

Q4/2019  
SCR-suhde 190,3 %

Oma varallisuus (SCR) 6,6 mrd. euroa	Maksutulo 6,0 mrd. euroa	Sijoitukset 21,5 mrd. euroa Tuotto 7,9 %				
SCR (vakavaraisuuspääoma-vaatimus) 3,5 mrd. euroa	Sijoitussidonnaisien osuus maksutulosta 87,7 %	Sij. luokka:	Korot	Osakkeet	Kiinteistöt	Muut
	Uusien vakuutus-sopimusten osuus maksutulosta 52,1 %	Osuus:	72,2 %	18,2 %	7,6 %	2,0 %
		Tuotto:	6,2 %	18,1 %	4,8 %	1,4 %

Lähde: Finanssivalvonta

## Sisällys

❖ Henkivakuutusyhtiöt olivat yhä kannattavia vaikeassa markkinassa .....	1
❖ Vakavaraisuus heikkeni vuoden takaisesta.....	2
❖ Maksutulo ja maksetut korvaukset kasvoivat voimakkaasti vakuutusvaihtojen takia .....	3
❖ Korkeat sijoitustuotot hiipuivat vuoden viimeisellä neljänneksellä .....	6
❖ Kiinteistösijoitusten osuus laski yhä .....	7
❖ Henkivakuutusyhtiöiden kannattavuuden odotetaan heikkenevän .....	8

## Kirjoittaja

- ❖ Mikael Lukjanov, finanssianalyttikko

## Henkivakuutusyhtiöt olivat yhä kannattavia vaikeassa markkinassa

Henkivakuutussektorin vuosi 2019 päättyi sekä vakuutusmaksutulon että maksettujen vakuutuskorvausten poikkeuksellisen suureen kasvuun. Korvausmenoon sisältyvät takaisinostot lisääntyivät huomattavasti, mikä johtui osin vuoden 2020 alun verotusmuutoksesta käydystä keskustelusta. Suuri osa takaisinostetuista varoista palautui kuitenkin uusiin vakuutussopimuksiin. Vuoden 2020 aikana selviää, mikä on henkivakuutuslaitosten kysynnän taso muutosten jälkeen. Jatkossa sijoitusvakuutusten mahdolliset tappiot ovat myös vähennyskelpoisia. Vuodenvaihteessa piensijoittajille lanseeratun osakesäästötilin arvioidaan vaikuttavan hieman henkivakuutuslaitosten kysyntään. Osakesäästötilin ja sijoitusvakuutusten tuotto verotetaan samalla tavalla.

Korkotasot laski selvästi kesällä, mutta palasi takaisin alkukesän tasolle vuoden lopussa, mikä vaikutti positiivisesti vakavaraisuuteen. Henkivakuutusyhtiöt ovat vakuutusvastuiden pitkästä kestosta johtuen alttiita korkojen muutokselle. Yhtiöiden vakavaraisuus säilyi vuoden 2019 lopussa yhä hyvällä tasolla.

Sijoitustuotot tukivat yhtiöiden oman varallisuuden kasvua. Lisäksi sijoitusvarallisuuden aktiivinen salkunhoito piti vakavaraisuuspääomavaatimuksen kohtuullisella tasolla, koska sijoitusvarallisuuden riskisyys ei lisääntynyt merkittävästi.

Henkivakuutusyhtiöiden kokonaispääoman tuotto ilman sijoitussidonnaista vakuutusta oli keskimäärin 6,4 % ja vaihteli eri yhtiöiden välillä paljon. Kokonaispääoman tuotto sisältää esimerkiksi liikevoiton, korko- ja rahoituskulut sekä sijoitusten arvostuserot. Sektorin liikevoitto (ennen lisäetuja, satunnaisia eriä, tilinpäätössiirtoja ja veroja) oli 674,9 milj. euroa vuonna 2019 ja laski 28,4 % vuoden takaisesta ajankohdasta. Liikevoitto oli alimmillaan vuoden 2019 kolmannella vuosineljänneksellä, mutta neljännen vuosineljänneksen voitto kasvatti sitä.

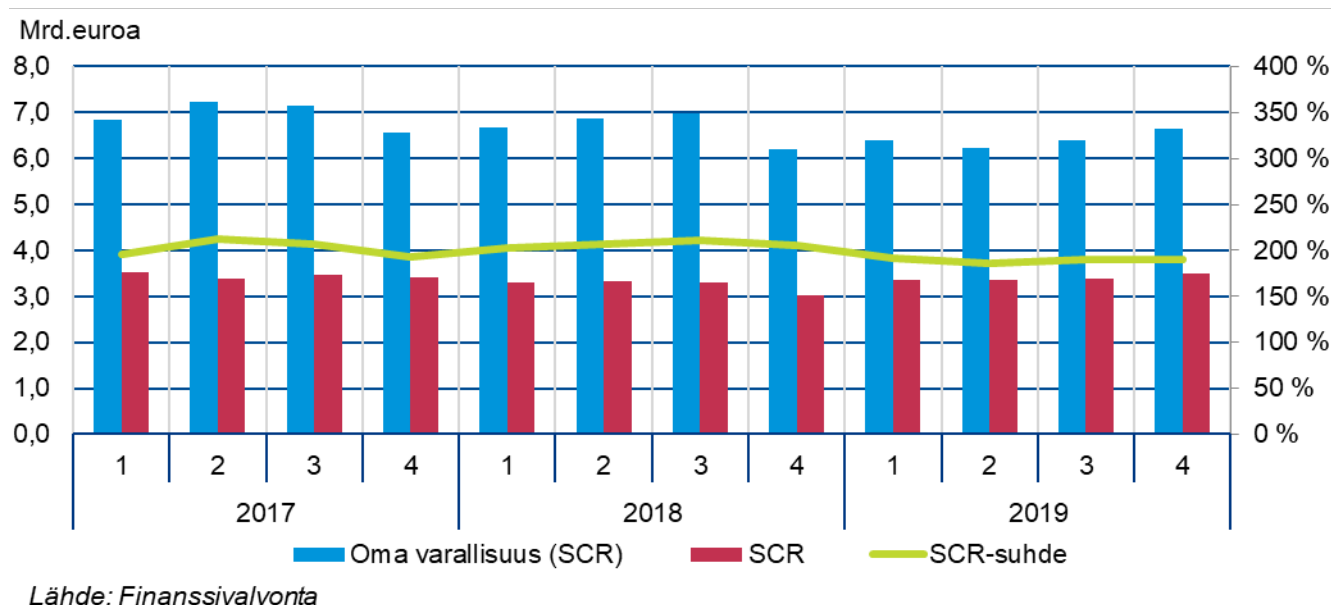
## Vakavaraisuus heikkeni vuoden takaisesta

Vakavaraisuutta kuvaava SCR (Solvency Capital Requirement) -suhde eli oman varallisuuden suhde vakavaraisuuspääomavaatimukseen oli vuoden lopussa 190,3 %. SCR-suhde laski vuoden takaisesta 17 prosenttiyksikköä, mutta nousi kuitenkin kesäkuun lopun vertailuluvusta, kun korkotason lievä nousu supisti vastuuvelkaa ja vähemmän likvidin Tier 2 -varallisuuden määrä lisääntyi. SCR-oma varallisuus kasvoi vuoden takaisesta ja oli 6,6 mrd. euroa. SCR-omaan varallisuuteen vaikuttaa Solvenssi II -taseen varojen ja velkojen erotuksen muutokset, jotka johtuvat yleensä sijoitusvarallisuuden ja vastuuvelan välisestä suhteesta.

Vakavaraisuuspääomavaatimus (SCR) kasvoi enemmän kuin SCR-oma varallisuus ja nousi 3,5 mrd. euroon. Se oli korkeimmillaan vuoden 2017 alun jälkeen. Vakavaraisuuspääomavaatimuksen suurin komponentti on markkinariski, joka kasvaa esimerkiksi silloin, kun henkivakuutusyhtiöiden sijoitusvarallisuuden riskit kasvavat. Kasvu voi johtua puhtaasti sijoitusten arvonnoususta, joten markkinariskin nousua on arvioitava salkunhoidon kontekstissa. Vuonna 2019 riskisijoituksia myös myytiin pois. Osakeriski vaikuttaa markkinariskin kokonaismäärään eniten. Lisäksi toinen merkittävä osa markkinariskistä on korkomarginaaliriski. MCR-suhde eli oman varallisuuden suhde minimipääomavaatimukseen laski selvästi vuoden takaisesta 667,7 prosentista 614,7 prosenttiin. MCR-oma varallisuus nousi 6,0 mrd. eurosta 6,2 mrd. euroon, mutta minimipääomavaatimus (MCR) kasvoi suhteellisesti enemmän.

Henkivakuutusyhtiöt ovat täyttäneet minimipääomavaatimuksen moninkertaisesti jokaisella raportointiajankohdalla. Riskiperusteinen SCR on parempi vakavaraisuuden mittari. Se kertoo pääoman määrän, jonka vakuutusyhtiöt tarvitsevat seuraavan 12 kuukauden aikana selvitäkseen 99,5 prosentin todennäköisyydellä erilaisista kriisitilanteista. SCR-suhteen alittaessa 100 % vakuutusvalvojat ovat velvoitettuja ryhtymään toimenpiteisiin. SCR-oman varallisuuden Tier-luokat mittaavat pääoman laatua ja sen muutettavuutta rahaksi. Epälikvidi sijoitusomaisuus on riskitekijä silloin, kun sijoituksia täytyy myydä nopealla aikavälillä. Lisäksi sijoitusvarallisuuden hinnoittelu käyvin arvoin vaikeutuu.

**Kuvio 1. Henkivakuutusyhtiöiden vakavaraisuus**



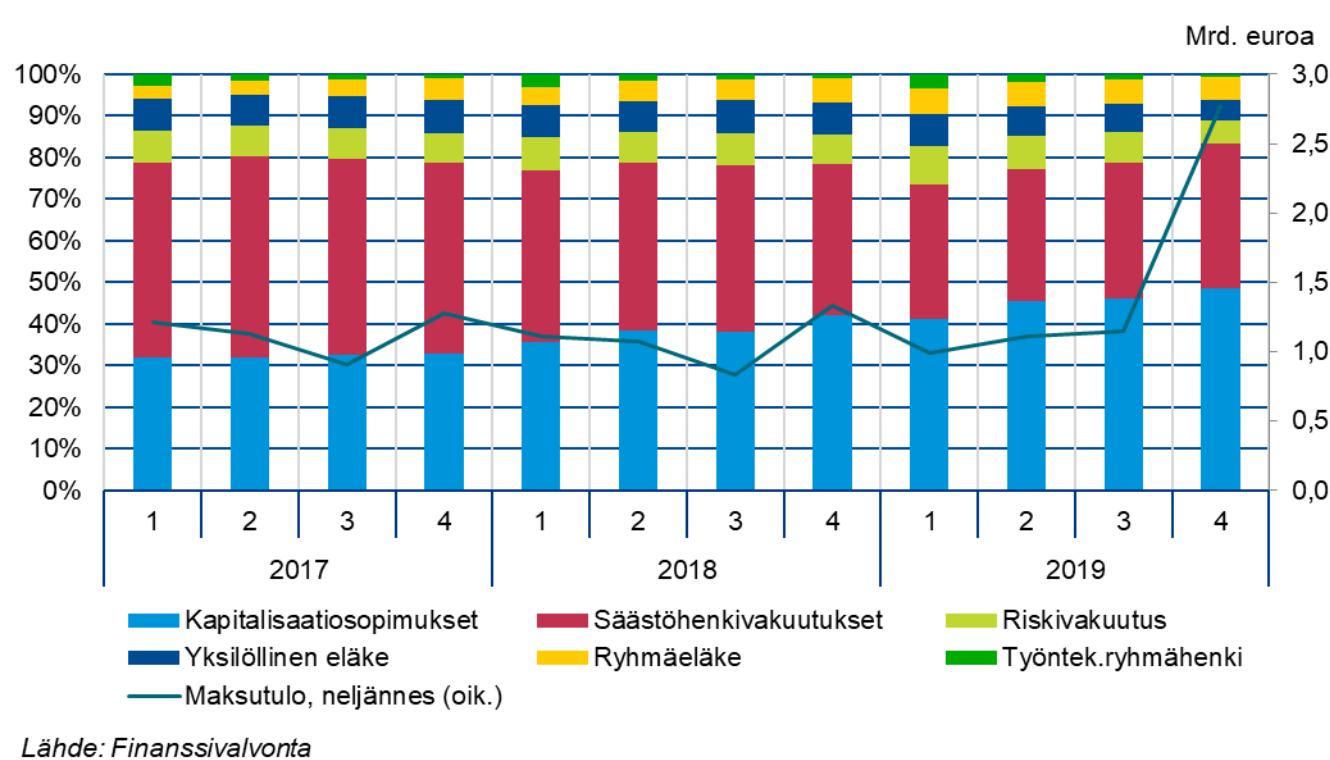
Takuutuottoisia vakuutus tuotteita vastaavan vastuuvelan määrä supistui 287 milj. eurolla, kun taas sijoitussidonnainen vastuvelka kasvoi 4,4 mrd. euroa eli 12,8 %. Kasvanut sijoitussidonnainen vastuvelka kertoo ensisijaisesti sijoitusvakuutusten hyvistä vuosituotoista, mutta myös toteutuneesta myynnistä. Lu-  
vut tarkentuvat vielä Solvenssi II -vuosiraportoinnin yhteydessä.

## Maksutulo ja maksetut korvaukset kasvoivat voimakkaasti vakuutusvaihtojen takia

Henkivakuutusyhtiöiden vuoden 2019 vakuutusmaksutulo nousi peräti 38,1 % vuoden takaisesta ja oli 6,0 mrd. euroa. Vakuutusmyynti vilkastui erityisesti joulukuussa. Vuoden 2019 viimeisen neljänneksen maksutulo oli yli kaksinkertainen kaikkiin muihin vuosineljänneksiin verrattuna. Koko maksutulo ei ollut kuitenkaan vertailukelpoinen, koska siihen sisältyi aiempaa paljon enemmän vanhojen sijoitusvakuutus-  
ten vaihtoja uusiin vakuutuksiin. Maksutulo oli edellisen kerran yhtä korkealla vuonna 2015, jolloin säästöhenkivakuutus tuotti vielä noin puolet koko maksutulosta.

Maksutulon tuotejakauma kertoo muuttuneesta kotimaisesta henkivakuutusmarkkinasta. Säästöhenkiva-  
kuutuksen osuus maksutulosta oli 34,8 % ja kapitalisaatiosopimusten osuus 48,6 %. Uudesta maksutu-  
lostosta 41,6 % oli säästöhenkivakuutuksia ja 55,4 % kapitalisaatiosopimuksia. Yksilöllinen eläkevakuutus  
supistui, koska sen uusmyynti lopetettiin useita vuosia aiemmin. Eläkevakuutuksiin tulee kuitenkin edel-  
leen maksutuloa esimerkiksi kuukausisäästämisen kautta.

**Kuvio 2. Henkivakuutusyhtiöiden maksutulo**



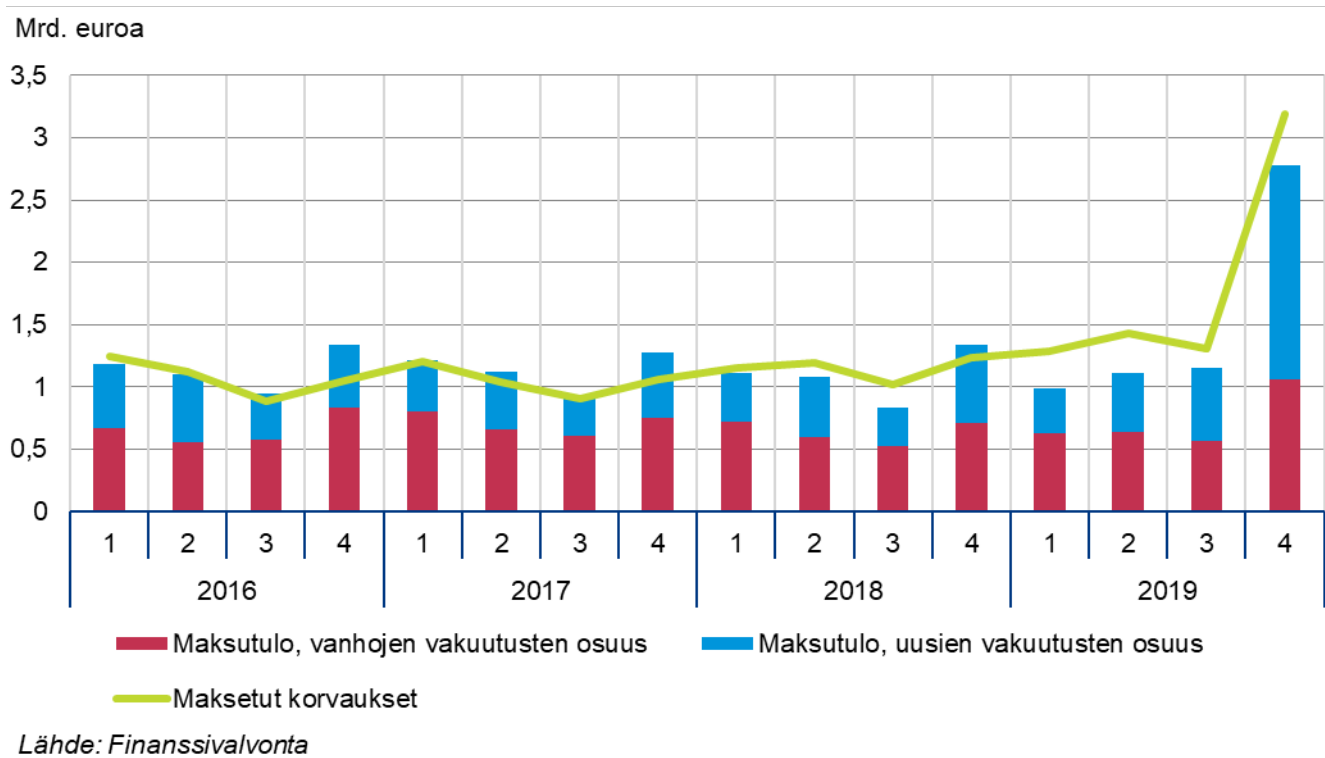
Lähde: Finanssivalvonta

Kapitalisaatiosopimusten maksutulo kasvoi vuoden takaisesta 59,1 %. Säästöhenkivakuutusten maksutulo nousi vuoden takaisesta ensimmäisen kerran vuoden 2015 jälkeen ja oli 32,7 prosentin kasvussa. Vuoden 2019 uusien vakuutusten osuus vakuutusmaksutulosta oli 52,1 % ja poikkeuksellisen korkea. Vanhoihin henkivakuutussopimuksiin virtasi rahaa alle puolet maksutulosta. Vuoden 2019 sijoitussidonnaisen maksutulon osuus koko maksutulosta oli aiempaa korkeampi 87,7 %. Myös laskuperustekorkoinen maksutulo nousi vuoden takaisesta määrästä 27,4 %. Riskivakuutuksen maksutulo kasvoi 4,4 % eli 13,8 milj. euroa.

Kapitalisaatiosopimusten maksutulosta vuoden 2019 aikana 51,5 % tuli yksityisasiakkailta ja loput yrityksiltä. Osuudet olivat lähes samat myös uudessa maksutulossa. Säästöhenkivakuutuksesta vain 0,8 % oli yritysten maksutuloa. Yksityisasiakkaiden osuus maksutulosta kasvoi vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä ja osoitti verotusmuutoksen vaikutuksen. Henkivakuutusyhtiöiden maksutulo oli 99-prosenttisesti kotimaista. Ulkomaista liiketoimintaa oli hyvin vähän. Ulkomainen maksutulo oli kuitenkin kotimaisesta maksutulosta poiketen suurempaa kuin ulkomaille maksetut vakuutuskorvaukset. Ulkomaisen maksutulon osuus oli suurin yksilöllisissä eläkevakuutuksissa, joiden maksutulosta 5 % tuli ulkomailta.

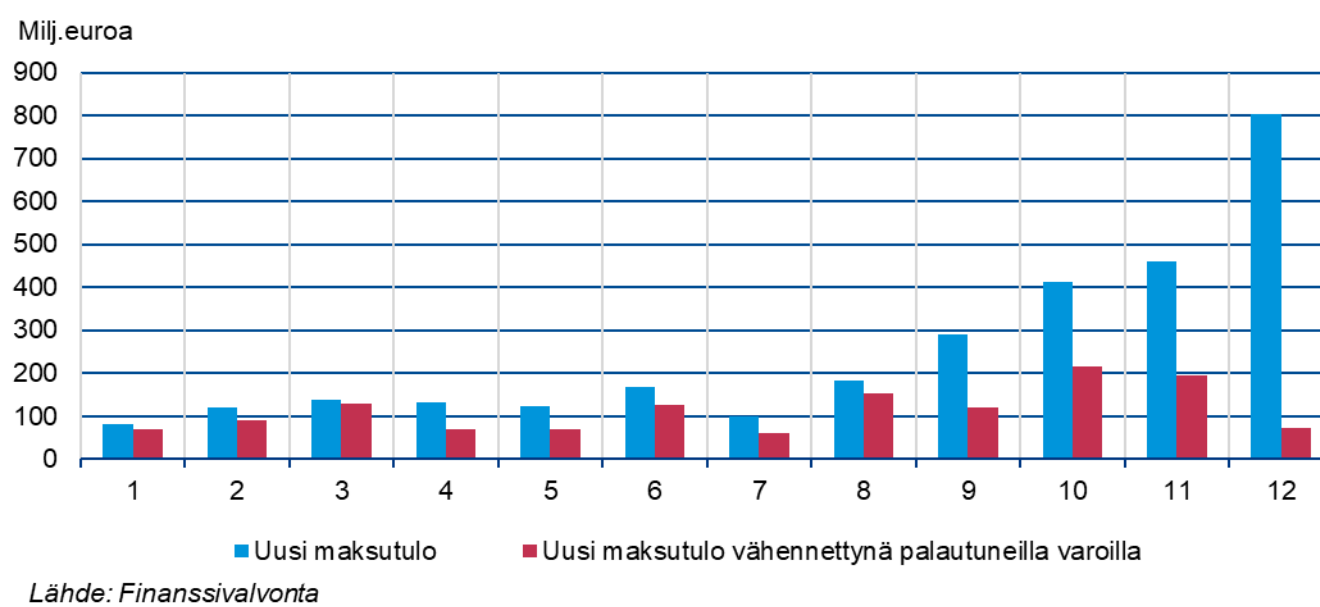
Maksetut korvaukset ylittivät edelleen maksutulon ja nousivat kaikkien aikojen ennätystasolle vuonna 2019. Ne olivat yhteensä 7,2 mrd. euroa eli 119,8 % maksutulosta. Nettomaksutulo oli yli miljardi euroa negatiivinen. Maksetuista korvauksista 3,3 mrd. euroa tuli säästöhenkivakuutuksista ja 2,5 mrd. euroa kapitalisaatiosopimuksista. Tästä huolimatta vakuutuskanta kasvoi onnistuneen sijoitustoiminnan vuoksi. Henkivakuutus tuotteista vain riskivakuutuksella ja kapitalisaatiosopimuksilla oli positiivinen nettomaksutulo.

Kuvio 3. Henkivakuutusyhtiöiden maksutulo ja maksetut korvaukset



Vuonna 2019 osa vakuutuksenottajista osti sijoitusvakuutuksensa takaisin ja sen jälkeen osti uuden vakuutuksen, jolloin vanhaan vakuutukseen sovellettiin vuoden 2019 verosäännöksiä. Kuviossa 4 on analysoitu, mikä oli todellinen nettomyynti, kun uudesta maksutulosta vähennettiin yhtiöihin palautuneet varat. Analyysin mukaan uusi nettomaksutulo ei juuri muuttunut vuoden aikana. Uusi maksutulo oli myös pienempää kuin yhtiön asiakkailleen maksamat säästöt.

**Kuvio 4. Henkivakuutuksen uusi maksutulo ja palautuneet varat**



Finanssialan vakuutussäästöt tilastojen mukaan henkivakuutuksen vakuutussäästöt kasvoivat 8 % vuoden takaisesta. Kasvu kohdistui sijoitussidonnaiseen vakuutuskantaan. Kasvu selittyi osaltaan sijoituskohteiden arvojen nousulla. Kapitalisaatiosopimussäästöjen kehitys oli erityisen hyvää ja ylitti 17,2 prosentin kasvullaan sijoitustuottojen määrän, koska sijoitusvakuutukset sisältävät paljon yhdistelmärahastoja, joissa on myös matalamman tuoton korkosijoituksia. Vakuutussäästöjen kasvu sisälsi siten myös uutta maksutuloa. Perustekorkoiset vakuutussäästöt supistuivat 4,6 %, ja lasku oli samaa tasoa aikaisempien vertailuajankohtien kanssa. Perustekorkoiset vakuutussäästöt laskevat edelleen niin hitaasti, että henkivakuutusyhtiöiden on varauduttava takuutuottoisten vakuutusten aiheuttamiin kannattavuuspaineisiin jatkossakin.

Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen EIOPA varoitti joulukuun tiedotteessaan lisääntyneistä sijoitusvakuutuksiin liittyvistä riskeistä kuluttajille. Riskit johtuvat tuotteiden monimutkaisuudesta ja siitä, että myynnissä ei aina oteta huomioon asiakkaan etua esimerkiksi tuotteen soveltuvuutta arvioitaessa. Vakuutus tuotteen myyjän on varmistettava, että hän antaa asiakkaalle riittävät ja ymmärrettävät tiedot vakuutuksen kuluista ja tuotto-odotuksista. Tiedote on tarkoitettu koko EU-alueelle, eikä siinä yksilöidä mitään yhtiötä tai valtiota.

## Korkeat sijoitustuotot hiipuivat vuoden viimeisellä neljänneksellä

Henkivakuutusyhtiöiden sijoitukset tuottivat hyvin vuonna 2019. Sijoitustuotto oli 7,9 %, kun vuoden takainen tuotto oli 0,0 %. Korko- ja osakesijoitukset vaikuttivat kokonaistuottoon eniten. Korkosijoitukset tuottivat 6,2 % ja osakesijoitukset jopa 18,1 %. Korkosijoitukset olivat kuitenkin tappiollisia vuoden viimeisellä neljänneksellä, kun markkinakorot palautuivat hieman ylöspäin kesän aikaisesta rajusta pudotuksesta.

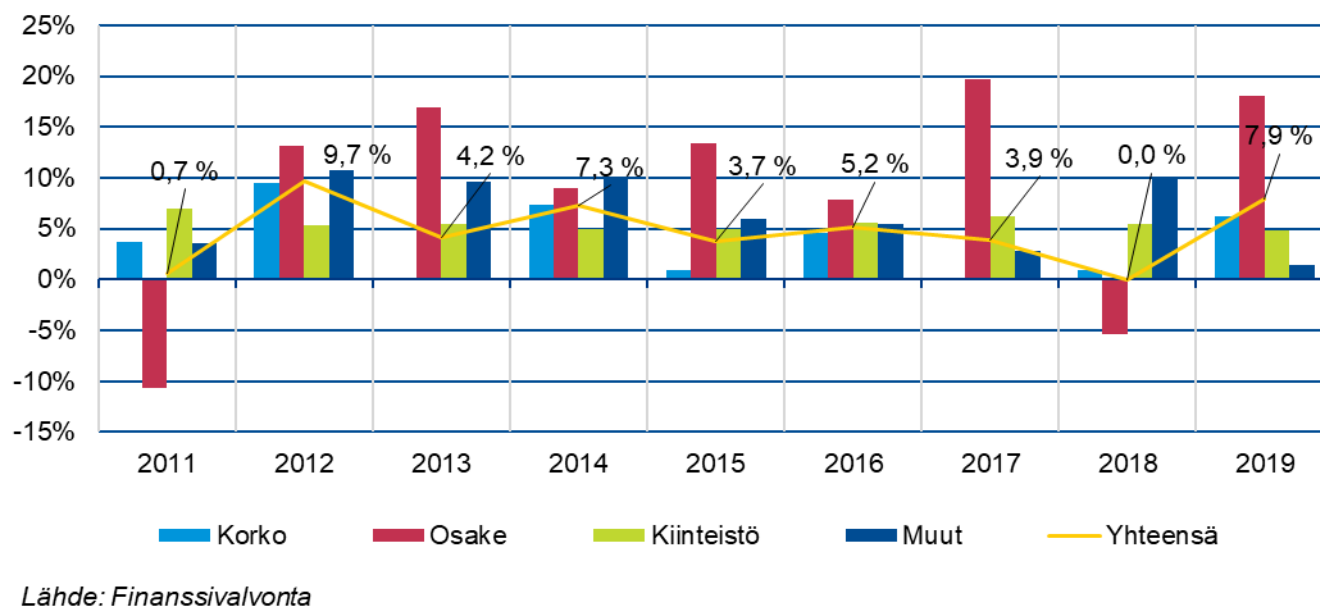
Maailman osakeindeksit tuottivat erittäin hyvin vuonna 2019. Yhdysvaltalaiset teknologiayhtiöt vetivät osakemarkkinoita vahvasti ylöspäin. Nasdaq-indeksi nousi vuoden aikana noin 35 %. USA:n ja Kiinan kauppasodan vaikutukset jäivät pelättyä pienemmiksi, keskuspankit jatkoivat elvyttävää rahapolitiikkaa ja pitkään neuvoteltu Britannian ero EU:sta saatiin lopulta aikaiseksi. Suomalaisten osakkeiden tuotto jäi

kuitenkin selvästi alhaisemmaksi kuin esimerkiksi Stoxx Europe 600 -indeksiin. Tämä vaikutti negatiivisesti sekä henkivakuutusyhtiöiden että henkivakuutusasiakkaiden sijoitustuottoihin, koska niiden sijoitukset koostuvat suurelta osin rahastoista, joiden kotimaisten osakkeiden osuus on ylipainossa.

Henkivakuutusyhtiöiden osakesijoitukset eivät tuottaneet yhtä hyvin kuin osakeindeksit. Syynä oli erityisesti osakesijoitusten erilainen alueellinen jakauma, koska erinomaisesti tuottaneet USA-osakkeet olivat henkivakuutusyhtiöiden sijoitusallokaatioissa selvästi maailmanindeksiä matalammalla painolla. Talouden kasvua uhkaava koronavirus ei ehtinyt vielä vaikuttaa joulukuun lopun lukuihin.

Henkivakuutusyhtiöiden kiinteistösijoitukset tuottivat 4,8 % vuonna 2019. Kiinteistösijoitusten tuotot ovat olleet vakaita jo pitkään. Suomen kiinteistömarkkinan käynnissä oleva alueellinen eriytyminen ei vaikuta kovin voimakkaasti vakuutusyhtiöihin, koska niiden omistamat kiinteistöt ovat tyypillisesti kaupunkien keskusta-alueiden läheisyydessä. Henkivakuutusyhtiöiden kiinteistösijoitusten riskit kohdistuvat enemmän liiketiloihin ja niiden käyttöasteeseen. Kotimaisen kiinteistömarkkinan hinnoittelu on EU-lähteiden (Eurostat, EKP) mukaan kokonaisuutena edelleen tasapainossa.

**Kuvio 5. Henkivakuutusyhtiöiden sijoitusten tuotto sijoitusluokittain**

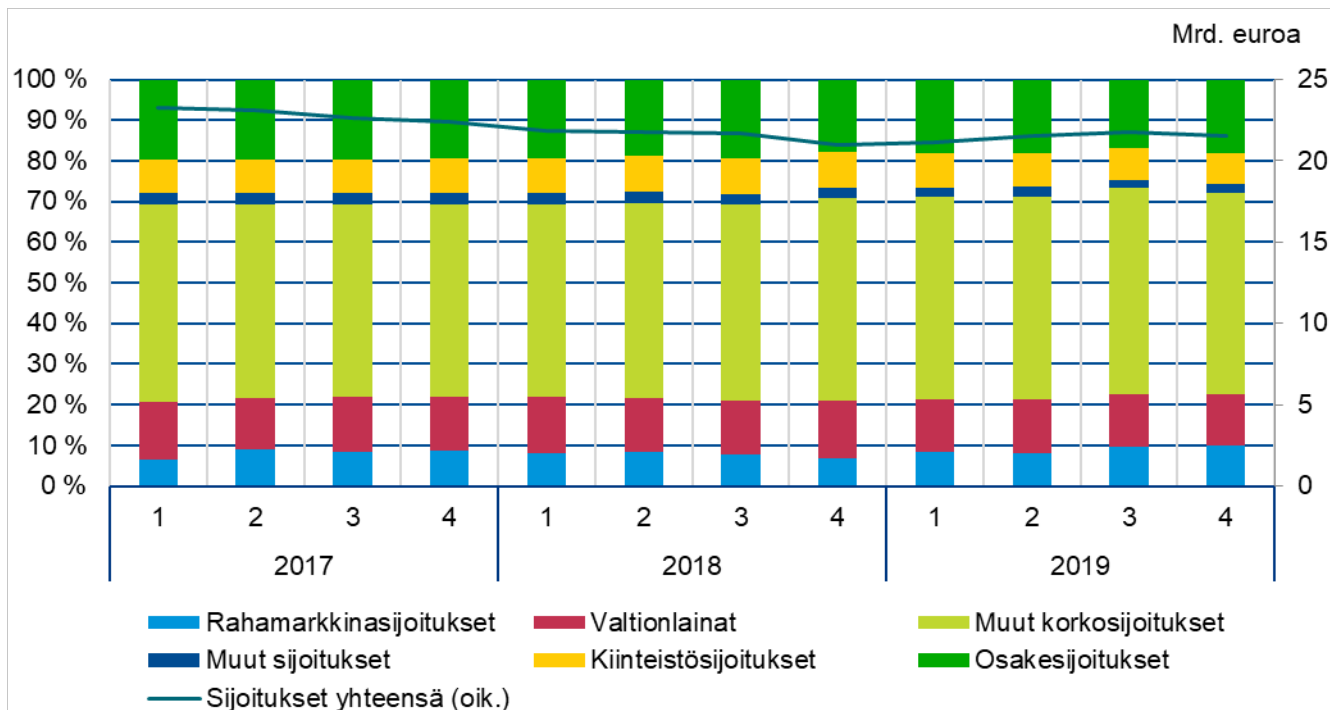


Lähde: Finanssivalvonta

## Kiinteistösijoitusten osuus laski yhä

Henkivakuutusyhtiöiden sijoitusvarallisuus ilman sijoitussidonnaisten vakuutusten katteena olevia sijoituksia oli 21,5 mrd. euroa vuoden 2019 lopussa, eli samalla tasolla kuin kesäkuun lopussa. Sijoitusvarallisuus kasvoi 2,5 % vuoden takaisesta. Sijoitusvarallisuus olisi laskenut ilman sijoitustuottoja, koska taakuutuotteiset vakuutukset vähenivät.

**Kuvio 6. Henkivakuutusyhtiöiden sijoitusjakauma (perusjakauma ilman johdannaisia)**



Lähde: Finanssivalvonta

Sijoitusjakauma muuttui erityisesti kiinteistöjen osalta vuoden takaisesta. Kiinteistösijoitusten määrä väheni 249 milj. eurolla vakaista sijoitustuotoista huolimatta. Kiinteistösijoitusten osuus koko sijoitusvarallisuudesta oli 7,6 %, kun se oli vielä vuotta aiemmin 9,0 %. Osakesijoituksia myytiin vuoden 2019 aikana, koska osakesijoitusvarallisuus kasvoi vain 5,2 %, vaikka osaketuotot olivat selvästi korkeammat 18,1 %. Osakesijoituksia oli vuoden 2019 lopussa 18,2 % ja korkosijoituksia 72,2 % yhtiöiden omasta sijoitusvarallisuudesta. Riskisijoitusten osuus kasvoi hieman ja oli 31,9 % sijoitusvarallisuudesta. Riskisijoituksiksi luetaan osakesijoitukset, kehittyvien markkinoiden valtionlainat, high yield -yrityslainat ja muut sijoitukset. Henkivakuutusyhtiöt ottavat vähemmän sijoitusriskiä esimerkiksi työeläkevakuutusyhtiöihin verrattuna.

Kehittyvien markkinoiden osakkeiden osuus kasvoi tasaisesti 9 prosentin tasolta vuoden aikana ja oli joulukuun lopussa 13,0 % kaikista pörssinoteeratuista osakkeista. Yhdysvaltojen pörssimenestys ei vaikuttanut kotimaisten henkivakuutusyhtiöiden sijoitusstrategiaan. USA-osakkeista pääosin koostuvan muiden kehittyneiden markkinoiden osakkeiden osuus oli vuoden lopussa samalla tasolla kuin ensimmäisellä neljänneksellä, vaikka osuus nousikin vuoden takaisesta ajankohdasta. Joukkolainasalkussa korkean luottoluokituksen investment grade -yrityslainojen osuus laski vuoden takaisesta 59,8 prosentista 57,9 prosenttiin. Samalla high yield -yrityslainojen osuus nousi 15 prosentista 18,2 prosenttiin.

## Henkivakuutusyhtiöiden kannattavuuden odotetaan heikkenevän

Joukkolainamarkkinoilla odotetut tuotot ovat laskeneet jo pidemmän aikaa, minkä takia tällä hetkellä liikkeeseen laskettavat arvopaperit tarjoavat huomattavasti aiempaa matalampaa korkotuottoa. IMF:n Global Financial Stability Reportin mukaan globaaleilla joukkolainamarkkinoilla oli lokakuussa 15 biljoo-



nan dollarin edestä negatiivisen tuoton arvopapereita. EIOPAn tietojen mukaan jo viime kesäkuun lopussa keskimääräinen uusien valtionlainojen tuotto oli 0,45 %, kun eurooppalaiset vakuutusyhtiöt saivat omistuksessaan olevista valtionlainoista 3,3 prosentin kuponkituoton. Yrityslainojen uusi tuotto oli 0,9 %.

Vaikutus on henkivakuutusyhtiöille erityisen suuri, koska henkivakuutusyhtiöillä on korkosijoituksia yli 70 % kaikista sijoituksista ja sijoitusvarallisuudella tulee täyttää vastuuvelka sekä sen tuottovaatimus. Koska sijoitusvarallisuuden duraatio on lyhempi kuin vastuuvelan duraatio, sijoitustuotot eivät välttämättä riitä kattamaan vastuuvelan kasvua. Lisäksi sijoitustoiminnan tuotot ovat vakuutustoiminnan tuottoja keskimäärin suuremmat, joten niiden vaikutus yhtiöiden tuloslaskelmassa on merkittävä. Henkivakuutussektorin korkosijoitusten modifioitu duraatio eli niiden herkkyyys korkotason muutoksille oli kesäkuun lopussa ilman johdannaisia 3,56 ja johdannaiset mukaan lukien 5,27. Modifioitu duraatio laski hieman vuoden takaisesta.

EIOPA julkaisi 20. helmikuuta [tiedotteen](#), jossa varoitettiin erityisen matalien korkojen negatiivisesta vaikutuksesta eurooppalaisille vakuutusyhtiöille. Tiedotteessa kerrotaan, että matalat korot tekevät jo tällä hetkellä selvää vahinkoa yhtiöiden kannattavuudelle ja vakavaraisuudelle. Kansallisia valvojia ja vakuutusyhtiöitä kehoitetaan lisäämään tietoisuutta tästä riskistä ja tekemään tarvittavia turvaavia toimenpiteitä. Matalan koron skenaariot aiotaan lisätä stressitesteihin, joita on toteutettu parin vuoden välein (lähde: EIOPA).

Markkinaolosuhteista huolimatta eurooppalaisten vakuutusyhtiöiden osakkeet ovat tuottaneet eurooppalaisia yleisindeksejä paremmin. EIOPA varoittaa, että markkina ei todennäköisesti ole hinnoitellut kaikkia riskejä oikein (lähde: EIOPA Financial Stability Report December 2019). Esimerkiksi matalat korkosijoitustuotot ohjaavat henkivakuutusyhtiöitä muihin sijoitusmuotoihin, kuten listaamattomiin osakkeisiin ja pääomasijoituksiin, mikä kasvattaa riskejä.