

5.3.2019

Koivurinne Kimmo

## Osakesijoitusten heikko kehitys laski työeläkevaroja

Työeläkejärjestelmän sijoitusvarat supistuivat viime vuonna ensimmäistä kertaa sitten vuoden 2011. Varat pienenivät vuoden 2018 aikana 6,4 miljardilla eurolla ja olivat joulukuun lopussa yhteensä 193,4 miljardia euroa. Erityisesti osakesijoitusten heikko kehitys vuoden lopulla käänsi alkuvuoden aikana kertyneen tuoton miinukselle, mutta myös korkosijoitusten tuotto jäi miinusmerkkiseksi. Vuoden viimeisellä vuosineljänneksellä markkinoilla vallitsi lisääntyneen epävarmuuden tunnelma, minkä johdosta varsinkin listattujen osakesijoitusten arvostukset laskivat voimakkaasti.

*\* Työeläkevakuuttajien tilinpäätöstietojen mukaiset sijoitusvarat olivat 31.12.2018 yhteensä 194,9 miljardia euroa. Tässä analyysissä esitetty sijoitusvarojen kokonaismäärä eroaa tilinpäätöstietojen luvusta. Tietojärjestelmässämme on tapahtunut joidenkin erien virheellinen tilastointiprosessi. Selvitämme virheen syytä. Tästä johtuen analyysissä esitetyt luvut ja prosenttiosuudet eivät ole täsmällisesti oikeita, mutta antavat kuitenkin kuvan suuruusluokasta. (4.6.2019)*

Analyytikko **Kimmo Koivurinteen** analyysi sisältää seuraavat kappaleet:

- Sijoitustuotto vuodelta 2018 nimellisesti -2,4 prosenttia
- Epätavallisen voimakas kurssilasku vuoden lopulla
- Perustiedot sijoitustilastoinnistamme

Eläkerahastojen rooli kasvaa tulevaisuudessa, kun eläkevaroja ja niiden sijoitusten tuottoja tullaan käyttämään yhä enemmän eläkkeiden rahoitukseen. Koko eläkejärjestelmän tasolla maksutulot eivät ole enää viime vuosina riittäneet kattamaan eläkemenoja. Erotus rahoitetaan sijoitusvaroista ja niiden tuotoista.

### 1. Sijoitustuotto vuodelta 2018 nimellisesti -2,4 prosenttia

- Työeläkejärjestelmän sijoitusvarat yhteensä 193,4 EUR mrd.
  - Yksityisen alan sijoitusvarat 121,4 EUR mrd.
  - Julkisen alan sijoitusvarat noin 72,0 EUR mrd.
- Laskua vuoden viimeisen vuosineljänneksen aikana 11,3 EUR mrd.
- Osake- ja osaketyyppiset sijoitukset koko sijoitusomaisuudesta 103,3 EUR mrd., osuus 53,4 %
- Korkosijoitukset 73,2 EUR mrd., osuus 37,8 %
- Kiinteistösijoitukset 16,9 EUR mrd., osuus 8,8 %
- Sijoitustuotto koko vuoden 2018 osalta nimellisesti -2,4 prosenttia ja reaalisesti -3,5 prosenttia

Sijoitusjakauman muutokset omaisuuslajien suhteellisissa osuuksissa olivat vuoden 2018 aikana pieniä. Korkosijoitusten osuus (37,8 %) supistui vuoden aikana yhden prosenttiyksikön. Osakkeiden osuus (53,4 %) kohosi noin kaksi prosenttiyksikköä ja kiinteistösijoitusten osuus (8,8 %) puolisen prosenttia.

vuodentakaisesta. Pidemmällä aikavälillä osakesijoitusten osuus on kasvanut vuodesta 2012 lähtien, kun korkosijoitusten osuus on vastaavasti pienentynyt. Syynä tähän on ollut matala korkotaso, minkä johdosta työeläkevakuuttajat ovat hakeneet tuottoisampia sijoituskohteita muun muassa noteeraamattomista osakkeista, kiinteistöistä, pääomarahastoista sekä vaihtoehtoisista sijoituksista. Tuottojen valossa tämä strategia näyttää pitkällä aikavälillä toimineen hyvin. Viime vuonna kiinteistösijoitusten hyvä tuotto kompensoi tavallista heikompia osaketuottoja [1].

*[1] Kun analyysissä viitataan osake- ja osaketyyppeihin sijoituksiin, tarkoitetaan seuraavia sijoitusluokkia: noteeratut osakkeet (ml. rahastot), hedge-rahastot sekä muut osakesijoitukset, joihin kuuluvat muun muassa pääomasijoitukset ja noteeraamattomat osakesijoitukset.*

Alueelliset sijoitusosuudet eivät juuri muuttuneet kuluneen vuoden aikana. Euroalueelle kohdistuneiden sijoitusten osuus nousi puoli prosenttia ja euroalueen ulkopuolelle kohdistuneiden sijoitusten osuus vajaan prosentin. Suomi-sijoitusten osuus vastaavasti laski reilun prosentin. Vuoden 2018 lopussa sijoitusvaroista noin neljännes kohdistui Suomeen (24,5 %), muualle euroalueelle noin viidennes (19,9 %) ja yli puolet euroalueen ulkopuolisiin maihin (55,6 %). Sijoitusosuuksien muutoksiin vaikuttavat nettovirrat eli ostojen, myyntien ja erääntymisten välinen erotus.

**Vuoden 2018 sijoituslajikohtaiset tuotot** kuuden suurimman toimijan osalta:

- Osakesijoitusten tuotot nimellisesti keskimäärin -4,6 ja reaalisesti -5,7 prosenttia
- Korkosijoitusten vastaavat tuotot keskimäärin -1,1 ja -2,3 prosenttia
- Kiinteistösijoitusten tuotot keskimäärin 5,9 ja 4,7 prosenttia

Eläkesijoitusten tuottojen kehitystä on tarkasteltava pidemmällä aikavälillä - yhden neljänneksen tai vuodenkaan muutoksilla ei ole suurta merkitystä eläkejärjestelmän rahoituksellisen kestävyuden kannalta. Toisaalta toteutuneiden tuottojen perusteella ei myöskään voi ennustaa tulevaisuuden tuottoja. Pitkällä aikavälillä rahastoidut eläkevarat kasvavat viime kädessä talouskasvun ja inflaation mukana. On syytä huomioida, että myös tarkasteluvälin valinnalla on merkitystä.

Toteutuneet tuotot näyttävät pidemmällä aikavälillä vakailta:

- 2014-2018 (5 vuotta): nimellisesti 4,6 ja reaalisesti 4,0 prosenttia
- 2009-2018 (10 vuotta): nimellisesti 6,4 ja reaalisesti 5,1 prosenttia
- 1997-2018 (22 vuotta): nimellisesti 5,6 ja reaalisesti 4,0 prosenttia

Eläketurvakeskuksen pitkän aikavälin ennustelaskelmissaan käyttämä reaalityttö-oletama vuoteen 2025 asti on kolme prosenttia. Siitä eteenpäin tuotto-oletama on 3,5 prosenttia. Jälkimmäisellä tuotto-oletuksella eläkejärjestelmää on tarkasteltu aina vuoteen 2085 asti, jolloin kokonaisuuteen vaikuttavat eniten työllisyyden, syntyvyyden ja nettomaahanmuuton kehitys.

Eläkkeiden rahoitukseen vaikuttavat eläkemaksujen lisäksi rahastoidut sijoitusvarat ja niiden tuotot. Sijoitusvaroihin on myös vuodesta 2014 lähtien vaikuttanut, että rahastoista ja niiden tuotoista on

maksettu eläkkeitä enemmän kuin työeläkemaksuja on rahastoitu. Esimerkiksi vuonna 2017 rahastoihin kerättiin koko eläkealalla eläkemaksuista 2,5 miljardia euroa, mutta maksettaviin eläkkeisiin otettiin 4,3 miljardia. Näin ollen rahastoista ja niiden tuotoista käytettiin eläkkeisiin nettomääräisesti 1,8 miljardia euroa.

Eläkevakuuttajien vakavaraisuus on viime vuoden heikommista sijoitustuotoista huolimatta edelleen vahva. Neljän suurimman työeläkeyhtiön vakavaraisuusaste joulukuun lopussa oli 120,6 ja 127,5 prosentin välillä. Vastaavasti vakavaraisuusaste vaihteli 1,6 ja 2,3 välillä. Vakavaraisuusaste ja -asema laskivat hieman kuluneen vuoden aikana. Pahan päivän varalle tarkoitettujen puskureiden ansiosta eläkevakuuttajat sietävät huonompiakin kausia rahoitusmarkkinoilla.

## 2. Epätavallisen voimakas kurssilasku vuoden lopulla

Vuoden 2018 viimeinen kvartaali käynnistyi kuta kuinkin koko vuoden kurssihuipulta. Lokakuussa epävarmuus voimistui markkinoilla samalla, kun Yhdysvaltojen keskuspankin koronnostot osoittivat ensimmäisiä tehoamisen merkkejä. Osakemarkkinoilla tämä näkyi niin, että viimeisen kvartaalin aikana osakeindeksit laskettelivat yhdessä tuumin kohti kaakkoa ja tuotot keskeisillä markkinoilla näyttivät pitkälle miinusmerkkisiltä.

- Viiden sadan suurimman yhdysvaltalaisyrittäjän kurssikehitystä kuvaava S&P 500 -indeksi laski kolmessa kuukaudessa peräti neljätoista prosenttia.
- Lontoon pörssin sadan suurimman yrityksen FTSE-indeksi putosi yli kymmenen prosenttia ja Saksan DAX-indeksi lähes neljätoista prosenttia.
- Helsingin pörssin suurimpien yritysten kehitystä kuvaava OMXH25-indeksi laski kokonaiset viisitoista prosenttia.
- Tukholman pörssin OMXS30-indeksillä meni vielä heikommin - yli viidentoista prosentin lasku loppuvuoden aikana.

Yhdysvaltojen keskuspankin korkopolitiikka kohtasi kritiikkiä monelta suunnalta, vaikka korkotason normalisointiin tähtäävistä toimista oli tiedotettu hyvissä ajoin ja inflaatio oli ollut tuntuvassa nousussa jo vuodesta 2016 lähtien. Joulukuussa FED ilmoittikin karsivansa koronnostot puoleen tulevana vuonna, mutta markkinoita tarkastellessa vaikutti siltä, että suurimmat vahingot olivat jo ehtineet tapahtua.

Kurssilaskun taustalla oli myös muita epävarmuustekijöitä, joista ei viime vuoden aikana todellakaan ollut pulaa. Loppuvuoden aikana ylivelkaantumisteeman kuuma nimi oli Italia, jonka velkaantumisen ohella huolia aiheuttavat vähäiset investoinnit, heikko työn tuottavuus ja väestön vanheneminen. Italian tilannetta eivät varsinaisesti parantaneet tuoreen populistihallituksen vaalilupaukset, joiden perussävy näyttäisi kasvattavan talouden alijäämää entisestään. Väestötilanne ja erityisesti laskussa ollut syntyvyys ovat todellisia ongelmia Italiassa, missä neljänneksellä naisista ei ole ollenkaan lapsia ja toisella neljänneksellä lapsiluku jää yhteen lapseen. Tämän euroalueen kolmanneksi suurimman

talouden haasteet tarkoittavat tulevaisuudessa ongelmia myös yhteisvaluutta eurolle, mikäli budjet-tikuria ei löydy.

Uutisotsikoista ei myöskään puuttunut kauppapoliittisia jännitteitä. Päällimmäisenä kummittelivat tutut kauppakumppanit Kiina ja USA. Maiden suhde muistuttaa karilla olevaa avioliittoa - erilaisia uhkauksia esitetään - mutta suhteen on jatkuttava, sillä molemmat ovat tiedostavat ettei yksinkään oikein pärjää. Maailmantaloudelle kauppapolitiikan hiekoittuminen on epäsuotuisaa, sillä protektio-nismin lisääntyminen hidastaa globaalia kasvua. Varsinaista myrkkyä protektionismi on viennistä ja vapaakaupasta hengittävälle Suomelle ja tietenkin myös koko EU:lle, jonka viennistä neljännes suun-tautuu Aasiaan.

Edellä mainittujen lisäksi viime vuoden keskeisistä aiheista voitaneen mainita Brexit. Saarivaltion ir-taantuminen unionista tarkoittanee - ei ainakaan suoranaista paluuta kelttiläiskansan vanhaan lois-toon, sillä arvion mukaan kova Brexit aiheuttaa jopa puolen miljoonan työpaikan menetyksen Britan-niassa. Toisten laskelmien mukaan kova Brexit aiheuttaisi myös satojen tuhansien työpaikkojen ka-toamisen maailmalla.

### 3. Perustiedot sijoitustilastoinnistamme

Jäsenyhteisömme hoitavat lakisääteisten työeläkevarojen sijoitustoiminnan. Tilastoinnissa ovat mu-kana työeläkeyhtiöt, eläkesäätiöiden ja -kassojen TyEL -rahastot sekä julkisalojen työeläkevakuutta-jat: Keva, Valtion eläkerahasto (VER), Kelan toimihenkilöiden eläkerahasto, Kirkon eläkerahasto (KER) 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 4,2 miljardia euroa vuoden 2018 lopussa.