

Eläkevarat 198,9 miljardia euroa syyskuun 2017 lopussa

Kolmannella vuosineljänneksellä kaikkien eri omaisuuslajien tuotot olivat positiiviset. Tuotot olivat positiiviset etenkin osake- ja osaketyyppisissä sijoituksissa, joiden osuus koko sijoitusomaisuudesta nousi yli 50 prosenttiin. Eri alueista Suomi ja muu euroalue kasvattivat osuuttaan koko sijoitusomaisuudesta. Sijoitusomaisuuden viimeaikaista nousua ovat avittaneet globaalin talouskasvun kiihtyminen ja sen positiiviset vaikutukset rahoitusmarkkinoille, mutta myös eri keskuspankkien, kuten Euroopan keskuspankin (EKP) kevyt rahapolitiikka. Eläkerahastojen rooli kasvaa tulevaisuudessa, kun eläkevaroja ja niiden tuottoja tullaan käyttämään yhä enemmän eläkkeiden rahoitukseen.

Analyytikko Peter Halosen analyysi sisältää seuraavat kappaleet:

- Eläkevarat kasvoivat neljänneksen aikana 2,3 miljardia
- Taloustilanne ja rahoitusmarkkinat
- Rahapolitiikan positiiviset vaikutukset eläkevakuuttajille eri vaikutuskanavien kautta
- Rahapolitiikan suunta muuttuu, pitääkö tästä olla huolissaan?

1. Eläkevarat kasvoivat neljänneksen aikana 2,3 miljardia

- Eläkevarat kokonaisuudessaan 198,9 EUR mrd.
 - Yksityisen alojen eläkevarat 124,2 EUR mrd.
 - Julkisten alojen eläkevarat noin 74,7 EUR mrd.
- Kasvua neljänneksen aikana +2,3 EUR mrd.
- Osake- ja osaketyyppiset sijoitukset koko sijoitusomaisuudesta 101,0 EUR mrd., osuus noin 50,7 prosenttia
- Joukko- ja vaihtovelkakirjalainat 81,7 EUR mrd., osuus 41,1 prosenttia
- Kiinteistösijoitukset 16,2 EUR mrd., osuus 8,2 prosenttia
- Sijoitustuotto vuoden alusta nimellisesti 5,6 prosenttia ja reaalisesti 5,3 prosenttia

Vuoden 2017 kolmas neljännes jatkui samansuuntaisena kuin vuoden ensimmäinen ja toinenkin neljännes: nettosijoitusvarat jatkoivat kasvuaan, kasvua oli neljänneksen aikana 2,3 miljardia euroa. Varojen kasvu oli seurausta positiivisista tuotoista kaikissa eri sijoituslajeissa: korko-, osake-, kiinteistö- ja muissa sijoituksissa. Esimerkiksi osakemarkkinat kehittyivät positiivisesti, johtuen enimmäkseen parantuneista odotuksista globaalin talouskasvun suhteen. Osake ja osaketyyppiset sijoitukset kasvattivat osuuttaan koko sijoitusomaisuudesta yli 50 prosenttiin. Muiden sijoitusluokkien osuudet laskivat.

Nettovirrat olivat positiivisimmat osakkeissa (+ 5,6 EUR mrd.). Laskua nettovirroissa kertyi eniten korkosijoituksissa (-1,7 EUR mrd.). Positiivinen nettovirta tarkoittaa tilannetta, jossa ostot ylittävät myynnit ja erääntymiset. Vastaavasti negatiivisessa nettovirrassa myynnit ja erääntymiset ovat suuremmat kuin ostot.

Suomi ja muu euroalue kasvattivat osuuttaan toisen neljänneksen tapaan eläkevakuuttajien sijoitusalkuissa, kun taas euroalueen ulkopuolisten sijoitusten osuus laski. Suomeen tehtyjen sijoitusten

euromääräinen nettovirta kasvoi hieman alle kahdella miljardilla eurolla. Muun euroalueen nettovirta oli noin puoli miljardia ja euroalueen ulkopuolisten maiden euromäärä pysyi lähes ennallaan. Yhteensä Suomeen oli sijoitettuna 55,3 EUR mrd., muulle euroalueelle 35,7 EUR mrd. ja euroalueen ulkopuolelle 107,9 EUR mrd.

Seitsemän suurimman työeläkevakuuttajan sijoituslajikohtaiset tuotot kolmen ensimmäisen vuosineljänneksen osalta olivat:

- osakesijoitusten tuotot nimellisesti keskimäärin 10,0 ja reaalisesti 9,7 prosenttia
- korkosijoitusten vastaavat tuotot keskimäärin 1,8 ja 1,5 prosenttia
- kiinteistösijoitusten tuotot keskimäärin 3,1 ja 2,8 prosenttia.

Eläkesijoitusten tuottojen kehitystä on kuitenkin syytä tarkastella pitkällä aikavälillä - yhden neljänneksen tai yhden vuodenkaan muutoksilla ei ole suurta merkitystä eläkejärjestelmän kestävyuden kannalta. Toisaalta menneiden tuottojen perusteella ei myöskään voi ennustaa tulevia tuottoja. Pitkällä aikavälillä eläkevarat kasvavat viime kädessä talouskasvun ja inflaation mukana.

Tarkasteluvälin valinta vaikuttaa myös siihen, miltä toteutuneet tuotot näyttävät keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä:

- 2012-2017Q3: nimellisesti 7,3 ja reaalisesti 6,2 prosenttia
- 2007-2017Q3: nimellisesti 4,7 ja reaalisesti 3,1 prosenttia
- 1997-2017Q3: nimellisesti 6,0 ja reaalisesti 4,4 prosenttia

Eläkkeiden rahoitukseen vaikuttaa sijoitustuottojen ohella eläkemaksutulojen ja -menojen välinen erotus. Eläkerahastoja ja niiden tuottoja tullaan käyttämään lähivuosina suunnitellusti yhä enenevässä määrin eläkkeiden rahoitukseen, kun eläkemenot kasvavat entisestään väestön ikääntyessä. Tällöin sijoitusten tuotot auttavat pienentämään eläkemaksuihin kohdistuvia korotuspaineita.

Nyrkkisääntö on, että 0,5 prosenttiyksikön muutos pitkän aikavälin keskituotossa vaikuttaa yhdellä prosenttiyksiköllä maksutuloon. Mikäli tuotot pienevät (kasvavat) 0,5 prosenttiyksiköllä, eläkemaksuun syntyy yhden prosenttiyksikön korotuspaine (laskupaine). Tämä taas vaikuttaa yritysten ja palansaajien eläkemaksueuroihin ja lopulta käteen jääviin tuloihin.

Eläkevakuuttajien [vakavaraisuus](#) on säilynyt vahvana. Viiden suurimman työeläkeyhtiön vakavaraisuusaste syyskuun lopussa oli 116,3 ja 133,6 prosentin välillä. Vastaavasti vakavaraisuusasema vaihteli 1,5 ja 2,3 välillä. Vakavaraisuusaste ja -asema molemmat hieman vahvistuivat verrattuna edelliseen neljännekseen. Näiden pahan päivän varalle tarkoitettujen puskureiden ansiosta eläkevakuuttajat kestävät ajoittaisia huonompiakin aikoja rahoitusmarkkinoilla.

2. Taloustilanne ja rahoitusmarkkinat

Eläkevakuuttajien hyvien tuottojen taustalla vaikutti markkinatoimijoiden optimismi tulevaan. Optimismi näkyi esimerkiksi osakkeiden arvonnousuna. Positiivinen tunnelma on johtunut muun muassa siitä, että merkittävimmät keskuspankit - Yhdysvaltojen keskuspankki Fed ja Euroopan keskuspankki EKP etunenässä - ovat tähän asti edenneet maltillisesti rahapolitiikan kiristämistoimenpiteissä.

Myös reaalitalouden luvut ovat olleet myönteisiä. Talouskasvun laaja-alainen piristyminen, positiiviset työllisyystilastot ja yritysten tulokunto globaalisti ovat tästä hyviä esimerkkejä. Euroalueen talouskasvu on vahvistunut entisestään viimeisen noin kahden vuoden aikana.

Esimerkiksi IMF on tuoreimmassa [ennusteessaan](#) povannut eri alueille seuraavia kasvulukuja:

- euroalueen reaalisesti talouskasvuksi tälle ja ensi vuodelle 2,1 ja 1,9 prosenttia. Viimeksi kasvu on ollut yhtä vahvaa ennen eurokriisiä vuoden 2011 alussa.
- vastaavasti maailmantalouden kasvuluvuksi IMF ennakoii 3,6 ja 3,7 ja
- Suomelle 2,8 ja 2,3 prosenttia.

Maailmanpankki sen sijaan on hieman IMF:ää pessimistisempi omissa [kasvuennusteissaan](#). Maailmantalouskasvu tulee suurimmaksi osaksi Aasiasta, etunenässä Kiinasta ja Intiasta. Suomen kaltainen pieni vientivetoinen avotalous, maan työllisyystilanne ja siten eläkemaksutulojen kehitys ovat hyvin riippuvaisia isompien kansantalouksien vetoavusta.

Myönteisten kasvulukujen tapaan myös euroalueen työttömyysprosentti on kehittynyt suotuisasti, kun se on laskenut trendinomaisesti viimeisen noin neljän vuoden aikana ollen tämän vuoden syyskuun lopussa 8,9 prosenttia. Inflaatio sen sijaan on hieman jäänyt Euroopan keskuspankin noin kahden prosentin keskipitkän aikavälin inflaatiotavoitteesta. Vuotuinen inflaatio lokakuun lopussa oli 1,4 prosenttia. Tosin ydininflaatio, josta on poistettu muun muassa ruoan ja energian hintojen muutos, oli samana ajankohtana alle yhden prosentin.

Myös euroalueen ja Suomen kuluttajien sekä yritysten luottamus talouteen on vahvistunut viime vuosina merkittävästi. Viimeksi euroalueella luottamus taloustilanteeseen oli näin korkealla ennen finanssikriisiä vuonna 2007. Myös sijoittajien luottamusta talouteen mittaama IFO-indeksi on kohonnut korkealle. Talouden myönteinen vire on näkynyt positiivisesti myös yritysten tuloksissa ja siten osakemarkkinoilla. Tällä kaikella on ollut vaikutuksensa myös eläkevakuuttajien sijoitustuottoihin etenkin osakkeissa.

Kolmannella neljänneksellä oli toki myös ajoittaista markkinaturbulenssia. Tämä johtui etenkin geopolittisista riskeistä Korean niemimaalla. Toinen rahoitusmarkkinoita heiluttanut tekijä oli markkinatoimijoiden pelko siitä, että keskuspankit kiristävät rahapolitiikkaansa aiempaa ennakoitua nopeammin. Tämä pelko laimentui kuitenkin neljänneksen edetessä. Myös dollarin melko [voimakas heikentyminen](#) euroa vastaan aiheutti sijoittajille harmaita hiuksia kolmannella neljänneksellä.

Poliittisia riskejä ovat edelleen epävarmuus Brexit-neuvottelujen etenemisestä sekä Trumpin ja hänen hallintonsa mahdollisuudet ajaa läpi merkittäviä lakimuutoksia, kuten veroreformi. Myös Italian poliittinen tilanne ja ensi vuonna tulevat parlamenttivaalit mietityttävät Euroopassa. Pitkän aikavälin riskinä nähdään edelleen maailmantalouden korkea velkaantuneisuus. Eläkevakuuttajat seuraavat tiiviisti edellä mainittuja riskejä.

3. Rahapolitiikan positiiviset vaikutukset eläkevakuuttajille eri vaikutuskanavien kautta

Euroopan keskuspankki ilmoitti 2015 vuoden alussa laajasta arvopaperien osto-ohjelmasta. Kuukausittaisien ostojen määräksi sovittiin 60 miljardia euroa. Myöhemmin ostojen määrää on muutettu eri suuntiin ja uusimman tiedon mukaan ostojen määrä tippuu 30 miljardiin euroon vuoden 2018 alusta. EKP on siis aloittamassa rahapolitiikan asteittaisen kiristämisen.

Rahapolitiikka säilyy kuitenkin edelleen hyvin elvyttävänä. Yhteensä osto-ohjelman kautta euroalueen keskuspankkien taseisiin on ostettu yli 2 000 miljardin euron edestä euroalueen velkapapereita, enimmäkseen valtionlainoja. Myös muita rahapolitiikan välineitä on ollut jo pitkään käytössä, kuten ohjaus- ja talletuskorko, kohdennetut pitkät rahoitusoperaatiot (TLTRO) ja keskuspankin ennakoiva viestintä. Kaikkien näiden toimenpiteiden tarkoituksena on ollut auttaa EKP:ta inflaatiotavoitteen saan, mutta myös elvyttämään euroalueen taloutta.

Finanssi- ja eurokriisin jälkeen talousluvut euroalueella ovat toipuneet hitaasti nykyisiin lukemiinsa. Euroalueen talous on vasta pääsemässä vauhtiin toisin kuin Yhdysvalloissa, jossa talous ja työllisyys ovat kehittyneet pidemmän aikaan hyvin positiivisesti. EKP:n virallisena tavoitteena on saavuttaa inflaatio, joka olisi pitkällä aikavälillä noin kaksi prosenttia tai hieman sen alle. Inflaatiota yritetään pönkittää rahapolitiikan avulla. Kun talous ja työllisyys kohentuvat samanaikaisesti kuin palkat nousevat, kulutuskysyntä nousee, minkä pitäisi näkyä myös hintojen eli inflaation nousuna.

Osto-ohjelma on vaikuttanut alentavasti valtionlainojen ja tietyn osin myös yrityslainojen korkotasoihin. Tämän seurauksena valtiot ja yritykset ovat saaneet lainaa korkomarkkinoilta halvemmalla. Keskuspankin ohjauksen lasku sen sijaan on vaikuttanut laskevasti rahamarkkinakorkoihin, kuten asuntolainoissa yleisesti käytettyyn euriboreihin. Näin myös kotitaloudet ovat saaneet lainaa halvemmalla. Korkojen yleisen laskun myötä lainanotto eri taloustoimijoille on ollut yhä kannattavampaa esimerkiksi yritysten investointeja varten, mikä on osaltaan elvyttänyt talouskehitystä. Kevyt rahapolitiikka on vaikuttanut myös euron arvon laskuun suhteessa muihin valuuttoihin, mikä on piristänyt euroalueen vientiä muihin maihin.

Vienti on selvästi piristynyt myös Suomessa. Tällä on ollut positiivisia vaikutuksia koko kansantaloudelle ja työllisyydelle. Suomen talous- ja työllisyyskehityksellä on hyvin olennainen merkitys sille, kuinka paljon eläkejärjestelmään virtaa varoja sisään eläkemaksutuloina. Tällä taas on suora vaikutus eläkejärjestelmän kestävyteen. Suomessa työttömyysprosentti oli syyskuun lopussa 8,7 ja sen on laskenut viimeisen noin kahden vuoden aikana yhdellä prosenttiyksiköllä.

Sijoittajille korkotason lasku on näkynyt korkosijoitusten arvon nousuna. Tämä taas on näkynyt parempina sijoitustuottoina. Korkosijoituksen koron eli sijoittajan tuottovaatimuksen laskiessa korkopaperin arvo nousee. Tämä on näkynyt eläkevakuuttajien melko hyvinä korkosijoitustuottoina. Toisaalta matala korkotaso on luonut omia haasteita eläkevakuuttajien sijoitustoiminnalle. Ongelmana on se, että koron laskiessa korkosijoituksista on tulevaisuudessa yhä haastavampaa saada totutun

kaltaisia tuottoja. Mikäli korkosijoituksista haluaa saada jatkossakin kohtuullisia tuottoja, tarkoittaa se sitä, että sijoituspääomaa on virrattava osin riskillisempiin korkosijoituksiin ja/tai eri tyyppisiin sijoituslajeihin.

Ilmiöstä käytetään termiä tuotonmetsästy (engl. search for yield). Tämä on saanut osan markkina-toimijoista pohtimaan eri omaisuusluokkien, kuten osakkeiden, arvostustasojen järkevyyttä suhteutettuna yritysten tuloksiin. Tosin nykytasoja on hyvä verrata riskittömästä valtionlainasta saatavaan tuottoon sekä myönteiseen talouskehitykseen ja alhaiseen inflaatioon. Näyttää kuitenkin siltä, että sijoittajien tuotto-riski-suhde on muuttunut heikommaksi verrattuna aikaisempiin vuosiin. Matala korkotaso on näkynyt eläkevakuuttajien sijoitustoiminnassa siten, että vaihtoehtoiset sijoitusluokat, kuten hedge-fundit, pääomarahastot ja kiinteistösijoitukset ovat kasvattaneet suosiotaan.

Osaltaan tämä tarina sai tukea vuoden kolmannella neljänneksellä, kun hedge-rahastojen nettovirta oli positiivinen lähes kahden miljardin euron edestä. Näitä absoluuttisen tuotonkin rahastoksi kutsuttuja sijoituslajeja ostettiin selvästi enemmän kuin mitä niitä myytiin. Myös noteerattujen osakkeiden nettovirta oli positiivinen - noin kolmella miljardilla eurolla. Sen sijaan joukko- ja vaihtovelkakirjalainojen sekä rahamarkkinasijoitusten nettovirta oli negatiivinen. Eläkevakuuttajat siis lisäsivät keskimäärin mitattuna riskillisempinä pidettyjen omaisuusluokkien painoa sijoitussalkuissaan, mutta toisaalta pienensivät korkoriskiään korkosijoituksissa. Tämä on näkynyt kuluvana vuonna myös keskimääräisen [duraation](#) eli korkoriskin laskuna.

Rahapolitiikan kiristyessä entisestään paineet korkotason nousulle ovat olemassa. Tämä toki vaatii myös inflaation vahvistumista. Mitä suurempi inflaatio sitä suuremman nimellisen tuoton eli koron sijoittaja haluaa korkosijoituksesta, jotta reaalin tuotto inflaation jälkeen olisi positiivinen. Kun korot nousevat ja niistä saa jälleen mukavasti tuottoa, raha virtaa osin osakkeista korkosijoituksiin. Korokojen täytyisi kuitenkin nousta riittävästi, jotta etenkin kehittyneiden maiden valtionlainoista saatava tuotto olisi riittävän houkutteleva suhteessa osakkeisiin.

Kokonaisuudessaan rahapolitiikalla on ollut monella eri tapaa myönteisiä vaikutuksia eläkevakuuttajille niin rahoitusmarkkinoiden kuin reaalitalouden positiivisen kehityksen ansiosta. Suomen Pankki osoitti omissa [laskelmissaan](#) noin vuosi sitten, kuinka rahapolitiikan avulla on vältetty selvästi heikompi talouskehitys niin euroalueella kuin Suomessakin.

Rahapolitiikan lisäksi tärkeitä talouden elvyttämistoimenpiteitä ovat rakenteelliset uudistukset esimerkiksi työmarkkinoilla ja panostukset tuottavuuden nostamiseksi.

4. Rahapolitiikan suunta muuttuu, pitääkö tästä olla huolissaan?

Laajemmin myös muutkin merkittävät keskuspankit, kuten Yhdysvaltojen keskuspankki Fed, Kiinan kansanpankki PBoC ja Englannin keskuspankki BoE ovat indikoineet rahapolitiikan asteittaisista kiristämistoimenpiteistä.

Fed on nostanut jo muutama kertaan ohjaukorkoaan ja kertonut suunnitelmistaan pienentää omaa tasettaan. Kiinan kansanpankki puolestaan on muun muassa kiristänyt pankkien lainanottoehtoja samaan aikaan, kun EKP ilmoitti vähentävänsä velkakirjojen osto-ohjelman kuukausittaista kokoa. Elvytystä voidaan esimerkiksi EKP:n johdon mukaan vähentää, koska deflaatiopelot ovat pienentyneet samaan aikaan kun talouskehitys on ollut laaja-alaisesti positiivista - myös eri maailmanosissa. Huolimatta asteittain kiristyvästä rahapolitiikasta, EKP edelleen tukee talouden toimintaedellytyksiä poikkeuksellisen voimakkain keinoin.

Suuri kysymys kuitenkin on, kuinka hallitusti tällaisesta poikkeuksellisen elvyttävästä rahapolitiikasta voidaan päästä ulos? Elvytyshanat eivät voi katketa liian nopeasti, koska sillä saataisi olla odottamattoman negatiivisia vaikutuksia reaalityaloudelle, mutta myös sijoitusmarkkinoille. Kevyt rahapolitiikka on omalta osaltaan pönkittänyt eri varallisuushintojen nousua. Voi siis kysyä, mitä varallisuushinnoille, kuten korkosijoituksille ja osakkeille tapahtuu, mikäli elvytystä ajetaan liian nopeasti alas? Todennäköistä kuitenkin on, että rahapolitiikan kiristämisessä edetään varovaisesti. Näin sillä olisi mahdollisimman vähän negatiivisia vaikutuksia talouskasvulle, työllisyyskehitykselle sekä rahoitusmarkkinoille ja siten myös eläkevakuuttajien sijoitustuottoihin sekä eläkemaksutulon kehitykseen.

Rahapolitiikkaa voidaan kuitenkin jo asteittain kiristää huolimatta edellä luetelluista pelkoskenaarioista. Asteittaista rahapolitiikan kiristämistä tukee hyvien talouslukujen lisäksi toinenkin näkökulma. Seuraavan talouskriisin tullessa on tärkeää, että elvytysvaraa on käytettävissä. Mikäli rahapolitiikan hanat ovat täysin auki ja asearsenaali jo täydessä käytössä, uudesta kriisistä selviytyminen olisi entistä vaikeampaa ilman elvytysvaraa.

Yhdysvalloissa elvytyshanoja on kiristetty enemmän suhteessa EKP:hen ja näin ollen Fed on paremmissa tilanteissa uuden kriisin edessä kuin EKP. Yhdysvalloissa talous on jo suurelta osin kohdannut suhdannehuippunsa, kun taas Euroopassa ei, minkä vuoksi rahapolitiikan viritysteet eroavat eri puolilla Atlanttia.

EKP ankuroi oman rahapolitiikan viritysteensa pitkälti inflaation, mutta varmasti osin myös talouskasvun suhteen. Parasta niin reaalityaloudelle kuin rahoitusmarkkinoille olisi, mikäli inflaatio saataisiin pidettyä EKP:n tavoitteessa saman aikaisesti, kun talouskasvu olisi positiivista.

Matkan varrella kohti normalisoitua rahapolitiikkaa on varmasti erilaisia töyssyjä edessä. Eläkevakuuttajat ovat kuitenkin hyvin vakavaraisia, minkä johdosta ne kestävästi hyvin ajoittaisia markkinahuiluntoja. Eläkevarat on myös hajautettu hyvin laaja-alaisesti eri sijoituslajeihin ja maanosiin. Tässäkin tilanteessa sanapari "tuottavasti ja turvaavasti" sopii erinomaisesti ohjenuoraksi eläkevakuuttajien sijoitustoiminnalle.