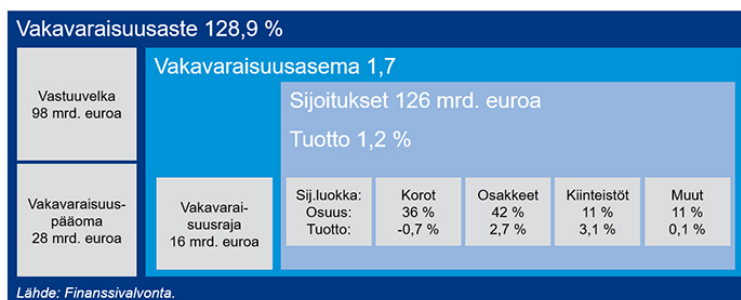




Alkuvuoden sijoitustuotot alle tuottovaatimuksen – työeläkelaitosten vakavaraisuus hyvä

Kirjoittaja: Mika Arala, riskiasiantuntija

- Työeläkelaitosten tuotto 1,2 % ensimmäisen vuosipuoliskon turbulenssissa
- Kehittyvien markkinoiden vauhti hiipumassa
- Työeläkesektorin sijoitustoiminnan kokonaiskulut suhteessa sitoutuneeseen kokonaispääomaan olivat 0,8 % vuodelta 2017
- Työeläkelaitosten osake- ja korkosijoitukset jakautuvat noin 140 valtioon
- Työeläkelaitosten vakavaraisuus heikentynyt hieman
- Työeläkelaitosten riski- ja vakavaraisuusarviot antavat hyvän kokonaiskuvan riskeistä



Työeläkelaitosten tuotto 1,2 % ensimmäisen vuosipuoliskon turbulenssissa

Työeläkelaitosten osakesijoitukset, tuoton kannalta merkittävin sijoitusluokka, nostivat sijoitustuotot ensimmäisen vuosipuoliskon osalta plussan puolelle 1,2 %:n kokonaistuottoon. Osakemarkkinoilla alkuvuosi oli kuitenkin kaksijakoinen. Ensimmäisen neljänneksen aikana eläkelaitosten osaketuotot olivat negatiiviset (-1,2 %), vaikka tammikuussa osakkeet nousivat globaalisti S&P 500 -indeksin tuoton käydessä 6 % vuoden alkua korkeammalla. Ensimmäisen neljänneksen edetessä epävarmuutta toivat kauppasotapelot, odotukset keskuspankkien pitkään jatkuneen löysän rahapolitiikan päättymisestä sekä pelot teknologiasektorin sääntelyn lisääntymisestä Facebookin ongelmien noustessa päivänvaloon. Toisen neljänneksen aikana osakkeet vahvistuivat, vaikka kauppasodan pelko ei ollut poistunut ja Italian poliittinen tilanne toi epävarmuutta erityisesti eurooppalaisiin osakkeisiin.

Työeläkelaitosten painotettu osaketuotto oli 2,7 % ensimmäisen vuosipuoliskon aikana. Erityisesti työeläkelaitosten osakesijoituksissa merkittävin osa, eli kotimaiset osakkeet vahvistuivat ensimmäisen vuosipuoliskon aikana Hex-portfolioiden noustessa lähes 6 %. Myös toiseksi isoimman maantieteellisen painon omaavat yhdysvaltalaiset osakkeet vahvistuivat S&P 500 indeksin tuottaessa noin 2 %. Sen sijaan loput eläkesijoittajille keskeiset osakemarkkinat laskivat kehittyvien markkinoiden (MSCI kehittyvät markkinat) tuoton ollessa -8 % ja Euroopan laajan osakeindeksin painuessa -2,5 prosentin laskuun.

Työeläkelaitosten korkosijoitusten painotettu tuotto oli ensimmäisen vuosipuoliskon aikana -0,7 %. Työeläkelaitosten korkotuotot ovat olleet harvoin negatiivisia. Edellisen kerran korkotuotto jäi alle nollan alapuolelle vuoden 2015 jälkimmäisellä puoliskolla, jolloin korkotuotto oli aavistuksen negatiivinen (-0,1 %). Vuositasolla työeläkelaitosten painotettu korkosijoitusten tuotto on jäänyt negatiiviseksi vain kerran viimeisen 13 vuoden aikana, kun korkosijoitusten vuosituotto oli aavistuksen miinuksella (-0,1 %) keskellä finanssikriisiä vuoden 2008 lopussa. Korkosijoituksista erityisen heikosti tuottivat kehittyvien markkinoiden korkosijoitukset. Myös kehittyneiden markkinoiden valtionlainojen tuotto oli selvästi negatiivinen. Yrityslainoissa tuotot olivat hieman parempia yrityslainojen riskilisien laskiessa johtuen sijoittajien riskinottohalun kasvusta alkuvuoden aikana.

Kiinteistösijoitukset ovat olleet tuotoiltaan työeläkelaitoksen sijoituksista kaikkein tasaisin sijoitusluokka, eikä alkuvuosi tehnyt poikkeusta kiinteistösijoitusten tuottaessa 3,1 %. Vuodesta 2005 lähtien alhaisimmillaan kiinteistösijoitusten painotettu tuotto on ollut 1,7 % finanssikriisin jälkimainingeissa vuonna 2009 ja korkeimmillaan päälle 10 % vuoden 2007 lopussa. Kiinteistösijoitusten paino ei ole kovin korkea, ja sen vuoksi kiinteistötuottojen kontribuutio työeläkelaitosten kokonaistuotossa on alhainen.

Valuuttamarkkinoilla ensimmäisellä vuosipuoliskolla euro heikentyi vajaa 3 % suhteessa dollariin. Markkinoilla dollarin vahvistumisen syiksi mainitaan muun muassa Yhdysvaltojen vahvemmat talousnäkyvät suhteessa Eurooppaan, sekä pelot

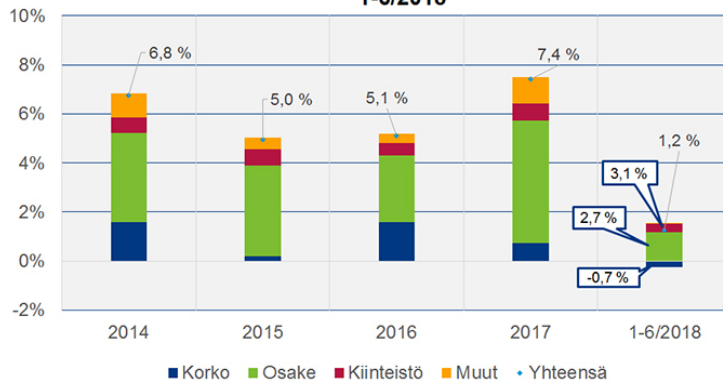


19.9.2018

Julkinen

kauppasodan riskistä. Työeläkelaitosten avoimesta valuuttariskistä pääosa muodostuu dollarista, joten euron heikentyminen dollaria vastaan paransi sijoitustuottoa hieman.

Työeläkelaitosten sijoitusten kokonaistuotto, sijoitusluokan osuus kokonaistuotosta sekä sijoitusluokkakohtainen tuotto 1-6/2018



Lähde: Finanssivalvonta.

Kehittyvien markkinoiden vauhti hiipumassa

Parin viime vuoden aikana kehittyvät markkinat ovat olleet sijoittajien suosiossa ja erityisesti korkosijoittajat ovat saaneet hyviä tuottoja kehittyviltä korkomarkkinoilta. Myös työeläkelaitokset ovat kasvattaneet sijoitusten määrää kehittyville markkinoille ja erityisesti jvk-lainasalkuissa niiden osuus on kasvanut selvästi, kun kehittyneiden teollisuusmaiden nollakorkoympäristössä tuottomahdollisuudet on nähty alhaisina. Työeläkelaitosten kehittyvien markkinoiden sijoitusten määrä kävi vuoden ensimmäisen neljänneksen lopussa 8,5 %:n tasolla koko sijoitussalkusta, mikä on korkein suhteellinen määrä 2010-luvulla. Kesäkuun lopussa koko sijoitussalkusta noin 7,5 % oli sijoitettu kehittyville markkinoille.

Myös kuluva vuosi alkoi vahvassa nousussa kehittyvien markkinoiden osakkeiden käydessä tammikuun aikana 10 %:n nousussa. Kehittyvien markkinoiden lasku käynnistyi yleisen markkinatunnelman heikentyessä tammikuun lopussa, minkä jälkeen kehittyvien markkinoiden korko- ja osakesijoitusten arvot ovat painuneet yhä alemmaksi, vaikka esimerkiksi Yhdysvalloissa osakkeet kääntyivät nousuun.

Kehittyvien markkinoiden laskun takaa löytyy markkinakommenttien mukaan useita syitä. Vahvistuva dollari yhdessä USA:n nousevien lyhyiden korkojen johdosta tyrehtyttivät sijoittajien rahavirrat kehittyville markkinoille lähes kokonaan toisen neljänneksen aikana. Rahavirtoja tilastoivan Institute for International Financen mukaan kehittyville markkinoille sijoitettiin toisella neljänneksellä 11 mrd. dollaria, kun vielä ensimmäisellä neljänneksellä rahaa virtasi kehittyville markkinoille 118 mrd. dollaria. Kehittyvillä markkinoilla suurimman painoarvon omaavan Kiinan osakemarkkinat laskivat, koska sijoittajat pelkäsivät talouskasvun hidastuvan kauppasodan yltyessä. Turkki, Argentiina, Indonesia ja Intia ovat joutuneet nostamaan korkoja heikenevien valuuttojen tukemiseksi. Edellä mainitut maat ovat olleet erityisesti sijoittajien epäsuosiossa ja esimerkiksi Turkin osakemarkkinat laskivat ensimmäisellä vuosipuoliskolla lähes 30 %. Kehittyvillä markkinoilla Venäjän osakemarkkinat ovat yksi harvoista markkinoista, jotka ovat hieman vahvistuneet ensimmäisen puolen vuoden aikana öljyn hinnan nousun tukemana.

Kehittyvien osakemarkkinoiden lisäksi myös kehittyvien markkinoiden korkosijoitusten arvo laski ensimmäisellä vuosipuoliskolla sijoittajien vähentäessä sijoituksia näille markkinoille. Erityisen heikosti tuottivat kehittyvien markkinoiden korkosijoitukset, jotka on liikkeelle laskettu paikallisessa valuutassa.

Kehittyvien korko- ja osakemarkkinoiden tuotot, sekä työeläkelaitosten kehittyvien korko- ja osakesijoitusten painot

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H2
Korot - JPMorgan EMBI Global Core Index tuotto	-6,5 %	7,6 %	0,8 %	10,2 %	10,5 %	-6,0 %
Osakkeet - MSCI Emerging Markets Index tuotto	-2,2 %	-1,8 %	-13,9 %	9,9 %	36,8 %	-6,8 %
Työeläkelaitokset - kehittyvien korkomarkkinoiden paino jvk-salkussa	5,5 %	6,4 %	4,7 %	7,1 %	11,3 %	11,6 %
Työeläkelaitokset - kehittyvien osakemarkkinoiden paino osakesalkussa	10,6 %	13,4 %	10,3 %	13,0 %	13,5 %	12,0 %

Työeläkesektorin sijoitustoiminnan kokonaiskulut suhteessa sitoutuneeseen kokonaispääomaan olivat 0,8 % vuodelta 2017



19.9.2018

Julkinen

Osana Finanssivalvonnan eläkevarojen käyttöön liittyvää selvitystä Finanssivalvonta keräsi tietoa eläkelaitosten sijoitustoiminnan kulujen rakenteesta vuodelta 2017. Kyselyyn osallistuivat työeläkevakuutusyhtiöt, lakisääteistä eläkevakuutus- ja harjoittavat eläkesäätiöt ja -kassat sekä Valtion eläkerahasto, Keva, Kirkon eläkerahasto, Maatalousyrittäjien eläkelaitos sekä Merimieseläkekassa.

Suorina kuluina otettiin huomioon eläkelaitoksen omat sijoitustoiminnan kulut. Lisäksi epäsuorina kuluina mukaan tulivat ulkoisten sijoitusten hallintokulut, jotka pienentävät sijoittajalle maksettavaa tuottoa, esimerkiksi rahaston rahastoyhtiölle maksama hallinnointipalkkio. Mikäli tarkkaa summaa ei ollut tältä osin tiedossa, eläkelaitosta pyydettiin arvioimaan määrä; erityisesti pääomasijoitusten tuottosidonnaisten palkkioiden osalta kulut ovat pääosin laskennallinen arvio johtuen tämän kuluerän realisoitumisen pitkästä aikajänteestä. Transaktiokustannuksia, veroja tai muita vastaavia sijoitustoiminnasta välittömästi aiheutuvia muita kuluja ei otettu huomioon.

Selvityksestä ilmeni, että puolet sijoitusvarallisuudesta on hoidettu sisäisesti ja puolet ulkoistettu varainhoitajille. Sijoitustoiminnan tässä selvityksessä huomioitujen suorat kulut vuonna 2017 olivat yhteensä 0,1 % suhteessa sitoutuneeseen kokonaispääomaan. Epäsuorat kulut olivat 0,8 % (0,5 % ilman tuottosidonnaisia kuluja) suhteessa sitoutuneeseen kokonaispääomaan. Sijoitustoiminnan kokonaiskulut suhteessa sitoutuneeseen kokonaispääomaan olivat 0,8 %. Sijoitustoiminnan tuotto kulujen jälkeen oli 7,4 % vastaavalla ajanjaksolla.

Työeläkelaitosten osake- ja korkosijoitukset jakautuvat noin 140 valtioon

Työeläkelaitosten suorat osake- ja korkosijoitukset jakautuivat lähes 100 valtioon ja epäsuorat osake- ja korkosijoitukset yli 130 valtioon. Kokonaisuudessaan kyseiset sijoitukset jakaantuvat noin 140 valtioon. Työeläkelaitosten osake- ja korkosijoitusten jakautuminen moneen eri valtioon ei suoraan anna kokonaiskuvaa hajauttamisesta, sillä sijoitukset voisivat keskittyä yksittäisille markkinoille.

Työeläkelaitosten osakesijoitusten maajakaumaa on verrattu maailman osakeindeksiin (MSCI ACWI), jossa on mukana sekä kehittyneet, että kehittyvät markkinat. Työeläkelaitosten osakesijoitukset jakautuivat kehittyneiden ja kehittyvien markkinoiden osalta lähes indeksin mukaisesti. Työeläkelaitosten salkussa yhdysvaltalaisien osakkeiden osuus jää selvästi alhaisemmaksi kuin indeksissä, jossa sillä on 56 %:n paino. Suomalaisien osakkeiden paino on suurin poikkeama työeläkelaitosten salkussa verrattuna indeksin, jossa Suomen paino on noin 0,3 % ja työeläkelaitoksilla lähes 30 %. Suomen lisäksi eurooppalaiset osakkeet ovat yliedustettuina työeläkelaitosten sijoituksissa, kun taas Japanin paino jää työeläkelaitoksilla indeksiä alhaisemmaksi.

Työeläkelaitosten korkosijoituksissa kehittyvillä markkinoilla on suurempi paino, kuin mitä Barclays'n globaalissa korkoindexissä. Myös työeläkelaitosten korkosijoituksissa Yhdysvaltojen osuus jää indeksiä alhaisemmaksi, vaikka ero ei yhtä suuri ole. Lisäksi korkosalkussa suomalaisten osakkeiden määrä on selvästi indeksiä korkeampi. Sen sijaan muun Euroopan korkosijoitukset ovat melko lähellä indeksin painoa lukuun ottamatta Ruotsia, jonka jvk-lainoihin on sijoitettu selvästi indeksiä suurempi paino.

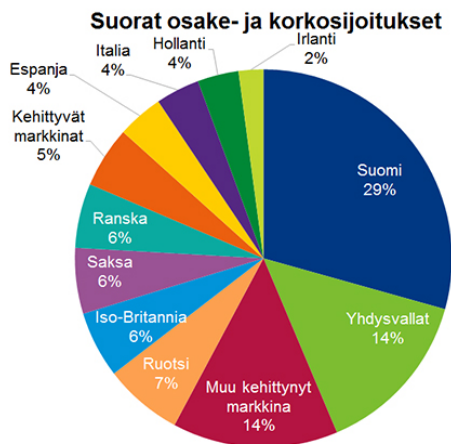
Osake- ja korkosijoitusten				Vertailuindeksit	
Maa	Osake	Korko	Yhteensä	Osake maailma – MSCI ACWI	Korko maailma – Barclays Global Aggregate Bond Index
Yhdysvallat	25 %	23 %	24 %	56 %	38 %
Suomi	29 %	7 %	19 %	0 %	0 %
Iso-Britannia	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Saksa	4 %	5 %	5 %	3 %	5 %
Ruotsi	4 %	5 %	5 %	1 %	1 %
Ranska	4 %	5 %	5 %	3 %	6 %
Espanja	1 %	5 %	3 %	1 %	3 %
Italia	1 %	5 %	3 %	1 %	4 %
Hollanti	1 %	4 %	3 %	1 %	2 %
Japani	4 %	0 %	2 %	7 %	17 %
Muu kehittynyt markkina	7 %	20 %	13 %	9 %	13 %
Kehittyvät markkinat	14 %	14 %	14 %	13 %	6 %
Yhteensä	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Työeläkelaitosten osake- ja korkosijoitukset Suomeen ovat lähes kokonaan suoria sijoituksia, sillä Suomen osuus rahasto- ja sijoitusten kokonaispainossa oli vain prosentin luokkaa. Suomi onkin selvästi suurin suorien sijoitusten kohdevaltio. Työeläkelaitosten suorat osake- ja korkosijoitukset tehdään pääosin kehittyneille markkinoille, kun kehittyvien markkinoiden osuus suorissa sijoituksissa on vain 5 %.



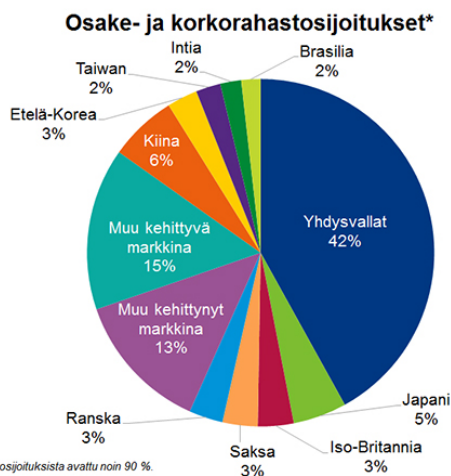
19.9.2018

Julkinen



Lähde: Suomenpankki, Finanssivalvonta ja Bloomberg.

Työeläkelaitosten rahastosijoituksissa Yhdysvallat ovat selvästi suurin kohdevaltio. Työeläkelaitosten osake- ja korkosijoitukset tehdään pääosin rahastojen kautta, mikä näkyy rahastojen maajakauudessa Kiinan ollessa suurin yksittäinen kehittyvän markkinan valtio. Kokonaisuudessaan kehittyvien markkinoiden osuus työeläkelaitosten rahastosijoituksissa on noin 30 %.



* Osake- ja korkorahastosijoituksista avattu noin 90 %.

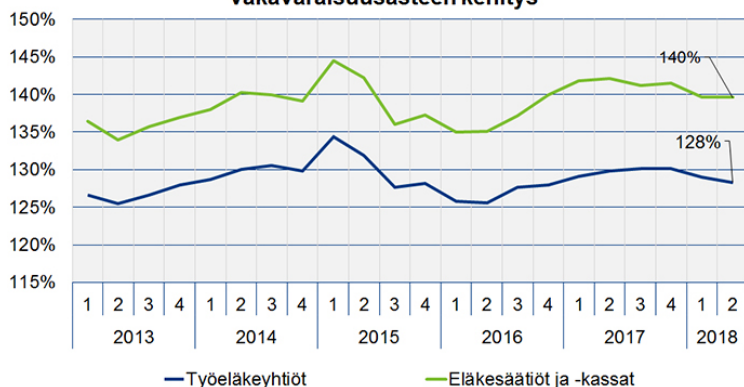
Lähde: Suomenpankki, Finanssivalvonta ja Bloomberg.

Työeläkelaitosten vakavaraisuus heikentynyt hieman

Työeläkelaitosten sijoitustuotot jäivät tuottovaatimuksesta vuoden ensimmäisellä vuosipuoliskolla, minkä johdosta vakavaraisuuspääoma väheni 1,2 mrd. eurolla. Vakavaraisuus säilyi kuitenkin hyvällä tasolla. Työeläkelaitosten eläkevarojen määrä suhteessa vastuuelkaan (vakavaraisuusaste) oli kesäkuun lopussa 128,9 %, viime vuoden lopussa vakavaraisuusasteen ollessa 130,7 %. Eläkesäätiöiden ja -kassojen vakavaraisuus on keskimäärin eläkeyhtiöitä parempi, mutta vaihtelevuus on suurempi.



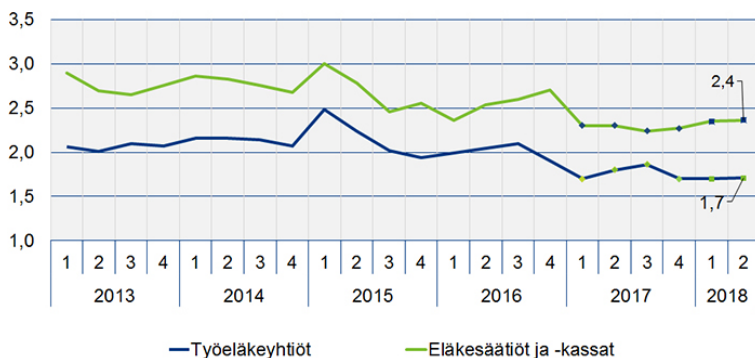
Työeläkeyhtiöiden sekä eläkesäätiöiden ja -kassojen vakavaraisuusasteen kehitys



Lähde: Finanssivalvonta.

Työeläkelaitosten vakavaraisuusasema pysyi ennallaan ja oli kesäkuun lopussa 1,7. Vakavaraisuusasema pysyi ennallaan vähentyneen riskinoton johdosta, mikä näkyy vakavaraisuusrajan eli vaadittavan vakavaraisuuspääoman laskuna.

Työeläkevakuutusyhtiöiden sekä eläkesäätiöiden ja -kassojen vakavaraisuusasteen kehitys



Vakavaraisuusraja ja siihen liittyvät tunnusluvut, kuten vakavaraisuusasema eivät ole vertailukelpoisia ennen vuotta 2017 raportoitujen lukujen kanssa.

Lähde: Finanssivalvonta.

Työeläkelaitosten yhteenlaskettu vakavaraisuusraja eli vakavaraisuuspääomavaatimus oli kesäkuun lopussa 16,3 mrd. euroa, mikä oli 0,8 mrd. euroa (5 %) alhaisempi kuin vuoden 2017 lopussa. Vakavaraisuusrajan aleneminen selittyy osake-tuottosidonnaisen vastuuvelan osan kasvulla 15 prosentista 20 prosenttiin tämän vuoden alusta. Muutos on pienentänyt tuottovaatimusriskin pääomavaatimuksen -1,2 mrd. eurosta -2,8 mrd. euroon. Tuottovaatimusriskin pienentyminen alentaa vakavaraisuusrajaa.

Työeläkelaitosten riskiluokkien yhteenlasketusta pääomavaateesta suurin osa muodostuu osakeriskistä. Osakeriskistä aiheutuva pääomavaateen osuus on noussut yhden prosenttiyksikön edellisen vuosipuoliskon lopusta. Alhaisempien luottoriskiluokkien (LL2 ja LL3) pääomavaateet ovat kasvaneet vuoden 2017 lopusta.

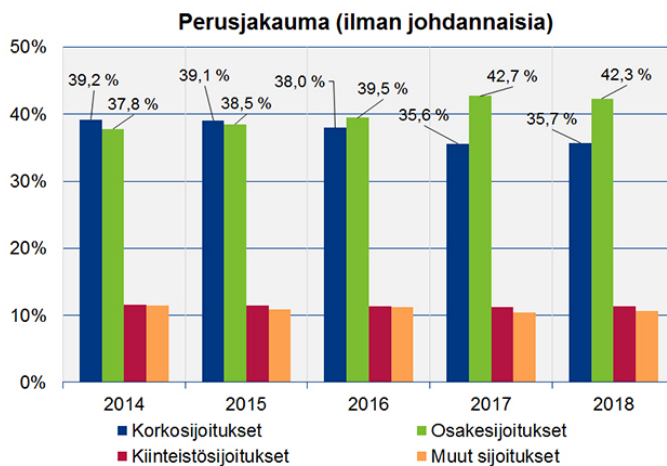


19.9.2018

Julkinen

Vakavaraisuusvaade riskiluokittain (miljardia EUR)			Riskiluokan osuus %	
Riskiluokka	2018Q2	2017Q4	2018Q2	2017Q4
1) Eurooppa	7,8	7,5	26 %	24 %
2) Pohjois-Amerikka	3,8	3,9	12 %	13 %
3) Muut kehittyneet	1,3	1,3	4 %	4 %
4) Kehittyvät	2,1	2,2	7 %	7 %
5) Muut	3,3	3,3	11 %	11 %
6) Korkoriski	0,2	0,1	1 %	0 %
7) Luottomarginaaliriski Valtio LL1	0,0	0,0	0 %	0 %
8) Luottomarginaaliriski Muu LL1	0,4	0,4	1 %	1 %
9) Luottomarginaaliriski LL2	2,0	1,6	6 %	5 %
10) Luottomarginaaliriski LL3	2,8	2,5	9 %	8 %
11) Asunnot	0,5	0,5	2 %	2 %
12) Liikekiinteistöt	1,9	1,9	6 %	6 %
13) Valuuttariski	4,4	4,0	15 %	13 %
14) Hyödykeriski	0,2	0,3	1 %	1 %
15) Tuottovaatimusriski	-2,8	-1,2	-9 %	-4 %
16) Vakuutusriski	0,7	0,7	2 %	2 %
17) Jäännösriski	1,3	1,2	4 %	4 %
18) Muut sijoitusriskit	0,6	0,6	2 %	2 %
Keskittymäriski	0,0	0,0		
Hajautushyöty	14,0	13,5		
Vakavaraisuusraja	16,3	17,1		
Vakavaraisuusraja/sijoitukset	13,2 %	13,9 %		

Perusjakaumassa (sijoitusjakauma ilman johdannaisten vaikutusta) osakkeet olivat kesäkuun lopussa edelleen selvästi isoimmalla painolla, vaikka osakesijoitusten määrä hieman laski perusallokaatiossa alkuvuoden aikana. Osakesijoitusten sisällä tapahtui alkuvuoden aikana isoja muutoksia, kun suomalaisten osakkeiden määrä kasvoi ensimmäisellä vuosipuoliskolla miljardin 12,3 mrd. euroon, josta noin puolet tuli aktiivisen allokoinnin kautta. Myös muun Euroopan paino kasvoi selvästi. Kehittyvien osakemarkkinoiden ja Pohjois-Amerikan osakemarkkinoiden paino väheni. Korko- ja kiinteistösijoitusten määrät pysyivät vuoden 2017 lopun tasoilla. Hedge-rahastosijoitusten määrä kasvoi vuoden lopusta miljardilla eurolla 12,6 mrd. euroon. Hedge-rahastojen osuus oli kesäkuun lopussa noin 10 % perusallokaatiosta.



Työeläkelaitosten riski- ja vakavaraisuusarviot antavat hyvän kokonaiskuvan riskeistä

1.1.2017 tuli työeläkelaitoksille voimaan säännös riski- ja vakavaraisuusarvion laadinnasta. Säännöksen mukaan työeläkelaitosten tulee säännöllisesti tehdä riski- ja vakavaraisuusarvio (ORSA) ja toimitettava yhteenveto Finanssivalvontaan.

Työeläkelaitokset laativat viime vuoden aikana ensimmäiset riski- ja vakavaraisuusarvionsa. Työeläkelaitosten riskiarviot antoivat hyvän kokonaiskuvan laitosten riskeistä. Työeläkelaitokset tunnistivat sijoitusriskinsä sekä tekivät stressitestejä ja useampi työeläkelaitos stressasi sijoitusomaisuuttaan useammalla eri tavalla. Pääosa tunnsti operatiiviset riskinsä, jotka erityisesti eläkekassojen ja -säätiöiden kohdalla liittyivät mittavaan ulkoistamiseen. Riskejä tarkasteltiin pidemmällä aikajaksolla. Pääosa työeläkelaitoksista kuvasi riskienhallintatapsansa arviossaan. Työeläkelaitosten eläkevastuun määrä korreloi positiivisesti riski- ja vakavaraisuusarvion laadun kanssa, vaikka myös osa pienemmistä työeläkelaitoksista oli huomionnut hyvin lakien perusteluissa annetut ohjeet arviota laatiessaan.