jo otsikossakin mainittu muu euroalue, jonka osuus pienentyi noin 0,6 %-yksikköä 22,3 %:in.

Euromääräisesti euroalueen ulkopuoliset sijoitukset pienenevät 92,3 miljardista 91,7 miljardiin euroon. Suomeen kohdistuvat sijoitukset puolestaan kasvoivat 49,7 miljardista hieman yli 50 eli 50,4 miljardiin euroon neljänneksen aikana. Muun euroalueen osuus jatkoi laskuaan ensimmäisen vuosineljänneksen tapaan. Kesäkuun lopussa muun euroalueen sijoitusten määrä oli 40,8 miljardia, kun se vielä maaliskuun lopussa oli 42,3 miljardia euroa.

Kotimaisista sijoituksista kasvoivat ainoastaan rahamarkkinasijoitukset 7,0 miljardista 9,3 miljardiin euroon. Sen sijaan noteerattujen osakkeiden määrä putosi 14,0 miljardista 13,1 miljardiin euroon. Muut erät laskivat vain hieman tai pysyivät muuttumattomina verrattuna ensimmäiseen



vuosineljänneksen. Kiinteistösijoytukset olivat edelleen suurin kotimainen sijoitusluokka (14,2 EUR mrd. kesäkuun lopussa).

Osake- ja osaketyypisiä sijoituksia myytiin nettomääräisesti maltillisesti. Suurin osa myynneistä kohdistui euroalueen ulkopuolisiin osakerahastosijoituksiin. Koko osake- ja osaketyypisestä sijoitusluokassa (87,6 EUR mrd. kesäkuun lopussa) euroalueen ulkopuolisten osake- ja osaketyypisten sijoitusten osuus tosin pysyi vuoden ensimmäisen kvartaalin tasolla eli 66,6 %:ssa huolimatta siitä, että euromääräisesti euroalueen ulkopuolisia osake- ja osaketyypisiä sijoituksia myytiin eniten. Osuuden kasvua selittääkin koko osake- ja osaketyypisten sijoitusluokan määrän pientyminen 90,2 miljardista 87,6 miljardiin euroon yhden vuosineljänneksen aikana.

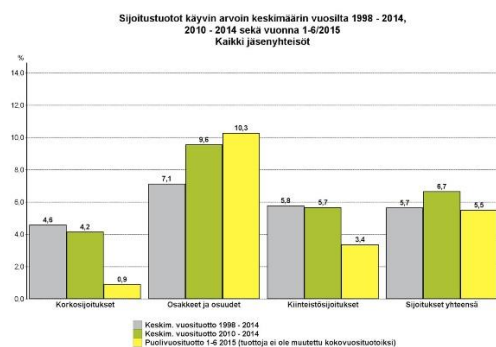
## 5 Tuottokehitys hieman hidastunut vuoden edetessä

Telan seitsemän suurinta jäsentä eli viisi suurinta eläkevakuutusyhtiötä ja kaksi suurinta julkisalojen eläkevakuuttajaa, raportoivat vapaaehtoisesti ja samoilla periaatteilla sijoitustensa kohdentumisen ja tuotot vuosineljänneksittäin. Näiden varat ovat yhteensä noin 93 prosenttia kaikista työeläkevaroista. Raportointi tapahtuu niin sanotuissa tuotto-riskitauluissa. Kaikki Telan jäsenet raportoivat tuotto-riskitauluista riippumattomin, mutta yhtenevin periaattein tuottonsa puolivuositain, kesäkuun ja joulukuun lopun tilanteista.

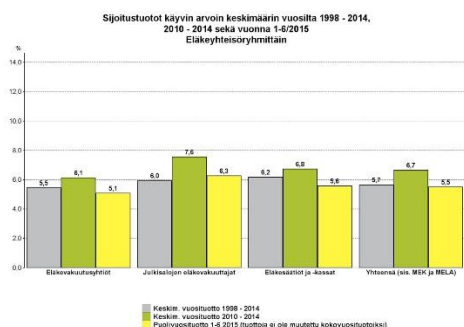
[http://www.tela.fi/tyoelaketalous/sijoitustilastot\\_ja\\_analyysit/tyoelakevakuuttajakohtaiset\\_osavuositiedot](http://www.tela.fi/tyoelaketalous/sijoitustilastot_ja_analyysit/tyoelakevakuuttajakohtaiset_osavuositiedot)

Koko toimialan nimelliseksi puolivuosituotoksi muodostui 5,5 % ja reaalitytuotoksi hieman suurempi eli 5,7 %:n lukema. Seitsemän suurimman työeläkevakuuttajan nimelliset puolivuosituotot vuonna 2015 vaihtelivat 3,7 - 6,6 %:n ja vastaavat reaalitytuotot 3,9 - 6,8 %:n välillä.

Selvästi parhaimmat nimelliset puolivuosituotot koko toimialalle tulivat osake- ja osaketyypisistä sijoituksista: 10,3 %. Noteerattujen osakkeiden tuotot seitsemällä suurimmalla eläkelaitoksella vaihtelivat 8,5-15,4 %:n välillä. Kiinteistösijoytukset tuottivat 3,4 % ja korkosijoitukset maltilliset 0,9 %. Erityisesti korkosijoituksista tuottoja on haastava saada. Korjoja on alkuvuonna painanut globaalisti etenkin eurojärjestelmän (Euroopan keskuspankki + kansalliset keskuspankit) maaliskuussa käynnistynyt laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma (Expanded Asset Purchase Programme, EAPP). Matalasta korkotasosta huolimatta korkosijoitukset ovat kuitenkin tuottaneet yli tämän hetkisen euroalueen inflaatiotason.



Eri työeläkeyhteisöryhmien (julkisalojen eläkevakuuttajat, eläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt- ja kassat) nimelliset puolivuosituotot vaihtelivat 5,1 - 6,3 %:n välillä.



Koko toimialan keskimääräinen vuotuinen nimellistuotto on vuoden 1998 alusta joulukuun 2014 loppuun 5,7 % ja vastaava reaalityttö 3,9 %. Yksityisen sektorin osalta nimellistuotto-% on 5,5 ja julkisalojen eläkevakuuttajien 6,0 %, kun taas reaalityttoluvut ovat vastaavasti 3,7 % ja 4,2 %. Eläketurvakeskus käyttää peruslaskelman pitkän aikavälin reaalityttö-olettamana 3,5 %.

## 6 Haastava toinen vuosineljännes

Kuluvan vuoden toinen neljännes oli melko alaviritteinen etenkin noteeratuille osakkeille ympäri maailmaa. Ensimmäisellä kvartaalilla ja vielä toisenkin kvartaalin alussa riskisentimentti oli markkinoilla positiivinen, mikä oli pääosin seurausta Euroopan keskuspankin löysästä rahapolitiikasta. Tunnelma markkinoilla kuitenkin kääntyi kesäkuun puolivälin jälkeen, kun Kiinan osakemarkkinoiden alamäki tarttui myös muualle maailmaan. Kiinan osakemarkkinoiden riskisentimentin kasvu yhdistettynä Kreikka-neuvottelujen epävarmaan etenemiseen aiheuttivat rahoitusmarkkinoilla epävarmuuden lisääntymistä. Markkinoilla on alkuvuodesta lähtien ollut myös kiihvasta spekulatiota Yhdysvaltojen keskuspankin Fedin rahapolitiikkatoimia kohtaan ja arvailut erityisesti siitä, milloin Fed kiristää rahapolitiikkaansa nostamalla ohjauksorkkoa. Viimeisenä merkittävänä markkinatapahtumana toisella neljänneksellä voidaan pitää euroalueen valtioiden velkakirjamarkkinoiden kasvanutta volatilitteettia.

Rahoitusmarkkinoilla ensimmäisen vuosipuoliskon aikana vallinnut volatilitteetti on saanut työeläkesijoittajat varautumaan negatiivisiin tapahtumiin tavanomaista voimakkaammin jo vuoden ensimmäisellä neljänneksellä. Samaa varautumista nähtiin osittain myös toisella neljänneksellä. Osakkeiden myynnit ja rahamarkkinasijoitusten osuuden kasvu indikoivat tätä.

Yksityisalojen työeläkevakuuttajia koskevat lakisääteiset vakavaraisuusvaatimukset. Työeläkevakuuttajien vakavaraisuusaste oli kesäkuun lopussa vahva, mikä myös on osa varautumista mahdollisiin epävarmuuksiin rahoitusmarkkinoilla. Viiden suurimman työeläkeyhtiön vakavaraisuusaste kesäkuun lopussa oli välillä 17,2 - 35,3 %.