

Hannu Kahra

Osakemarkkinoiden näkymät ja haasteet eläkesijoittamiselle

Tässä katsauksessa lukijalle tarjotaan poikkileikkaus osakemarkkinoiden tuottoon ja riskiliikään liittyvään kirjallisuuteen ja tuoreimpaan akateemiseen tutkimukseen. Riskilisää koskevan katsauksen lisäksi työssä esitetään tiivis katsaus eläkevarojen sijoittamisen erityispiirteisiin. Tätä käsittelevässä luvussa tarkastellaan ensiksi sitä, millaiseksi eläkevakuutusala kokee kehityksen ja toiseksi sitä, miten sijoitustoimintaa voidaan kehittää.

Luettaessa alan kirjallisuutta ja tutkimuksia, lukijalle ei aina käy selväksi, mitä riskilisällä siinä yhteydessä tarkoitetaan. Luvussa 2 tehdään selkoa riskilisän eri merkityksistä. Riskilisä ei ole vakio, vaan se muuttuu ajan kuluessa. Koska se on ajassa muuttuva, joidenkin tekijöiden täytyy pystyä ennustamaan riskilisää. Osakkeiden arvostustasoa kuvaavat mittarit ovat tällaisia muuttujia. Koska osakemarkkinoilta saatu *ex post* -riskilisä on kompensatiota riskin hyväksymisestä, on luontevaa kysyä, mistä riski on peräisin. Uusimman tutkimuksen mukaan riski on lähtöisin makrotalouden riskitekijöistä, talouden taantumariskistä.

Luvussa 3 tarkastellaan sijoitusmarkkinoiden tuottoja historian näkökulmasta: mitä sijoitusmarkkinoiden pitkän ajanjakson keskimääräiset tuotot ovat olleet. Kirjallisuudessa tarkastellaan yleensä Yhdysvaltojen markkinoita, koska Yhdysvalloista on tarjolla pitkät aikasarjat. Kun tuottohistorioita tarkastellaan kansainvälisesti, havaitaan, että Yhdysvaltojen markkinat ovat tarjonneet keskimääräistä korkeamman osaketuoton ja riskilisän. Tämä tarkoittaa sitä, että jos tarkastelemme pelkästään Yhdysvaltojen markkinoita, joka on ollut 'voittaja', otos

on harhainen. Toinen harha liittyy keskiarvojen tilastollisiin ominaisuuksiin. Tarjolla olevat aikasarjat ovat aivan liian lyhyitä, jotta niistä lasketuista otoskeskiarvoista voidaan tehdä luotettavia arvioita populaatiokeskiarvoista. Historian luvuista lasketut keskiarvot ovat huonoja ennusteita tuleville osaketuotoille ja riskilisille, koska niihin liittyy paljon epävarmuutta.

Luku 4 tarjoaa katsauksen tarjontapuolen malleihin, joista esitellään kolme perustyyppiä. Ensimmäinen perustuu tulevan osinkovirran diskonttaukseen, josta rahoituksen koulutuksessa mallina käytetään niin sanottua Gordonin kasvumallia. Toinen malli perustuu osaketuoton hajottamiseen eri osatekijöihin. Kaksi ensimmäistä vastaa kysymykseen, mikä on ennuste osakemarkkinoiden pitkän ajanjakson riskilisälle. Kolmas menetelmä, osakemarkkinoiden arvostustasojen käyttö osakemarkkinoiden tuoton ja riskilisen ennustamisessa tarjoaa vastauksen kysymykseen, millaiset ovat markkinoiden lähiajan, esimerkiksi seuraavan 10 vuoden näkymät.

Kaksi ensimmäistä mallia ennustavat yhdysvaltalaisille osakkeille 3–3,5 prosentin pitkän ajanjakson keskimääräistä riskilisää geometrisena keskiarvona yli lyhyen koron tuoton. Tämä on 1,5–2,0 prosenttiyksikköä alhaisempi kuin niiden historiallinen ylituotto. Riskilisen ennusteen sopeuttaminen alaspäin johtuu osittain siitä, että toteutunut riskilisa on osittain seurausta tapahtumista, jotka eivät tule todennäköisesti toistumaan, ainakaan lähitulevaisuudessa. Osakkeiden arvostustasojen nousu on keskeinen toteutunutta riskilisää selittävä tekijä.

Tulevaisuuden kannalta on myös ratkaisevaa, mitä tapahtuu osakemarkkinoiden arvostustasoille ja mitä niille tapahtuu erityisesti Yhdysvalloissa. Siellä osakkeet ovat edelleen kalliita. On toki mahdollista, että arvostustasot eivät enää pala keskiarvoihinsa vaan säilyvät nykytasoiltaan. Tämä merkitsee jatkossa keskimääräistä alhaisempia osaketuottoja ja riskilisiä, noin 3 prosentin reaalityottoa osakkeille.

Jos arvostustasot palaavat kohti keskiarvojaan, tämä voi tapahtua joko siten, että osakemarkkinat kokevat uuden äkkipudotuksen, jonka jälkeen tilanne normalisoituu. Toinen mahdollisuus on se, että osakkeiden reaalihinnat nousevat yritysten tuloksien ja niiden jakamien osinkojen kasvua hitaammin. Yhdysvalloissa reaaliset tulokset ovat kasvaneet keskimäärin 1,0 prosenttia vuodessa ja reaaliset osingot keskimäärin 1,4 prosenttia vuodessa. Tämäkin vaihtoehto ennustaa hyvin alhaista osakkeiden reaalityottoa.

Yksi malleista ennustaa Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden seuraavan 10 vuoden keskimääräiseksi reaalityotoksi 1,9 prosenttia ja toinen malleista ennustaa 5,5 prosentin keskimääräistä reaalisten osakekurssien laskua. Jälkimmäinen vaihtoehto ei ole mitenkään poikkeuksellinen Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden historiassa. Vuosina 1871–2008 Yhdysvaltojen markkinoilla on ollut 7 positiivisten ja negatiivisten reaalityottojen jaksoa, joiden keskimääräinen kesto on ollut 18 vuotta. Uusin negatiivisten reaalityottojen jakso alkoi vuosituhatosen vaihteessa ja sen päättymisestä ei ole ennusmerkkejä näkyvissä.

Luvussa 5 tarkastellaan kysyntäpuolen malleja. Siinä arvopapereiden hinnat ja sijoituskohteiden tarjoamat riskilisät ratkaistaan kuluttaja-sijoittajan optimaalisen käyttäytymisen ehtojen avulla. Vaikka malli on teoreettisesti hyvin perusteltu, sen tarjoama ennuste riskilisälle, noin yksi prosentti, on huomattavasti toteutunutta riskilisää alhaisempi. Tämä tunnetaan osakemarkkinoiden riskilisan ongelmana. Osakesijoittajat ovat olleet huomattavasti enemmän riskiä karttavia kuin mitä mallin rajoitteet sallivat. Joko malli on ollut väärässä tai markkinat ovat olleet väärässä. Sijoittajat ovat voineet olla pelkästään onnekkaita.

Luvussa 6 tarkastellaan kyselyitä. Tunnetuimpia ovat kyselyt, joissa rahoituksen professoreilta on kysytty heidän käsityksiään markkinoiden odotetusta riskilisästä. Vastauksista näkyy selvästi, että professorit perustavat vastauksensa joko toteutuneisiin historian lukuihin tai riskilisää koskeviin tieteellisiin tutkimuksiin. Konsensusmielipide on 7,1 prosenttia Yhdysvaltojen markkinoille aritmeettisena keskiarvona. Arvioiden vaihteluväli on 1–15 prosenttia. Toteutunut vuosien 1900–2008 riskilisä on 7,0 prosenttia aritmeettisena ja 5,0 prosenttia geometrisena keskiarvona. Kyselyistä saadut keskimääräiset luvut ovat epäjohdonmukaisia kansantalouden kasvumahdollisuuksiin nähden.

Toisessa, vuosittain uusittavassa kyselyssä riskilisää on tiedusteltu yritysten rahoitusjohdossa työskenteleviltä ammattilaisilta. He tarvitsevat realistisen arvion riskilisästä muun muassa laskiessaan oman pääoman kustannusta. Vastajien antamien lukujen keskiarvo on 3,5 prosenttia geometrisena keskiarvona, joka on samaa suuruusluokkaa luvussa 4 esitettyjen ennusteiden kanssa.

Sijoitustuotot riippuvat eri omaisuusluokista saatavista tuotoista. Tuotot riippuvat myös siitä, kuinka varallisuus on sijoitettu eri omaisuusluokkiin. Sijoitustuottoa voidaan usein parantaa paremmalla sijoittamisella. Tutkimusten mukaan yli 90 prosenttia salkun tuoton vaihtelusta selittyy tehdyillä allokaatiopäätöksillä: kuinka varat on kohdennettu eri omaisuusluokkiin.

Rahoitusmarkkinoiden innovaatioiden seurauksena markkinoille on tullut uusia omaisuusluokkia ja sijoitusinstrumentteja. Näitä voidaan käyttää sekä riskien hajauttajana että lisätuoton lähteenä. Rahoituksen taloustieteen tutkimus on myös kehittynyt huomattavasti viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana. Hyvänä esimerkkinä on havainto markkinoiden ennustettavuudesta. Toisin kuin tehokkaiden markkinoiden hypoteesi väittää, markkinoita voidaan josain määrin ennustaa ja ennustekyky paranee ennustehorisontin kasvaessa. Tämä empiirinen havainto on muokannut nykyaikaista rahoitusteoriaa merkittävästi. Sijoitusalan akateeminen koulutus ja käytäntö kuitenkin seuraavat kehitystä vuosien ja jopa vuosikymmenien viiveellä.

Lopuksi, luku 7 tarjoaa tiiviin katsauksen työeläkevarojen sijoittamiseen. Katsaus perustuu kyselyihin, joita on vuosittain osoitettu institutionaalisille sijoittajille. Osa vastanneista on työeläkesijoittajia. Alussa on käsitelty alan kehitystarpeita ja tarkastelu on nimenomaan alan omasta näkökulmasta. Luvun loppuosa koostuu kansainväliseen kirjallisuuskatsaukseen perustuvista suosituksista siitä, miten sijoitustoiminta tulisi organisoida.

Sijoitustoiminnan keskeiset komponentit ovat: (1) riskien mittaamisen ja salkunhoidon menetelmät, (2) vertailuindeksien ja -salkkujen valinta, (3) varojen ja velvoitteiden samanaikainen hallinta sekä (4) salkun tuloksellisuuden mittaaminen ja sen riskitekijöiden selvittäminen.

Luvussa korostuu nykyaikaisten kvantitatiivisten menetelmien hallinta. Niitä tarvitaan sekä salkun optimoinnissa että salkun riskien mittaamisessa. On kuitenkin syytä pitää mielessä, että vaikka riskejä pystyttäisiinkin mittaamaan, se ei kuitenkaan merkitse sitä, että niitä pystytään myös hallitsemaan.

Osakemarkkinat toipuvat aikanaan, mutta vastoin yleistä käsitystä, osakeriskin kasvattamisella ei luultavasti tulla hillitsemään työeläkemaksujen korotuspaineita. Tähän voidaan päästä ainoastaan nykyaikaisella ja oikeaoppisella sijoittamisella sekä riskien hallinnalla.

Lisätietoja:

Hannu Kahra
rahoituksen dosentti ja yliopistonlehtori
Oulun yliopisto
Sähköposti: Hannu.Kahra@oulu.fi
Puhelin: (08) 553 7785

Aineistotilaukset:

aineistotilaukset@etk.fi
ISSN 1238-5948
ISBN 978-951-691-114-7 (PDF)
ISBN 978-951-691-113-0 (sid.)