

Alustus Kansantaloudellisessa yhdistyksessä 14.9.2005

Työeläkevarojen sijoittaminen ja tulevaisuus

Kari Puro

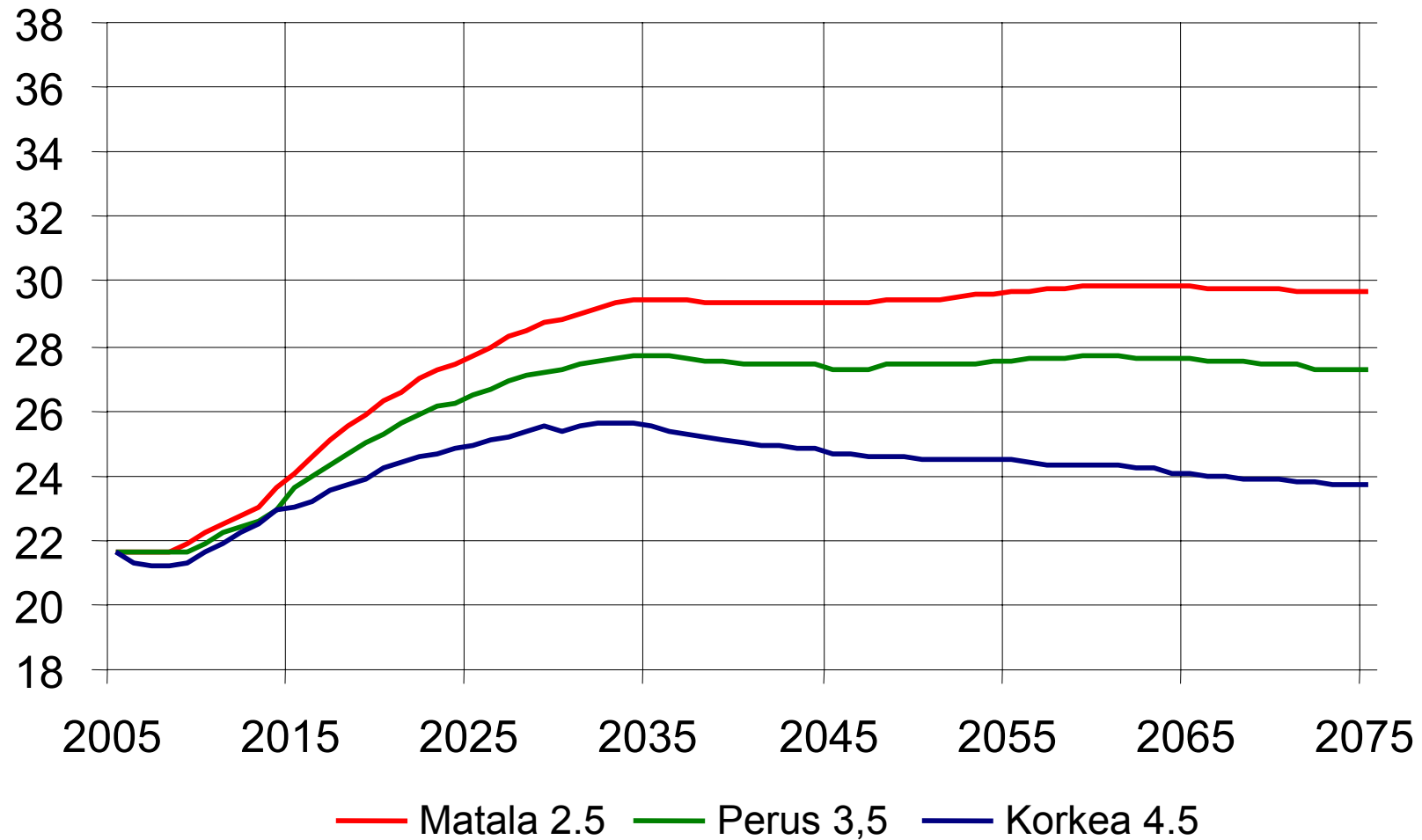
Työeläkesijoittamisen ajankohtaiset keskusteluaiheet

- Kehityshankkeen näkökulmat
 - riskinkantokyvyn parantaminen ja sen myötä lisätuottojen hakeminen
 - tekniset parannukset säännöstöön
 - Suomeen sijoittaminen
- Tärkein päämäärä työeläkemaxsun nousupaineen hillitseminen
- Olennaista on, kuka riskit kantaa

Työeläkerahastojen luonne Suomessa

- työeläke on vakuutus työansioden loppumista vastaan
- eläkkeet ovat etuusperusteisia
- vakuuttajina toimivat työeläkevakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt ja eläkekassat
- työeläkevarat ovat näissä eläkelaitoksissa niiden eläkevastuun katteena
- yksittäisillä henkilöillä ei ole omaa ”eläkesäästöpotia”
- sulkee pois yksilölliset sijoitusvalinnat

TyEL-maksu erilaisilla tuotto-oletuksilla



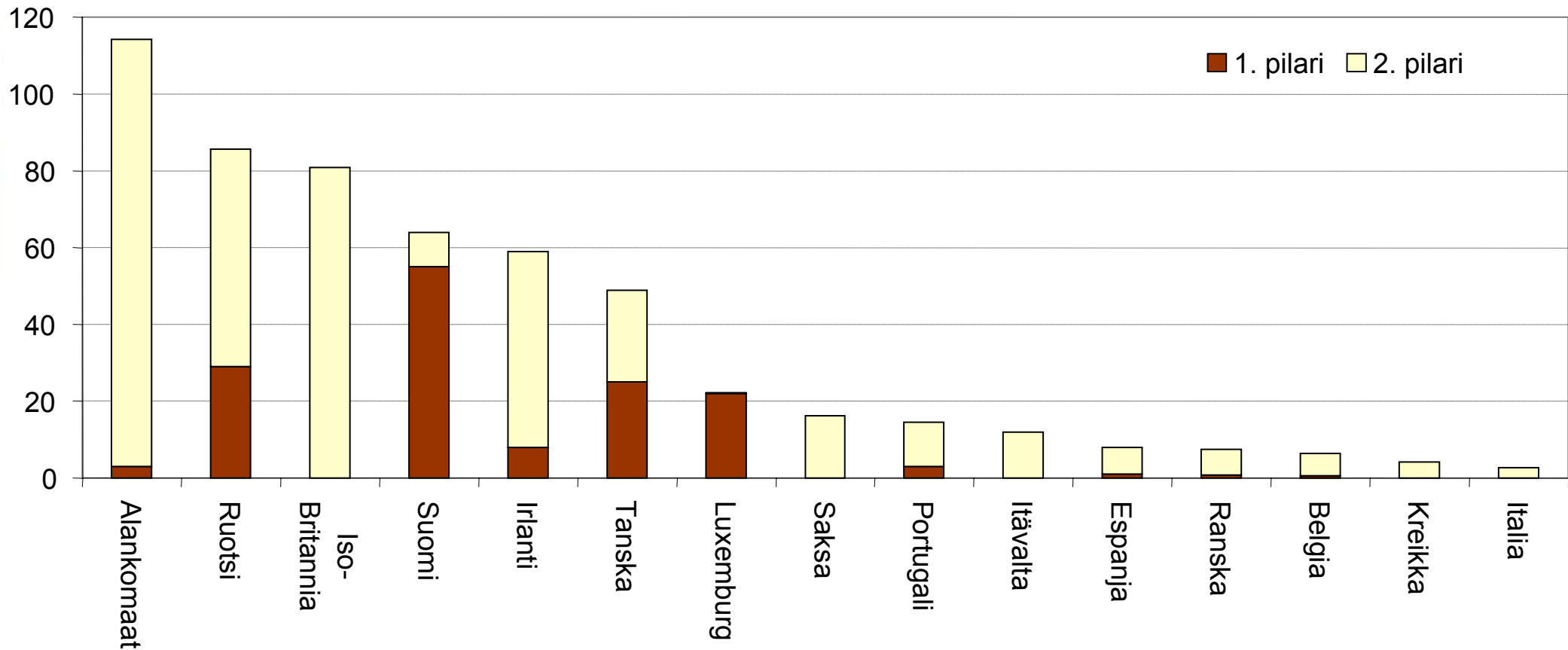
Työeläkesijoittamisen ensimmäiset vuosikymmenet

- Volyymi alkoi nolasta 1962
- Takaisinlainauksen dominoiva rooli
- Työnantajakollektiivi maksoi koko maksun
- Työnantajakollektiivi sai matalasta korosta koituneen mahdollisen hyödyn
- Korkona laskuperustekorko, joka myös eläkelaitoksen vuotuinen tuottovaatimus
- Ei juurikaan vakavaraisuuspuskurin tarvetta työeläkelaitoksille

Työeläkesijoittamisen ensimmäiset vuosikymmenet *(jatkuu)*

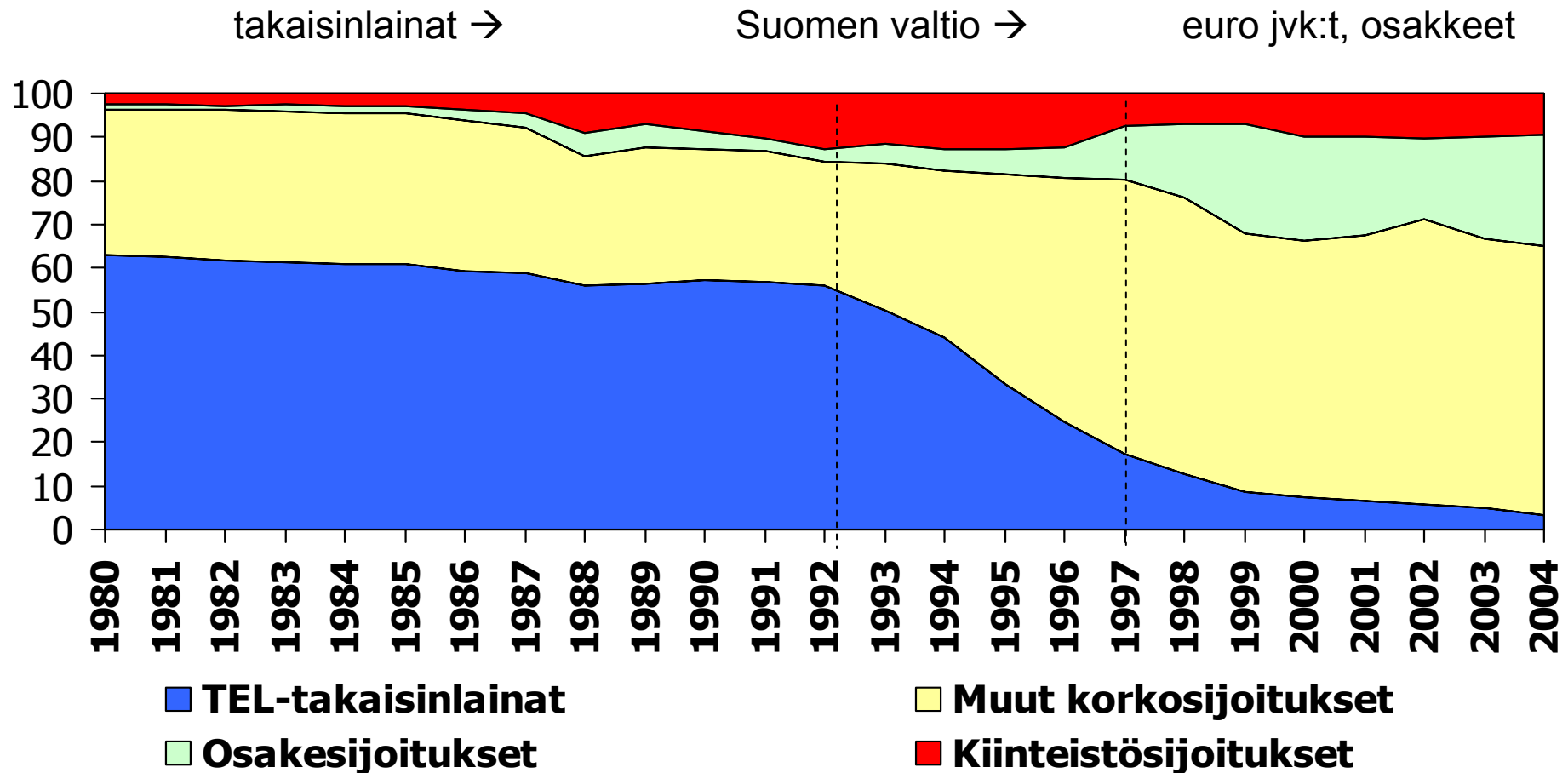
- Rahamarkkinoiden vapautuminen => takaisinlainauksen kysyntä romahti muutamassa vuodessa
- Valtion lainat astuivat sijaan
- Tilanne ei tyydyttävä: varojen oli määrä palata elinkeinoelämän käyttöön
- Joukkovelkakirjasijoituksissa korkoriski => vakavaraisuuspuskurin tarve
- Osakesijoituksissa kurssiriski => vielä enemmän vakavaraisuuspuskurin tarvetta
- Vuonna 1997 sijoittamisen reunaehdot uudistettiin

Eläkevarojen osuus BKT:sta EU-maissa pilareittain



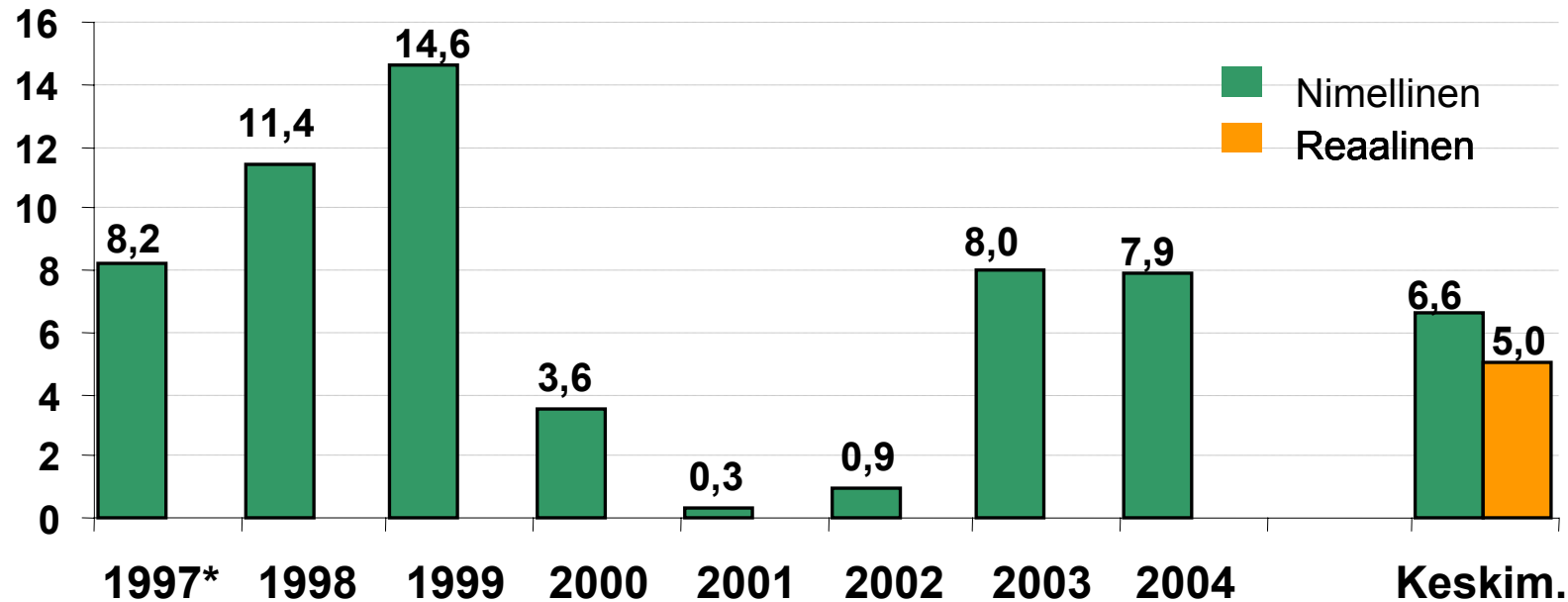
Osuudet ovat vuosilta 2000 - 2002

Työeläkeyhtiöiden sijoitusten jakautuminen vuosina 1980 - 2004



Vuodet 1980 - 1996 kirjanpitoarvoilla, 1997 - 1998 siirtymä markkina-arvoihin, vuodesta 1999 markkina-arvoilla

Yksityisen sektorin työeläkevarojen tuotto vuosina 1997 - 2004, %/v sitoutuneesta pääomasta



* Vuodelta 1997 vain yhtiöiden tiedot

Katesäännökset

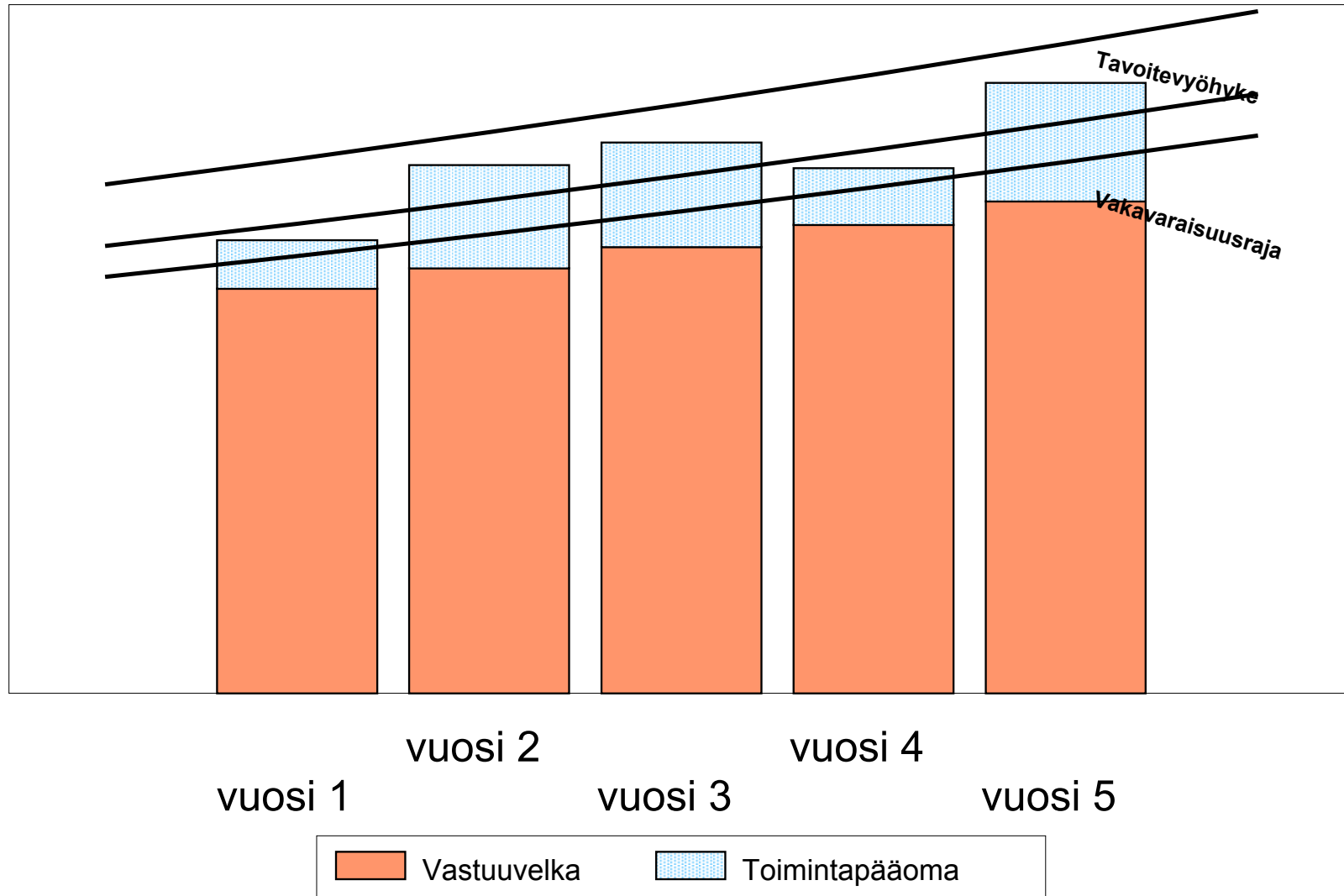
- Suomen lainsäädännössä vastaavat (tietenkin) EU-direktiivejä
- Sovelletaan myös työeläkeyhtiöihin
- Yleisperiaatteet
 - turvaavuus
 - tuotto
 - riittävä likvidisyys
 - monipuolisuus
 - hajauttaminen
- Enimmäismääriä riskipitoisille omaisuuslajeille (eivät riitä takaamaan monipuolisuutta ja hajautusta)
- Säännökset riskikeskittymien välttämiseksi

Vakavaraisuussäännökset

- Vuoden 1997 uudistuksen eräs ydinkohta
- Tarkoituksena
 - vahvistaa työeläkelaitosten riskinkantokykyä (sijoitustuottojen parantaminen)
 - sopeuttaa riskinottomahdollisuudet vakavaraisuuteen
- Toimintapääomaratat, jotka riippuvat sijoitusten jakaumasta
- Rajoja vastaavat sanktiot

Esimerkki toimintapääoman kehityksestä

Periaatekuvio



Kate- ja vakavaraisuussäännösten yhdistäminen

Välttämätöntä siitä riippumatta, mitä muita uudistuksia tehdään

- sijoitusmarkkinoiden ja –instrumenttien nopea kehitys => kaavamainen säännöstö ei voi pysyä kehityksen mukana
- instrumentin kohtelun pitää perustua todelliseen eikä juridiseen luonteeseen silloin, kun nämä eroavat
- päällekkäisen työn välttäminen
- STM perustamassa lainsäädäntöhanketta

Laskuperustekorko

Tehtävä

- luonnehditaan usein vuotuiseksi tuottovaatimukseksi
- ennen 1997 olikin sellainen
- nykyisin määrittelee osuuden, joka ko. vuonna siirretään ”lopullisesti” eläkerahastoihin
- jos tuotot eivät riitä, käytetään puskuria (toimintapääoma)

Määräytyminen nykyisin

- riippuu eläkelaitosten keskimääräisestä vakavaraisuudesta
- minimi 3 %

Laskuperustekorko *(jatkuu)*

Rooli jatkossa

- määrittelee, minkä verran siirretään eläkerahastoihin tai (eräissä malleissa) sieltä pois
- ei siis vuotuinen tuottovelvoite, vaan ”rahastonsiirtovelvoite”
- vanha rooli sekoittaa edelleen keskustelua
- ei koron roolissa juuri missään
- uusi termi: eläkevastuiden täydennyskerroin

Sijoitusriskeihin liittyvä dilemma TEL-järjestelmässä:

- Liikaa riskiä:
 - riski voi realisoitua
 - maksunkorotuspaine kasvaa
 - eläkkeitä leikataan
- Liian vähän riskiä:
 - tuotot jäävät mataliksi
 - maksunkorotuspaine kasvaa
 - eläkkeitä leikataan

Kuka kantaa maksutasoon liittyvän riskin?

- Nykysäännöin työeläkemaksun maksajat, eli
 - työnantajat
 - vakuutetut
- Jos työnantajien maksutaso kiinnitetään:
 - ensisijaisesti vakuutetut
 - toissijaisesti myös eläkkeensaajat
- Jos kokonaismaksu kiinnitetään:
 - vakuutetut ja eläkkeensaajat

Osakesijoitukset

- Tuotto-odotus korkeampi kuin riskittömällä sijoituksilla
 - pakko olla: muuten kukaan ei ottaisi riskiä
 - empiirinen aineisto tukee menneisyyden osalta
 - eläkesijoittamisessa pitkä aikahorisontti antaisi mahdollisuuden riskinottoon
- Tuotto-odotus on eri asia kuin tuotto
 - voi olla pitkiäkin huonoja periodeja
 - osakepreemion suuruus?
 - demografian vaikutus?
 - alueelliset erot (vanhat maat, nousevat taloudet)?

Keinoja riskinkantokyvyn kohentamiseksi

- sallitun riskitason kasvattaminen
- vakavaraisuusmekanismin tekninen parantaminen
- toimintapääomapuskurin kasvattaminen
- sallitaan, että huonoina vuosina laskuperustekorko menee alle 3 %:n (jopa alle nollan)
- radikaalimmat ajatukset: osakeindeksisidonnainen vastuovelka tai tuottosidonnainen vastuovelka

Tarkastelussa olleet mallit

- Nykymallin kehittäminen
 - toimintapääoman lisääminen
 - laskuperustekorkokaavan säätäminen
- Tuottomalli
 - laskuperustekoron sitominen osittain alan keskimääräiseen tuottoon
- Indeksimalli
 - laskuperustekoron sitominen osittain annettuun indeksiin ("maailmanindeksi")
- VM:n malli
 - eläkelaitoskohtainen tuottomalli

Sijoitusriskien puskuri

- Keskeinen päätös on tehtävä kysymyksessä
 - kantaako sijoitusriskin eläkelaitos
 - puskurina toimintapääoma
 - siirretäänkö riskiä eläkejärjestelmälle
 - puskurina siltä osin vastuuvelka
- ja otettava kantaa eläkelaitoksen päätöksentekovapauteen/ohjaamiseen
- Järjestelmälle voidaan siirtää yleistä sijoitusriskiä, mutta eläkelaitos tarvitsee toimintapääomaa kantamaan poikkeamariskinsä
- Järjestelmän riskillä olevan osuuden kasvattaminen lisää painetta sijoitusten yhtenäistämiseen

Vastuuvelka ja toimintapääoma

- Tuottojen kannalta ei sinänsä ole merkitystä, minkä nimisen erän katteena sijoitettavat varat ovat (toimintapääoma ja vastuuvelka ovat tässä suhteessa samanarvoisia)
- Vastuuvelkaan sisältyvä indeksi- tai tuottosidonnainen lisävakuutusvastuu puskuroi järjestelmän yhteisellä vastuulla olevaa tuottojen heilahtelua
- Toimintapääoma toimii eläkelaitoskohtaisen riskin puskurina (siis sekä allokaatiopoikkeama että poikkeamat kunkin sijoituslajin sisällä)
- Eläkelaitoskohtainen tuottovaatimus on toimintapääoman kasvattamista toisella nimellä

Osakeindeksisidonnainen vastuovelka

- Laskuperustekorko sidotaan osakeindeksin kehitykseen tietyn vastuvelan osan osalta (10 %?)
 - voi siis mennä alle 3 %:n, jopa alle 0:n
 - poistaa osakkeiden arvonmuutosriskin ko. osasta salkkua
- Hyviä puolia
 - hyödyntää eläkevarojen pitkää sijoitushorisonttia
- Ongelmia
 - sitoo osakesijoitukseen tältä osin
 - vähentää hajautusta
 - governance-ongelma: kuka valitsee indeksin? Kuka muuttaa indeksiä?

Tuottosidonnainen vastuovelka

- Laskuperustekorko sidotaan eläkelaitosten keskituottoon tietyn vastuvelan osan osalta (50 %?)
 - voi siis mennä alle 3 %:n, jopa alle 0:n
 - poistaa osan sijoitusmarkkinoiden yleisen heilahtelun muodostamasta riskistä
- Hyviä puolia
 - hyödyntää eläkevarojen pitkää sijoitushorisonttia
 - nykymalli on nähtävissä viipeellisenä tuottomallina
- Ongelmia
 - vuotuinen rahastoonsiirtovelvoite selviää jälkikäteen ja riippuu muiden eläkelaitosten (erityisesti suurten) ratkaisuksista
 - vähentää hajautusta

Indeksi- ja tuottomallia yhdistävä malli

- Korvataan indeksimallissa käytetty osakeindeksi eläkelaitosten noteerattujen osakkeiden keskimääräisellä tuotolla
- Suurten eläkelaitosten painoa rajoitetaan keskiarvossa
- Ei indeksimallin päätöksenteko-ongelmaa indeksin valinnassa
- Tuottomallin sijoitussalkkuja yhdenmukaistava vaikutus lievenee, koska sijoitusallokaatioiden erolla ei ole vaikutusta tuottovaatimukseen

Keinoja riskinkantohalun kohentamiseksi

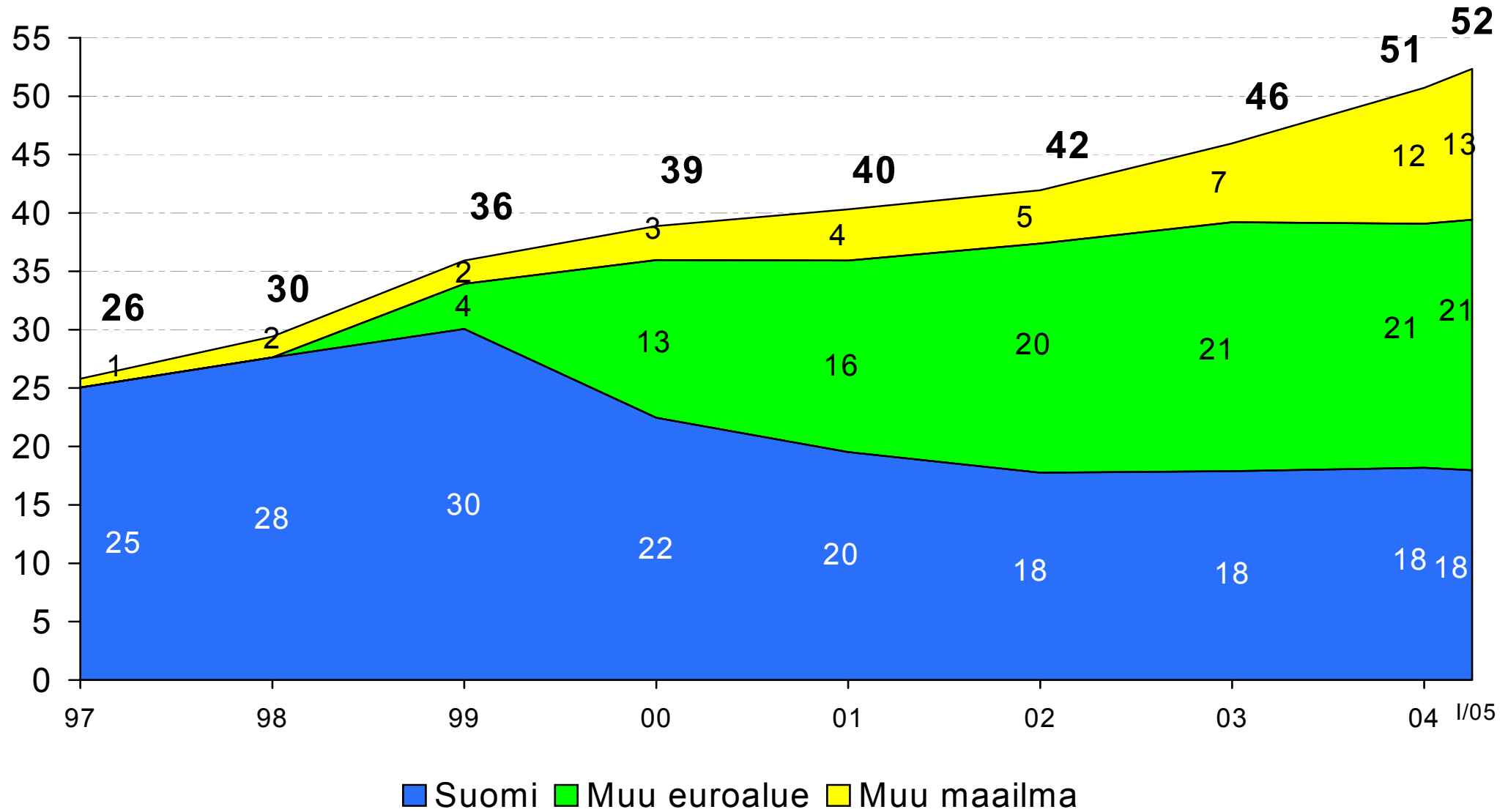
- hyvitykset riippumaan vain toimintapääoman määrästä (nyt riippuvat myös vakavaraisuudesta suhteessa riskeihin)
 - nykyiset ongelmat: riskin lisääminen pienentää hyvityksiä vaikka vakavaraisuus entinen, ohjaa pysymään tavoitevyöhykkeellä
- ns. tavoitevyöhykkeen hävittäminen
 - näyttää ohjaavan siihen, ettei toimintapääomaa hyödynnetä täysimääräisesti

Sijoittaminen Suomeen

SIJOITUSKANTA ALUEITTAIN 1997 - 2005

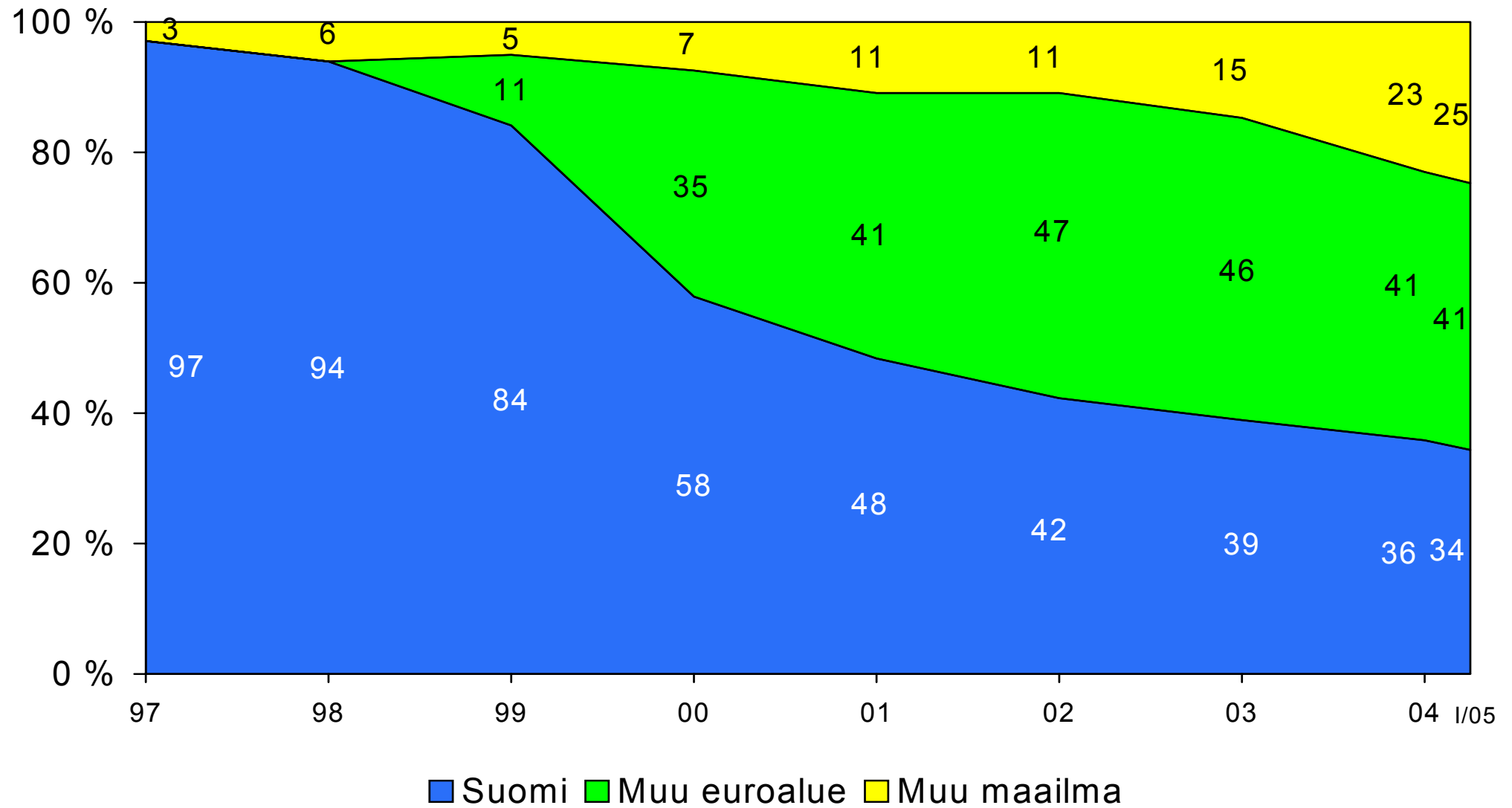
Eläkevakuutusyhtiöt

MRD.EUR



SIJOITUSKANTA ALUEITTAIN 1997 - 2005

Eläkevakuutusyhtiöt



Miksi tarvittaisiin lisää investointeja Suomeen?

- Suomen hyvinvointi on saavuttanut pisteen, jossa kilpailukyky alhaisen jalostusarvon tuotannossa ja palveluissa ei riitä.
- Korkeampi jalostusaste edellyttää innovaatioita, mihin tarvitaan korkeaa koulutustasoa ja teknologiaa – muutos on hidas ja sitoo pääomia pitkäksi aikaa.
- Ilman investointeja ei ole talouskasvua, mikä uhkaa niin julkisen talouden tasapainoa kuin eläkejärjestelmää.

Onko Suomessa pääomapula?

- Kotitaloudet lisääntyneestä velanotosta huolimatta vahvasti pääomaylijäämäisiä, riskinotto alhaista.
- Yritysten pääomarakenteet poikkeuksellisen hyvässä kunnossa vaikkakin mm. osinkoverotuksen muutokset ja alhainen korkotaso ovat lisänneet vieraan pääoman houkuttelevuutta.
- Valtion talous tasapainossa, mutta paineita verotuksen keventämiseen on.
- Eläkejärjestelmä vain osittain rahastoitu mutta vastuut pitkiä – riskinottomahdollisuudet rajoitettuja.
- Ulkomainen pääomantarjonta voimakasta.

Mitä voitaisiin tehdä?

- Pääomia riittävästi, miten reaali-investoinnit kohdentuisivat Suomeen?
 - Yrittäjyyteen kannustaminen
 - Pääomasijoittamisen lisääminen
 - Verotuksen (kokonaisveroaste) alentaminen
 - Rahasto- ja arvopaperistamishankkeiden edistäminen
 - Infrastruktuurisijoitusten rahoitusratkaisujen kehittäminen
 - Listautumiskynnyksen madaltaminen

Eläkesijoittajan mahdollisuudet?

- Pääomasijoitusten lisääminen – vaatii joko kotimaisten pääomarahastojen kehittämistä (mm. ulkomaisten sijoittajien verokohtelu) tai suorien sijoitusten lisäämistä
- Osallistuminen infrastruktuurihankkeisiin –
Vaatimuksena riittävä, vakaa tuotto
- Osallistuminen riittävän kokoisten listaamattomien yritysten kehittämiseen listautumiskelpoisiksi
- Sijoitukset pitkiin yrityslainoihin ja inflaatiolinkattuihin valtionlainoihin

Yhteenveto Suomeen sijoittamisessa

- Perimmäinen tavoite kotimaisen työllisyyden edistäminen
 - sinänsäkin hyvä
 - tärkeä eläkkeiden rahoituksen kannalta (jakojärjestelmäosuus)
- EU-jäsenyys estää pakkoratkaisut
- Suurempiin yrityksiin sijoittaminen
 - mikä on suomalainen yritys työllistämismielessä?
 - ei voida taata, että lisärahoitus turvaa työpaikat Suomessa
 - noteeratuissa yrityksissä ei juuri mahdollisuuksia lisätä omistusta
- Alkaviin ja pieniin yrityksiin sijoittaminen
 - keinoja etsitään