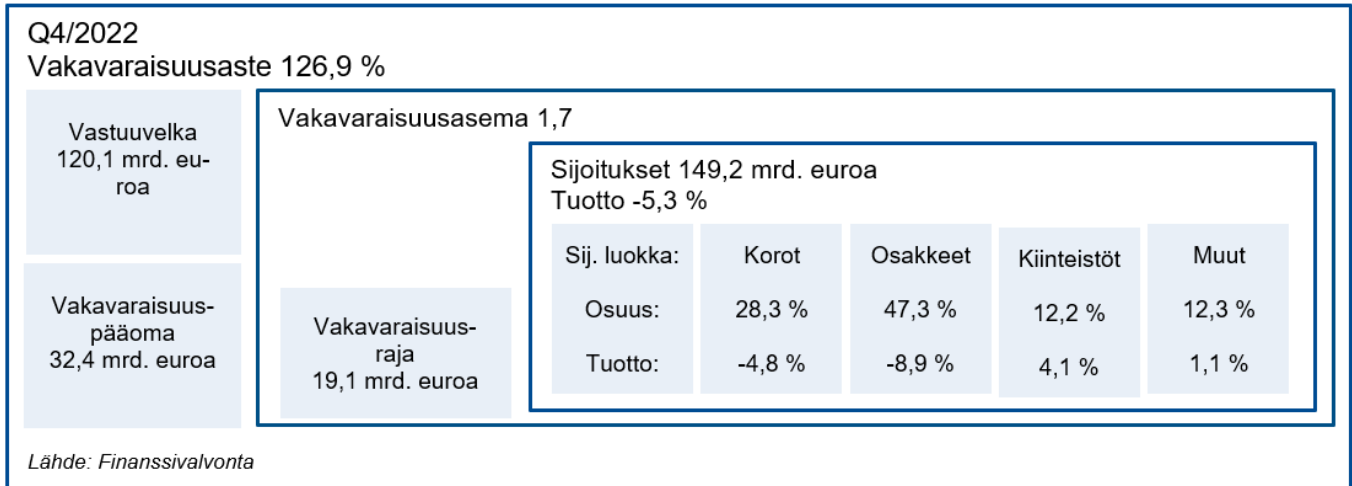


Työeläkelaitosten vakavaraisuus heikkeni negatiivisen sijoitus- tuoton myötä



Sisällys

Lyhyesti	2
Sijoitusvarallisuuden kohdistui laaja-alaisesti arvostustappioita	2
Vakavaraisuuden kehitys	3
Sijoitusallokaatiossa epälikvidien sijoitusten osuus nousi	5
Vakavaraisuusraja laski suhteessa sijoitusomaisuuteen	6
Työeläkelaitosten stressikestävyys	7

Kirjoittaja

Juhana Toiviainen, riskiasiantuntija

Lyhyesti

Työeläkesektorin sijoitustuotto oli negatiivinen vuoden viimeistä vuosineljännestä lukuun ottamatta, mikä seurasi finanssimarkkinoiden yleistä kehitystä. Työeläkesektorin vakavaraisuusaste heikkeni sijoitusvarallisuuden arvon laskiessa ja sijoitustuoton jäädessä alle rahastoosiirtovelvoitteen. Sijoitusvarallisuuden arvon muutokseen vaikutti erityisesti noteerattujen osakkeiden ja joukkovelkakirjojen negatiivinen tuottokehitys. Epälikvidien sijoituskohteiden kuten pääomasijoitusten, kiinteistösijoitusten ja hedge fundien tuotto oli positiivinen, mikä tasapainotti kokonaistuoton kehittymistä. Riskiperusteinen vakavaraisuusasema heikkeni sijoitustoiminnan tappion heikentämän vakavaraisuuspääoman laskiessa suhteessa vakavaraisuusrajaan. Vakavaraisuusaseman muutosta lievensi vakavaraisuusrajan pienentyminen, joka johtui sijoitusvarallisuuden koon ja riskillisyyden muutoksista.

Työeläkesektorin palkkasumma kasvoi edelliseen vuoteen verrattuna.

Sijoitusvarallisuuteen kohdistui laaja-alaisesti arvostustappioita

Työeläkelaitosten sijoitustuotto seurasi finanssimarkkinoiden yleistä kehitystä. Epävarmuus osakemarkkinoilla, korkojen nousu ja luottoriskimarginaalien leventyminen johtivat siihen, että yli puolet sijoitusvarallisuudesta kärsi arvostustappioista. Sektorin keskimääräinen tuotto -5,3 % alitti vastuuvelan tuottovaatimuksen¹ (1,7 %). Lähihistoriansa aikana työeläkesektorin tuotto on ollut edellisen kerran negatiivinen vuonna 2018 Brexitin ja Yhdysvaltojen ja Kiinan kauppasodan aiheuttaman epävarmuuden johdosta (-1,6 %) ja sitä ennen euroalueen velkakriisin seurauksena vuonna 2011 (-2,9 %). Erottava tekijä esimerkiksi vuoteen 2011 nähden on se, että korkosijoitukset eivät toimineet vastapainona osakkeille tai turvasatamana stressitilanteessa, kuten usein ajatellaan. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan tuotto oli -5,3 % ja eläkesäätiöiden ja -kassojen -3,5 %. Työeläkelaitosten tuotto vaihteli -12,7–2,4 prosentin välillä. Tuottoeron työeläkeyhtiöiden ja eläkesäätiöiden ja -kassojen välillä selittää pääosin kiinteistösijoitusten isompi osuus sekä tuotto.

Likvidien sijoitusten paino sijoitusallokaatioissa selittää pääosan yksittäisten työeläkelaitosten välisistä tuottoeroista, sillä likvidien sijoitusten tuoton (-10 %) ja epälikvidien sijoitusten tuoton (5 %) välinen tuottoero oli merkittävä. On mahdollista, että arvostusviipeen johdosta osakemarkkinoiden heikko kehitys ja korkojen nousun vaikutus näkyy epälikvideissä sijoituksissa osittain vasta kuluvan vuoden puolella.

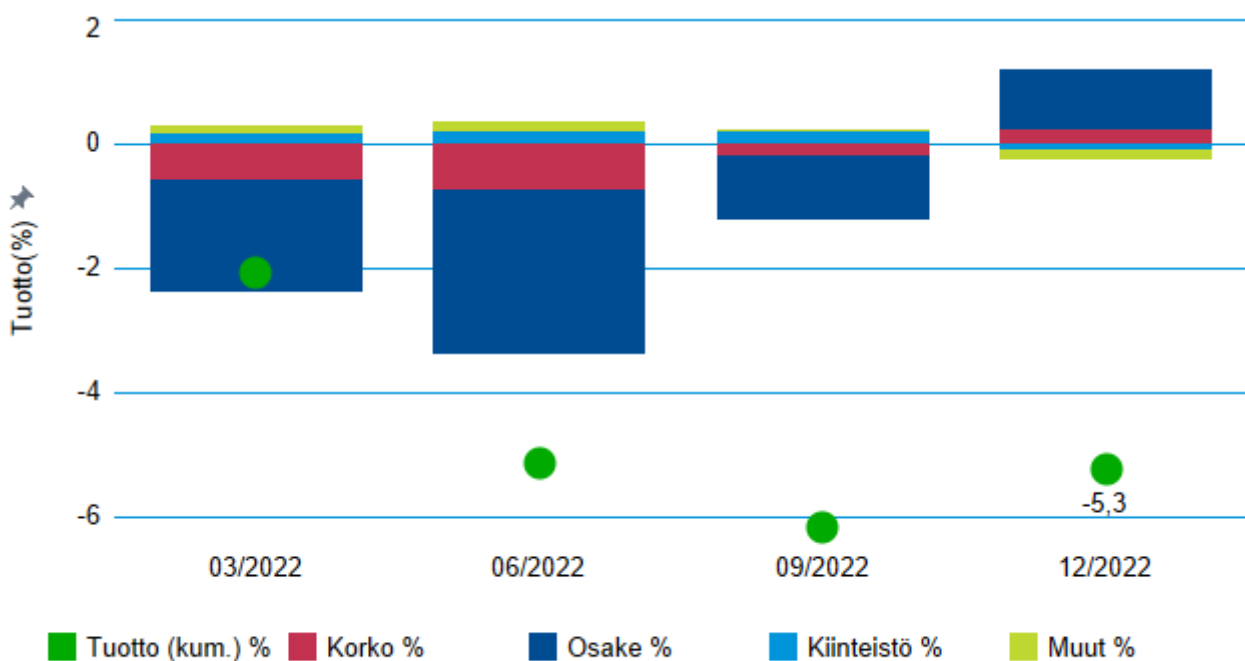
Korkosijoitusten tuotto oli negatiivinen kaikissa alaluokissa valtionlainoista kehittyvien markkinoiden velkakirjoihin, lainasaamia lukuun ottamatta. Suurin osuus korkosijoituksista on high yield -velkakirjoissa, joiden tuotto oli noin -4 %. Korkotason nousun vaikutus sijoitusvarallisuuden tuottoon riippuu velkakirjojen korkoherkkyydestä eli duraatiosta sekä velkakirjojen sijoitusallokaatio-osuudesta. Korkosijoitusten duraatio oli vuoden lopussa 3,1 korkojohdannaisten vaikutus huomioon ottaen (Q4/2021: 2,8). Korkotason nousun tulisi olla huomattava, jotta sillä olisi merkittävä vaikutus eläkelaitosten vakavaraisuuteen. Korkotason nousulla on pidemmällä aikavälillä tuotto-odotusten kannalta positiivinen vaikutus, kun korkosijoituksista voidaan odottaa korkeampaa juoksevaa korkotuottoa.

Kiinteistöjen vaikutus kokonaistuottoon oli positiivinen kolmen ensimmäisen vuosineljänneksen aikana. Työeläkelaitosten kiinteistöt (suorat kiinteistösijoitukset) arvioidaan uudestaan tyyppillisesti viimeisellä vuosineljänneksellä, ja arvostusmuutosten seurauksena viimeisen vuosineljänneksen tuotto oli negatiivinen.

¹ Vastuuvellalle tulee hyvittää sosiaali- ja terveysministeriön vahvistamien laskuperusteiden mukaan määräytyvä vuosittainen tuottovaatimus, jonka taso seuraa vastuuvelan täydennyskertoimesta, laskuperusteissa määritellystä diskonttokorosta (3 prosenttia) sekä osaketuottosidonnaisen lisävakuutusvas-
tuun muutoksesta sekä muista pienemmistä eristä, joissa vastuuvelan korkona käytetään perustekorkoa.

Kuvio 1 kuvaa kumulatiivisen kokonaistuoton kehittymistä (vihreä pallo). Palkit kuvaavat jokaisen vuosineljänneksen tuottoa, joissa eri sijoitusluokkien kontribuutio kokonaistuottoon on kuvattu eri värein. Jokaisella vuosineljänneksellä osaketuoton vaikutus oli merkittävä. Tuotonvaihteluun vaikutti eniten noteerattujen osakkeiden tuotto, joka oli vuoden lopussa noin -16 %.

Kuvio 1 Työeläkelaitosten kumulatiivisen kokonaistuoton kehittyminen sekä sijoitusluokkakohtainen vuosineljännestuotto



Lähde: Finanssivalvonta

Negatiivisen sijoitustuoton johdosta sijoitusvarallisuus pieneni 149,2 miljardiin euroon (12/2021: 159,0 mrd. euroa) eläkelaitosten vakavaraisuutta heikentäen.

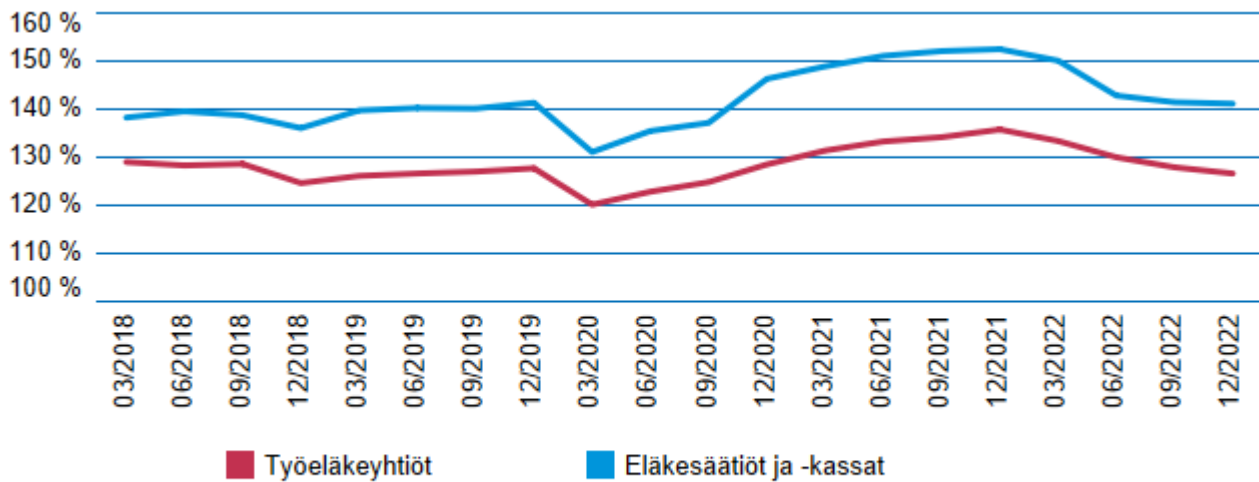
Sijoitusvarallisuuteen vaikutti positiivisesti maksutulon kehitys palkkasumman kasvaessa (7,3 %) sekä TyEL-maksun tilapäisen alennuksen poistuminen. Vuoden 2020 maksua alennettiin tilapäisesti 2,6 %-yksikköä 1.5.2020 alkaen koronavaiheesta johtuen. Maksun alennus kompensoidaan korottamalla maksutasoa vuosina 2022–2025.

Vakavaraisuuden kehitys

Työeläkelaitosten vakavaraisuusaste heikkeni negatiivisen sijoitustuoton myötä tasolle 126,9 (12/2021: 136,3 %), joka on muutaman prosenttiyksikön viimeisen kymmenen vuoden keskiarvoa alhaisempi taso. Työeläkeyhtiöiden keskimääräinen vakavaraisuusaste oli 126,6 % ja eläkesäätiöillä ja -kassoilla 141,2 % (kuvio 1). Työeläkelaitosten vakavaraisuusaste vaihtelivat 119–167 prosentin välillä. Vuonna 2022 yksi

eläkesäätiö siirsi vakuutus kantansa työeläkevakuutusyhtiöön, joten vuoden 2023 alussa työeläkelaitoksia² oli 15 kappaletta.

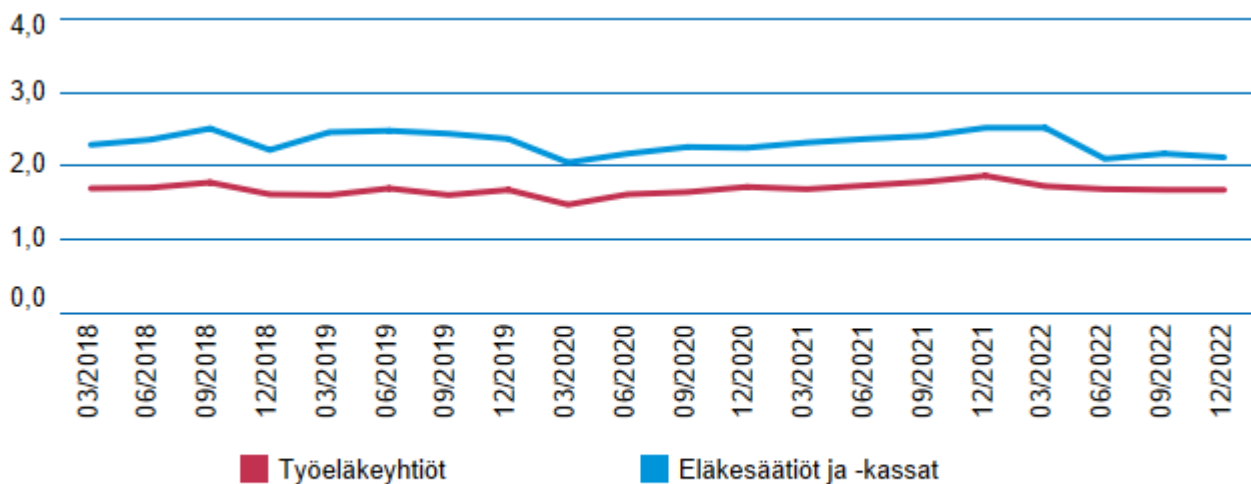
Kuvio 2. Työeläkevakuutusyhtiöiden sekä eläkesäätiöiden ja -kassojen vakavaraisuusasteen kehitys



Lähde: Finanssivalvonta

Myös vakavaraisuusasema heikkeni tasolle 1,7 sijoitustappion vähentäessä vakavaraisuuspääomien määrää (12/2021: 1,9). Työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusasema oli 1,7 (12/2021: 1,9) ja eläkesäätiöiden ja kassojen 2,1 (12/2021: 2,5). Vakavaraisuusrajan kehittymistä on tarkasteltu tarkemmin myöhemmin.

Kuvio 3. Työeläkevakuutusyhtiöiden sekä eläkesäätiöiden ja -kassojen vakavaraisuusaseman kehitys



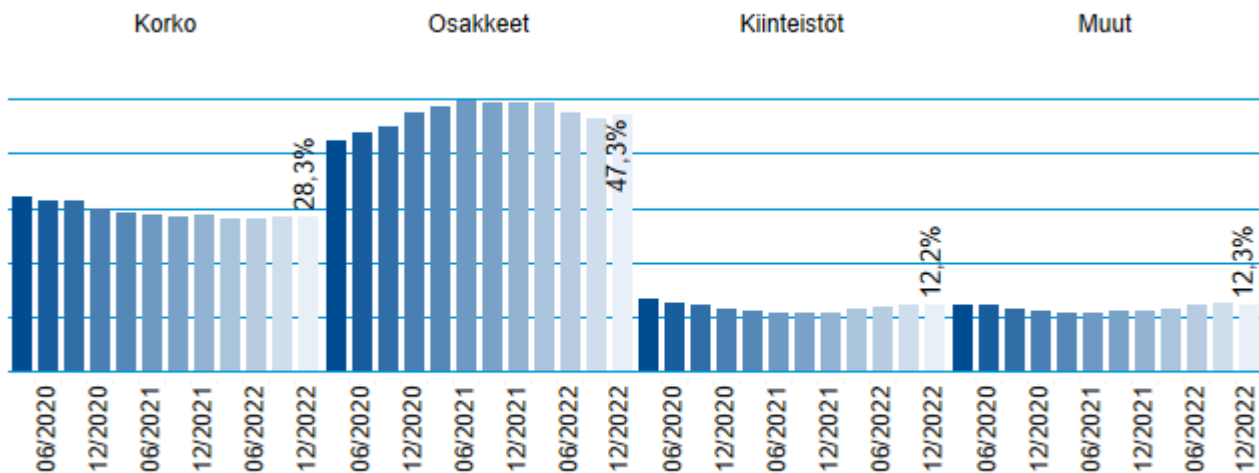
Lähde: Finanssivalvonta

² Työeläkevakuutusyhtiöt, lakisääteistä eläkevakuuttamista harjoittavat säätiöt ja kassat.

Sijoitusallokaatiossa epälikvidien sijoitusten osuus nousi

Työeläkelaitosten osakesijoitusten määrä oli tasaisessa laskussa kolmen ensimmäisen vuosineljänneksen aikana, mutta viimeisen vuosineljänneksen finanssimarkkinoiden elpyminen kasvatti osakesijoitusten osuutta 47,3 prosenttiin. Osakesijoitusten paino sijoitusallokaatiossa on ollut tätä ennen kasvussa koronakevään aiheuttaman notkahduksen jälkeen (kuvio 4), jolloin osakkeiden osuus sijoitusjakaumassa oli 42,3 prosenttia (03/2020). Riskijakaumassa – jossa on otettu huomioon myös johdannaisten deltakorjattu kohde-etuusarvo – osakkeiden paino oli 47,5 %.

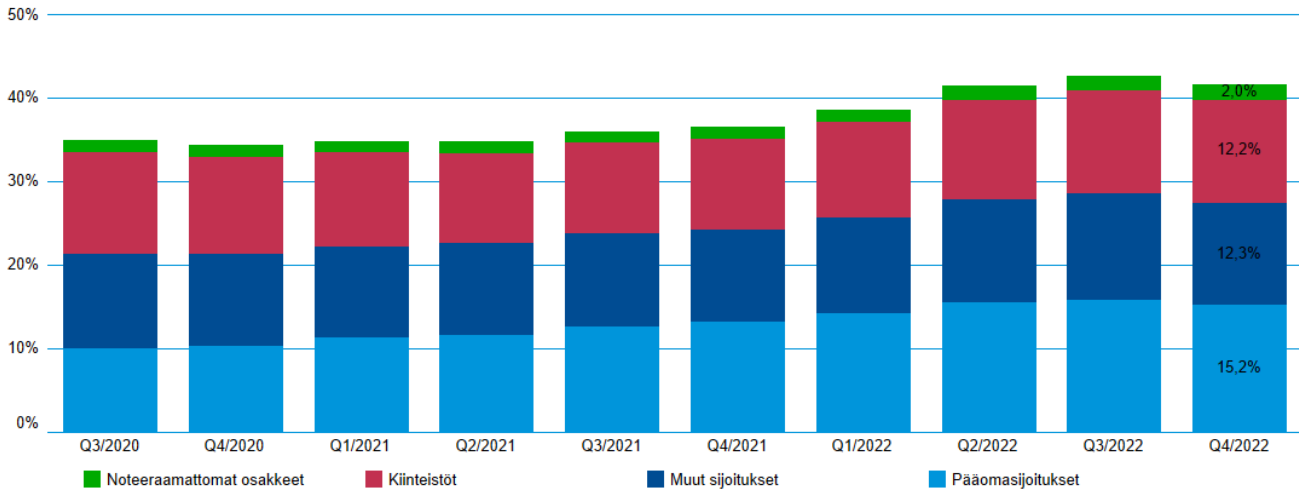
Kuvio 4. Työeläkelaitosten sijoitusjakauman (perusjakauman) kehitys



Lähde: Finanssivalvonta

Viime vuonna yksittäisten laitosten ja koko työeläkesektorin tuottokehitykseen vaikutti voimakkaasti likvidien ja epälikvidien sijoitusten suhde. Tässä tarkastelussa (kuvio 5) epälikvideiksi sijoituksiksi on katsottu pääomasijoitukset, noteeraamattomat osakkeet, kiinteistösijoitukset ja muut sijoitukset (hedge fundit, hyödykkeet, muut). Tästä rajauksesta huolimatta on huomattava, että myös korkosijoituksissa voi olla sijoitusinstrumentteja, joiden likviditeetti ei ole kaikissa olosuhteissa hyvä.

Kuvio 5. Epälikvidien sijoitusten kehitys



Sijoitusten likviditeetillä on merkitystä työeläkelaitosten maksuvalmiuden kannalta. Maksutulon (2022: 18,0 mrd.) sekä vuokra-, korko- ja osinkotulojen yhteismäärän jäädessä pienemmäksi kuin eläkemenot (2022: 18,0 mrd.) ja toimintakulut, tulee erotus kattaa likvideillä varoilla. Lisäksi työeläkeyhtiöihin kohdistuva takaisinlainakysyntä voi kasvattaa likviditeettitarpeita. Työeläkeyhtiö voi kuitenkin maksuvalmiutensa tai vakavaraisuutensa varmistamiseksi rajoittaa vakuutuksenottajan takaisinlainausoikeutta. Erittäin likvideinä sekä usein myös stressatussa tilanteessa arvostuksensa pitävinä sijoituksina voidaan pitää esim. valtion velkakirjoja sekä rahamarkkinasijoituksia, joita oli yhteensä noin 13,5 mrd. euron edestä vuoden lopussa. Eläkesektorin keskimääräinen likviditeetti on siten hyvällä tasolla.

Vakavaraisuusraja laski suhteessa sijoitusomaisuuteen

Vakavaraisuusraja laski edellisen vuoden lopusta 16 % 19,1 mrd. euroon. Vakavaraisuusrajan lasku johtui 6 % pienentyneestä sijoitusomaisuudesta sekä vähentyneestä osakeriskistä suhteessa korko- ja kiinteistöriskiin. Osakkeet-riskiluokan sisällä muiden osakesijoitusten, eli noteeraamattomien osakesijoitusten, riskipaino on kasvanut niiden markkina-arvon kehittyessä positiivisesti vuoden aikana. Osaketuottosidonnaisen lisävakuutusvastuun vakavaraisuusrajaa pienentävä vaikutus kasvoi vastuuvelan kasvaessa suhteessa sijoitusvarallisuuteen ja toisaalta täydennyskertoimen laskun vaikutuksesta. Vakavaraisuusraja suhteessa sijoitusomaisuuteen laski edellä mainittujen muutosten seurauksena tasolle 12,5 %. Tätä alempana riskitaso on ollut viimeksi Q3/2020 (12,0 %) koronakriisin jäljiltä.

Taulukko 1. Vakavaraisuusraja riskiluokittain

Riskiluokka	Q4/2022	Q4/2021	Riskiluokan osuus %	
			Q4/2022	Q4/2021
1) Osakkeet - Eurooppa	6,4	8,6	18 %	22 %
2) Osakkeet - Pohjois-Amerikka	4,8	6,1	13 %	15 %
3) Osakkeet - Muut kehittyneet	1,8	2,0	5 %	5 %
4) Osakkeet - Kehittyvät	1,9	1,8	5 %	5 %
5) Osakkeet - Muut	7,7	7,1	21 %	18 %
6) Korkoriski	1,0	0,7	3 %	2 %
7) Luottomarginaaliriski Valtio LL1	0,0	0,0	0 %	0 %
8) Luottomarginaaliriski Muu LL1	0,4	0,4	1 %	1 %
9) Luottomarginaaliriski LL2	1,0	1,3	3 %	3 %
10) Luottomarginaaliriski LL3	3,3	3,4	9 %	9 %
11) Asunnot	0,6	0,6	2 %	2 %
12) Liikekiinteistöt	2,5	2,4	7 %	6 %
13) Valuuttariski	4,8	4,9	13 %	12 %
14) Hyödykeriski	0,2	0,2	1 %	1 %
15) Tuottovaatimusriski	-3,9	-3,0	-11 %	-7 %
16) Vakuutusriski	0,9	0,8	2 %	2 %
17) Jäännösriski	1,7	1,6	5 %	4 %
18) Muut sijoitusriskit	0,6	0,5	2 %	1 %
Keskittymäriski	0,0	0,0		
Hajautushyöty	16,8	17,0		
Vakavaraisuusraja	19,1	22,7		
Vakavaraisuusraja/sijoitukset	12,5 %	14,1 %		

Työeläkelaitosten stressikestävyys

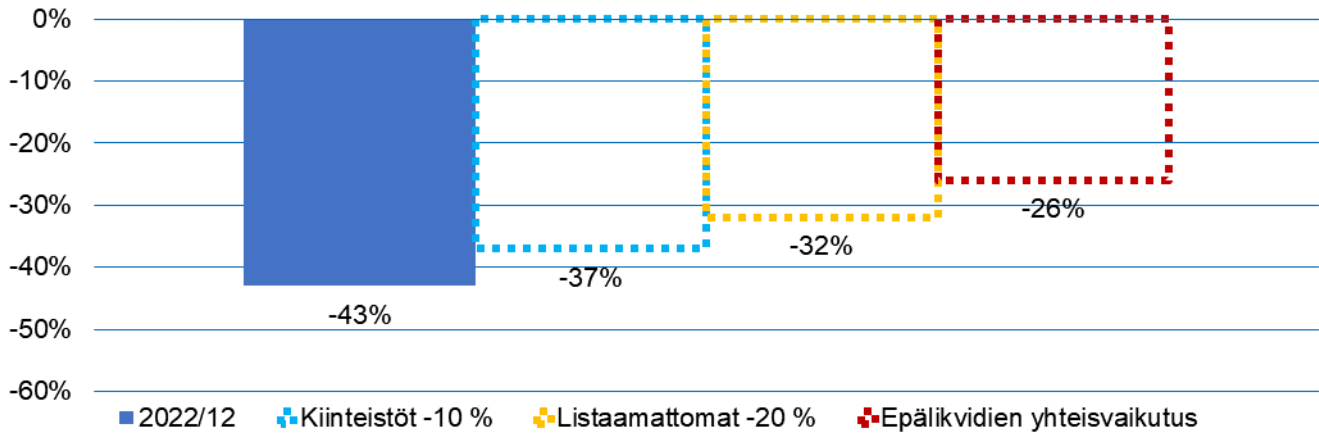
Työeläkelaitosten stressikestävyys osakesijoitusten arvon alenemista kohtaan on laskenut vakavaraisuuspääomien kasvaessa. Finanssivalvonnan laskelmien perusteella työeläkelaitosten vakavaraisuuspääomat olisivat laskeneet vakavaraisuusrajal³, jos osakesijoitusten tuotto olisi painunut 43 % miinukselle vuoden lopun tilanteessa. Vuoden 2021 lopussa työeläkelaitokset olisivat kestäneet 53 prosentin osakekurssien laskun.

Epälikvidien sijoitusten arvonmuutosten vaikutusta eläkesektorin stressinkestävyyteen on arvioitu laske-malla, miten osakestressin kestävyys muuttuu, jos epälikvidien sijoitusten (tässä kiinteistöt ja listaamattomat osakesijoitukset eli pääomasijoitukset ja noteeraamattomat osakesijoitukset) muuttuvat. Näemme,

³ Jos työeläkelaitoksen vakavaraisuuspääoma on pienempi kuin vakavaraisuusraja (vakavaraisuusasema on alle 1), tulee työeläkelaitoksen viipymättä toimittaa taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelma Finanssivalvontaan.

että esimerkinmukaisen epälikvidien sijoitusten stressin jälkeen sektori kestäisi enää 26 prosentin osakkeiden arvonlaskun⁴.

Kuvio 6. Epälikvidien sijoitusten stressin vaikutus työeläkelaitosten osakestressin kestävyYTEEN



⁴ Tässä lähestymistavassa on huomattava, että listaamattomiin osakkeisiin kohdistuu kaksinkertainen stressi.