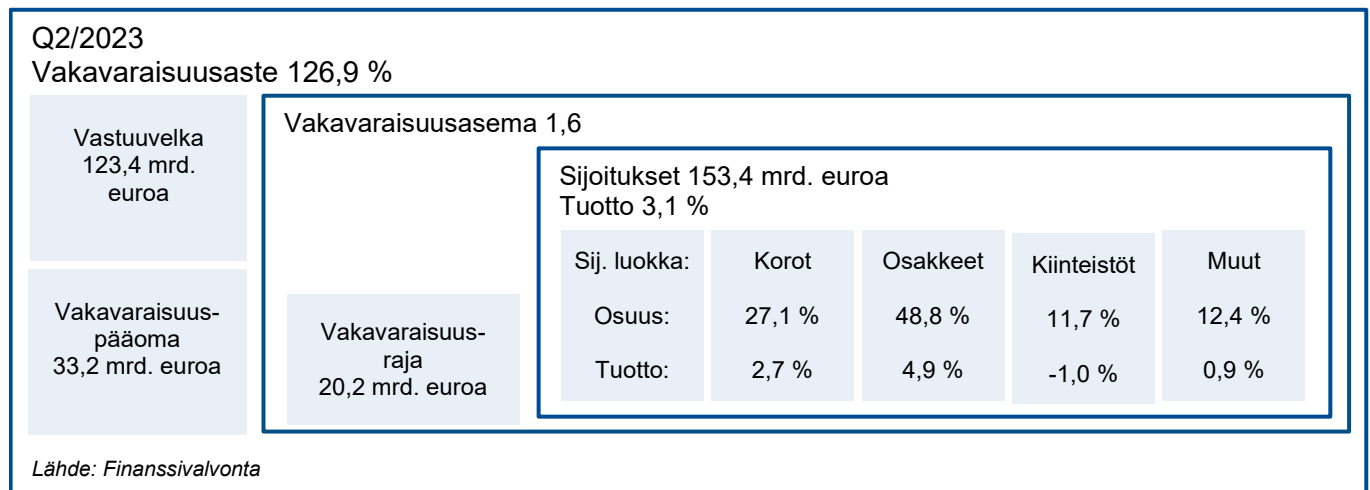


Työeläkelaitosten vakavaraisuus säilynyt ennallaan



Korjaus 12.9.2023: Kuvioon on korjattu kiinteistöjen tuotto 1,0 prosentista -1,0 prosentiksi.

Sisällys

Lyhyesti	2
Sijoitusomaisuuden tuotto alkuvuonna vastuvelan tuottovaatimuksen tuntumassa	2
Vakavaraisuuden kehitys tasaista	4
Sijoitusallokaatiossa epälikvidien sijoitusten osuuden kasvu pysähtyi	5
Työeläkelaitoksilla kiinteistöriskin osuus kaikista sijoituksista noin 13 %	7
Vakavaraisuusvaade kasvoi lisääntyneen riskinoton takia	8
Työeläkelaitosten stressikestävyys edelleen kohtuullinen	9

Kirjoittaja

Mika Arala, vanhempi asiantuntija

Lyhyesti

Työeläkesektorin vakavaraisuusaste pysyi lähes ennallaan sijoitustuoton ollessa lähellä vastuuvelan tuottovaatimusta. Sijoitusvarallisuuden arvoa kasvatti osakkeiden ja korkosijoitusten positiivinen tuottokehitys. Epälikvidien sijoituskohteiden kuten pääomasijoitusten, kiinteistösijoitusten ja hedge -rahastosittojen suhteellisen osuuden kasvu pysähtyi alkuvuonna. Kiinteistösijoituksia työeläkelaitoksilla on noin 13 % suhteessa kaikkiin sijoituksiin. Pääosa kiinteistösijoituksista on suoria kiinteistöomistuksia kotimaassa. Riskiperusteinen vakavaraisuusasema heikkeni kasvaneen riskinoton takia. Työeläkelaitosten stressikestävyys osakeshokkeja vastaan on edelleen kohtuullisella tasolla.

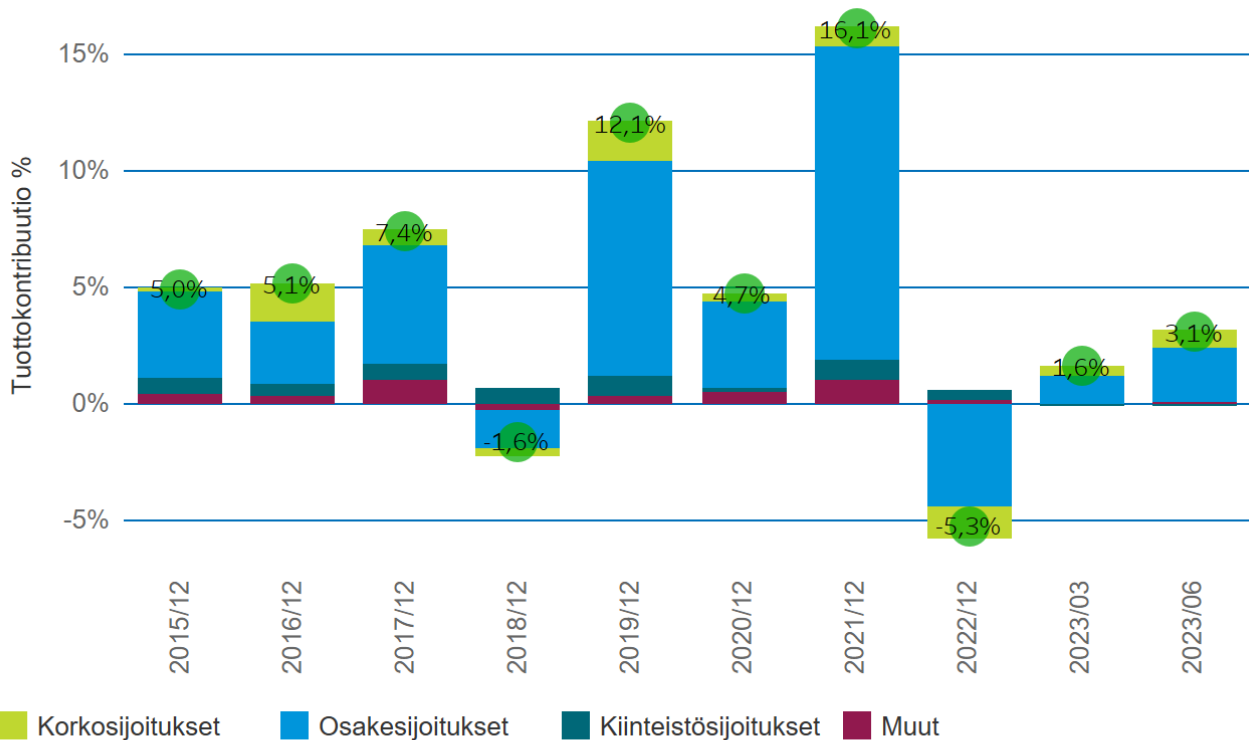
Työeläkesektorin palkkasumman kasvu jatkui alkuvuonna, mutta hitaammin kuin eläkemaksujen kasvu ja suunnan ennustetaan jatkuvan samanlaisena myös tulevina vuosina. Palkkasummaan perustuvien vakuutusmaksujen ja eläkemaksujen välinen erotus (2023: noin 800 milj. euroa) sekä hoitokulut pystytään silti todennäköisesti lähivuosina kattamaan pääosin sijoitusomaisuudesta saatavilla kassavirroilla.

Sijoitusomaisuuden tuotto alkuvuonna vastuuvelan tuottovaatimuksen tuntumassa

Sektorin alkuvuoden sijoitustuotto 3,1 % asettui hyvin lähelle vastuuvelan tuottovaatimusta¹ (3,2 %) osakemarkkinoiden positiivisen kehityksen tukemana. Vaikka pääosa kokonaistuotosta muodostui osake-
tuotosta², niin myös koroissa ja muut sijoituksissa tuotto oli positiivinen ja vain kiinteistöissä tuotto jäi negatiiviseksi. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan tuotto oli 3,1 % ja eläkesäätiöiden ja -kassojen 3,2 %. Työeläkelaitosten tuotto vaihteli 0,5–5,0 prosentin välillä.

¹ Vastuuvelalle 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.

² Työeläkelaitosten 3,1 prosentin sijoitustuotosta 65 % selittyy osaketuotoilla ja loput 35 % muodostuu korkosijoitusten tuotosta.

Kuvio 1. Työeläkelaitosten kumulatiivisen kokonaistuoton kehittyminen sekä sijoitusluokkakohtainen tuottokontribuutio


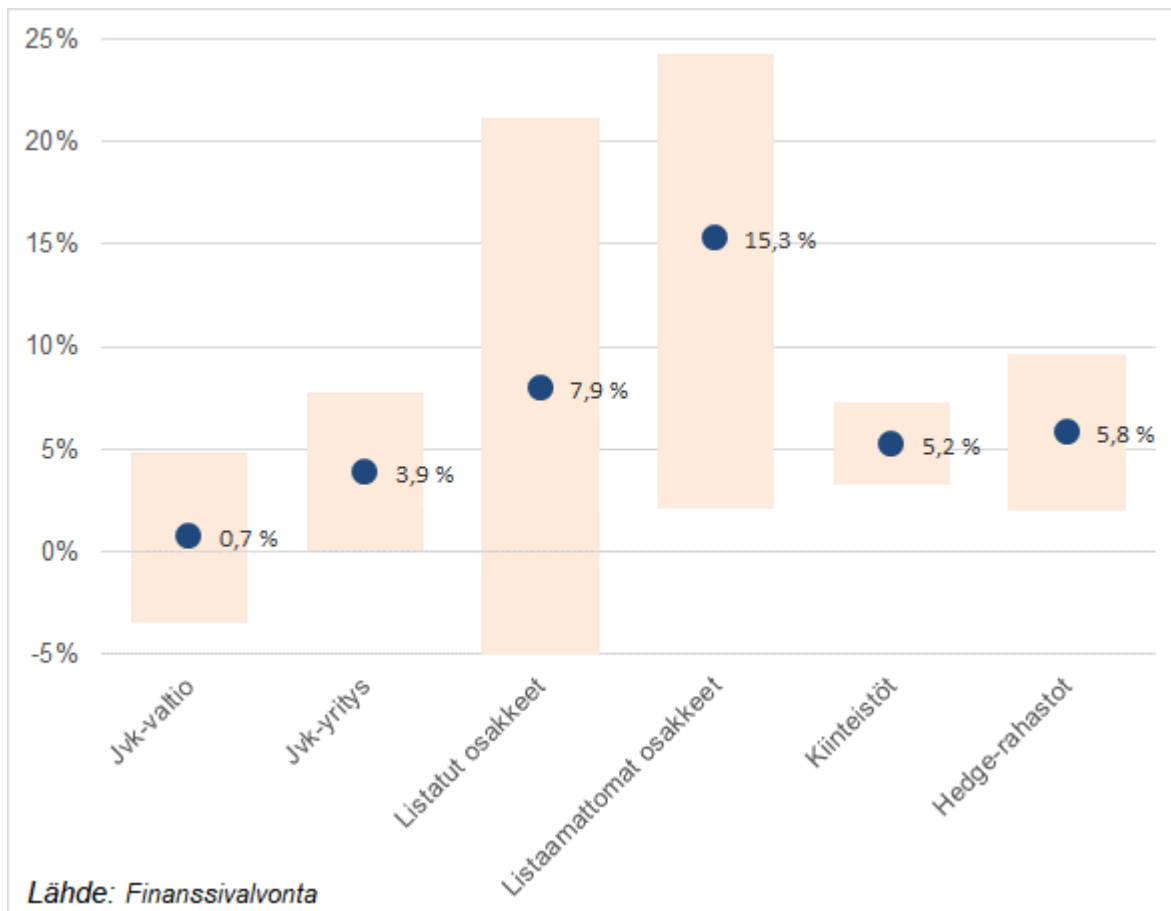
Lähde: Finanssivalvonta

Työeläkelaitosten listattujen osakkeiden tuotto 6,4 % ei tullut maantieteellisesti tasaisesti, sillä kotimaisten osakkeiden tuotto oli -3,7 %. Kotimaisten osakkeiden negatiivinen tuotto heikensi niiden työeläkelaitosten listattujen osakkeiden tuottoa, joilla kotimaissa osakkeissa oli sektoria suurempi paino³. Listaamattomien osakkeiden (noteeraamattomat osakkeet ja pääomasijoitukset) tuotto oli alkuvuonna 2,5 %. Korkosijoitusten tuotto palasi positiiviseksi (2,8 %), kun viime vuoden aikana tapahtunut voimakas korkojen nousu ei jatkunut alkuvuoden aikana. Hedge-rahastoissa tuotto oli 2,1 %. Kiinteistösijoituksissa tuotto oli -1,0 % selittyen erityisesti rahastojen -2,3 %:in tuotolla. Suorissa kiinteistösijoituksissa tuotto oli kesäkuun lopussa vain hieman miinuksella (-0,4 %), koska työeläkelaitokset arvostavat suorat kiinteistösijoituksensa pääosin vasta jälkimmäisen vuosipuoliskon aikana.

Viimeisten 12 vuoden aikana (2010–2022) kiinteistötuotto ei ole jäänyt vuositasolla negatiiviseksi ja tuoton hajonta on ollut selvästi alhaisinta kuvion 2 sijoitusluokkajaolla. Kiinteistöjen, kuten myös listaamattomien sijoitusten tuottoja 2010-luvulta alkaen aina viime vuoteen asti, tuki poikkeuksellisen alhainen korkoympäristö, mikä sai sijoittajat etsimään tuottoja näistä vaihtoehtoisista sijoitusluokista. Listaamattomien osakkeiden keskimääräinen tuotto on ollut vuodesta 2010 alkaen 15,3 % ja kiinteistöjen tavoin niiden tuotto ei vuositasolla ole jäänyt negatiiviseksi kertaakaan, toisin kuin listatuissa osakkeissa, joissa tuotto on jäänyt miinukselle vuosina 2011 (-18,0 %), 2018 (-9,0 %) sekä 2022 (-15,5 %).

³ Kotimaisten listattujen osakkeiden keskimääräinen paino kaikista listatuista osakkeista on 29 % ja vaihteluväli on 6–43 %:in välillä.

Kuvio 2. Työeläkelaitosten keskimääräinen sijoitustuotto sekä tuoton hajonta vuosina 2012–2023



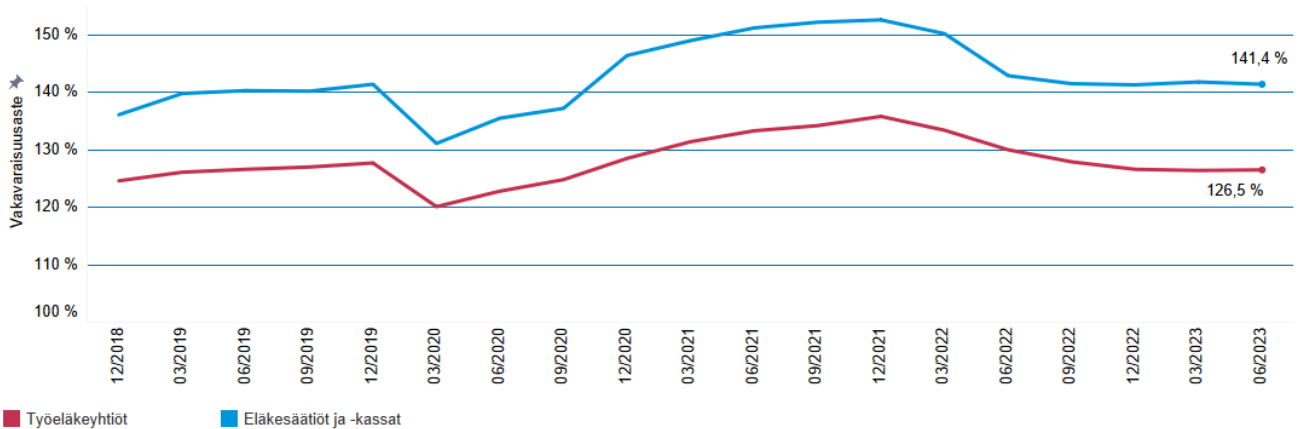
Positiivinen sijoitustuotto kasvatti sijoitusvarallisuutta alkuvuonna 4,1 mrd. euroa 153,4 mrd. euroon. Sijoitusvarallisuus kävi korkeimmillaan vuoden 2021 lopussa 159 mrd. eurossa ja viime vuoden aikana varallisuus supistui lähes 10 mrd. euroa negatiivisen sijoitustuoton myötä.

Vakavaraisuuden kehitys tasaista

Työeläkelaitosten vakavaraisuusaste pysyi alkuvuonna lähes muuttumattomana 126,9 % (12/2022: 127,0 %), joka on muutaman prosenttiyksikön viimeisen kymmenen vuoden keskiarvoa alhaisempi taso⁴. Työeläkeyhtiöiden keskimääräinen vakavaraisuusaste oli 126,5 % ja eläkesäätioillä ja -kassoilla 141,4 % (kuvio 3). Työeläkelaitosten vakavaraisuusasteet vaihtelivat 119–169 prosentin välillä. Työeläkelaitoksia⁵ oli 15 kappaletta kesäkuun lopussa.

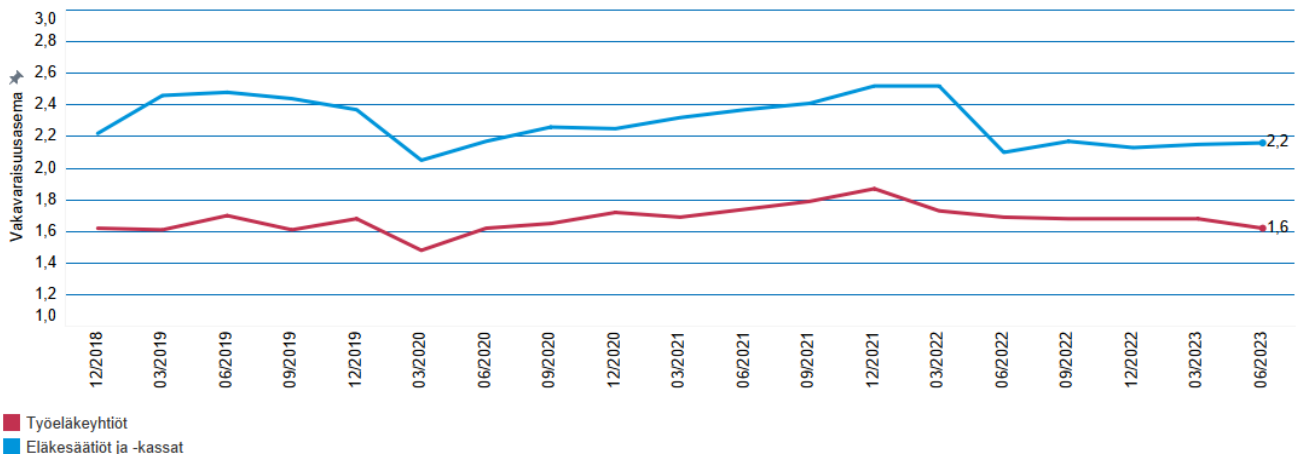
⁴ 10 viime vuoden aikana työeläkelaitosten vakavaraisuus on ollut poikkeuksellisen korkea ja nykyinen vakavaraisuusaste (127 %) on lähempänä keskiarvoa, kun tarkastelujaksoa pidennetään.

⁵ Työeläkevakuutusyhtiöt, lakisäätteistä eläkevakuuttamista harjoittavat säätiöt ja kassat.

Kuvio 2. Työeläkevakuutusyhtiöiden sekä eläkesäätiöiden ja -kassojen vakavaraisuusasteen kehitys


Lähde: Finanssivalvonta

Vakavaraisuusaste heikkeni tasolle 1,6 kasvaneen riskinoton takia (12/2022: 1,7). Työeläkeyhtiöiden vakavaraisuusaste oli 1,6 (12/2022: 1,7) ja eläkesäätiöiden ja kassojen 2,2 (12/2022: 2,1). Vakavaraisuusrajan kehittymistä on tarkasteltu tarkemmin myöhemmin.

Kuvio 3. Työeläkevakuutusyhtiöiden sekä eläkesäätiöiden ja -kassojen vakavaraisuusasteen kehitys


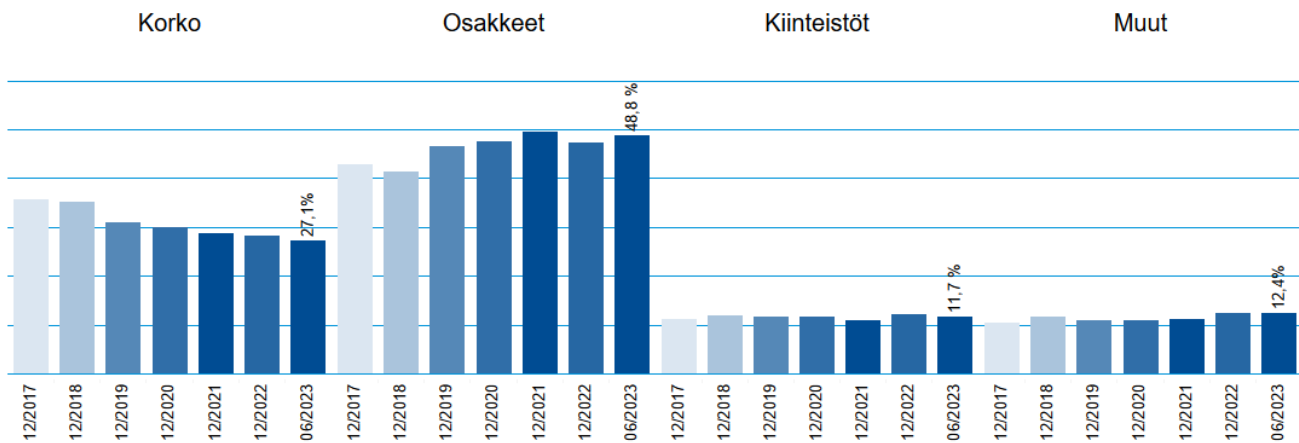
Lähde: Finanssivalvonta

Sijoitusallokaatiossa epälikvidien sijoitusten osuuden kasvu pysähtyi

Työeläkelaitosten osakesijoitusten määrä kasvoi 48,8 prosenttiin ollen korkeimmillaan sitten maaliskuun 2022. Riskijakaumassa – jossa on otettu huomioon myös johdannaisten deltakorjattu kohde-etuusarvo – osakkeiden paino oli 46,8 %. Korkosijoitusten määrä väheni 28,2 prosentista 27,1 prosenttiin. Korkosijoitusten sisällä jvk -lainojen osuus kaikista korkosijoituksista kasvoi 72 prosentista 78,5 prosenttiin ja kasvu johtui erityisesti investointiluokan yrityslainojen määrän kasvusta (Q2/2023: 7,3 mrd., Q4/2022:

4,8 mrd. euroa). Rahoitusmarkkinavälineiden ja talletusten määrä laski 6,6 mrd. eurosta 4,0 mrd. euroon. Kiinteistösijoitusten määrä sijoitusallokaatiossa väheni 12,5 prosentista 11,7 prosenttiin.

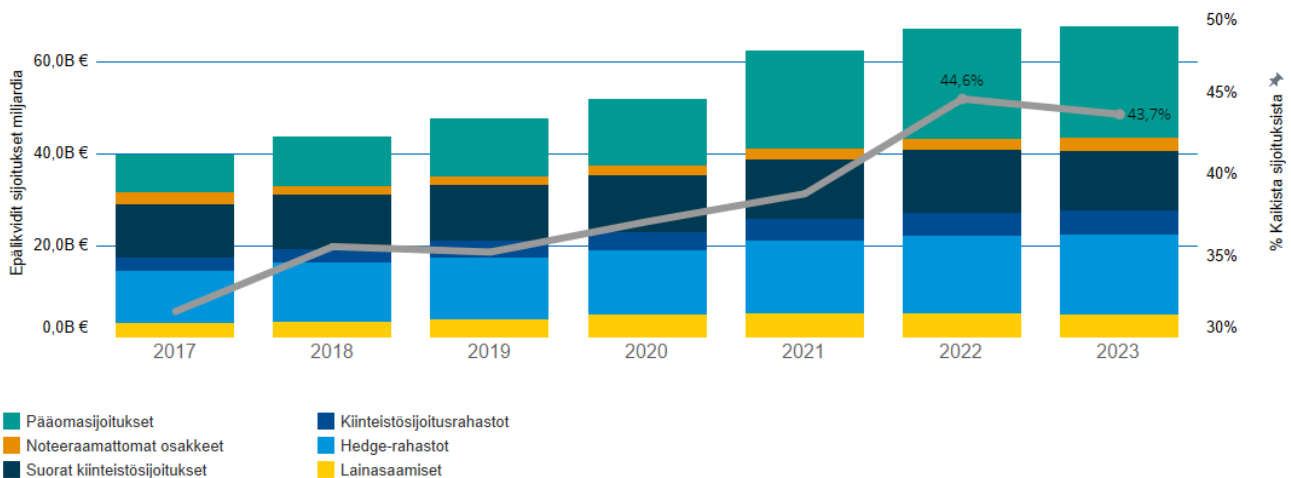
Kuvio 4. Työeläkelaitosten sijoitusjakauman (perusjakauman) kehitys



Lähde: Finanssivalvonta

Epälikvidien sijoitusten (pääomasijoitukset, noteeraamattomat osakkeet, kiinteistösijoitukset ja hedge-rahastosijoitukset) useamman vuoden pituinen suhteellinen kasvu sijoitusallokaatiossa pysähtyi alkuvuonna, vaikka absoluuttinen määrä vielä kasvoi pääomasijoitusten kasvun myötä (kuvio 5). Viimeisen viiden vuoden aikana tapahtunutta epälikvidien sijoitusten kasvua on ylläpitänyt erityisesti pääomasijoitusten määrän kolminkertaistuminen 8 mrd. eurosta nykyiseen yli 24 miljardiin euroon. Pääomasijoitusten suosiota ei ainakaan ole vähentänyt niistä saatu yli 15 prosentin keskimääräinen vuosituotto viimeisten 12 vuoden aikana (kts. kuvio 2).

Kuvio 5. Epälikvidien sijoitusten kehitys



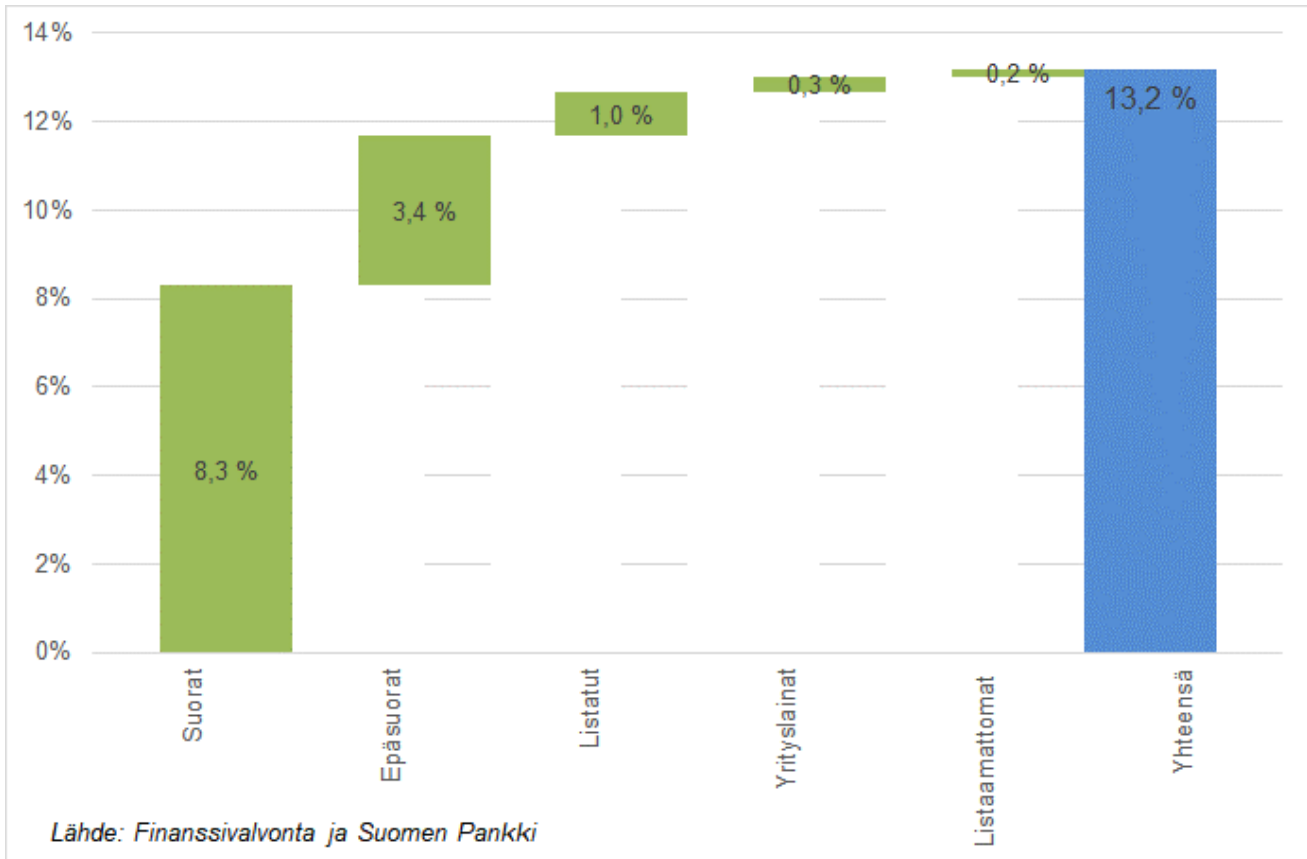
Lähde: Finanssivalvonta

Työeläkelaitosten toiminnan kannalta sijoitusten likviditeetillä on merkitystä maksuvalmiuden näkökulmasta. TyöEL-eläkemaksujen ja maksutulon vuosittain kasvava ero (2023: 0,8 mrd., 2024: 1,2 mrd.⁶) sekä toimintakulut tulee kattaa joko sijoitustoiminnan kassavirroilla tai likvidejä varoja myymällä. Lisäksi työeläkeyhtiöihin kohdistuva takaisinlainakysyntä voi kasvattaa likviditeettitarpeita. Työeläkeyhtiö voi kuitenkin maksuvalmiutensa tai vakavaraisuutensa varmistamiseksi rajoittaa vakuutusentottajan takaisinlainausoikeutta. Erittäin likvideinä sekä usein myös stressatussa tilanteessa arvostuksensa pitävinä sijoituksina voidaan pitää esim. valtion velkakirjoja sekä rahamarkkinasijoituksia, joita oli yhteensä noin 11,5 mrd. euron edestä kesäkuun lopussa (Q4/22: 13,5 mrd.). Myös hyvän likviditeetin omaavia listattuja osakkeita oli 48 mrd. euroa, joiden hinnoissa tosin voi tapahtua erittäin nopeita arvomuutoksia stressitilanteessa. Eläkesektorin keskimääräistä likviditeettiä voidaan siten edelleen pitää hyvänä.

Työeläkelaitoksilla kiinteistöriskin osuus kaikista sijoituksista noin 13 %

Työeläkelaitosten sijoitussalkussa on suoria kiinteistösijoituksia 8,3 % ja epäsuoria kiinteistösijoituksia 3,4 %, eli yhteensä 11,7 %. Kiinteistösijoitusten osuus kaikista sijoituksista on pysynyt viimeiset 10 vuotta noin 11–12 prosentin tuntumassa. Suorien ja epäsuorien kiinteistösijoitusten lisäksi työeläkelaitokset altistuvat kiinteistöriskille osake- ja korkosijoitusten kautta, jotka kasvattavat kiinteistöriskiä noin 1,5 prosenttiyksikköä (kts. kuvio 6). Eläkekassoilla ja -säätiöillä sijoituksista selvästi suurempi osa on kiinteistösijoituksia (suoria 10,5 % ja epäsuoria 12,0 %) kuin työeläkeyhtiöillä (suoria 8,2 % ja epäsuoria 3,1 %). Työeläkelaitoksilla kiinteistösijoitusten osuus kaikista sijoituksista vaihtelee 9–40 prosentin välillä.

⁶ ETK Lyhyen aikavälin eläkemeno- ja maksutasoennusteet 2023 kesäkuu.

Kuvio 6. Työeläkelaitosten kiinteistöriskin osuus sijoitusvarallisuudesta


Sektoritasolla suorat kiinteistösijoitukset on tehty pääosin kotimaahan hajauttaen eri kiinteistöluokkiin toimistojen ollessa suurin kiinteistöluokka (noin 40 %), asuntojen toiseksi suurin luokka (noin 30 %) ja lopuosa jakaantuu liikekiinteistöihin, julkisiin kiinteistöihin sekä muihin pienempiin kiinteistöluokkiin. Epäsuorat kiinteistösijoitukset on tehty pääosin ulkomaisiin kiinteistöihin. Työeläkelaitosten velkavivun käyttö kiinteistösijoituksissa on melko maltillinen 14 %⁷, kun esimerkiksi useilla listatuilla kiinteistöyhtiöillä velkavipu on yli 40 %. Tämän takia kiinteistöistä saatava kassavirta ei ole kovin herkkä korkojen muutoksille. KTI:n mukaan ammattimaisten kiinteistösijoitusten nettotuotto oli viime vuonna 4,2 %⁸. Työeläkelaitoksilla kiinteistöjen sijoitusten nettotuotto on ollut samaa tasoa.

Vakavaraisuusvaade kasvoi lisääntyneen riskinoton takia

Vakavaraisuusraja kasvoi edellisen vuoden lopusta 6 % 20,2 mrd. euroon. Vakavaraisuusrajan kasvu johtui 3 % kasvaneesta sijoitusomaisuudesta sekä kasvaneesta osakeriskistä. Osakeriskin kasvu painotui osakkeet - Pohjois-Amerikka -luokkaan ja sitä kautta myös valuuttariskin määrä lisääntyi. Vakavaraisuusraja suhteessa sijoitusomaisuuteen kasvoi edellä mainittujen muutosten seurauksena tasolle 12,9 % (Q4/2022: 12,5 %).

⁷ Kiinteistösijoitusten velkamäärä / kiinteistöjen markkina-arvo.

⁸ Kiinteistöjen nettotuotto saadaan vähentämällä todellisesta bruttotuloista kiinteistönhoidon aiheuttamat hoitokulut. KTI:n mukaan ammattimaisten kiinteistösijoitusten vuotuinen nettotuotto oli keskimäärin 4,2 prosenttia vuonna 2022.

Taulukko 1. Vakavaraisuusraja riskiluokittain

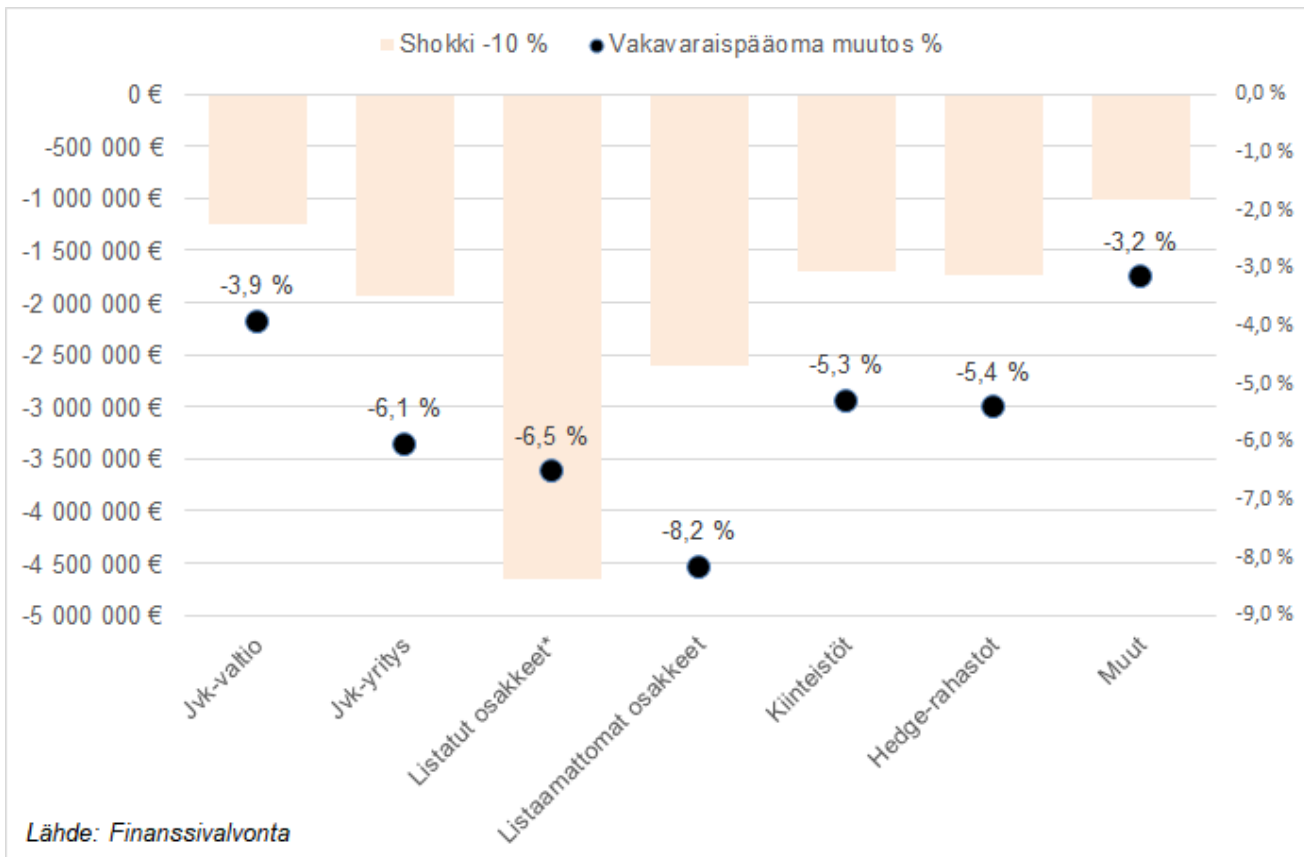
Riskiluokka			Riskiluokan osuus %	
	Q2/2023	Q4/2022	Q2/2023	Q4/2022
1) Osakkeet - Eurooppa	6,7	6,4	17 %	18 %
2) Osakkeet - Pohjois-Amerikka	6,1	4,8	16 %	13 %
3) Osakkeet - Muut kehittyneet	1,7	1,9	4 %	5 %
4) Osakkeet - Kehittyvät	2,0	1,8	5 %	5 %
5) Osakkeet - Muut	8,1	7,7	21 %	21 %
6) Korkoriski	1,3	1,0	3 %	3 %
7) Luottomarginaaliriski Valtio LL1	0,0	0,0	0 %	0 %
8) Luottomarginaaliriski Muu LL1	0,4	0,4	1 %	1 %
9) Luottomarginaaliriski LL2	1,3	1,0	3 %	3 %
10) Luottomarginaaliriski LL3	3,2	3,3	8 %	9 %
11) Asunnot	0,6	0,6	2 %	2 %
12) Liikekiinteistöt	2,5	2,5	7 %	7 %
13) Valuuttariski	5,6	4,8	15 %	13 %
14) Hyödykeriski	0,2	0,2	1 %	1 %
15) Tuottovaatimusriski	-4,5	-3,9	-12 %	-11 %
16) Vakuutusriski	0,9	0,9	2 %	2 %
17) Jäännösriski	1,8	1,7	5 %	5 %
18) Muut sijoitusriskit	0,5	0,6	1 %	2 %
Keskittymäriski	0,0	0,0		
Hajautushyöty	16,8	16,8		
Vakavaraisuusraja	20,2	19,1		
Vakavaraisuusraja/sijoitukset	12,9 %	12,5 %		

Työeläkelaitosten stressikestävyys edelleen kohtuullinen

Työeläkelaitokset kestävät hyvin shokin, joka kohdistuisi pelkästään yhteen sijoitusluokkaan (kts. kuvio 6). Listaamattomiin osakkeisiin (noteeraamattomat osakkeet ja pääomasijoitukset) kohdistuvalla shokilla on suurin vaikutus työeläkelaitosten vakavaraisuuteen, vaikka listaamattomia osakkeita on 18 % ja listattuja osakkeiden osuus 31 %. Listattuihin osakkeisiin kohdistuvassa shokissa osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu (OLV) vaimentaa shokin vaikutusta merkittävästi⁹. Esimerkiksi kesäkuun lopun tilanteessa 100 milj. euron tappiot listatuista osakkeista veisivät työeläkelaitosten vakavaraisuuspääomaa 45 milj. euroa ja loput 55 milj. euroa jäisivät vakavaraisuuslaskennan ulkopuolelle eli ns. yhteiselle vastuulle.

⁹ Kesäkuun lopun sijoitusvarallisuuden ja vastuuvelan suhteella sekä listattujen osakkeiden 31 prosentin osuudella sijoitusomaisuudesta OLV puskuroiden noin 55 % listattujen osakkeiden arvonmuutoksen vaikutuksesta vakavaraisuuspääomaan, kun listattuihin osakkeisiin kohdistuu 10 prosentin negatiivinen arvonmuutos.

Kuvio 7. Työeläkelaitosten sijoitustuoton ja vakavaraisuusasteen muutos, kun sijoitusluokkaan kohdistuu 10 prosentin negatiivinen arvonmuutos



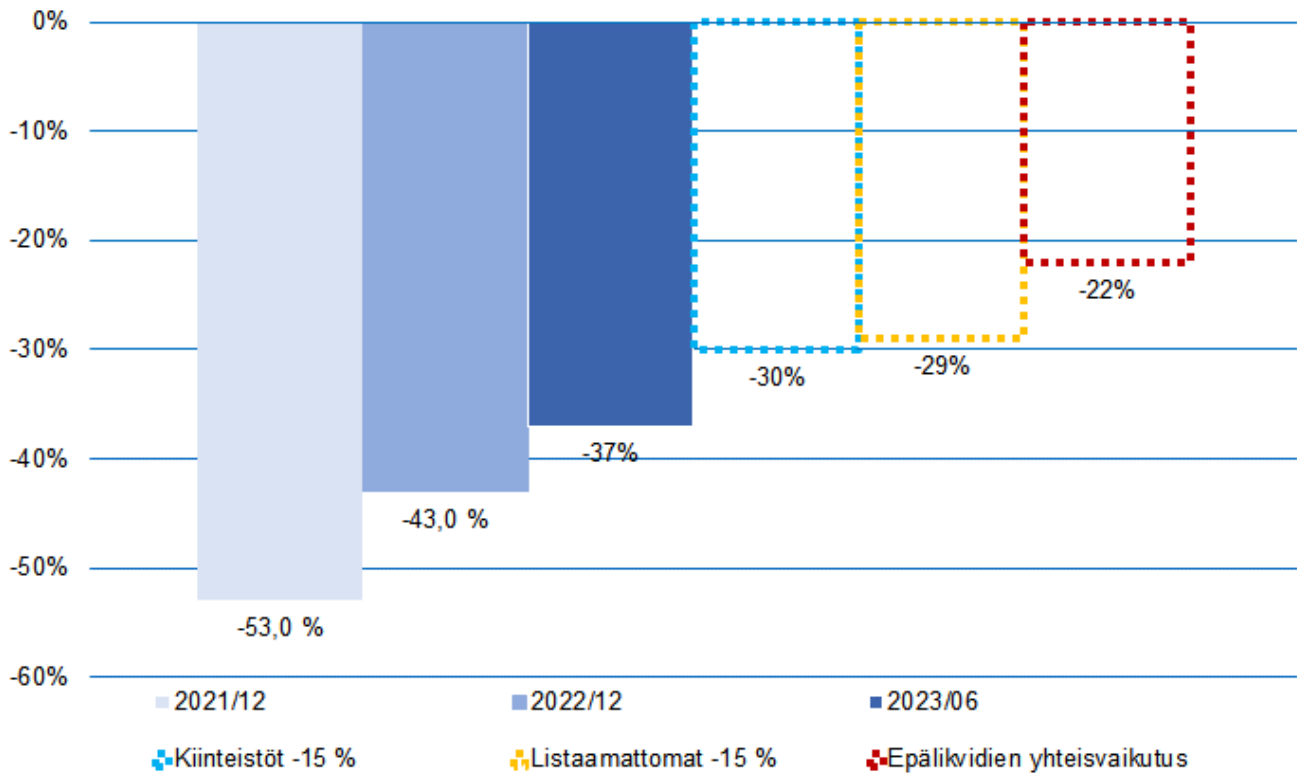
Kuviossa 7 esitetään tuloksia stressitesteistä, joissa sekä listattuihin että listaamattomiin osakkeisiin kohdistuu samansuuruinen shokki, ja kuvion kolmessa viimeisessä pylväässä osakeshokin lisäksi myös epälikvideihin sijoituksiin on tehty 15 prosentin alaskirjaus. Finanssivalvonnan laskelmien perusteella työeläkelaitosten vakavaraisuuspääomat olisivat laskeneet vakavaraisuusrajal¹⁰, jos osakesijoitusten tuotto olisi painunut 37 % miinukselle kesäkuun lopun tilanteessa. Vuoden 2022 lopussa työeläkelaitokset olisivat kestäneet 43 prosentin osakekurssien laskun ja vuoden 2021 lopussa kaikkien aikojen parhaimmalla vakavaraisuustilanteessa (Q4/2021 vakavaraisuusaste 136,3 %) työeläkelaitokset olisivat kestäneet 53 prosentin osakeshokin. Työeläkelaitosten stressikestävyys osakesijoitusten arvon alenemista kohtaan on siis laskenut kasvaneen osakeriskin takia suhteessa viime vuoden loppuun.

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. Esimerkin mukaisen epälikvidien sijoitusten stressin jälkeen sektori kestäisi enää 22 prosentin osakkeiden arvonalaskun¹¹.

¹⁰ Jos työeläkelaitoksen vakavaraisuuspääoma on pienempi kuin vakavaraisuusraja (vakavaraisuusasema on alle 1), tulee työeläkelaitoksen viipymättä toimittaa taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelma Finanssivalvontaan.

¹¹ Tässä lähestymistavassa on huomattava, että listaamattomiin osakkeisiin kohdistuu kaksinkertainen stressi.

Kuvio 8. Työeläkelaitosten stressikestävyys osakeshokkia vastaan vuosina 2021, 2022, 2023 sekä stressikestävyys epälikvideihin sijoituksiin kohdistuvan arvonmuutoksen jälkeen



Lähde: Finanssivalvonta

Työeläkelaitokset ovat laskevilla osakemarkkinoilla kuten viime vuoden aikana, vähentäneet osakeriskiään myös aktiivisilla toimilla. Näin ollen työeläkelaitosten todellinen riskikestävyys osakesijoitusten arvonmuutoksia vastaan on parempi kuin mitä nämä käänteiset stressitestit kertovat. Lisäksi pääomarahastojen arvostuksissa on kolmen kuukauden viive, mikä antaa työeläkelaitoksille aikaa sopeuttaa riskinottoaan mahdollisiin listaamattomiin osakkeisiin kohdistuviin tappioihin.