



Keinoja yksityisen sektorin työeläkevakuuttajien sijoitustuottojen parantamiseksi

Suvi-Anne Siimes ja Jari Sokka 2024

Sisällysluettelo

1. SELVITYKSEN TAVOITE JA LÄHTÖKOHDAT	2
2. TAUSTAA ERI KEINOJEN ARVIOINNIN TUEKSI	3
2.1 Yksityisten alojen eläkejärjestelmän ominaisuuksista ja erityispiirteistä	3
- Etuusperusteisuus	3
- Rahastointitekniikka	5
- Toiminnallinen hajautus	6
- Rahastonsiirtovelvoite	7
- Rahasto-osuuksien kohdennetut täydennykset	8
- Tasausvastuu	10
2.2 Työeläkevakuuttajien vastuunvelkaa, vakavaraisuutta ja sijoitustoimintaa koskevasta sääntelystä	10
2.3 Sijoitustuottojen parantamisesta riskitasoa nostamatta	11
3. ERI KEINOJEN TARKEMPI KUVAUS JA ARVIOINTI	15
3.1 Työeläkevakuuttajan taseen muodostuminen	15
3.2 Eläkevastuiden joustavoittamiseen perustuvat keinot	16
3.3 Riskitason kasvattaminen vastuiden laskentaa ja täydentämistä muuttamalla	19
3.4 Yhteenveto	23
4. KOKOAVIA NÄKÖKULMIA	29
5. SELVITYKSEN TOIMEKSIANTO	33
6. LÄHDELUETTELO	34

1. Selvityksen tavoite ja lähtökohdat

Tässä selvityksessä käydään läpi mahdollisia keinoja yksityisen sektorin työeläkevakuuttajien sijoitustuottojen parantamiseksi. Asiaa lähestytään siitä näkökulmasta, että työeläkesijoitusten osakepaino voisi nousta nykyisestä. Tarkastelun lähtökohdaksi on otettu se, että osakepainon nostamisella tavoitellaan työeläkejärjestelmän pitkän aikavälin sijoitustuottojen parantamista ja työeläkerahastoinnin vahvistamista, ja edistetään siten työeläkemaksun pitämistä kohtuullisena.

Selvityksessä tarkastellaan eri keinoja yllä kuvattujen tavoitteiden saavuttamiseksi ja kootaan tietoa niiden vahvuuksista ja heikkouksista sekä niiden käytännön toteutettavuuteen liittyvistä näkökohdista. Selvityksessä käydään läpi muun muassa sitä, mihin asti ja kuinka nopeasti kullakin keinolla voitaisiin todennäköisesti päästä työeläkesijoitusten riskitason/osakepainon nostamisessa sekä miten nopeasti eri keinot olisivat otettavissa käyttöön. Lisäksi keinoja tarkastellaan työeläkejärjestelmän hajautetun toimeenpanon säilyttämisen ja siihen mahdollisesti liittyvien haasteiden, sijoitustoiminnan tehokkaan toimeenpanon sekä työeläkemaksuun kohdistuvien vaikutusten näkökulmasta.

Selvityksessä on hyödynnetty työmarkkinakeskusjärjestöjen eläkeneuvotteluryhmälle ja järjestöjen vuoden 2023 loppupuolella perustamalle kaksikantaryhmälle tehtyjen selvitysten antia sekä TyEL-toimijoiden sijoitus- ja riskiosajille tehtyjä eläkevakuuttajakohtaisia haastatteluja. Haastattelut tehtiin syksyn 2023 aikana. Selvityksen teossa on käytetty hyväksi myös muutamia aiemmin ilmestyneitä tutkimuksia ja artikkeleita. Käytetyt lähteet löytyvät toimeksiannon lopusta.

Selvityksessä ei oteta kantaa eri vaihtoehtojen keskinäiseen paremmuusjärjestykseen, vaan arvioidaan eri keinoja mahdollisimman konkreettisesti ja yhdenmukaisesti yllä karkeasti hahmoteltujen kriteerien pohjalta. Arviointia on rikastettu myös eri keinojen ohjaavuuden sekä niiden työeläkemaksun aikauraan kohdistuvien vaikutusten perusteella.

Selvityksessä arvioidaan kursorisesti myös sitä, aiheutuisiko eri malleista tarpeita tehdä tarkistuksia vakavaraisuuden perusteella jaettaviin asiakashyvityksiin.

Selvityksen tekemisessä on otettu annettuna se, että työeläkesijoittamisen riskitason lisäämisellä ja osakepainon kasvattamisella voi olla vaikutuksia työeläkevakuuttajien väliseen kilpailuasetelmaan.

2. Taustaa eri keinojen arvioinnin tueksi

Yksityisen sektorin työeläkevakuuttajien taseen rakenne ja muodostuminen tarjoavat useita mahdollisuuksia parantaa niiden riskinotto- ja riskinkantokykyä. Ennen yksittäisten keinojen tarkempaa tarkastelua luodaan yleiskuva muutamista eri keinojen arvioinnin tueksi tarvittavista yksityisten alojen työeläkejärjestelmän ominaisuuksista ja erityispiirteistä.

2.1 Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän ominaisuuksista ja erityispiirteistä

Suomen ansioon sidottu työeläkejärjestelmä on luonteeltaan etuusperusteinen ja osittain rahastoiva. Sen toimeenpano on uskottu yksityisillä aloilla tehtävän ansiotyön vakuuttamisen osalta useiden keskenään kilpailevien yksityisoikeudellisten työeläkevakuuttajien tehtäväksi.

Etuusperusteisuus

Eri maissa käytössä olevat työeläkejärjestelmät voidaan jakaa kahteen päätyyppiin: etuus- ja maksuperusteisiin malleihin.

Suomen lakisääteinen työeläkejärjestelmä on etuusperusteinen. Siinä vakuutettujen etuudet karttuvat ansioiden perusteella kulloinkin voimassa olevan lainsäädännön mukaisesti. Näin karttuva työeläke on vakuutetun kannalta ennakoitava, elinikäinen ja inflaatiolta suojattu.

Etuusperusteisessa järjestelmässä etuuskien kertymisen perusteet määritellään suhteellisen selkeästi ja yksinkertaisesti etukäteen. Kun ne on määritelty, työeläkkeiden rahoitus järjestetään vastaavasti niin, että kulloistenkin sääntöjen mukaan karttuneet etuudet voidaan aina maksaa lainmukaisina niiden saajille. Rahoituksen luonne on ikään kuin reaktiivinen: riskin kantaa kulloinkin rahoittaja, ei etuuden saaja.

Maksuperusteisen järjestelmän logiikka olisi luonteeltaan toinen. Siinä työnantaja tai muu etuuden rahoittaja maksaisi palkanmaksun yhteydessä jonkin etukäteen sovitun summan – joko kiinteän tai palkkaan suhteutetun – ja tuo summa muodostaisi yhdessä sille ajan myötä saatavien sijoitustuottojen kanssa potin, joka maksettaisiin etuuden saajalle aikanaan jaksotetusti eläkkeenä. Tällaisessa mallissa työntekijä tietäisi koko ajan, myös eläkkeellä ollessaan, paljonko hänen etuuttaan varten on kulloinkin säästössä rahaa. Työantajan maksuun ei vastaavasti sisältyisi mitään epävarmuutta, koska työnantaja ei olisi – ei yksin eikä kollektiivina – millään tavalla vastuussa siitä, miten sen palkanmaksun yhteydessä maksaman maksuperusteisen etuuden arvo kehittyisi nyt tai kaukaisemmassa tulevaisuudessa. Siihen liittyvän riskin kantaisi yksilö itse.

Maksuperusteiseen järjestelmään voidaan liittää joitain yllä kuvattua logiikkaa pehmentäviä ominaisuuksia, mutta sen pohjalogiikka pysyy siitä huolimatta samana: ensin määritellään etuutta varten suoritettava maksu tai summa, sille haetaan tavalla tai toisella sijoitustuottoa markkinoilta ja näin kasaan saatu säästö maksetaan aikanaan jaksotetusti ulos eläkkeenä.

Suomen etuusperusteinen työeläke ei ole luonteeltaan yksilöllinen eikä edes kollektiivinen säästö- vaan vakuutustuote. Se tarjoaa nykymuodossaan ennustettavan, elinikäisen ja inflaatiolta suojatun turvan kolmen eri asian eli pitkäikäisyyden (vanhuuseläke), työkyvyttömyyden (työkyvyttömyyseläke) ja perheenhuoltajan kuoleman varalta (perhe-eläke ja leskeneläke). Koska esimerkiksi työkyvyttömyyteen liittyy merkittävästi satunnaisuutta, sitä vastaavan etuuden rahoituksen hallinta edellyttää koulumatematiikan oppimäärän ylittävää vakuutusmatematiikkaa.

Etuusperusteinen järjestelmä on rahoituksen näkökulmasta lähtökohtaisesti merkittävästi mutkikkaampi kuin maksuperusteinen, koska ennalta määriteltujen etuuksien määriin ja niiden maksamisen ajoittumiseen liittyvä rahavirtojen epävarmuus pitää jollain tavoin hallita.

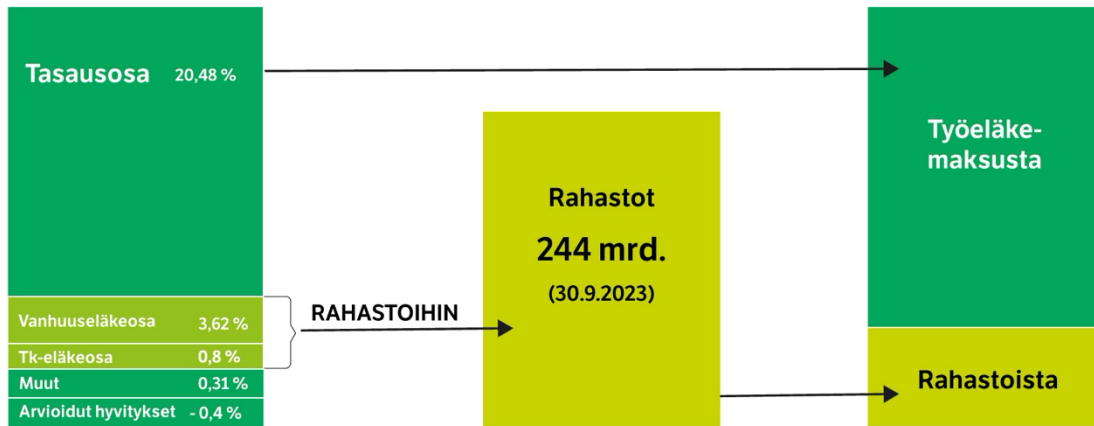
Teknisesti helpoin eläkkeen rahoitustapa on pitäytyminen puhtaassa jakojärjestelmäperiaatteessa. Siinä lain mukaisten etuuksien maksamiseen kulloinkin tarvittava rahamäärä kerätään vuosittain aina sen suuruisena kuin maksaminen edellyttää. Näin jakojärjestelmän rahoitusmekanismi on luonteeltaan pitkälti veron kaltainen. Joissain maissa, esimerkiksi Ranskassa, eläkkeiden rahoitus onkin järjestetty pääosin tällä tekniikalla. Suomessa, kuten useimmissa muissakin länsimaissa, on kuitenkin päätetty tasoittaa etuusmenon vaihtelusta tai kasvusta johtuvaa rahoitustarvetta rahastoinnin avulla. Suomen työeläkejärjestelmässä kaikkia tulevaisuudessa maksettavaksi tulevia etuuksia ei kuitenkaan rahastoida enakkoon, vaan rahastointi on luonteeltaan vain osittaista.

Osittainen rahastointi tarkoittaa sitä, että valtaosa kunakin vuonna maksettavista eläkkeistä rahoitetaan kulloistenkin työnantajien ja työntekijöiden maksamista eläkemaksuista. Tätä jakojärjestelmäperiaatteella rahoitettavaa työeläkejärjestelmän osaa kutsutaan tasaukseksi ja sitä vastaavaa työeläkemaksun osaa vastaavasti maksun tasausosaksi. Osa työstä ansaittuun palkkaan perustuvasta työeläkemaksusta ja sitä vastaan karttuvasta eläkkeestä rahastoidaan puolestaan työeläkevakuuttajien taseisiin vastuuvélkana (vastattavaa) ja sitä vasten varattuina varoina (vastaavaa) pääosin normaalia henkivakuutustekniikkaa soveltaen. Eläkkeiden rahastoiduille osille haetaan ajan kuluessa tuottoa sijoitusmarkkinoilta.

Maksun osat ja eläkkeen osat

TyEL-maksu 2024
keskim. **24,81 %**
(yhtiö)

Maksettava eläke
keskim. **1845 €/kk**
(2022)



Osittaisesta rahastoinnista seuraa järjestelmätasolla ainakin kaksi oleellista asiaa. Ensinnäkin työeläkemaksusta on tullut työeläkevaroilta saatavien sijoitustuottojen ansiosta ajan myötä pysyvästi alempi kuin puhdas jakojärjestelmä vaatisi. Toisekseen osittainen rahastointi vaimentaa sukupolvien välisten kokoerojen vaikutusta työeläkemaksuun puhtaaseen jakojärjestelmään verrattuna.

Koska Suomen lakisääteisten työeläkkeiden rahastointi on vain osittaista, sijoitustuottojen parantamisesta työeläkkeiden rahoitukseen saatava hyöty on koko järjestelmän tasolla mittakaavaltaan määritelmällisesti rajallista. Työeläkevarojen ja niille saatavien sijoitustuottojen merkitys eläkkeiden rahoituksessa on kuitenkin tärkeä. Se on noussut ajan myötä ja kasvaa yhä. Siksi työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan sääntelyn kehittämisen punaisena lankana on jo pitkään ollut kasvattaa hallitun riskinoton mahdollisuuksia.

Rahastointitekniikka

Etuusperusteisen eläkejärjestelmän rahastointi voidaan toteuttaa ainakin kahdella tavalla: puskurirahastointina tai etuuskohtaisena rahastointina.

Puskurirahastointi on Suomessa käytössä julkisen sektorin keskeisissä eläkejärjestelmissä. Niissä rahastoon siirretään vuosittaisen maksutulon ja eläkemenon erotus. Tämän lisäksi rahasto tietenkin kasvaa varoille saatavalla sijoitustuotolla.

Puskurirahaston varoja ei ole korvamerkitty tiettyjen työntekijöiden tiettyihin etuuksiin, vaan niillä voidaan periaatteessa tasata eläkemaksun kulloinkin perittävää määrää varsin vapaasti. Käytännössä maksutason määrittäminen ei kuitenkaan tapahdu Suomen julkisissa eläkejärjestelmissä

yksinomaan eläkejärjestelmän omien intressien pohjalta, vaan mukana voi toisinaan olla myös erilaisia julkiseen talouteen tai julkisen sektorin rahoitukseen liittyviä näkökohtia.

Yksityisalojen eläkejärjestelmässä rahastojen karttuminen ja purkaminen tapahtuvat etuuskohtaisena rahastointina yksilötasolla. Tämä vakuutustoiminnan peruseriaatteita noudattava menettely johtaa huomattavasti kollektiivista puskurirahastoa monimutkaisempaan laskennalliseen kokonaisuuteen. Samalla sen mukainen yksilötasolla tapahtuva etuuskohtainen rahastointi kuitenkin vähentää mahdollisuuksia puuttua työeläkevaroihin esimerkiksi niitä poliittisista syistä konfiskoimaan pyrkivillä tavoilla. Työeläkevarojen käyttöä muuhun kuin nykyisten ja tulevien eläkkeiden rahoittamiseen suojaa osaltaan myös se, että rahastot ovat useiden eri yksityisoikeudellisten toimijoiden taseissa.

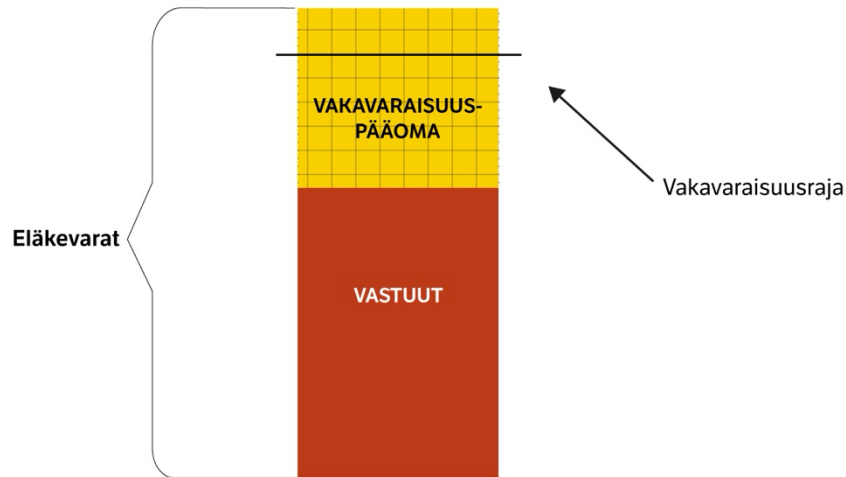
Toiminnallinen hajautus

Yksityisalojen työeläkejärjestelmää hoitaa useampi yksityisoikeudellinen työeläkevakuuttaja. Tätä järjestelmän ominaisuutta kutsutaan toiminnalliseksi hajautukseksi. Se tuo työeläkejärjestelmän rahoitukseen joitakin sitä monimutkaistavia piirteitä, samoin kuin se, että yksityisen sektorin työeläkevakuuttajat kilpailevat keskenään työnantaja-asiakkaista.

Koska TyEL-järjestelmän rahoitusvastuu on hajautettu rahasto-osuuksien osalta (ei siis jakojärjestelmäosuuden osalta) useille eri työeläkevakuuttajille, niille annettua toimintavapautta pitää säädellä. Jos työeläketoimijat voisivat sijoittaa niiden hallussa olevia rahastoituja varoja täysin vapaasti, ajan kuluessa tapahtuisi melko varmasti silloin tällöin konkurssreja liiallisen riskinoton vuoksi. Niistä syntyisi lisärahoitustarpeita työeläkejärjestelmälle.

Tätä konkurssiriskiä on haluttu pienentää sillä, että jokaisen yksityisten alojen työeläkevakuuttajan tulee täyttää laissa määritellyt vakavaraisuusvaatimukset. Ne edellyttävät, että jokaisen yksittäisen toimijan vakavaraisuuden tulee ylittää koko ajan sen oman sijoitussalkun riskillisyyden perusteella – ja varsin monimutkaisella kaavalla – laskettu vakavaraisuusraja. Yksittäisen työeläkevakuuttajan eläkevastuiden määrän ylittävää omaisuutta taas sanotaan vakavaraisuuspääomaksi.

$$\text{Eläkevarat} = \text{vastuut} + \text{vakavaraisuuspääoma}$$



Vakavaraisuuspääoman suuruudella – tarkemmin sanottuna sen suhteella vakuuttajan taseessa olevan eläkevastuun määrään – on puolestaan yhteys rahastonsiirtovelvoitteeseen.

Rahastonsiirtovelvoite eli tuottovaatimus

Jotta yksittäisen työntekijän etuutta varten kerätyt rahasto-osuudet eivät olisi riippuvaisia siitä, minkä vakuuttajan taseessa ne kulloinkin ovat, niiden kehittymistä ohjataan eläkevastuiden rahasto-osuuksille laissa ja laskuperusteissa määritellyn rahastonsiirtovelvoitteen avulla.

Rahastonsiirtovelvoitetta kutsutaan yleisemmin tuottovaatimukseksi. Sen tarkoituksena on säilyttää rahasto-osuuksien arvo kohtuullisella tasolla niiden rahastointihetkestä eläkeikaan asti. Koska tämä aikaväli saattaa olla hyvinkin pitkä, rahasto-osuuksien merkitys lopullisen etuuden rahoittamisessa jäisi ilman niille hyvitetävää tuottoa hyvin vähäiseksi.

Ajatuksellisesti helpoin ratkaisu tuottovaatimukseksi olisi pelkkä kiinteä korko. Sen käytöstä voisi kuitenkin seurata epätoivottavia ilmiöitä.

Yksittäisten työeläkevakuuttajien olisi helppo saavuttaa kiinteän koron rahastojen täydentämiselle asettama vaade aina silloin, kun sijoitusmarkkinat kehittyisivät erityisen suotuisasti. Sen lisäksi tuottoja jäisi vielä reippaasti ylikin. Puhtaassa kapitalismissa vakavaraisuustarpeen ylittävä tuotto jaettaisiin kokonaan omistajille eli tässä tapauksessa vakuutuksenottajina toimiville työnantajille. Tällainen ratkaisu olisi kuitenkin lyhytnäköinen, koska kiinteän koron saaminen sijoitustuottoina voi olla heti seuraavana vuonna paljon vaikeampaa tai jopa mahdotonta.

Suomalaisissa työeläkkeissä on kyse lakiin perustuvasta sosiaaliturvajärjestelmästä. Siksi mahdollisimman suuri osa rahastoiduille varoille kunakin vuonna saatavista sijoitustuotoista on

haluttu pitää lakien ja muiden säädösten avulla tukemassa järjestelmän rahoitusta. Samoin yksittäisten vuosien hyvien tuottojen poismaksamista on rajoitettu lainsäädännöllä.

TyEL-järjestelmän rahasto-osuuksia koskeva tuottovaatimus muodostuu kolmesta osasta: kiinteästä korosta (3 %), täydennyskertoimesta ja OLV-tuotosta. Näistä *kiinteä korko* toimii rahasto-osuuksien eräänlaisena arvonsäilyttäjänä yleisten korkoutusperiaatteiden tapaan.

Täydennyskerroin on luonteeltaan monimutkaisempi. Sen suuruus riippuu kaikkien työeläkevakuuttajien keskimääräisestä vakavaraisuusasteesta. Mitä korkeampi työeläkevakuuttajien keskimääräinen vakavaraisuus on, sitä enemmän varoja tulee siirtää vakavaraisuuspääomasta rahasto-osuuksien korottamiseen.

Vuoteen 2022 asti täydennyskerroin ei voinut olla arvoltaan negatiivinen. Nykyisin se voi saada myös negatiivisia arvoja, periaatteessa rajoituksetta. Tämä tarkoittaa, että jos työeläkevakuuttajien keskimääräinen vakavaraisuus alenee voimakkaasti sijoitusmarkkinoiden epäsuotuisan kehityksen takia, eläkkeiden rahasto-osuuksia voidaan ääritapauksessa jopa pienentää.

Täydennyskertoimen aiempaa suuremmalla joustavuudella pyritään siihen, että työeläkevakuuttajat eivät joutuisi myymään markkinoiden stressitilanteissa osakesijoituksiaan matalilla hinnoilla tuottovaatimuksen täyttämisen takia, vaan ne voisivat pitää osakkeet salkussaan markkinoiden stressitilanteen yli – ja jopa ostaa lisää osakkeita edullisilla hinnoilla.

Myös tuottovaatimuksen kolmas osa eli *OLV-tuotto* mukauttaa tuottovaatimusta suhteessa osakemarkkinoiden vaihteluihin. Koko konsepti eli ”osaketuottosidonnainen lisävuokutusvastuu” kehitettiin parikymmentä vuotta sitten nimenomaisesti parantamaan työeläkevakuuttajien mahdollisuuksia lisätä osakesijoitusten osuutta ja pitkän aikavälin sijoitustuottoja. OLV-tuotto on täydennyskertoimen lailla arvoltaan muuttuva.

OLV-tuoton käyttöönotto siirsi osan yksittäisen työeläkevakuuttajan osakeriskistä tavallaan vakuuttajien yhteiselle vastuulle. Laskennallisia menettelyjä hiukan oikoen OLV-tuotto on nykyisin 20 prosenttia työeläkevakuuttajien kehittyneiltä osakemarkkinoilta saamasta keskimääräisestä tuotosta. Tuotto voi olla myös negatiivinen. Mahdollinen negatiivinen OLV-tuotto pienentää eläkevastuuta ja helpottaa siten vakavaraisuusvaatimusten täyttämistä.

OLV-tuotto siirretään työeläkevakuuttajien taseissa olevaan puskuriin eli osaketuottosidonnaiseen lisävuokutusvastuuseen, josta se siirtyy edelleen tietyin rajoituksin rahasto-osuuksien täydennykseksi ns. iv4-korotuksena. Koska OLV-tuotto voi olla myös negatiivinen, varsinaisen OLV-vastuuerän koko on rajattu enimmillään -20 prosenttiin vastuuvälästä. Kukin työeläkevakuuttaja kattaa mahdollisen vajauksen omalla vakavaraisuuspääomallaan.

Rahasto-osuuksien kohdennetut täydennykset

Rahasto-osuuksia täydennetään työeläkejärjestelmässä useiden eri tekijöiden perusteella. Täydennykset tehdään niin sanottuina iv-korotuksina.

Edellä kuvatun OLV-mekanismin osalta tehdään iv4-korotus. Vastaavasti täydennyskertoimen perusteella tehdään iv1-korotus. Niin sanottu iv2-korotus on puolestaan varattu ad hoc -tyyppisille päätösperäisille erityiskorotuksille. Sellaisen tekemisestä sovittiin viimeksi työmarkkinakeskusjärjestöjen vuonna 2014 solmimassa eläkesopimuksessa. Siinä päätettiin täydentää vanhuuseläkerahastoja tasausvastuusta iv2-korotuksina vuonna 2017.

Täydennyksen määräksi sovittiin tuolloin 0,4 prosenttia TyEL-palkoista. Tämän lisäksi sopimukseen kirjattiin, että ”vanhuuseläkerahastointia täydennetään myös vuonna 2018. Tasausvastuusta tehtävän täydennyksen määrä on 1,5 prosenttia TyEL-palkoista, ellei jäljempänä mainitussa jatkovalmistelussa muuta sovita”. Kyseiset korotukset tehtiin iv2-korotuksina. Sen sijaan vuoden 2014 sopimukseen niin ikään kuuluneen tekstin mukaisia lisätäydennyksiä ei kuitenkaan enää tehty vuoden 2018 jälkeen, vaikka sopimuksessa luki: ”Edellä mainittujen täydennysten lisäksi tasausvastuusta tehdään samoin periaatteen lisärahastointia ajanjaksolla 2021–2025. Rahastotäydennysten määrästä päätetään vuotuisissa maksuneuvotteluissa.”.

Vuoden 2014 eläkesopimuksen pohjalta toteutettuun vuoden 2017 eläkeuudistukseen liittyi myös siirtymäajan järjestely, jossa 52–63-vuotiaat maksavat korkeampaa työntekijän eläkemaksua ja kartuttavat eläkettä vuosittain muita enemmän vuoden 2025 loppuun asti. Tämän järjestelyn mukainen kohdennettu rahastointi toteutetaan ns. iv3-korotuksina.

Kaikkien edellä kuvattujen iv-korotusten tarkoitus on hyvä: kasvattaa työntekijäkohtaisia rahasto-osuuksia eli vahvistaa eläkkeiden rahastointia. Samalla nekin tuovat jonkinlaista monimutkaisuutta yksityisten alojen rahoitustekniikkaan. Monimutkaisuus liittyy siihen, että kun yksittäinen työntekijä jää eläkkeelle, osa hänen eläkkeensä maksuun vaadittavista varoista puretaan vastaavasta rahasto-osuudesta. Tästä seuraa, että yksittäisen työeläkevakuuttajan taseessa olevien rahastojen purkautumisvauhti riippuu kahdesta seikasta: yhtäältä siitä, miten sen vakuuttamia työntekijöitä jää eläkkeelle, ja toisaalta siitä, miten eri rahasto-osuuksia on korotettu yllä kuvatuilla iv-korotuksilla. iv-korotuksia ei nimittäin ole tehty tasaisesti kaikkien ikäluokkien rahasto-osuuksiin, vaan ne on tähän mennessä kohdennettu vain yli 55-vuotiaiden osuuksiin. Tämä yli 55-vuotiaiden ”suosiminen” on johtunut siitä, että työeläkejärjestelmän lähiajan kokonaismaksutasoa on haluttu pitää matalana.

Mikäli iv-korotukset tehtäisiin nykykäytännöstä poiketen vuosittain aina kaikkien ikäluokkien rahasto-osuuksiin, rahastojen purkautumisvauhti hidastuisi merkittävästi nykyiseen verrattuna. Tällöin eläkkeiden maksamiseen ei siirtyisi enää yhtä paljon varoja eläkerahastoista, ja siihen liittyvä rahoitustarve jouduttaisiin kattamaan korottamalla työeläkejärjestelmän rahastoimattomaan osaan kuuluvaa jakojärjestelmämaksua eli työeläkemaksun tasausosaa. Tämä nostaisi lähivuosien kokonaismaksutasoa.

Toisaalta iv-korotusten kohdentamisella myös nuorempiin ikäluokkiin olisi juuri tästä syystä sukupolvitarkastelussa positiivinen vaikutus, sillä rahastojen purkautumisen siirtyminen myöhemmäksi pienentäisi vastaavasti jakojärjestelmämaksun osuutta tulevaisuudessa. Sen kääntöpuolena on kuitenkin edellä kuvattu lähiajan maksutasoon kohdistuva nousupaine.

Tasausvastuu

Myös työeläkkeiden rahoitukseen liittyvän jakojärjestelmäosuuden hoitaminen on hajautettu osittaisen rahastoinnin tapaan useiden yksittäisten työeläkevakuuttajien hoidettavaksi.

Kuten edellä todettiin, esimerkiksi työkyvyttömyyseläkkeiden alkamiseen ja määrään liittyy epävarmuutta. Tämän epävarmuuden puskuroimiseksi tarvitaan usean toimijan mallissa menettely, joka poistaa vakuuttajakohtaiset vaihtelut siltä osin kuin ne kuuluvat jakojärjestelmän rahoitettaviksi. Tällaisena puskurina toimii eläkejärjestelmän tasausvastuu. Sen kautta hoidetaan yhteisesti rahoitettavien (eli siis yksittäisten työeläkevakuuttajien vastuulle kuulumattomien) eläkkeen osien kustannusvastuun jakaminen sekä muutamia muita erilaisiin satunnaisvaihteluihin liittyviä seikkoja.

Myös edellä kuvatulla OLV-mekanismilla on eräitä vakuuttajakohtaiseen tasoittamiseen liittyviä, tasausvastuun kautta hoidettavia piirteitä.

Tasausvastuuta koskevan järjestelyn ytimessä on Eläketurvakeskus. Se hoitaa tasausvastuun ylläpitämisessä tarvittavaa, melko raskasta laskentakoneistoa, jota kutsutaan kustannustenjaoksi. Vaikka jakojärjestelmä muodostaakin yhden teknisen monimutkaisuuden lähteen, sen mekanismeja ei tarvitse työeläkkeiden rahoitukseen liittyvien haasteiden näkökulmasta yleensä merkittävästi muuttaa. Sen sijaan paine kohdistuu useimmin rahastoinnin mekanismeihin.

2.2 Työeläkevakuuttajien vastuuelkaa, vakavaraisuutta ja sijoitustoimintaa koskevasta sääntelystä

Jokaisen työeläkevakuuttajan tulee sijoittaa taseessaan olevaa vastuuelkaa vastaavat varat turvaavasti ja tuottavasti sijoitusmarkkinoille. Koska sijoitettujen varojen tuotto vaihtelee markkinoiden kulloisenkin kehityksen mukaan, rahastoja täydennetään rahastoonsiirtovelvoitteen mukaisesti.

Kuten edellä jo todettiin, rahastoonsiirtovelvoitteeseen sisältyvä rahastokorko on arvoltaan kiinteä. Se on ikään kuin peruskorotus, joka tehdään kaikkiin eläkevastuisiin kaikissa olosuhteissa. Rahastoonsiirtovelvoitteen kaksi muuta osaa – täydennyskerroin ja OLV – ovat arvoltaan muuttuvia. Niiden kautta tehdään edellä tarkemmin kuvattuja kohdennettuja täydennyksiä vanhuuseläkevastuisiin. Ne antavat tuottovaatimukseen sijoitusmarkkinoiden tilasta riippuvaista joustoa ja mahdollistavat siten osaltaan työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan liittyvää riskinottoa.

Koska vastuuelka pitää aina kattaa, yksittäisillä työeläkevakuuttajilla pitää olla vastuuelan kulloisenkin määrän ylittävää pääomaa sijoitustoimintansa riskien kattamiseen. Tätä työeläkevakuuttajan taseen osaa kutsutaan vakavaraisuuspääomaksi. Sen vähimmäis- ja tavoitemäärät on määrätty lainsäädännössä, samoin vastuuelan laskentatapa sekä se, miten vastuuelan tuottovaatimus määritellään.

Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätely liittyy monilta osin nimenomaan järjestelmän toiminnalliseen hajauttamiseen eli siihen, että lakisääteinen työeläkevakuutus on ollut järjestelmän alusta lukien yksityisoikeudellisten eläkelaitosten hoitamaa toimintaa.

Vakavaraisuussäätelyn tavoitteena on yhtäältä työeläkevarojen riittävyyden turvaaminen ja toisaalta riittävän sijoitustoimintaan liittyvän riskinoton mahdollistaminen työeläkevaroilta saatavien tuottojen kasvattamiseksi.

Sijoitustoiminnan säätely vaikuttaa osaltaan työeläkesijoitusten tuottoihin, ja se heijastuu siten välillisesti myös työeläkemaksun tasoon. Koska työeläkevakuuttajat ovat työeläkevarojen nykyisen, varsin suuren määrän takia huomattavan suuria sijoittajia, niiden sijoitustoiminnan säätely ja sen muutokset vaikuttavat välillisesti myös Suomen pääoma- ja kiinteistömarkkinoiden tilaan ja toimintaan. Siksi säätelyn kehittämiseen kohdistuu toisinaan myös muista kuin työeläkkeiden rahoituksen vahvistamistarpeesta nousevia paineita ja vaatimuksia.

Pitkän aikavälin sijoitustuottoja voidaan lisätä periaatteessa kahdella tavalla: sijoitustoimintaan liittyvää riskinottoa kasvattamalla tai tehostamalla sijoitustoimintaa riskitasoa nostamalla.

Työeläkesijoittamisen säätelyn pitkä linja on ollut keinojen luominen nimenomaan työeläkevakuuttajien riskinotto- ja riskinkantokyvyn vahvistamiseen. Myös tämän selvityksen pääpaino on yksityisen sektorin työeläkevakuuttajien riskinoton lisäämiseen liittyvien keinojen tarkastelussa. Kokonaiskuvan hahmottamiseksi selvityksessä tutkittiin myös niitä mahdollisuuksia ja rajoituksia, joita sisältyy keinoihin parantaa sijoitustuottoja riskitasoa nostamalla.

2.3 Sijoitustuottojen parantamisesta riskitasoa nostamalla

Riskiin suhteutettuja tuottoja voidaan periaatteessa parantaa myös tehostamalla sijoitustoimintaa riskitasoa nostamalla. Silloin täytyy joko nostaa itse tuottotasoa tai alentaa tuottojen hankkimisesta aiheutuvia kuluja.

Tuottojen nostaminen riskiä kasvattamalla on mahdollista vain parantamalla sijoitusallokaation tehokkuutta tai kasvattamalla yksittäisten sijoituslajien tuottoja.

Sijoitusallokaation tehokkuuden parantamisella tarkoitetaan *sijoitusluokkien valintaa niin, että salkun kokonaisriski säilyy entisellä tasolla*. Käytännössä voitaisiin vaikkapa korvata jonkin maantieteellisen alueen osakesijoituksia riskiltään vastaavan toisen alueen osakkeilla, mikäli tuotto-odotus jälkimmäisessä olisi parempi tai korrelaatio muun sijoitussalkun kanssa olisi edullisempi (jolloin hajautus tehostuisi).

Konkreettinen esimerkiksi tästä keinosta on vaikkapa se, että suomalaisten osakkeiden suurta painoa vähennettäisiin sijoittamalla niiden sijasta kehittyvien markkinoiden osakkeisiin, joiden tuotto-odotus on pitkällä aikavälillä yleensä Suomen kaltaisia kehittyneitä markkinoita parempi. Näin mahdollisesti syntyvää lisäriskiä (suhteessa Suomen osakemarkkinoihin) voitaisiin hallita hajauttamalla sijoitukset kehittyvien markkinoiden eri alueille. Keino ei kuitenkaan ole itsestään selvästi tehokas, koska työeläkevakuuttajien salkut ovat jo nyt melko hyvin hajautettuja – lukuun ottamatta niiden erittäin selvää Suomi-osakkeiden ylipainoa.

Toinen keino lisätä tuotto-odotusta riskiä kasvattamatta on *nostaa yksittäisten omaisuuslajien tuotto-odotusta muuttamatta allokaatiota*. Tällä tarkoitetaan yksinkertaisimmillaan esimerkiksi sitä, että osakevalinnoissa onnistuttaisiin paremmin kuin nyt.

Työeläkevakuuttajat ovat erittäin suuria sijoittajia ja ne käyttävät runsaasti ulkopuolisia omaisuudenhoitajia. Niiden tulisi siis kyetä valitsemaan osakkeet vielä nykyistäkin paremmin. Sijoitustoiminnan tehostaminen tällä tavoin on melko epätodennäköistä. Jos sama tuotto olisi kuitenkin saatavissa esimerkiksi hyödyntämällä nykyistä enemmän indeksisijoittamista suoran osakesijoittamisen asemasta, sen myötä aleneva kulutaso voisi johtaa nykyistä parempaan omaisuuslajikohtaiseen kokonaistuottoon.

Myös *erilaisten laskennallisten mallien käyttö sijoitussalkun optimoinnissa* on periaatteessa mahdollista. Malleihin liittyy kuitenkin aina lukuisia valintoja niiden parametreista, jotka joudutaan arvioimaan usein melko karkeilla menettelyillä. Siksi erilaiset optimointimallit toimivat parhaimmillaan lähinnä suuntaa antavina apuvälineinä. Sijoitusmarkkinoiden käyttäytyminen ei ole ennustettavissa. Siksi on mahdollista, että syntyy pitkiäkin ajanjaksoja, joissa käytetyn optimointimallin oletukset eivät päde. Hyöty mallin kurinalaisestakin soveltamisesta voi jäädä heikoksi.

Suomalaisten työeläkevakuuttajien salkut ovat nykymuodossaan jo hyvin hajautettuja ja siten melko lähellä teorian mukaista nykyisen riskinottoa rajaavan säännösten sallimaa optimia. Yksittäisten sijoituslajien tuottojen parantaminen on silti ainakin teorian valossa mahdollista. Yksi tapa on edellä kuvattu osakesijoitusten maantieteellisen hajautuksen lisääminen.

Suomalaisten työeläkevakuuttajien osakesijoitukset Suomeen ovat moninkertaiset verrattuna suomalaisten yritysten osuuteen maailman osakemarkkinoista. Tätä poikkeamaa perustellaan monesti kotimaisiin yhtiöihin kohdistuvalla informaatioedulla. Perustelu ei kuitenkaan ole täysin pätevä, koska ainakin suomalaisten suuryritysten kurssikehitys määrittyy suurelta osin ulkomaisten sijoittajien markkinakäyttäytymisen perusteella. Työeläkesijoitusten suuressa Suomi-painossa on siksi todennäköisesti kyse enemmän esimerkiksi pitkästä perinteestä, kotimarkkinan tuttuudesta ja siitä, että työeläkevakuuttajiin kohdistuu – ja on aina kohdistunut – yhteiskunnallista painetta toimia suomalaisen elinkeinoelämän suurina ja vakaina omistajina.

Ottamatta kantaa työeläkesijoitusten suuresta Suomi-painosta mahdollisesti syntyviin yhteiskunnallisiin hyötyihin voidaan todeta, että hajauttamalla sijoitussalkut maantieteellisesti nykyistä laajemmin työeläkesijoitusten tuottotasoa pystyttäisiin nostamaan riskitasoa muuttamatta. Tämä seikka on tullut esiin myös Suomen työeläkejärjestelmää koskeneessa kansainvälisessä arviossa (Ambachtsheer 2013).

Myös *tuottojen hankkimisesta aiheutuvien kulujen alentaminen* on mahdollista. Tehostamispotentiaalia on mitä ilmeisemmin olemassa, sillä suomalaisen työeläkejärjestelmän vuotuiset sijoituskulut – sisältäen erilaisten rahastojen sijoitetuista pääomista perimät palkkiot – ovat Finanssivalvonnan eri vuosina tekemien selvitysten mukaan noin prosentin verran sijoitusten kokonaismäärästä. Valtaosa näistä kuluista muodostuu pääoma- ja hedgerahastojen palkkioista.

Fakta: Sijoituskulut

Finanssivalvonta seuraa työeläkevakuuttajien sijoituskuluja.

Vuonna 2020 työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan kulut olivat 1,8 miljardia euroa eli 0,9 prosenttia suhteessa sitoutuneisiin pääomiin.

Sijoituskulut olivat nousseet hieman vuodesta 2017. Silloin työeläkevakuuttajien sijoituskulut olivat noin 1,6 miljardia euroa eli 0,8 prosenttia pääomasta.

Nykyään yli puolet sijoitusvarallisuudesta hoidetaan ulkoisten varainhoitajien avulla.

Pääomasijoitukset ja vaihtoehtoiset sijoitukset aiheuttavat noin kaksi kolmasosaa kaikista sijoituskuluista.

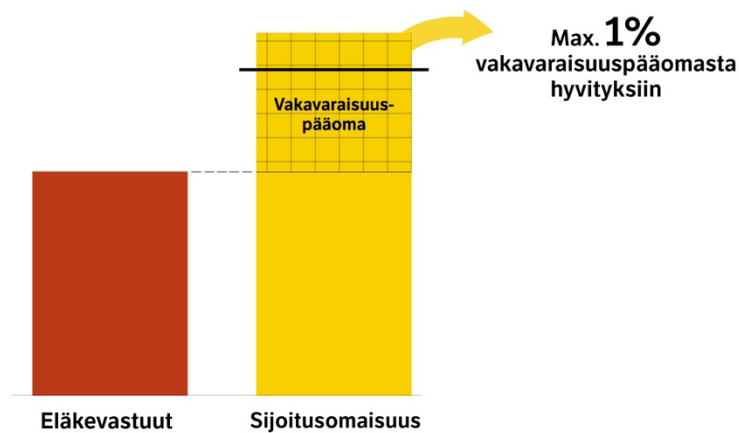
Ulkoisten sijoitusten kulutaso on laskenut hieman. Finanssivalvonnan kuluselvitysten perusteella ei ole voitu päätellä, että korkeammat kulut johtaisivat heikompaan nettotuottoon. Esimerkiksi pääomasijoitusten korkeaa kulutasoa on kompensoinut hyvä tuottotaso.

Sijoituskulujen kasvua selittää

- Eläkevarojen määrän kasvu (kokonaiskulut)
- Aiempaa suurempi ulkoisten varainhoitajien käyttö (kulutaso)
- Listaamattomien sijoitusten (esim. pääomasijoitusten ja hedgerahastojen) suhteellisen osuuden kasvu
- Finanssikriisin jälkeisen alhaisen korkotason alentamat korkosijoitusten tuotto-odotukset
- Tuottojen turvaamiseksi korkosijoituksia korvattiin raskaamman kulurakenteen omaisuuslajeilla.

Pääomarahastojen korkeat palkkiot ovat sinällään jossain määrin perusteltavissa, koska myös niiden odotettu tuotto on korkea. Sen sijaan hedgerahastojen rooli on eläkesijoittajille todennäköisesti enemmän tuottoja vakauttava kuin niitä suoranaisesti nostava. Riskinhallintavälineiksi hedgerahastot ovat kuitenkin varsin kalliita.

Nykysäännösten mukaan työeläkeyhtiö voi maksaa vuosittain asiakashyvityksinä enintään yhden prosentin vakavaraisuuspääomastaan. Aikaisempien säädösten mukaan hyvityksiä voitiin maksaa myös hoitokustannuksia varten perittyjen työeläkemaksun osien ja todellisten hoitokulujen erotuksesta. Tämä mahdollisuus poistui siirryttäessä yhtiökohtaisiin hoitokuluperusteisiin. Asiakkaiden näkökulmasta työeläkeyhtiöiden hyvitystasot ovat nyt aikaisempaa matalammat, mutta vastaavasti maksutasoa alentaa se, että hoitokulumaksun määrä on yhtiökohtaisiin perusteisiin siirtymisen jälkeen selvästi aikaisempaa alempi. Hyvitysten määräytyminen pelkästään vakavaraisuuden perusteella vaikuttaa kuitenkin jossain määrin siihen, miten työeläkeyhtiöt ottavat sijoitusriskiä.



Jos yhtiön vakavaraisuus riskinoton seurauksena heikkenee, myös sen kilpailuasema voi kärsiä. Lisäksi uhkana on, että yhtiö saattaa riskin lisäämisen seurauksena helpommin alittaa vakavaraisuusrajan, jolloin hyvityksiä ei saa maksaa lainkaan.

Työeläkeyhtiöiden välisessä, luonteeltaan varsin säädellyssä kilpailussa on eri suuntiin vaikuttavia tekijöitä. Yhtäältä sijoitustuottojen tulisi olla kilpailijoita paremmat. Toisaalta sijoitusten riskitasoa suhteessa vakavaraisuusrajaan ei haluta nostaa niin korkealle kuin työeläkejärjestelmä kokonaisuudessaan kestäisi, koska rajan hetkellisestäkin alittamisesta seuraa toimijalle hyvityskielto ja sen seurauksena mainehaittaa. Siksi sääntelyn nykytila vaikuttaa suosivan jonkin verran niitä yhtiöitä, joiden vakavaraisuus on valmiiksi muita korkeampi. Näin on siksi, että ne voivat hieman turvaavamminkin sijoittamalla säilyttää kilpailuasemansa.

Työeläkevakuuttajien sijoituskuluja olisi todennäköisesti mahdollista alentaa ainakin jonkin verran nykyisestä vähentämällä hedgerahastojen käyttöä. Hedgerahastojen tavoitteena on tuottaa tasaista tuottoa markkinaheilahteluista riippumattomalla tavalla. Hedgerahastosijoitukset ovat hyvin kalliita. Niistä omaisuudenhoitajille tyypillisesti maksettavat vuosipalkkiot ovat minimissään 2 prosenttia sijoitetusta pääomasta, usein selvästi enemmän.

Mahdollisuus sijoituskulujen pienentämiseen liittyy siihen, että hedgerahastoille ei ole työeläkejärjestelmässä sen pitkän aikavälin erinomaisen riskinkantokyvyn vuoksi selkeää *järjestelmätason* tarvetta. Tuottoa voitaisiin järjestelmätasolla hakea suoraan hedgerahastoja halvemmista instrumenteista kuten osakkeista. Hedgerahastojen käytölle löytynee kuitenkin perusteltuja syitä *yhtiökohtaisen riskitason hallinnasta* ja kilpailuaseman turvaamisesta. Yksittäisen työeläkeyhtiön näkökulmasta hedgerahastot puoltavat paikkaansa vakavaraisuuden hallintavälineenä sijoitusallokaatiossa.

Keinoja sijoitustuottojen parantamiseen riskitasoon koskematta siis on, mutta niihin liittyy paljon eri tahojen keskenään ristiriitaisia intressejä. Siksi tarjolla ei ole helppoa tietä kohti parempia tuottoja

ilman lisäriskiä. Selvityksen loppuosassa keskitytään siksi tarkemmin siihen, millaisilla keinoilla eläkesijoitusten riskitasoa – ja samalla niiden tuotto-odotusta – voitaisiin nostaa.

3. Eri keinojen tarkempi kuvaus ja arviointi

Työeläkevakuuttajien taseiden rakenne ja muodostuminen tarjoavat useita mahdollisuuksia parantaa työeläkevakuuttajien riskinotto- ja kantokykyä. Riskinoton lisääminen voidaan toteuttaa periaatteessa kahdella tavalla: joko *muuttamalla vastuuvelan tuottovaatimusta* tai *keventämällä vakavaraisuusvaatimuksia* – tai jollain näiden yhdistelmällä.

Kolmas tapa olisi yksinkertaisesti *lisätä vakavaraisuuspääomia tekemättä muita muutoksia*. Tämä vaihtoehto edellyttäisi joko tätä tarkoitusta varten tehtävää maksunkorotusta tai työeläkevakuuttajien ulkopuolelta käsin tapahtuvaa pääomittamista.

3.1 Työeläkevakuuttajan taseen muodostuminen

Ennen eri keinojen tarkempaa esittelyä käydään vielä hieman lisää läpi työeläkevakuuttajien taseiden rakennetta ja muodostumista.

Työeläkevakuuttajan varallisuus on tyypiltään vakuutusvarallisuutta. Se on tietyllä laissa säännellyllä tavalla muodostunut varallisuuserä, joka on tarkoitettu kattamaan eläkkeiden maksua pitkällä aikavälillä tietyllä määrämuotoisella tavalla.

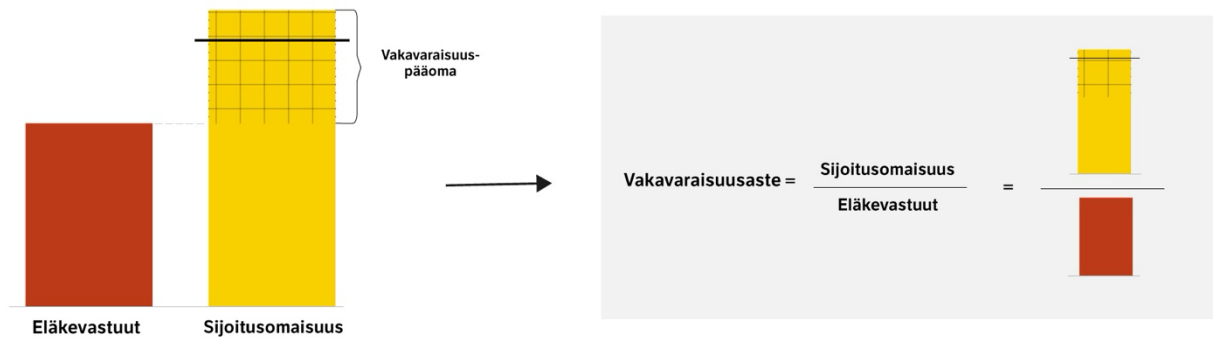
Työntekijän ollessa työssä hän ja työnantaja maksavat työntekijän palkkaan perustuvia työeläkemaksuja. Niistä karttuu työntekijälle eläkettä kulloinkin voimassa olevan lainsäädännön mukaisesti. Vastaavasti kyseisen työntekijän vakuuttaneen työeläkevakuuttajan taseeseen kertyy eläkevastuuta eli ”vastuuvalkaa” sekä sitä vastaan varattua pääomaa.

Yksityisen sektorin työeläkejärjestelmässä kukin eläkevakuuttaja huolehtii itse siitä, että sillä on riittävät varat sen vastuulla olevien eläkkeen osien maksamista varten. Yksittäisen työeläkevakuuttajan hallussa oleva pääoma on sijoitettu pääosin sijoitusmarkkinoille.

Työeläkevakuuttajan sijoitusten arvo vaihtelee kulloisenkin markkinakehityksen mukaisesti. Samaan aikaan sen nykyisiin ja tuleviin eläkkeisiin liittyvän eläkevastuun määrä riippuu siihen kohdistuvan rahastoosiirtovelvoitteen eli tuottovaatimuksen nykysääntöjen mukaisen muodostumistavan takia vain osittain sijoitusmarkkinoiden tilasta. Tämän vuoksi voi syntyä tilanne, jossa yksittäisen työeläkevakuuttajan taseessa olevaa eläkevastuuta varten rahastoidut varat eivät riittäisikään sillä hetkellä kattamaan tästä vastuusta suoriutumista. Tällaisen tilanteen välttämiseksi eläkevakuuttajalla tulee aina olla pääomaa enemmän kuin sillä on vastuita. Tätä varojen ja eläkevastuun erotusta kutsutaan vakavaraisuuspääomaksi.

Vakavaraisuuspääoman määrää säädellään laissa ja asetuksissa määritellyillä vaateilla, jotka riippuvat siitä, kuinka riskipitoisia sijoituksia työeläkevakuuttajan salkussa on. Siksi yksittäisen eläkevakuuttajan riskinoton rajoja määrittää varsin pitkälle sen taseeseen kirjatun eläkevastuun ja sijoitusomaisuuden välinen suhde: mitä enemmän vastuiden määrän ylittävää pääomaa eli vakavaraisuutta eläkevakuuttajalla on, sitä enemmän riskiä se voi sijoitustoiminnassaan ottaa.

Vakavaraisuusaste



Säätelyn luonteen vuoksi työeläkesijoittamisen riskitasoa voidaan nostaa kahdella tavalla:

- 1) Muuttamalla niitä sääntöjä, joiden mukaan yksittäisen eläkevakuuttajan taseen eläkevastuu määräytyy (Eläkevastuiden joustavoittamiseen liittyvät keinot).
- 2) Muuttamalla niitä vaateita, jotka säätelevät sen vakavaraisuuspääoman määrää (Vakavaraisuusrajaan vaikuttavat keinot).

Molemmat näistä voidaan toteuttaa usealla eri tavalla. Vastuuvelan tuottovaatimusta voidaan muuttaa *kasvattamalla työeläkevakuuttajien yhteisellä vastuulla olevaa osuutta* joko muuttamalla osa vastuuvastaavista sijoitussidonnaisiksi, kasvattamalla OLV-osuutta tai muuttamalla täydennyskerrointa. *Vakavaraisuusvaatimuksia voidaan puolestaan keventää* alentamalla vaadittua todennäköisyyttä, jolla eläkelaitoksella tulee olla vakavaraisuuspääomaa jäljellä vuoden päästä (nyt 97 %). Tai sitten voidaan säätää vakavaraisuusjärjestelmän muita parametrejä.

3.2 Eläkevastuiden joustavoittamiseen perustuvat keinot

Eläkevastuihin kohdistuvien keinojen ideana on muuttaa tavalla tai toisella niitä sääntöjä, joiden mukaan yksittäisen työeläkevakuuttajan taseen eläkevastuu määräytyy. Muutos voi kohdistua joko sääntöihin, joiden mukaan vakuuttajan taseessa olevia rahastoja tulee kulloinkin täydentää (*rahastoonsiirtovelvoitetta eli tuottovaatimusta ja sen eri osia koskevat muutokset*) tai siihen, miten vastuuvastuun ja sitä vastaan kartutetun rahaston suhdetta säädellään (*vastuuvelan muuttaminen joko kokonaan tai osittain sijoitussidonnaisiksi*).

Eläkevastuu kirjataan yksittäisen työeläkevakuuttajan taseeseen työntekijälle maksetun palkan perusteella. Jotta eläkevastuun määrä ei ajan kuluessa ja rahan arvon muuttuessa pienenesi, vastuulle on asetettu tuottovaatimus. Sen tarkastelu on olennaista, jos työeläkevakuuttajan

sijoitustoiminnan riskitasoa halutaan nostaa. Näin on siksi, että tuottovaatimus määrittää osaltaan myös edellä mainittua vakavaraisuusastetta eli yksittäisen työeläkevakuuttajan mahdollisuutta ottaa riskiä sijoitustoiminnassansa.

Kuten aiemmin on jo käynyt ilmi, *työeläkevakuuttajien rahastonsiirtovelvoite eli tuottovaatimus muodostuu kolmesta osasta*: kiinteästä rahastokorosta, täydennyskertoimesta ja osaketuottosidonnaisesta OLV-osuudesta. Minkä tahansa osan muuttaminen muuttaa tuottovaatimusta ja siten myös yksittäisen työeläkevakuuttajan vakavaraisuusastetta – jos oletetaan, että sijoituksiin ei tehdä muutoksia.

Rahastokoron suuruus on tällä hetkellä 3 prosenttia. Se sisältyy sosiaali- ja terveysministeriön vahvistamiin työeläkkeen laskuperusteisiin. Rahastokoron taso on pysynyt pitkään muuttumattomana. *Rahastokorko on ikään kuin peruskorotus, joka tehdään kaikkiin eläkevastuisiin kaikissa olosuhteissa*. Tuottovaatimuksen kahden muun osan eli *täydennyskertoimen ja osaketuottosidonnaisen osan kautta tehdään puolestaan kohdennettuja täydennyksiä vanhuuseläkevastuisiin*. Niiden tarkoituksena on vahvistaa työeläkejärjestelmän rahoituksellista kestävyttä pitkällä aikavälillä.

Tuottovaatimus on kaikille työeläkevakuuttajille yhteinen. Sen osista rahastokorko on kiinteä korko, joka ei riipu vakuuttajakohtaisista suureista. Täydennyskertoimen ja osaketuottosidonnaisen osan eli OLV:in osalta tuottovaatimukseen vaikuttaa työeläkevakuuttajien vakavaraisuuksien ja osaketuottojen kehitys.

Täydennyskertoimen kulloinenkin arvo lasketaan työeläkevakuuttajien keskimääräisen vakavaraisuuden (ja sitä vastaavan odotetun tuoton) perusteella. Sen käytön ja määräytymisen taustalla on ajatus siirtää rahastokoron ylittävä tuotto rahastoihin sen sijaan, että se kumuloituisi vakavaraisuuteen ja sitä kautta aikanaan asiakashyvityksinä ulos järjestelmästä. Sen purkautuminen asiakashyvityksiin ei olisi millään tavoin järkevää, koska yksityisen sektorin työeläkejärjestelmässä on kokonaisuutena edelleen selkeä eläkemaksun nousupaine.

Täydennyskertoimen arvon määräytymisestä säädetään laissa. Sen minimiarvoksi oli alun perin asetettu nolla, mutta tämä rajoitus muutettiin vuonna 2022 lainsäädännöllä niin, että täydennyskertoimen arvo voi olla tietyissä tilanteissa myös negatiivinen. Tämän muutoksen myötä rahastojen normaalia täydentämistä hidastetaan silloin, kun työeläkevakuuttajien keskimääräinen vakavaraisuus heikentyy esimerkiksi sijoitusmarkkinoiden kriisitilanteessa. Näin vältetään se, että esimerkiksi osakkeita jouduttaisiin myymään poikkeuksellisen matalien kurssien aikana.

Jos täydennyskerroin alenee niin paljon, että koko tuottovaatimus muuttuu negatiiviseksi (ts. edes rahastokorko ei riitä pitämään sitä positiivisena), eläkevastuuta kattavista rahastoista purkautuu varoja turvaamaan työeläkevakuuttajien vakavaraisuutta ja siihen sidottua mahdollisuutta sijoitusriskin ottamiseen. Tehdyn lakimuutoksen oletuksena on, että tilanne ei ole pysyvä, vaan sijoitusmarkkinoiden toipuessa rahastotäydennykset taas jatkuvat.

Täydennyskertoimeen tehtyjen muutosten taustana oli pyrkimys lisätä työeläkevakuuttajien mahdollisuutta riskinottoon. Siksi samalla kun täydennyskertoimen negatiivisuus sallittiin, myös täydennyskertoimen riippuvuutta työeläkevakuuttajien keskimääräisestä vakavaraisuusasteesta

loivennettiin. Muutoksen ansiosta työeläkevakuuttajien vakavaraisuudet kasvavat nyt suotuisissa markkinaolosuhteissa hiukan nopeammin kuin aikaisemmassa mallissa.

Vakavaraisuuden perusteella annettavien asiakashyvitysten enimmäismäärää ei tässä yhteydessä muutettu.

Tuottovaatimuksen osaketuottosidonnainen osa perustuu vuonna 2007 toteutettuun uudistukseen, jossa osa työeläkevakuuttajien taseissa olevasta eläkevastuusta siirrettiin käytännössä niiden yhteiselle vastuulle aikaisemman vakuuttajakohtaisen vastuun asemesta. Vuosittaisen kiinteän eläkevastuiden tuottovaatimuksen ei ajateltu antavan riittävää mahdollisuutta sijoittaa osakkeisiin, koska osakekurssit saattoivat vaihdella vuosittain voimakkaasti. Siksi osa eläkevastuusta otettiin tuolloin tavallaan yhteiseksi ja tuon osan tuottovaatimukseksi määritettiin eläkevakuuttajien osakesijoituksilleen saama keskituotto – tietyin vakuuttajien kokoon liittyvin rajoituksin. Tätä vastuun osaa kutsutaan osaketuottosidonnaiseksi lisävakuutusvastuuksi (OLV).

OLV:n määrää on muutettu sen käyttöönoton jälkeen useaan otteeseen. Tällä hetkellä OLV:n alaraja on -20 prosenttia ja yläraja 1 prosentti vastuuvelasta. Sen määrä muuttuu osaketuottojen kehityksen tahdissa.

Laskevien osakekurssien markkinatilanteessa OLV:n määrä on useimmiten negatiivinen ja pienentää siten eläkevakuuttajan taseen eläkevastuuta. Tämä helpottaa vakavaraisuusvaatimusten täyttämistä. Alentavan vaikutuksen määrää on kuitenkin rajoitettu 20 prosenttiin. Jos OLV laskee sitä enemmän, se täydennetään vakavaraisuuspääomasta rajaan asti. Vastaavasti suotuisa osakekurssikehitys saisi OLV:n kasvamaan mahdollisesti varsin suureksi. Tätä rajoitetaan puolestaan siirtämällä yhden prosentin ylittävä osuus eläkevastuiden täydennyksiin.

OLV on siis osaketuottojen mukaan joustava ja laidoiltaan rajattu puskuri, joka mahdollistaa sitä edeltänyttä aikaa laajemman osakesijoittamisen koko työeläkejärjestelmän tasolla. On kuitenkin hyvä huomata, että OLV ei muodollisesti edellytä osakkeisiin sijoittamista. Tuottovaatimuksen vuosittaisen täyttämisen kannalta OLV-osuutta vastaavan määrän sijoittaminen osakkeisiin on kuitenkin yksittäisen työeläkevakuuttajan kohdalla käytännössä välttämätöntä. Ilman sitä työeläkevakuuttajalle syntyisi huomattavan suuri *poikkeamariski*. Tämä riski syntyy siitä, että osa tuottovaatimuksen mittareista on sidottu työeläkevakuuttajien keskimääräiseen tuottoon.

Jos vakuuttaja pyrkisi sijoittamaan muista poikkeavasti esimerkiksi pitämällä osakesijoitusten osuutta muita pienempänä – tai jos se joutuisi esimerkiksi vakavaraisuussyistä tekemään niin – ja osaketuotot olisivat hyvät, vakuuttajan olisi vaikea täyttää tuottovaatimusta. Tästä syystä sen vakavaraisuus saattaisi heiketä edelleen. Lopputuloksena voisi olla kierre, jossa vakuuttajan tilanne ennen pitkää eskaloituisi ja seurauksena olisi sen sulautuminen toiseen vakuuttajaan.

Yhtään merkittävämpi poikkeaminen keskimääräisestä osakeallokaatiosta altistaa siis työeläkevakuuttajan olemassaolon sijoitusmarkkinoiden satunnaisvaihtelulle. Tästä syystä OLV:n ja sen mahdollisen korottamisen ohjausvaikutus on hyvin suuri. Sen korotus lisäisi työeläkevakuuttajien sijoitussalkkujen osakepainoa lähes yhtä paljon kuin OLV:n korotus olisi. Näin tapahtuisi ainakin silloin, jos korotus olisi maltillinen eli esimerkiksi noin 10 prosenttiyksikköä.

OLV:n vahva ohjausvaikutus näkyy myös siinä, että se suuntaa työeläkevakuuttajien osakeallokaatioita paitsi keskimäärin samansuuruisiksi, myös maantieteellisesti yhdenmukaisiksi. Tämä johtuu osittain siitä, että OLV-tuotto lasketaan vain kehittyneiden markkinoiden osakkeille saaduista tuotoista, jolloin kehittyvien markkinoiden osakkeet jäävät helposti markkinaosuuttaan vähäisempään rooliin.

Lisäksi suomalaisten työeläkevakuuttajien suuri painotus kotimaisiin osakkeisiin tarkoittaa, että niiden merkitys on tuotoissakin suuri. Tästä puolestaan seuraa, että kaikkien työeläkevakuuttajien on pidettävä yllä isoa Suomi-allokaatiota poikkeamariskin välttämiseksi.

3.3 Riskitason kasvattaminen vastuiden laskentaa ja täydentämistä muuttamalla

Työeläkevakuuttajien riskitasoa on periaatteessa mahdollista kasvattaa muuttamalla eläkevastuiden laskentaa ja täydentämistä. Käytännössä sitä on kuitenkin vaikea tehdä niin, että se ei jollain tavalla rikkoisi työeläkejärjestelmän keskeisiä periaatteita: etuusperusteisuutta, vakuutusperiaatetta ja hajautettua toimeenpanoa.

Käytännössä kaikki työeläkevakuuttajien taseen vastuupuoleen kohdistuvat sijoitustuottojen parantamiskeinot joko lisäävät työeläkejärjestelmän yhteisvastuulla olevien vastuiden määrää (OLV:n nosto) ja heikentävät sitä kautta ainakin jossain määrin työeläkevakuuttajien sijoitusautonomiata, tai sitten ne ovat jollain muulla tavalla vastoin yksityisten alojen työeläkejärjestelmässä alusta asti käytettyjä vakuutusperiaatteita.

Osa keinoista sisältää myös riskin vakavaraisuuspääoman muuttumisesta kokonaan tarpeettomaksi ja sen tästä johtuvasta jakamisesta kokonaan ulos järjestelmän ulkopuolelle.

Äärimmäisin työeläkevakuuttajan taseen vastuupuoleen kohdistuva keino olisi se, että ***eläkevastuun kirjaamisesta yksittäisten eläkevakuuttajien taseisiin luovuttaisiin kokonaan***. Tämä vastaisi julkisalojen työeläkejärjestelmien käyttämää puskurirahastomallia, jossa rahastojen kartuttamista ja käyttämistä ei ole rajoitettu säätelemällä eläkevastuun yksilökohtaista kattamista. Tällaisessa mallissa rahastoituja eläkevaroja voisi periaatteessa sijoittaa ilman rajoituksia.

Tällainen menettely olisi vastoin yksityisalojen työeläkejärjestelmässä alusta saakka käytettyjä vakuutustoiminnassa yleisiä periaatteita. Lisäksi se loisi todennäköisesti myös merkittäviä moral hazard -ongelmia, koska yksittäisten työeläkevakuuttajien toimintavapaudet kasvaisivat merkittävästi. Lopputuloksena voisi siksi olla, että samalla jouduttaisiin luopumaan myös yksityisalojen eläkejärjestelmän toiminnallisesta hajautuksesta eli usean toimijan mallista.

Vastuiden kirjaamattomuutta (tai tarkemmin sanottuna niiden täydellistä kollektivisointia) vastaan puhuu myös se, että julkisalojen työeläkevakuuttajat eivät ole ottaneet suuremmasta sijoitusvapaudestaan huolimatta sijoitustoiminnassaan mainittavasti suurempaa riskiä kuin yksityisen sektorin eläkevakuuttajat. Myöskään julkisalojen vakuuttajien sijoitusten tuottotasot eivät ole viime vuosina juurikaan poikenneet yksityisen sektorin tuotoista.

Kun eläkevastuiden kirjaamisesta ei siis voida kokonaan luopua, sitä lähinnä oleva keino on **menettely, jossa luovutaan tuottovaatimuksen kiinteästä osuudesta ja tehdään koko eläkevastuu riippuvaiseksi jostakin sijoitusmarkkinoiden perusteella määräytyvästä suureesta, esimerkiksi osakekurseista**. Tämä vaihtoehto mahdollistaisi jopa kaikkien eläkevarojen sijoittamisen osakkeisiin, koska kurssivaihtelusta johtuvat ongelmat hoituisivat sillä, että eläkevastuu muuttuisi koherentisti osakesijoitusten kanssa ja vakavaraisuusaste säilyisi siten jatkuvasti ennallaan.

Tällaisella mallilla olisi ainakin kolme haittapuolta. Ensinnäkään vakavaraisuuspääomalle ei olisi varsinaisesti enää tarvetta. Näin ollen se voitaisiin jakaa järjestelmästä ulos hyvityksinä vakuutuksenottajille. Tämä voitaisiin ehkä välttää lainsäädännöllä. Silti ei ole juridisesti lainkaan selvää, voitaisiinko yksityisoikeudellisen vakuutustoimijan omistajille kuuluvaa varallisuutta konfiskoida – edes niin hyvään tarkoitukseen kuin eläkkeiden lisärahastointiin.

Toinen haittapuoli olisi se, että osakekurssien heilunta olisi ennen pitkää otettava jollain tavalla huomioon myös eläke-etuuksissa. Ne muuttuisivat sen myötä suuruudeltaan enemmän tai vähemmän satunnaisiksi. Tämä tarkoittaisi eläkkeiden etuusperusteisuudesta luopumista.

Kolmanneksi malli olisi myös toimialahajautuksen kannalta huono. Perusteita työeläkevakuuttajien väliselle kilpailulle ei olisi enää olemassa, koska ”ylimääräinen” vakavaraisuuspääoma olisi maksettu hyvityksinä ulos järjestelmästä. Todennäköisimmin seurauksena olisi hajautetusta toimeenpanosta luopuminen ja eläkevarojen konfiskointi yleiseksi puskurirahastoksi.

Lievempi vaihtoehto olisi **rajoittaa sijoitussidonnaisuus vain osaan eläkevastuista**. Tätä on jossain määrin selvitettykin työmarkkinaosapuolten eläkeneuvotteluryhmän käynnistämässä selvitystyössä. Niissä on lähemmin tarkasteltu vaihtoehtoa, jossa koko vanhuuseläkevastuusta olisi erotettu vastuu tulevista vanhuuseläkkeistä – ”vastaiset vanhuuseläkkeet” – ja muutettu se sijoitussidonnaiseksi.

Kyseinen vastuunosa muodostaa kokonaisvastuusta karkeasti ottaen puolet, joten kyseessä olisi hyvin merkittävä periaatteellinen muutos. Taitavasti toteutettuna järjestely voisi toki parantaa työeläkejärjestelmän riskinkantokykyä merkittävästi. Ongelma kuitenkin on, että yksittäisten työeläkevakuuttajien vakuutuskantojen rakenteet poikkeavat toisistaan. Joidenkin eläkesäätiöiden kohdalla jo alkaneita eläkkeitä on huomattavasti enemmän kuin niitä on tulevaisuudessa alkamassa.

Koska sijoitussidonnaiseksi muutetulle eläkevastuun osalle ei enää tarvittaisi vakavaraisuuspääomaa, vastaisten vanhuuseläkkeiden vastuun suhteellinen määrä eläkevakuuttajan taseessa sanelisi sen, missä määrin kultakin toimijalta vapautuisi vakavaraisuutta. Sillä olisi voimakas vaikutus yksityisen sektorin työeläkevakuuttajien keskinäiseen kilpailuasetelmaan. Syntyviä eroja voisi siksi olla perusteltua tasata. Ei ole kuitenkaan selvää, olisiko vakavaraisuuspääoman siirtäminen yksityisoikeudellisten toimijoiden kesken edes juridisesti mahdollista.

Edellä kuvattuun ongelmaan on esitetty ratkaisu, jossa **sijoitussidonnaiseen osuuteen siirrettäisiin kunkin eläkevakuuttajan taseesta suhteellisesti sama määrä erilaisia vastuunosia**. Sinne voitaisiin esimerkiksi siirtää sekä vastaisiin että jo alkaneisiin eläkkeisiin liittyviä osia. Näin kaikilla

toimijoilla vapautuisi sama suhteellinen osuus vakavaraisuuspääomaa, eikä sen uudelleen jyvittämiseen olisi tarvetta.

Minkä tahansa eläkevastuun osan muuttaminen sijoitussidonnaiseksi ei olisi pelkkä tekninen sääntelymuutos. Eläkevastuun voimakas riippuvuus sijoitustuotoista indikoi helposti myös eläke-etuuksien muuttumista ajan myötä sijoitussidonnaisiksi. Tällainen muutos olisi periaatteellisesti suuri.

Lisäksi mitä suurempi osa eläkevastuusta muutettaisiin sijoitussidonnaiseksi, sitä vähemmän perusteita järjestelmän toiminnallisella hajautuksellakin olisi. Jos vastuu olisi siirretty suurelta osin yhteiseksi, vakuutusmuotoiselle järjestelmälle olisi vaikea nähdä perusteita.

Jos kuitenkin pidetään kiinni siitä, että eläkevastuut kirjataan työeläkevakuuttajien taseisiin myös jatkossa ja niiden vakavaraisuuspääomat säilyvät siten nykymallin mukaisina, työeläkevakuuttajien riskinkantokykyä voidaan parantaa ***keinoilla, joissa eläkevastuun määrä joustaa sijoitussuhdanteiden mukana***. Jo aiemmin toteutettu OLV:n käyttöönotto ja täydennyskertoimen negatiivisuuden salliminen ovat tästä hyviä esimerkkejä.

Lisäksi nykyainsäädäntö antaa viranomaisille mahdollisuuksia hoitaa kriisitilanteita erillislainsäädännön avulla. Finanssivalvonnalla on työeläkevakuuttajien vakavaraisuustilanteen heikentyessä poikkeuksellisesti mahdollisuus tehdä ilmoitus sosiaali- ja terveysministeriölle ja tällä puolestaan mahdollisuus päättää tilapäismenettelyistä kuten esimerkiksi vakavaraisuusrajan väliaikaisesta alentamisesta.

Työeläkevakuuttajien kannalta tällainen joustomahdollisuus on kuitenkin hankala. Sen ennakoitavuus on ensinnäkin huono. Tilapäinen erillislainsäädäntö voi myös johtaa sen hyväksikäyttöön, jos tiedettäisiin kohtalaisella varmuudella, millaisessa tilanteessa viranomaiset lopulta taipuvat ja alentavat vakavaraisuutta koskevia vaateita. On vaikea pitää optimaalisena järjestelmää, jossa vakavaraisuutta näennäisesti turvataan tiukalla ja tarkalla sääntelyllä, mutta jota kuitenkin kiirehditään lieventämään, jos vakavaraisuudet lähtevät olennaisesti heikentymään.

Merkittävin työmarkkinaosapuolia varten tehty selvittelytyö työeläkevakuuttajien riskiottomahdollisuuksien lisäämiseksi on toistaiseksi kohdistettu *OLV-tekniikkaan*.

OLV-mekanismi perustuu tällä hetkellä siihen, että maksimissaan 20 prosenttia eläkevastuusta voi "olla OLV:ssä" eli riippua keskimääräisestä osakesijoitusten tuotosta. On varsin yksinkertaista muuttaa tätä rajaa eli käytännössä nostaa maksimia. Tuottovaatimuksen OLV-osuuden maltillinen kasvattaminen 10 prosenttiyksiköllä johtaisi ETK:n tekemien arvioiden mukaan noin 8 prosenttiyksikön kasvuun osakeallokaatiossa.

Myös OLV-osuuden muuttamiseen liittyy omat huonot puolensa. Niin kuin sijoitussidonnaisen vastuun kohdalla, myös nyt voi kysyä: jos OLV-osuus – eli yhteisesti katettava osuus vastuusta – nousee kovin suureksi, mihin enää tarvitaan useita toimijoita?

OLV-mekanismilla on myös työeläkevakuuttajien sijoitussalkkuja yhdenmukaistava vaikutus, koska OLV-tuottovaatimus perustuu työeläkevakuuttajien keskimääräiseen osaketuottoon. Sekin

vähentäisi eläkejärjestelmän toimijahajautuksen perusteita. Lisäksi OLV:n nostaminen kasvattaisi myös aiemmin kuvattua poikkeamariskiä.

OLV:n maltillisen nostamisen hyviin puoliin kuuluu kuitenkin se, että se on toteutettavissa työeläkejärjestelmän nykyisen luonteen ja sääntelyrakenteen puitteissa.

Yksi tapa kiertää aiemmin kuvattuja poikkeamariskin kasvuun liittyviä ongelmia olisi **eriyttää tuottovaatimukset toimijakohtaisiksi**. Tällaista menetelmää ei ole toistaiseksi mallinnettu riittävästi. Siksi sen hyvien ja huonojen puolien arviointi ei ole tässä yhteydessä mahdollista. Koska myös tällainen eriyttäminen merkitsisi perustavanlaatuista muutosta yksityisten alojen työeläkejärjestelmän toimintalogiikassa, tulisi muun muassa sen kilpailuvaikutukset selvittää huolellisesti.

Eräs lupaavalta vaikuttava vastuujoustotekniikka voisi olla myös **OLV:n muuttaminen niin, että OLV:n rajoista ja OLV:sta vastuuvelan osana luovutaan kokonaan**. Tällöin osaketuottojen vaikutus kohdistuisi suoraan korotuksina eläkkeiden rahastoituihin osiin ilman OLV:ssä tapahtuvaa välipuskurointia. Tämä menettely – **ns. viipeetön OLV** – muistuttaa varsin pitkälle sijoitussidonnaisen vastuun käyttöönottoa, tosin sillä erotuksella, että se ei kohdennu tiettyihin määriteltyihin vastuunosiin. Käytännössä siinä siis luovuttaisiin OLV:stä erillisenä vastuuna, mutta samalla sen vaikutus näkyisi jopa nykyistä suurempana osaketuottoihin sidottuna tuottovaatimuksen osana.

Aiemmin kuvattiin täydennyskertoimeen tehtyjä muutoksia, joiden tarkoituksena oli parantaa eläke-toimijoiden vakavaraisuutta yllättävissä markkinatilanteissa. Muutosvalmistelussa tuolloin tehdyt parametrivalinnat olivat ainakin jossain määrin kompromissinomaisia. Näitä **parametrejä muuttamalla myös täydennyskertoimella voitaisiin lisätä entisestään riskinkantokykyä**. Tällöinkin jouduttaisiin kuitenkin ehkä tinkimään rahastojen täydentämisperiaatteista eli käytännössä ohjaamaan työeläkemaksun korotuspainetta kaukaisempaan tulevaisuuteen. Se kasvattaisi työeläkevakuuttajien vakavaraisuutta, jolloin pitäisi mahdollisesti hyväksyä se, että myös asiakashyvitykset kasvaisivat sen myötä.

Perustellusti voikin arvioida, että täydennyskerroin on mekanismina perälautatyypinen. Sen tärkein tehtävä on estää tilanne, jossa työeläkevakuuttaja joutuisi myymään salkussaan olevia osakkeita halvalla markkinoiden kriisitilanteissa. Täydennyskertoimen ajatus on eläkevastuiden täydentäminen, ei riskitason kasvattaminen. Tätä heijastaa myös se, että täydennyskertoimelle ei ennen sallittu negatiivisia arvoja.

Täydennyskertoimen kaavasto on kuitenkin kalibroitava uudelleen, jos OLV-mekaniikkaan tehdään muutoksia työeläkevakuuttajien riskinkantokyvyn nostamiseksi. Näin on tehtävä siksi, että täydennyskerroin määritetään vain sille vastuuvelan osalle, joka ei sisällä OLV-osuutta.

Samassa yhteydessä olisi ratkaistava OLV-osuuden nostamisesta seuraava laajempi ongelma: Työeläkevakuuttajan tulee aina täyttää kiinteän rahastokoron sisältämä tuottovaatimus vastuuvälilleen – mutta OLV-osuutta vastaavan sijoitusomaisuuden tuotto voi olla korkeintaan OLV-tekniikan mukaisesti laskettu. Siksi muu osa tuottovaatimuksesta tulee täyttää OLV-osuudella vähennetyn sijoitusten määrän tuotolla. Tällä hetkellä OLV-osuus on 20 prosenttia. Jos oletetaan

OLV-tuoton olevan nolla, tulee tuottovaatimuksen rahastokorkoa ja täydennyskerrointa vastaava osa kattaa koko eläkevastuulle vain 80 prosentin osuudella tuota vastuuta kattavan omaisuuden (ja vakavaraisuuspääoman) tuotosta.

Jos OLV-osuutta nostettaisiin nykyisestä 20 prosentista, ongelma kärjistyisi edelleen. Siksi ***tuottovaatimusta olisi muokattava, mikäli OLV-osuuden nostoon päädyttäisiin.***

Yksinkertaisin keino taseen vastuupuolen keventämiseksi olisi ***alentaa kiinteän rahastokoron osuutta.*** Tällöin rahastojen karttumisen hidastuisi. Samalla vakavaraisuusaste paranisi vakavaraisuuspääomien säilyessä entisellään. Tähän sisältyy kuitenkin monia huomioonotettavia näkökohtia.

Rahastokorko on ensinnäkin ollut pitkään vakaa, ja sen valinta on yksi eläkejärjestelmän keskeisiä seikkoja. Liian matala rahastokorko kartuttaisi rahastoja nykyistä hitaammin (edellyttäen, että rahastokoron alentamisen yhteydessä rahasto-osuudet pyrittäisiin pitämään ennallaan). Tämä puolestaan siirtäisi työeläkejärjestelmän maksunnousupainetta koko ajan tulevaisuuteen – jossa sitä on näkyvissä jo ennestään. Tätä voitaisiin toki lievittää sillä, että sijoitusmarkkinoiden mukaan muuttuvien osien käyttöä tuottovaatimusten rahastotäydennyksissä lisättäisiin nykyisestä.

Rahastokoron alentaminen alentaisi myös työeläkesijoituksille asetettavaa tuottotavoitetta ja johtaisi siten mahdollisesti jopa riskin lisäämistavoitteelle päinvastaiseen tulokseen. Rahastokorolla on myös jonkinlainen ajatuksellinen yhteys rahoituslaskelmissa käytettyihin pitkän aikavälin sijoitustuotto-olettimiin, mikä pitää ottaa huomioon, jos koron alentamista harkitaan.

Rahastokoron alentamista ei ole kuitenkaan syvällisemmin tutkittu, eikä siitä voi siksi antaa tässä yhteydessä tarkempia arvioita.

3.4 Yhteenveto

Työeläkevakuuttajan taseen vastuupuolen joustavoittamiseen liittyvät riskitason nostamiskeinot perustuvat joko

- A) Eläkevastuun pienentämiseen
- B) Eläkevastuun siirtämiseen tavalla tai toisella yksittäisen eläkevakuuttajan sijasta vakuuttajien yhteiselle vastuulle
- C) Eläkevastuun joustavoittamiseen muilla tavoilla.

Kaikkiin niihin liittyy kysymys siitä, miten ne sopivat yhteen Suomen yksityisten alojen työeläkejärjestelmän keskeisten periaatteiden kuten etuusperusteisuuden, vakuutustoiminnan periaatteiden soveltuvuuden ja toiminnallisen hajautuksen kanssa. Mitä pienemmiksi vakuuttajakohtaiset eläkevastuut muuttuvat – pienentämällä kokonaisvastuuta tai siirtämällä siitä entistä suurempi osuus järjestelmän yhteisesti vastattavaksi – sitä ohuemmiksi käyvät argumentit nykyisen vakuutusmallin puolesta.

Seurauksena voisi olla ääritapauksessa malli, jossa yksi toimija vastaisi varsinaisesta eläkejärjestelmästä ja työeläkevarojen sijoitustoiminta olisi hajautettu kilpailutuksen perusteella ulkopuolisille tahoille. Ottamatta kantaa tämän skeeman toimivuuteen sinänsä, voi todeta, että se tarkoittaisi Suomen nykyisen työeläkejärjestelmän perusluonteen täydellistä muuttumista.

Vakavaraisuusvaatimusten keventäminen

Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan riskinottoa säätelevät varojen ja vastuiden suhde ja sille eri säädöksiin asetetut rajoitteet. Siksi on luonnollista kysyä, voisiko työeläkevakuuttajien riskinkantokykyä nostaa keventämällä niitä. Käytännössä tämä tapahtuisi ***muuttamalla työeläkevakuuttajan taseen sijoituksiin kohdistuvia vakavaraisuusvaateita tavalla tai toisella.***

Nykyiset vakavaraisuusvaatimukset perustuvat yksinkertaiseen perusajatukseen: yksittäisen eläkevakuuttajan vakavaraisuuspääoman tulee kattaa sen taseessa oleva vastuuvélka suurella varmuudella silloinkin, kun sijoitusmarkkinoilla tapahtuu muutoksia. Asiaa koskeva laskenta perustuu vuoden mittaiseen tarkastelujaksoon ja 97 prosentin varmuustasoon. Vakavaraisuuden tulee kuitenkin olla riittävä eli sen tulee ylittää vakavaraisuusraja jokaisena ajan hetkenä.

Sen vuoksi jokainen eläkevakuuttaja pyrkii käytännössä pitämään todellisen vakavaraisuutensa melko paljon vakavaraisuusrajaa suurempana. Se on yksittäisen toimijan kannalta järkevää, koska jo päiväkohtainen vakavaraisuusrajan alittaminen voi johtaa sanktioihin ja siihen, että kyseisen työeläkevakuuttajan mahdollisuutta asiakashyvitysten maksamiseen rajataan. Se voi puolestaan aiheuttaa merkittäviä maine- ja kilpailuhaittoja, sillä työeläkevakuuttajat kilpailevat asiakkaista nimenomaan vakavaraisuuden perusteella maksettavilla asiakashyvityksillä.

Vakavaraisuuden perusteella maksettavilla asiakashyvityksillä kilpailu ohjaa toimijat pitämään yllä ainakin jonkin verran korkeampaa vakavaraisuutta kuin pelkän vakavaraisuusrajan yläpuolella juuri ja juuri pysymisen perusteella olisi välttämätöntä. **Sijoitusriskin ottaminen muodostuu tätä kautta epäoptimaaliseksi koko järjestelmän tasolla.**

Käytännössä puskuri suhteessa vakavaraisuusrajaan on ollut työeläkeyhtiöillä noin 70 prosentin tietämillä ja eläkesäätiöillä ja -kassoilla jonkin verran sitä suurempi.

Vakavaraisuusraja on toimijakohtainen. Se lasketaan vakavaraisuuslaissa ja sen nojalla annetuissa asetuksissa tarkoin määritellyn säännöin toimijan oman sijoitussalkun sisällön perusteella. Kunkin sijoituksen (sijoituskohteen) vaatima pääoma riippuu siitä, kuinka suureksi sen riskipitoisuus katsotaan. Yksittäinen työeläkevakuuttaja voi siis jonkin verran säädellä vakavaraisuusrajaansa omalla sijoitustoiminnallaan ja siihen liittyvillä valinnoillaan.

Usein vakavaraisuuden heikkeneminen tai paraneminen on seurausta sijoitusmarkkinoiden liikkeistä. Osakekurssien laskiessa yksittäisen toimijan vakavaraisuus ja siten myös sen mahdollisuus ottaa sijoitusriskiä heikkenee. Se voi johtaa osakkeiden myymiseen trenditasoa alhaisemmillä kurssilla. Yksittäisen toimijan riskinotto-kyky vastaavasti paranee osakekurssien noustessa, mutta samalla osakkeiden oston kannalta tilanne ei välttämättä olekaan enää suotuisa, koska kurssitaso on noussut pitkän aikavälin trenditasonsa yläpuolelle. Tätä nykyiseen vakavaraisuussäännöstöön

liittyvää ilmiötä kutsutaan myötäsyklisyydeksi. Se ei ole sijoitustoiminnan pitkän aikavälin tavoitteiden kannalta hyvä ominaisuus.

Työeläkejärjestelmässä eläkevastuu ja sen muuttuminen maksettaviksi eläkkeiksi on mallinnettavissa kohtuullisen tarkasti ja valtaosa eläkejärjestelmässä syntyvistä kassavirroista on erittäin hyvin ennakoitavissa. Lisäksi eläkevastuiden purkautuminen eläkkeiksi on hidasta. Työeläkejärjestelmän vuosittainen maksutulo riittää myös edelleen kattamaan lähes kokonaan järjestelmästä ulos maksettavan eläkemenon. Siksi työeläkejärjestelmän vuotuinen likviditeettitarve on työeläkevakuuttajien sijoituspääomiin verrattuna hyvin vähäinen.

Sijoitusmarkkinoilla epävarmuudet ovat tietenkin suurempia. Myös sijoitustuotot vakiintuvat kuitenkin pitkällä aikavälillä sijoituslajeittain kohti jonkinlaisia luontaisia keskiarvojaan.

Valvojan näkökulmasta raja on toki aina asetettava johonkin kohtaan. Eläkejärjestelmän pitkän aikavälin rahoituksen optimoinnin näkökulmasta valvontarajan tason tulisi kuitenkin olla mieluummin sellainen, joka antaa työeläkevakuuttajille mahdollisuuden hyödyntää pitkän aikavälin sijoittamiseen liittyviä lainalaisuuksia ja mahdollistaa siten mahdollisimman hyvien tuottojen tavoittelu pitkällä aikajaksolla. Kun huomioidaan vielä työeläkejärjestelmän alhainen likviditeettitarve ja sen kassavirtojen erinomainen ennustettavuus, vakavaraisuusrajan laskeminen vuoden mittaiselle aikajaksolle ja sen valvominen päivän tarkkuudella vaikuttaa ainakin jossain määrin ylikireältä menettelytavalta. Nykyinen malli ei ole tästä näkökulmasta ainakaan kaikilta osin optimaalinen.

Toisaalta työeläkesijoitukset sisältävät toki jo tälläkin hetkellä varsin mittavasti riskiä, koska erilaisten osaketyyppisten sijoitusten määrä on jo noin puolet koko sijoitusomaisuudesta. Nykyinenkin vakavaraisuussäännöstö antaa siten jo varsin hyvät mahdollisuudet tuottojen tavoitteluun.

Vakavaraisuusrajan laskentaperiaatteiden muuttaminen

Jos riskinottokykyä halutaan parantaa muuttamalla vakavaraisuusrajan laskentaperiaatteita, muutos voidaan kohdistaa ainakin vakavaraisuuslaskennassa käytettävän aikajakson pituuteen tai laskennalla tavoiteltavaan turvaavuustasoon. Myös vakavaraisuusrajan laskennassa käytettyä sijoituskohteiden riskiluokittelua on mahdollista täsmentää. Sen vaikutus on kuitenkin selvästi kahta muuta keinoa pienempi.

Esimerkiksi ***vakavaraisuuslaskennan aikajaksoa voidaan pidentää***. Nyt vakavaraisuuspääoman tulee riittää vastuiden kattamiseen yhden vuoden ajan 97 prosentin varmuudella. Teoriassa laskennan aikajänne voisi olla yhden vuoden sijaan vaikkapa 10 vuotta. Käytännössä törmätään kuitenkin suuriin laskennallisiin vaikeuksiin. Asian mallintaminen on jo vuoden mittaiselle aikajaksolle tehtynä varsin raskas laskennallinen toimenpide. Lisäksi aikajakson pidentäminen altistaa laskentaa progressiivisesti erilaisille malli- ja parametriskeille.

Aikajaksoa pitäisi kuitenkin pidentää mittavasti, jotta edellä lyhyesti kuvattu myötäsyklisyysongelma vältettäisiin. Tämä menettely siis tuskin tulee käytännössä kyseeseen.

Aikajakson lyhentämisellä vakavaraisuusvaade puolestaan lähtökohtaisesti kiristyisi ainakin tilanteissa, joissa vakavaraisuus on lähellä vakavaraisuusrajaa, mikäli mallia ei kalibroitaisi uudelleen. Toisaalta aikajakson lyhentäminen vähentäisi vakavaraisuuslaskennan epävarmuutta, mikä olisi sinänsä positiivinen seikka.

Mikäli vakavaraisuuslaskennassa käytettävää aikajaksoa haluttaisiin muuttaa, tulisi asiaa joka tapauksessa selvittää huolella käyttäen hyväksi sijoitusmarkkinoiden dataa ja mahdollisesti myös ulkopuolista asiantuntemusta.

Astetta helpompi menetelmä vakavaraisuusvaateiden väljentämiseen on ***laskennassa käytetyn varmuustason alentaminen***. Tällaiseen vaihtoehtoon liittyviä tarkkoja laskentatuloksia ei ole toistaiseksi käytettävissä. Karkeasti voidaan kuitenkin arvioida, että nykyisen 97 prosentin varmuustason alentaminen esimerkiksi 95 prosenttiin laskisi vakavaraisuusrajaa selvästi nykyisestä.

Eläkevakuuttajien nykyiset vakavaraisuudet antaisivat niille tällaisen muutoksen myötä mahdollisuuden sijoittaa aikaisempaa suurempi osuus salkuistaan nykyistä riskillisempiin sijoituksiin, koska vakavaraisuuden aleneminen vakavaraisuusrajalta markkinaliikkeiden seurauksena olisi aikaisempaa epätodennäköisempää. Työeläkevakuuttajat tosin pitäisivät todennäköisesti edelleen melko suurta varmuusmarginaalia suhteessa vakavaraisuusrajaan. Tämä marginaali saattaisi jopa kasvaa, mikäli salkkujen riskitasot nousisivat.

Riskinkantokykymielessä varmuustason alentaminen vaikuttaa suhteellisen helposti toteutettavalta. Siihen voi kuitenkin liittyä ongelmia valvonnallisesta näkökulmasta. Asia vaatisi joka tapauksessa lainsäädäntömuutoksen.

Työeläketoimijat pitävät siis marginaalin vakavaraisuusrajaansa suurena, koska vakavaraisuuden tulee riittää vuoden päähän kaikkina ajan hetkinä. Esimerkiksi osakemarkkinan tilapäisissä voimakkaissa alenemissa yksittäisen toimijan lähellä vakavaraisuusrajaa oleva vakavaraisuuspääoma voisi hetkittäin alentua rajan alapuolelle ja aiheuttaa valvontasanktioita, maineen menetyksen ja hyvityskiellon. Jos tilanne kuitenkin korjaantuisi pian, varsinaista uhkaa eläkejärjestelmän rahoitukselle ei todellisuudessa pääsisi edes syntymään.

Ylimääräisen vakavaraisuuspääoman pitäminen tällaisten harvinaisten ja äärimmäisten markkinatapahtumien varalta ei ole sijoitustoiminnan pitkä aikaväli huomioon ottaen optimaalista. Siksi voisi ajatella, että ***vakavaraisuusrajan täyttämistä tarkasteltaisiin päiväkohtaisuuden asemesta jollain pidemmällä aikajänteellä***, esimerkiksi liukuvasti kvartaaleittain tai kuukausittain. Tällainen muutos antaisi eläkesijoittajille mahdollisuuden alentaa vakavaraisuusasemaansa (vakavaraisuuspääoman suhdetta vakavaraisuusrajaan) vakavaraisuusrajaansa nostamalla, toisin sanoen sijoitusten riskillisyyttä kasvattamalla ja näin hyödyntää nykyistä tehokkaammin eläkevastuiden pitkäkestoisuutta. Samalla niiden mahdollisuudet hallinnoida ja tarvittaessa korjata salkun riskitasoa paranisivat.

Tällaiseen liukuvaan tarkasteluun siirtyminen olisi teknisesti helppo toteuttaa. Asiaan sisältyy kuitenkin niin ikään valvonnallisia näkökulmia. Siksi saattaisi olla hankala saada Finanssivalvonta puoltamaan sitä.

Vakavaraisuusrajan laskentaan liittyy myös eräitä merkitykseltään vähäisempiä seikkoja, joilla on kuitenkin relevanssia sijoitusten allokoitumisen kannalta.

Vakavaraisuusraja lasketaan jakamalla sijoitukset 18 eri luokkaan niiden riskillisyyden ja muiden ominaisuuksien perusteella. Vaikka luokkia on monta, ne eivät ota nykymuodossaan huomioon kaikkia eri sijoituslajien erityispiirteitä riittävällä tavalla. Esimerkiksi käyvät vaikkapa infrastruktuurisijoitukset. Niiden sisältämä riski on pitkälti korkosijoituksen luonteinen ja varsin matala. Niille ei kuitenkaan ole luontevaa luokkaa vakavaraisuusrajan laskennassa ja siksi ne joudutaan käytännössä luokittelemaan huomattavasti todellista riskitasoaan korkeampaan riskiluokkaan. ***Sijoituskohteiden riskiluokitusta tarkentamalla*** vakavaraisuusraja saataisiin paremmin vastaamaan salkkujen todellista riskiä. Tämän keinon vaikutus riskinkantokyvyn parantamisessa on kuitenkin todennäköisesti kokoluokaltaan varsin pieni.

Kaikki vakavaraisuusmekanismiin ajatellut muutokset edellyttävät tavalla tai toisella joko vakavaraisuutta koskevan lain tai sen nojalla annettujen asetusten tarkistamista, vaikka kyseessä olisivat pelkät parametrimuutokset.

Sijoitusmarkkinoita koskeva data täydentyy jatkuvasti, ja käyttöön saattaa tulla ajan myötä jopa uusia sijoitusinstrumentteja. Siksi olisi ehkä perusteltua ottaa käyttöön menettely, jossa vakavaraisuussäännösten ja sen parametrien ajantasaisuutta tarkasteltaisiin säännöllisin väliajoin. Tällaisesta sopiminen edellyttäisi menettelyn kirjaamista lakiin.

Työeläkevakuuttajien nykyistä tehokkaammalle riskinotolle on vielä yksi ilmeinen keino: ***vakavaraisuuspääoman kasvattaminen ilman muutoksia vakavaraisuuden laskennan periaatteisiin***. Se voi tapahtua ainakin kahdella tavalla: heikentämällä jollain tavalla vakavaraisuuspääoman vastinparina olevan eläkevastuun kehittymistä tai vähentämällä eläkejärjestelmästä ulos maksettavia asiakashyvityksiä. Kolmas tapa ratkaista asia on ylimääräisen maksun periminen pääomien lisäämiseksi.

Yksi esimerkki eläkevastuun kehityksen heikentämisestä on jo aiemmin kuvattu ***täydennyskertoimen vaikutuksen lieventäminen***. Sen myötä eläkevastuita täydennetään nykyisin aiempaa pienemmällä määrällä. Menettely johtaa ajan myötä työeläkevakuuttajien vakavaraisuustasojen kasvuun. Muitakin vastaavia menetelmiä on mahdollista kehittää. Niiden kaikkien huonoihin puoliin kuuluu eläkevastuiden rahastoinnin hidastuminen ja siitä seuraava maksunnousupaineen ajoittumiseen liittyvä muutos.

Toinen tapa vahvistaa vakavaraisuutta on ***järjestelmästä ulos maksettavien asiakashyvitysten heikentäminen***. Nykyisin yksittäisen yksityisten alojen työeläkevakuuttajan vuotuisten hyvitysten enimmäismäärä on rajoitettu maksimissaan yhteen prosenttiin suhteessa sen omaan vakavaraisuuspääomaan. Tämän rajan alentaminen pitäisi toimijoiden vakavaraisuuspääomat hieman aiempaa korkeammalla tasolla ja parantaisi siten niiden mahdollisuutta ottaa sijoitusriskiä.

Vakuutuksenottajalle kuuluu kuitenkin vakuutustoiminnan kohtuusperiaatteen mukaan kohtuullinen osuus tuloksesta. Kohtuullisen osuuden määrittely on toki aina tulkinnanvaraista. Siksi esimerkiksi hyvitysten enimmäismäärän puolittaminen saattaisi olla tässä mielessä riittävää. Haitallisia vaikutuksia kilpailuasetelmaan ei kuitenkaan voi sulkea pois, jos hyvitystasot alenisivat

merkittävästi nykyisestä. Tätä kysymystä käsiteltiin Telan vuonna 2020 teettämässä kilpailuselvityksessä.

Yhteenvedon loppuksi

Eläkevakuuttajan taseen rakenne ja muodostuminen tarjoavat useita mahdollisuuksia parantaa kykyä ottaa ja kantaa riskejä. Edellä on pyritty antamaan kuva ilmeisimmistä tavoista. Niihin kaikkiin liittyy omia vahvuuksiaan ja heikkouksiaan, jotka on syytä analysoida huolellisesti ennen mahdollista päätöstä keinon valinnasta.

Jos työeläkevakuuttajien riskinottoa halutaan lisätä, sitä koskevan tavan valinnalla on väliä. Eri keinojen ohjausvaikutukset poikkeavat toisistaan. Osa keinoista ohjaa riskinoton lisäyksen listattuihin osakkeisiin, osa puolestaan jättää riskinoton tapaa – ja osin sen määrääkin – koskevan valinnan työeläkevakuuttajalle itselleen.

Mikäli riskinotto mahdollistetaan OLV-osuutta nostamalla, riskiä otetaan jatkossa enemmän nimenomaan listatuilla osakkeilla. Sen seurauksena työeläkevakuuttajien osakepainot nousevat varmasti. Samalla näin otettu lisäriski siirtyy käytännössä pois yksittäisen työeläkevakuuttajan omalta vastuulta toimijoiden yhteiselle vastuulle. Tämä heikentää työeläkevakuuttamisen toiminnallisen hajautuksen perusteluja ja laimentaa myös työeläkekilpailua.

Jos riskinotto mahdollistetaan vakavaraisuussäännöksiä keventämällä, riskinoton tapaa koskeva valinta – ja jossain määrin myös sen lisäyksen määrä – jätetään eläkevakuuttajille itselleen. Tämä keino tukee työeläkevakuuttajien sijoitusautonomiamia ja vahvistaa osaltaan hajautettua toimeenpanoa. Riskinottoa voidaan lisätä silloin muillakin instrumenteilla kuin listatuilla osakkeilla. Toisaalta osa sallitusta riskinoton lisäyksestä voi jäädä myös käyttämättä.

Kummassakin keinossa on omat hyvät ja huonot puolensa. Niitä voidaan toki koittaa tasapainottaa toisiaan vastaan jollain niiden välisellä yhdistelmällä.

Jotkin keinoista ovat luonteeltaan sellaisia, että toimiva ratkaisu edellyttää muutoksia taseen molemmille puolille. Jos tavoitteena on huomattavasti nykyistä parempi riskinottoa, sallien esimerkiksi osakepainon nostamisen 75 prosenttiin kaikista sijoituksista, yksi keino ei välttämättä edes riitä, vaan ratkaisua on haettava erilaisten keinojen yhdistelmästä.

Yksi seikka kuitenkin yhdistää kaikkia kuviteltavissa olevia menettelyjä: riskin lisääminen tarkoittaa sitä, että mahdollisuudet huonoon lopputulokseen kasvavat nykytilanteeseen nähden. Hyvänä puolena tietysti on, että mahdollisuudet eläkejärjestelmän kannalta positiiviseen lopputulokseen kasvavat todennäköisesti enemmän.

Eri keinoja yhdistää myös se, että mikään niistä ei toimi yhtä aikaa nopeasti ja varmasti. Tärkeintä on ymmärtää, että muutokset – kun niitä tehdään – saattavat johtaa ajoittain tilanteisiin, joissa eläkejärjestelmän rahoitus näyttää kriisiytyvän parantuakseen taas ajan kuluessa. Tällaisissa tilanteissa on oleellista pitää mielessä se, että sijoitustoiminnassa tulokset syntyvät aina vasta pitkällä aikavälillä. Pikavoittoja voi metsästä vain sijoittaja, jolla ei ole taseessaan lainkaan vastuita.

4. Kokoavia näkökulmia

Sijoitustuottojen parantamisen ja siihen liittyvien keinojen etsimisen ajatuksena on eläkejärjestelmän rahoituksen vahvistaminen sekä niin työeläkemaksun nostamiseen kuin eläke-etuuksien heikentämiseen kohdistuvien paineiden vähentäminen. Siksi sijoitusuudistukseen kohdistuu suuri määrä odotuksia.

Osa odotuksista on hyvin suuria. Ajatellaan, että maksua ei tarvitse nostaa eikä etuuksia leikata, kunhan vain sijoitukset saadaan tuottamaan enemmän. Toki on niin, että osakkeet tuottavat pitkällä aikavälillä muita sijoituksia paremmin. Samalla tuottojen parantaminen edellyttää työeläkejärjestelmän jo nyt kohtuullisen korkealla olevan riskitason nostamista. Lisäksi markkinatilanteet vaihtelevat paljon ja osin arvaamattomasti. Siksi työeläkevarojen tuototkin voivat heilua merkittävästi.

Tässä selvityksessä on käyty läpi keinoja yksityisen sektorin työeläkevakuuttajien pitkän aikavälin sijoitustuottojen parantamiseen niiden riskinotto kykyä parantamalla. Selvityksessä mainitut keinot poikkeavat toisistaan monin tavoin. Osa keinoista on arvioitu tarkemmin erilaisissa työmarkkinakeskusjärjestöille tehdyissä teknisissä asiantuntijaselvityksissä. Osa on nostettu esiin periaatteellisina vaihtoehtoina ja tietoisina siitä, että niitä koskevia tarkempia asiantuntijaselvityksiä ei ole ainakaan vielä tehty.

Yksi keskeisistä nyt läpikäytyjen keinojen eroista koskee sitä, miten vahvasti ne ohjaisivat työeläkesijoitusten allokointumista nimenomaan osakkeisiin. Mallit poikkeavat toisistaan myös siinä, missä määrin ne muuttaisivat yksityisten alojen työeläkejärjestelmän nykyisiä erityispiirteitä erityisesti rahastointitekniikan, riskinkannon ja toiminnallisen hajautuksen näkökulmasta.

Kaikkien keinojen kohdalla olisi tarkasteltava erikseen myös sitä, mihin ja keiden hyväksi niiden pitkällä aikavälillä tuottamat aiempaa paremmat sijoitustuotot halutaan ohjata – ja miksi. Lisäksi olisi syytä keskustella, miten riskiä lisäävien keinojen käyttöönotosta seuraavaa nykyistä suurempaa tuottojen vaihtelua käytännössä siedetään.

Eri keinojen vaikutusta työeläkevaroilta saataviin tuottoihin on arvioitu tarkemmin eläkeneuvotteluryhmälle ja työmarkkinaosapuolten perustamalle kaksikantaiselle neuvotteluryhmälle tehdyissä teknisissä asiantuntijaselvityksissä. Niiden antamat tulokset perustuvat erilaisten skenaariomallien pohjalta tehtyihin laskelmiin, ja ne ovat siksi herkkiä malleissa tehdyille oletuksille ja parametrivalinnoille. Niiden tulokset pitkän aikavälin sijoitustuottojen kasvusta ovat tämän takia enemmänkin suuruusluokkaa osoittavia kuin tulevia tuottoja täsmälleen ennustavia. Teknisempien selvitysten tulosten pohjalta on kuitenkin selvää, että yksikään tähän mennessä selvitetystä keinoista ei riitä yksinään pääministeri Orpon hallituksen eläkeuudistukselle antamassa toimeksiannossa kuvatus sopeutustavoitteen – 0,4 % suhteessa bruttokansantuotteeseen – mukaisen vaikutuksen aikaansaamiseen.

Sijoitustuottoihin liittyy väistämättä vuosittaista vaihtelua. Siksi myös Orpon hallituksen eläkeuudistusta koskevassa toimeksiannossa mainittuun työeläkemaksun konkreettiseen vakauttamiseen liittyvän tavoitteen saavuttaminen pelkän sijoitusuudistuksen avulla on vaikeaa.

Selvityksen toimeksiannossa sen lähtökohdaksi tuli ottaa se, että osakepainon nostamisella tavoitellaan työeläkejärjestelmän pitkän aikavälin sijoitustuottojen parantamista ja työeläkerahastoinnin vahvistamista, ja edistetään siten työeläkemaksun pitämistä kohtuullisena. Siksi päätämme selvityksen kokoavaan näkökulmaan siitä, miltä siinä läpikäydyt keinot näyttävät erityisesti osakesijoitusten lisääntymisen ja työeläkerahastoinnin näkökulmista. Lopuksi nostamme esiin sen, miltä eri keinot näyttivät yksityisten alojen työeläkevakuuttajien sijoitus- ja riskinhallintaosaajille tekemiemme haastattelujen ja niistä vedettyjen johtopäätösten valossa.

Osakesijoitusten lisääntyminen

Osakesijoitusten lisääntyminen riskinottokapasiteetin kasvaessa on selvää ainoastaan OLV-järjestelyn painoarvon lisäämiseen kohdistuvissa keinoissa.

OLV-tuoton osuuden kasvattaminen johtaisi lähes väistämättä osakeosuuden lisääntymiseen, käytännössä noin 80 prosentilla OLV-osuuden kasvusta (OLV-osuus koskee vain vastuuvulkaa vastaavaa osaa sijoitusomaisuudesta, joten vaikutus ei ole 100-prosenttinen). Tämä johtuu selvityksessä kuvatulla tavalla poikkeamariskistä, joka käytännössä edellyttää, että kaikki vakuuttajat sijoittavat vähintään tuottovaatimuksen OLV-osuuden verran sijoituksistaan kehittyneiden markkinoiden osakkeisiin. Vastaava seuraus olisi tietyn edellytyksin myös siirtymisellä sijoitussidonnaiseen vastuuvulkaosuuteen. Myös siinä tuottovaatimuksen määrittely ohjaisi sijoitusallokaatiota varsin merkittävällä tavalla. Eli jos mallin tuottovaatimus perustuisi osaketuottoihin, niihin pitäisi myös sijoittaa.

Täydennyskertoimen kohdalla muutokset eivät välttämättä johda muutoksiin osakeallokaatiossa.

Täydennyskertoimella voidaan säädellä vakuuttajien vakavaraisuuspääoman määrää esimerkiksi niin, että rahastotäydennysten tekemistä hidastetaan vakavaraisuustilanteesta riippumatta, jolloin vakavaraisuudet lähestyvät ennen pitkää eräänlaista tasapainotilaa, joka olisi tällaisessa tapauksessa nyt vallitsevaa vakavaraisuustasoa korkeampi. Parantunut vakavaraisuus ei kuitenkaan pakottaisi työeläkevakuuttajia sijoittamaan osakemarkkinoille, vaan niiden käytössä olisi valikoima muitakin riskillisiä sijoituslajeja.

Vakavaraisuusjärjestelmän muutosten tavoitteena on aina ensisijaisesti parantaa työeläkevakuuttajien vakavaraisuutta, jolloin päätösvalta sijoitusten kohdentamisesta jää aina vakuuttajille. Jos tätä kautta haluttaisiin nostaa nimenomaisesti osakesijoitusten painoja, pitäisi muutos kohdistaa osakesijoituksia koskeviin parametreihin (ts. keventää jollain tavoin erityisesti niiden pääomavaadetta). Tällaisella menettelyllä kuitenkin muutettaisiin ”väkivaltaisesti” nykyisten vakavaraisuusvaateiden asettamisen taustalla olevia sijoitusmarkkinoita ja -tuottoja koskevia oletuksia, mihin liittyy paljon kysymysmerkkejä.

Myös muut selvityksessä mainitut keinot ovat luonteeltaan sellaisia, että niihin liittyvä osakeallokaation kasvu on vakuuttajien omien päätösten varassa. Esimerkiksi rahastokoron alentaminen pienentäisi kyllä tuottovaatimusta, mutta ei millään tavoin ohjaisi sijoituksia itsestään selvästi osakesijoituksiin.

Osakeallokaation kasvattamiseen liittyy aina myös kysymys hajautuksen heikkenemisestä.

Jos osakkeiden määrää haluttaisiin kasvattaa esimerkiksi 75 prosenttiin kaikista sijoituksista, tämä indikoisi väistämättä tarpeen myydä muita sijoituksia ja siirtää niistä vapautuvia varoja osakkeisiin. Vaikka osakkeet hajautettaisiin maailmanlaajuisesti, riski olisi edelleen osakeriskiä ja hajautuksen tuoma suoja tuottojen vaihtelua vastaan puutteellinen. Myös muiden, mahdollisesti epälikvidien sijoitusten myynnistä saattaisi aiheutua taloudellisia menetyksiä. Eläkkeiden maksamiseen liittyvien likvideettivaatimusten vuoksi salkkuun, jossa olisi osakkeita 75 prosenttia, ei sen lisäksi mahtuisi juuri muita kuin korkosijoituksia, joten riskien hajautus heikkenisi myös tästä syystä. Erittäin suuri osakepaino voisi heikentää myös perusteluja yksityisalojen työeläkejärjestelmän toiminnalliselle hajautukselle varsinkin, jos osakepainon suuruus olisi seurausta voimakkaista ohjausvaikutuksista eikä vakuuttajien omaehtoisista päätöksistä.

Eläkkeiden rahastoinnin vahvistaminen

Sijoitustuottojen parantamisen ajatuksena on eläkejärjestelmän rahoituksen turvaaminen ja sekä eläkemaksun nostamiseen että eläke-etuuksien heikentämiseen kohdistuvien paineiden vähentäminen. Siksi sijoitusuudistuksen keskeinen kysymys on, miten ja mihin uudistuksella tavoiteltavien nykyistä parempien sijoitustuottojen vaikutus ohjautuu.

Jos parantuneista sijoitustuotoista syntyvä ”ylijäämä” käytetään esimerkiksi välittömiin maksunalennuksiin, niiden vaikutus työeläkkeiden rahoituksen vahvistamiseen jää pitkällä aikavälillä vähäiseksi. Jos taas uudistuksella mahdollisesti saatava parempi tuotto käytetään lisärahastointiin, vaikutus voi rahoituskokonaisuuden kannalta olla pitkällä aikavälillä varsin merkittävä. Tässä mielessä eläkkeiden rahastoinnin vahvistamisen kannalta perustelluimmilta vaikuttavat keinot, joilla varoja ohjataan tuottovaatimuksen kautta aktiivisesti lisärahastointiin. Täydennyskertoimen ja OLV-tuoton tapauksessa näin tapahtuu eräässä mielessä automaattisesti.

Jos tuottojen parantamisen keinoksi valitaan vakavaraisuusmääräysten tavalla tai toisella tapahtuva keventäminen, pitää samalla erikseen pohtia ja ratkaista, miten sen myötä paranevat tuotot ohjataan parhaalla mahdollisella tavalla rahastoinnin tukemiseen.

Tässäkin tapauksessa jo nyt voimassa olevat täydennyskerroin- ja OLV-mekanismit ohjaavat varoja kohtuullisessa määrin rahastointiin (jos vakavaraisuuspääomat kasvavat, täydennyskerroin kasvaa (iv1); vastaavasti osaketuottojen kasvaminen nostaa OLV:ia ja siitä purkautuu tietyn rajan jälkeen varoja lisärahastointiin (iv4). Jos ylituottoja kuitenkin pääsee valitussa menettelyssä kertymään merkittävässä määrin myös vakavaraisuuspääomaan, ne tulevat ennen pitkää maksetuiksi ulos asiakashyvitysten muodossa.

Hyvitysten maksu on normaali vakuutustoiminnalle ominainen piirre, jonka soveltaminen lakisääteisessä työeläkejärjestelmässä on ollut aina jossain määrin ongelmallista. Toisaalta eläkeuudistusta koskevien selvittelyjen yhteydessä on puolestaan noussut esiin iv-korotusten kohdentaminen nykyisestä poiketen myös nuorempiin ikäluokkiin. Sillä olisi sukupolvitarkastelussa positiivinen vaikutus, kun rahastojen purkautuminen siirtyisi myöhemmäksi ja pienentäisi tulevaisuudessa jakojärjestelmämaksun osuutta. Kääntöpuolena on lähiajan maksutasoon kohdistuva nousupaine. Siksi rahastotäydennysten määrää ja kohdentamista tulee selvittää huolellisesti tuottojen parantamiskeinon valinnan yhteydessä. Niistä pitää keinovalinnan yhteydessä myös aktiivisesti päättää ja linjata.

Käytännön sijoitustoiminnan näkökulma

Eläkeneuvotteluryhmässä yhtenä selvitettävänä keinona sijoitustuottojen parantamiseksi on nähty OLV-osuuden nosto nykyisestä 20 prosentista (suhteessa kokonaisvastuisiin) joko jonkin verran (+10 prosenttiyksikköä) tai selvästi enemmän (+25 % prosenttiyksikköä). OLV-osuuden kasvattaminen johtaisi osakesijoitusten lisäämiseen. Kävimme tätä ja muita sijoitustuottojen parantamiskeinoja läpi selvitystä varten tekemissämme toimijakohtaisissa työeläkevakuuttajien sijoituksista ja riskienhallinnasta vastaavien henkilöiden haastatteluissa syksyn 2023 aikana. Esittelimme näiden haastattelujen antia myös alan toimijoita edustavan Työeläkevakuuttajat Tela ry:n hallituksessa mahdollisen asiaa koskevan alan käytännön toimijoita edustavan konsensusnäkömyksen muodostamiseksi. Tässä prosessissa kävi ilmi, että yksityisten alojen työeläkevakuuttajien mielestä *OLV:n maltillinen nostaminen olisi perusteltua*.

Sijoitusympäristössä on tapahtunut vuosien 2022–23 aikana iso muutos yleisen korkotason noustua merkittävästi. Uusien korkosijoitusten tuottotaso on noussut sen myötä voimakkaasti ja korkosijoittamisesta on siksi tullut jälleen houkutteleva sijoitusmuoto. Työeläkesijoittajien salkut sisältävät siksi nykyisin osakkeiden ja korkojen lisäksi varsin merkittävästi myös muita tuottavia sijoituksia.

Tässä sijoitusympäristössä *OLV-osuuden nostaminen 10 prosenttiyksiköllä parantaisi toimijoiden mielestä vielä tuottotasoa tehokkaasti, mutta sitä suuremmissa nostoissa tuotto ei enää kasva riskin kasvua vastaavasti*. Syinä tähän ovat mainittu korkosijoitusten elpyminen ja se, että määrältään merkittävästi yli 10 prosenttiyksikön nosto osakkeiden osuudessa edellyttäisi muiden tuottavien sijoitusten purkamista. Lisäksi OLV-osuuden voimakas nostaminen yhdenmukaistaisi sijoitussalkkuja entisestään ja vähentäisi hajautushyötyjä vastaavasti.

OLV-osuuteen tehtävät muutokset vaikuttavat olennaisesti myös muihin rahoitusteknisen kokonaisuuden elementteihin ja ne edellyttävät siksi alan toimijoiden mielestä tämän kokonaisuuden tarkistamista ja OLV-tekniikan päivittämistä.

Mikäli eläkeuudistuksen valmisteluaikataulu antaa myöten, *OLV:in maltillisen noston rinnalla tulisi työeläkevakuuttajien mielestä tutkia myös sitä, olisiko vakavaraisuusvaatimuksia muuttamalla löydettävissä tapoja parantaa työeläkesijoittajien mahdollisuuksia allokoida varoja nykyistä tehokkaammin ja tuottavammin*.

Helsingissä 2.2.2024

Suvi-Anne Siimes ja Jari Sokka

5. Selvityksen toimeksianto

Selvitys mahdollisista keinoista nostaa yksityisen sektorin työeläkesijoitusten riskitasoa ja osakepainoa

Selvitetään mahdollisia keinoja, joilla yksityisen sektorin työeläkelaitosten sijoitustuottoja voidaan parantaa nostamalla työeläkesijoitusten osakepainoa. Selvityksen lähtökohtana on se, että osakepainon nostamisella tavoitellaan yksityisen sektorin eläkejärjestelmän pitkän aikavälin sijoitustuottojen parantamista ja työeläkkeiden rahastoinnin vahvistamista ja edistetään siten työeläkemaksun pitämistä kohtuullisena.

Selvityksessä tarkastellaan eri vaihtoehtoja yllä kuvatun tavoitteen saavuttamiseksi ja tuotetaan tietoa eri keinojen hyvistä ja huonoista puolista (vahvuudet ja heikkoudet) sekä niiden käytännön toteutettavuuteen liittyvistä näkökohdista. Selvitettäviin asioihin kuuluu mm. se, mihin asti kullakin mallilla voitaisiin päästä työeläkesijoitusten riskitason /osakepainon nostamisessa, miten nopeasti eri mallit olisivat käyttöön-otettavissa ja miten nopeasti työeläkesijoitusten riskitaso/osakepaino niiden myötä nousisi.

Selvityksessä ei oteta kantaa vaihtoehtojen paremmuusjärjestykseen vaan arvioidaan eri malleja riittävän konkreettisesti ja yhdenmukaisesti yllä karkeasti hahmoteltujen kaltaisten kriteerien pohjalta. Selvityksessä arvioidaan myös sitä, aiheutuisiko eri malleista tarpeita tehdä tarkistuksia vakavaraisuuden perusteella jaettavaan asiakashyvityksiin.

Selvityksessä huomioidaan Jukka Rantalan riskiselvitys (Rantala 2022) sekä aiemmat eläkeneuvotteluryhmän pyynnöstä toteutetut selvitykset yksityisen sektorin työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan uudistamisen mahdollisuuksista. Lähemmin tarkasteltavaksi tulevat ainakin osaketuottosidonnaisen lisävuokutusvastuun (OLV) kehittäminen ja sijoitussidonnainen eläkevastuu.

Selvityksen reunaehdot ovat työeläkejärjestelmän hajautetun toimeenpanon säilyttäminen sekä työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan tehokas toimeenpano. Selvityksen tekemisessä otetaan kuitenkin annettuna se, että työeläkesijoittamisen riskitason lisäämisellä ja osakepainon kasvattamisella voi olla vaikutuksia työeläkelaitosten väliseen kilpailuasetelmaan.

Selvityksen teosta vastaavat Suvi-Anne Siimes ja Jari Sokka Työeläkevakuuttajat TELA ry:stä. Selvitykselle asetetaan työmarkkinakeskusjärjestöjen edustajista koostuva seurantaryhmä.

Eri keinojen käytännön toteutettavuuden arviointia rikastetaan eläkeneuvotteluryhmälle aiemmin tuotetun aineiston ohella myös TyEL-toimijoiden sijoitus- ja riskiosaajien eläkevakuuttajakohtaisilla haastatteluilla.

Selvityksen laatijoilla on mahdollisuus saada tarvittaessa apua Eläketurvakeskukselta, ja he pitävät myös eläkeneuvotteluryhmän puheenjohtajana toimivan Eläketurvakeskuksen toimitusjohtajan Mikko Kauton informoituna työn etenemisestä.

6. Lähdeluettelo

Sosiaali- ja terveysministeriö (19.10.2023) tiedote: Eläkeuudistusta valmistelevan työryhmän toimeksianto ja perustaminen <https://valtioneuvosto.fi/-/10616/tyoelakejarjestelman-uudistamiseksi-perustetaan-tyoryhma>

Andersen, Torben M. (17.9.2021) Eläkkeiden riittävyys ja kestävyys: arvio Suomen eläkejärjestelmästä <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-183-3>

Ambachtsheer, Keith (15.4.2013) Suomen eläkejärjestelmä: Instituutiorakenne ja hallinto <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-183-3>

Rantala, Jukka (2019) Esiselvitys yksityisen sektorin työeläkevarojen sijoitustuottojen kohentamismahdollisuuksista <https://urn.fi/URN:NBN:fi-fe202001152285>

Risku, Ismo; Tikanmäki, Heikki; Varis, Jarno; Sankala, Mikko; Lehmuskero, Minna; Mäkinen, Hanna (2020) Työeläkkeiden rahoitus selvitys <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-305-9>

Sokka, Jari ja Vanne Reijo (2020) Työeläkekilpailu TyEL-järjestelmän taloudessa <https://www.tela.fi/ajankohtaista/selvitykset-ja-tutkimukset/tyoelakekilpailu-tyel-jarjestelman-taloudessa/>

Työmarkkinakeskusjärjestöjen sopimus vuoden 2017 eläkeuudistuksesta (26.9.2014) <https://www.etk.fi/wp-content/uploads/2020/05/sopimus-vuoden-2017-tyoelakeuudistukseksi.pdf>

Viherkenttä, Timo: Onko eläkelaitosten sijoitustoiminnan sääntely taloudellisesti ja oikeudellisesti kohdallaan? Liiketaloudellinen Aikakauskirja. <https://www.edilex.fi/liikejuridiikka/1000950017>