

**Esiselvitys yksityisen sektorin työeläkevarojen sijoitustuottojen
kohentamismahdollisuuksista**

JUKKA RANTALA

20.12.2019

Sisällys

1	Johdanto	5
2	Taustaa	5
2.1	Sijoitusympäristön muutos	5
2.2	Sijoituksia ohjaavan säännösten tekninen kehittäminen	7
2.3	Sijoitusrajoitusten merkityksestä	8
3	Suosituksset	10
3.1	Ratkaistava ongelma	10
3.2	Lähtökohdat suosituksille	11
3.3	Suosituksset jatkoselvittelyn kohteiksi rahastointisäännösten osalta	12
3.4	Suosituksset jatkoselvittelyn kohteiksi vakavaraisuuslaskennan osalta	14
3.4.1	Nykyisestä vakavaraisuuskehikosta	14
3.4.2	Vakavaraisuussäännösten vastasyklisyys	15
3.4.3	Eläkevakuutuksen pitkäjänteisyyden mahdollinen hyödyntämien vakavaraisuuslaskennassa	16
4	Asiakashyvityksistä	17
	Liite 1 Tahot, joille kysely lähetettiin	18
	Liite 2 Sidosryhmille lähetettyyn kyselyyn saatujen vastausten referointia	19
	Liite 3 Rahastointi- ja vakavaraisuussäännöksistä	24
	Liite 4 Vakavaraisuus- ja indeksointisäädökset Alankomaissa	26

1 Johdanto

Keskeiset työmarkkinajärjestöt pyysivät 24.5.2019 lähettämällään kirjeellä Eläketurvakeskusta toteuttamaan esiselvityksen yksityisen sektorin työeläkevarojen sijoitustuottojen kohentamismahdollisuuksista. Esiselvityksessä tuli pyynnön mukaan tarkastella etenkin sijoitusriskin kanto- ja ottokyvyn parantamista laitoskohtaisilla ja työeläkejärjestelmäkohtaisilla toimilla.

Osana esiselvitystä tuli tarkastella mm. täydennyskerrointa, rahastokorkoa, osaketuotto-sidonnaista vastuuvulkaa, vastuuvulan laskentaa, vakavaraisuussäntelyn riskitasoa, asiakas-hyvitysten vaikutusta riskinottoon ja sitä, rajoittaako vakavaraisuussäntely tarpeettomasti sijoitustoimintaa.

Eläketurvakeskuksen hallitus päätti 12.6.2019 esiselvityksen teettämisestä. Esiselvityksen tekijäksi nimitettiin FT Jukka Rantala. Esiselvityksen toivottiin olevan valmis 31.12.2019 mennessä.

Esiselvitys käynnistyi kyselylomakkeen lähettämällä eri tahoille (Liite 1). Kyselyssä pyydettiin kokemuksia nykysäätelystä sekä kehittämis ehdotuksia. Kyselyyn vastasi 24 tahoa, muutama näistä alkuperäisen jakelun ulkopuolelta. Eniten ja perusteellisimmin pohdittuja vastauksia tuli eläkelaitoksilta. Tutkimuslaitokset ja viranomaiset vastasivat niukemmin. Kiitän lämpimästi kaikkia vastanneita. Liitteessä 2 on referoitu kyselyyn saatuja vastauksia. Olen tarkemman tilannekuvan saamiseksi myös tavannut eri sidosryhmien edustajia. Liitteessä 3 on lyhyt kuvaus nykyisistä rahastointi- ja vakavaraisuussäännöksistä sekä viittauksia tarkempiin lähteisiin. Liitteenä 4 on kansainvälisenä esimerkkinä muistio Hollannin eläkerahastojen tilanteesta.

2 Taustaa

2.1 Sijoitusympäristön muutos

Sijoitusympäristö on muuttunut dramaattisesti aiemmasta. Keskuspankkien finanssikriisin jälkeisen määrällisen elvytyksen (Quantitative Easing, QE) ja toisaalta talouden tuotantopotentiaalin kasvuvauhdin pitkään jatkuneen alentumisen (demografiset tekijät, tuottavuuden kasvun hidastuminen) seurauksena korot ovat ennen näkemättömän alhaalla. Hyvän ja ytimekkään kuvauksen kehityksestä ja sen taustoista saa esimerkiksi Tuomas Välimäen Aktuaaritoiminnan Kehittämissäätiön syysseminaarissa marraskuussa pitämästä [esityksestä](#).

Yleisesti alhaisten korkojen ajan uskotaan jatkuvan pitkään, erityisesti Euroopassa, puhutaan ainakin kymmenen vuoden ajasta. Määrällisen elvytyksen vaikutuksista on aiempia kokemuksia lähinnä Japanista, jossa alhainen korkotaso on jatkunut yli 20 vuotta. Siten kehityksen kaikkia seurauksia on erittäin vaikea ennakoida. Yksi seuraus on kuitenkin jo selvästi nähtävissä. Maailmanlaajuisesti eläkesijoittajat ja muut perinteisesti korkopapereihin sijoittaneet instituutiot joutuvat enenevässä määrin hakeutumaan perinteisten sijoituskohteidensa

ulkopuolelle ja kohtaamaan uudenlaista epävarmuutta. Eurooppalaisten eläkerahastojen arvioita kehityksestä on kartoitettu mm. [tässä artikkelissa](#) referoidulla kyselytutkimuksella.

Poikkeukselliseen tilannekuvaan kuuluu myös, että kuluneen vuosikymmenen markkina-arvoilla mitatut sijoitustuotot ovat olleet erittäin hyviä. Tähän on toisaalta vaikuttanut korkojen laskusta johtuva aiemmin liikkeelle laskettujen korkeampikorkoisten arvopapereiden hintojen nousu ja toisaalta osakekurssien nousu, josta siitäkin ainakin osan voi arvella johtuvan korkotason laskusta. Samalla eläkevastuiden arvostamisessa käytettävät tuotto-odotukset (diskonttokorot) ovat myös laskeneet, mistä on seurannut eläkevastuiden nykyarvojen huomattavaa kasvua.

Valaiseva esimerkki Euroopasta on Hollannin eläkerahastojen tilanne. Niillä kuluneen vuosikymmenen sijoitustuotot ovat olleet kaikkien aikojen parhaat, mutta siitä huolimatta rahastojen vakavaraisuudet (varojen suhde vastuisiin) ovat eläkevastuiden kasvun takia yleisesti laskeneet hyväksyttävien rajojen alapuolelle ja edessä on eläkeleikkauksia ja/tai suuria maksukorotuksia. Tarkempi kuvaus Hollannin tilanteesta on liitteenä 4 olevassa Antti Mielosen muistiossa.

Finanssikriisillä on siis pitkät jäljet. Eläkerahastot selvisivät kriisin välittömistä vaikutuksista suhteellisen vähin vaurioin, mutta kriisin jälkeinen aika yhdessä keskuspankkien korpokopolitiikan kanssa on aiheuttamassa erityisesti etuusperusteisille rahastoille eläkejärjestelmille suuria vaikeuksia. Tilannetta kärjistää jo aiemmin tapahtunut siirtyminen täyteen ja ajantasaiseen markkinaehtoisuuteen varojen ja vastuiden arvostamisessa.

Korkeampien tuottojen tavoittelusta riskin lisäämisen kautta on tullut niin laaja ilmiö, että myös Kansainvälinen Valuuttarahasto IMF on lokakuaisessa [finanssivakausraportissaan](#) esittänyt huolensa kehityksen seurauksista mahdollisessa kriisitilanteessa. Suora lainaus raportista: ”Very low rates are prompting investors to search for yield and take on riskier and more illiquid assets to generate targeted returns Institutional investors’ search for yield could lead to exposures that may amplify shocks during market stress: similarities in investment funds’ portfolios could magnify a market sell-off, pension funds’ illiquid investments could constrain their ability to play a role in stabilizing markets as they have done in the past, and cross-border investments by life insurers could facilitate spillovers across markets.” IMF:n raportissa kannetaan siis huolta eläkerahastojen muuttuneen sijoitustoiminnan vaikutuksista maailmantalouteen mahdollisessa kriisitilanteessa. Raportin luonteesta johtuneen, että siinä ei ole arvioitu mahdollisia vaikutuksia eläketurvan tasoon ja kattavuuteen.

Edellä olevan valossa Suomenkaan työeläkevakuuttajien tämän vuosikymmenen hyvistä sijoitustuotoista kertyneen hyvän vakavaraisuuden ei pidä antaa johtaa harhaan. Hyvien tuottojen kääntöpuoli on, että odotukset tulevista tuotoista ovat selvästi alentuneet, varsinkin jos jatketaan entisillä sijoitusallokaatioilla. Toisaalta on syytä todeta, että Suomessa omaksuttu osittaisen rahastoinnin periaate näyttää nyt hyvät riskienhallintaominaisuutensa: sijoitusmarkkinoiden radikaalikaan muutos ei ole johtanut välittömiin maksujen korotuksiin tai eläkkeiden leikkauksiin kuten täyden rahastoinnin järjestelmissä vaan on aikaa harkita mahdollisia muutostarpeita.

2.2 Sijoituksia ohjaavan säännösten tekninen kehittäminen

Nykyiset sijoituksia ohjaavat säännökset voidaan jakaa kahteen ryhmään: eläkelaitosten vastuuelkaa (erityisesti eläkkeiden rahastoituja osia) koskevat ja toisaalta vakavaraisuussäännökset. Säännöskokonaisuus on syntynyt aikojen kuluessa, yleensä niin, että alun perin omaksuttuja malleja on täydennetty ja korjailtu muuttuneiden olosuhteiden luomiin tarpeisiin.

Rahastointisäännökset juontavat juurensa 1960-luvulle, ja niiden pohjana on perinteisen henkivakuutuksen tekniikka. Vakavaraisuuden kehittyneempi sääntely on nuorempaa perua. Vakavaraisuussääntelyä on uudistettu vuosina 1997, 2007 ja 2017 voimaan tulleilla lainmuutoksilla. Muutoksissa omaksuttuja periaatteita ja tekniikoita voidaan pitää edelläkävijöinä maailmanlaajuisestikin. Esiselvityksessä toteutetussa kyselyssä erityisesti vuoden 2017 uudistuksen valmistelua pidettiin onnistuneena.

Vaikka aiemmat kehitysaskleet ovat olleet hyvin perusteltuja, seurauksena on kuitenkin säännösten monimutkaisuus ja se, ettei säännöstö kaikilta osiltaan ole seurannut vakuutus-toiminnassa yleisesti tapahtunutta kehitystä. Esimerkiksi eläkevastuiden laskenta perustuu edelleen pitkälti perinteiseen henkivakuutuksen tekniikkaan, jossa esimerkiksi vastuiden ja varojen yhdenmukainen arviointi ja hallinta (Asset Liability Management, ALM) ei ole ollut johtajatuksena. Muussa vakuutus-toiminnassa (mm. EU:n Solvenssi II-sääntely, kansainväliset tilinpäätösstandardit IFRS) on siirrytty markkinaehtoisuuteen, joka lähestymistapana mahdollistaa ja oikeastaan pakottaa ALM-ajatteluun.

Jos työeläkevakuutuksessa seurattaisiin viimeaikaisinta muussa vakuutus-toiminnassa tapahtunutta kehitystä, olennaisin ero nykyiseen olisi siirtyminen eläkevastuun laskennassa kiinteästä diskonttokorosta (nykyinen ns. rahastokorko 3 %) markkinakorkoihin perustuvaan diskonttokorkoon. Suomen pakollisessa työeläkevakuutuksessa ei rahastokoron osalta sinänsä tarvitse noudattaa vakuutus-toiminnassa muuten käytössä olevia malleja, koska rahastokorkoa (yhdessä täydennyskertoimen kanssa) tarvitaan ennen kaikkea määrittämään tekninen raja eläkkeen rahastoidun osan ja jakojärjestelmäosan välillä. Rajan laskemistapa voidaan lähtökohtaisesti valita aika vapaasti. Tärkeä valintoja rajaava reunaehto on, että rahastoituu eläkkeen osaan maksun kautta siirrettävä osuus ja rahastoiduista osista eläkkeen alkamiseen asti kertyvä määrä muodostuvat samoilla säännöillä kaikilla toimijoilla; ts. kukin eläkelaitos on vastuussa siitä, että se maksaa kustakin eläkkeestä sen osan, mistä se on aikanaan saanut vakuutusmaksunkin. Toisaalta tekniikan selvä erottautuminen muussa vakuutus- ja eläketoinnassa kansainvälisestikin omaksutuista käytännöistä ei ehkä ole hyväksi menetelmien läpinäkyvyyden ja yleisen uskottavuuden kannalta.

Ei myöskään ole hyväksi, jos vanhentunut tekniikka estää sijoitustoiminnassa saavuttamasta halutun suhteen tuotto-odotuksen ja riskitason välillä. Nykyisessä korkotilanteessa kiinteä kolmen prosentin tuottovaatimus ei ole entiseen tapaan saavutettavissa melko vähäriskisillä korkopapereilla. Tuoton tavoittelu riskipitoisemmilla sijoituksilla taas sitoo enemmän vakavaraisuuspääomaa ja tekee tilanteen eläkelaitoksen toiminnan jatkuvuuden näkökulmasta aiempaa epävarmemmaksi.

Toisaalta markkinatilanteen mukaan muuttuva diskonttokorko toimisi siinä mielessä tehokkaasti, että se toisi eksplisiittisesti esiin matalista koroista aiheutuvan eläketurvan hinnan

nousun. Voidaan argumentoida, että nykyisten matalien korkojen aikana karttuva eläke on rahallisesti arvokkaampaa kuin aikaisempien korkeampien korkojen aikana ja että tämän tulisi näkyä myös rahastoinnin hinnassa.

2.3 Sijoitusrajoitusten merkityksestä

Eläkerahastoja voidaan luokitella monella tavalla. Yksi tapa on jakaa rahastot niihin, (I) joiden toimintaa säädellään rahaston vakavaraisuutta koskevilla vaatimuksilla ja niihin, (II) joilla ei vastaavia säännöksiä ole tai säännökset ovat hyvin väljät. Suomen yksityisen sektorin työeläkelaitokset kuuluvat tyyppiin I ja julkisen sektorin Keva, Valtion Eläkerahasto VER ja Kirkon Eläkerahasto tyyppiin II.

On huomattava, että jos rahasto hoitaa etuusperusteisia (Defined Benefit, DB) eläkkeitä ja siltä vaaditaan täyttä rahastointia, eläkerahasto käytännössä kuuluu tyyppiin I, vaikkei varsinaisia eläkevastuun ylittäviä varoja (vakavaraisuutta) vaadittaisikaan. Näin on silloinkin, jos täydestä rahastoinnista voi huonojen aikojen koittaessa tinkiä johonkin määrään asti ja jonkin aikaa. Joskus ”lopullinen” raja kuitenkin tulee vastaan. Käytännössä ilman kvantitatiivisia rajoituksia voivat siis toimia (enintään) maksuperusteiset (Defined Contribution, DC) rahastot, joissa vakuutettu kantaa riskin tai puskurityyppiset kollektiivirahastot, joissa riskin kantavat vakuutusmaksun maksajat ja joskus myös vakuutetut. Niissäkin voi silti olla säännösten, sidosryhmien tai oman hallinnon asettamia allokaatio- ja muita rajoituksia.

Vakavaraisuussäätely rajoittaa sijoitustoiminnan riskinottoa. Lähtökohtaisesti rajoite ei lisää riskikorjattua tuottoa, mutta se voi alentaa sitä. Matematiikassahan pätee, että rajoittamaton optimi on aina vähintään yhtä hyvä kuin rajoitettu optimi. Toisaalta ns. behavioristinen taloustiede saattaa puoltaa näkemystä, että käytännössä riskinoton rajoittaminen voi ainakin tietyissä tilanteissa tuottaa paremman tuloksen kuin toiminta ilman rajoituksia, koska sijoittajat eivät aina ole täysin rationaalisia.

Empiiristä vastausta kysymykseen, kuinka paljon rajoitukset vaikuttavat riskinottoon ja tuottoon voi hakea Eläketurvakeskuksen (ETK) tekemistä [sijoitustuottojen kansainvälisistä vertailuista](#). Vertailut eivät suinkaan ole kattavia ja aukottomia vastaamaan varmuudella kysymykseen, mikä merkitys vakavaraisuusrajoituksilla on riskinottoon. Vertailuissa on mukana vain pieni joukko maailman eturivin rahastoja, jotka ovat hyvin erilaisia ja erikokoisia ja toimivat erilaisissa ympäristöissä. Mukana ei ole myöskään yhtään toimintansa lopettamaan joutunutta rahastoa, ja valuuttakurssit vaikeuttavat vertailua euroalueen ulkopuolisiin toimijoihin. Vertailuja voitaneen kuitenkin pitää jossain määrin suuntaa-antavina, vaikka tarkkoja lukuarvoja ei olekaan syytä ottaa kirjaimellisesti.

Vakavaraisuusrajoitukset näyttävät vaikuttavan sijoitusallokaatioihin. Suomessa I-tyypin eläkesijoittajilla osakeallokaatiot ovat finanssikriisin jälkeen vaihdelleet välillä 30–45 %, tyyppin II rahastoilla vajaa 10 %-yksikköä korkeammalla. Vuonna 2018 tehdyssä 10 vuotta kattaneessa vertailussa (mukana yhteensä 23 rahastoa Suomesta ja ulkomailta) sijoitusallokaatioiden osakepainot vaihtelivat vajaasta 17 prosentista 100 prosenttiin. Tyyppin II rahastoilla oli keskimäärin korkeammat osakepainot (55 %) kuin tyyppin I rahastoilla (39 %). Osakekategoria sisältää tässä myös noteeraamattomat osakkeet.

Korkosijoitusten osuus sijoitusallokaatioissa oli puolestaan korkeimmillaan 74 % ja matalimmillaan 13 %. Keskimääräinen korkosijoitusten osuus oli tyyppin I toimijoilla 40 ja tyyppin II toimijoilla 30 prosenttia. Korkosijoituksiin on laskettu mukaan sekä valtioiden että yritysten velkakirjat ja muut kiinteätuottoiset sijoitukset.

Taulukko 1

Suomen eläkesijoittajien reaalisten sijoitustuottojen geometrinen keskiarvojen aritmeettinen keskiarvo vuosina 2008–2018, %

Tarkastelujakso	Tyyppi I	Tyyppi II
2008–2017	2,8	3,8
2008–2018	2,5	3,0
2009–2018	4,8	5,8

Suomessa vakavaraisuussäätelyn alaisilla TyEL-laitoksilla reaalityötöt ovat siis tarkastelujaksosta riippuen olleet keskimäärin 0,5–1,0 prosenttiyksikköä alemmat kuin julkisen sektorin sijoittajilla.

Sijoitusten riskitasoa voidaan hahmotella tuottojen vuosivaihtelun keskihajonnalla.

Taulukko 2

Suomen eläkesijoittajien reaalisten sijoitustuottojen geometrinen keskihajontojen aritmeettinen keskiarvo vuosina 2008–2018, %

Tarkastelujakso	Tyyppi I	Tyyppi II
2008–2017	9,1	11,2
2008–2018	8,7	10,7
2009–2018	4,9	5,6

TyEL-eläkelaitostenyhtiöiden reaalityottojen keskihajontojen keskiarvo on siis tarkastelujaksosta riippuen ollut 0,7–2,1 prosenttiyksikköä alempi kuin julkisen sektorin eläkelaitoksilla.

Vertailun ulkomaisilla rahastoilla vastaavat luvut ovat seuraavat.

Taulukko 3

Ulkomaisten työeläkesijoittajien reaalisten sijoitustuottojen geometrinen keskiarvojen aritmeettinen keskiarvo vuosina 2008–2018, %

Tarkastelujakso	Tyyppi I	Tyyppi II
2008–2017	5,2	5,1
2008–2018	4,7	4,6
2009–2018	6,3	6,8

Tarkastelujakso 2009–2018 on siis ainoa, jolloin tyyppin II rahastojen reaalityttö on ollut korkeampi kuin tyyppin I rahastoilla. Myöskään keskihajonnoissa ei ole isoja eroja.

Taulukko 4

Ulkomaisten eläkesijoittajien reaalityttöjen geometristen keskihajontojen aritmeettinen keskiarvo vuosina 2008–2018, %

Tarkastelujakso	Tyyppi I	Tyyppi II
2008–2017	9,9	10,7
2008–2018	9,5	10,3
2009–2018	6,8	5,4

Toteutuneet tuotot ilman vakavaraisuusrajoituksia toimivilla rahastoilla ovat siis Suomessa olleet jonkin verran korkeammat kuin vakavaraisuusrajoitusten alaisilla rahastoilla, vastaavasti myös tuottojen vuosivaihtelun keskihajonnalla mitattu riski on ollut jonkin verran korkeampi. Vertailun ulkomaisilla rahastoilla erot kummassakin tunnusluvussa ovat vähäisiä. Joka tapauksessa päävaikutus vuosituottoihin tulee kummassakin ryhmässä sijoitusmarkkinoiden yleisestä kehityksestä eikä vakavaraisuusrajoituksista tai niiden puuttumisesta. Myös ryhmien I ja II sisäiset ja väliset tuottojen korrelaatiot ovat hyvin korkeita.

3 Suositukset

3.1 Ratkaistava ongelma

Nykyinen nollakorkonäkymä aiheuttaa sen, että työeläkelaitosten sijoituksilta vaadittavien/toivottujen tuottojen ja säännösten mahdollistaman sijoitusten riskitason välillä on merkittävä ristiriita.

Kiinteän rahastokoron yhdessä täydennyskertoimen kanssa asettama (nimellisarvoinen) tuottovaatimus on 1.1.2020 alkaen 4,05 prosenttia. Viiden edellisen vuoden aikana se on vaihdellut 3,68 ja 5,28 prosentin välillä. Eläkelaitosten nykyisillä vakavaraisuustasoilla suunnilleen sama vaatimustaso jatkuisi lähivuosinakin. Täydennyskerroin ei voi olla negatiivinen, joten tuottovaatimuksen minimitaso on rahastokorko eli 3 prosenttia nimellisesti.

ETK:n vuoden 2019 pitkän aikavälin laskelmien perusskenaariossa reaalityttö-oletuksena on käytetty 2,5 prosenttia vuoteen 2028 asti ja sen jälkeen 3,5 prosenttia. Vastaavat nimellistuetot saadaan lisäämällä inflaation vaikutus, joka perusskenaariossa on 1,7 prosenttia. Nykyiset markkinaodotukset seuraavien 10 vuoden inflaatiolle ovat tätä alempia, suunnilleen välillä 1–1,5 prosenttia.

Työeläkelaitosten sijoitusjohdoilta saatujen, markkinaodotuksiin perustuvien vastausten perusteella nykyisellä TyEL-laitosten keskimääräisellä sijoitusallokaatiolla markkinoilta lähivuosina odotettavissa olevan tuoton voi arvioida olevan vajaasta 2 prosentista vajaaseen 3 prosenttiin reaalisesti. Jos inflaatio olisi suunnilleen yhden prosentin suuruinen, näiden

arvioiden ylärajan mukainen tuotto juuri ja juuri riittäisi rahastokoron ja täydennyskertoimen mukaisen tuottovaatimuksen täyttämiseen. Sijoitusjohtojen vastausten mukaan 2,5–3,5 prosentin reaalityttöjen odotusarvoinen saavuttaminen edellyttäisi osakkeiden ja osake-tyyppisten sijoitusten osuuden nousua 10–20 prosenttiyksiköllä eli nykyisestä vajaasta 50 prosentista 60–65 prosentin tietämiin.

Todennäköinen näkymä onkin, että nyky säännöksillä ja nykyiseen tapaan määräytyvällä täydennyskertoimella tuottovaatimuksen täyttämiseen joudutaan käyttämään vakavaraisuuspääomaa, mikä merkitsisi tulevaisuudessa vähempiä mahdollisuuksia alentaa maksun nousupainetta sijoitustuottojen kautta.

Mahdolliset keinot tuotto-odotusten ja säännöstön sallimien riskinottomahdollisuuksien välillä olevan ristiriidan ratkaisemiseksi voidaan luokitella kolmeen kategoriaan: vakavaraisuuspääomien kasvattaminen, rahastoinnin joustavoittaminen vastaamaan paremmin muutuneita sijoitusmarkkinoita tai vakavaraisuussäännösten väljentäminen. Näistä ensiksi mainittu tuskin tulee kyseeseen ainakaan laajemmassa mitassa ja pitkäaikaisena ratkaisuna.

3.2 Lähtökohdat suosituksille

Kohdassa 2.2 esitetyn perusteella olisi perusteita nykyisen rahastointitekniikan katsomiseen ns. puhtaalta pöydältä. Kokonaan uudenlaisen tekniikan laatiminen ja käyttöönotto veisi kuitenkin runsaasti aikaa, koska sen vaikutukset olisi huolella arvioitava ja testattava. Lisäksi ns. polkuriippuvuus ja erilaiset reunaehdot aiheuttanevat, että mitään teoriassa ”parasta” mallia ei voitaisi sellaisenaan toteuttaa, vaan esimerkiksi maksuvaikutusten vuoksi siihen pitäisi tehdä erilaisia siirtymävaiheen mahdollisesti pitkäaikaisiakin poikkeuksia. Otankin lähtökohdaksi suositusten käytännön toteutettavuuden ja pitäydyn pääosin nykytekniikan kehittämisessä yrittäen kuitenkin välttää uusien monimutkaisuuksien syntymistä.

Suosituksissa en ota kantaa rahastoinnin tasoon. Järkevästä rahastoinnin tasosta päättäminen ansaitsee erillisen selvityksen. Aineksia siihen voi saada mm. Eläketurvakeskukselta pyydetystä, maaliskuussa 2020 valmistuvasta selvityksestä. Rahastoinnin taso ei myöskään sisällynyt esiselvityksen toimeksiantoon.

Selvyyden vuoksi on myös syytä todeta, että vaikka sijoitustuotoilla on suuri merkitys, työeläkejärjestelmän taloudellista kestävyyttä ei voida niillä, eikä varsinkaan sijoitustoimintaa koskevien säännösten muutoksilla ratkaista, vaan kestävyuden laajempi arviointi on tarpeen. Sijoitusten riskitason nosto ei luonnollisestikaan myöskään poista itse riskiä, vaan se kohdistuu vastaavasti työeläkemaksuun. Vastapainona maksuepävarmuuden lisäykselle on, että nykytilanne jatkuessaan joka tapauksessa mitä todennäköisimmin lisää maksun korotuspainetta verrattuna aikaisempiin arvioihin.

Työnjako järjestelmä- ja eläkelaitoskohtaisten toimien välillä on sellainen, että koko eläkejärjestelmän tasolla tavoiteltavaa riskitasoa ja sijoitusallokaatiota ohjataan luomalla säännöstöön tavoitetta tukevat kannusteet. Eläkelaitostasolla valinnat taas perustuvat vakavaraisuusmääräysten turvaavuustodennäköisyyteen ja luonnollisesti eläkelaitoksen vakavaraisuuteen ja hallituksen päätöksiin. Lisäksi on huolehdyttävä, että järjestelmäkohtaisten

tavoitteiden asettaminen säännösten kautta ei vaaranna yksittäisten eläkelaitosten toimintamahdollisuuksia.

Suosituksset ovat yleisellä tasolla. Niiden mahdollinen toteuttaminen edellyttää huolellisesta jatkoselvittelyä ja arvioita mahdollisten muutosten lyhyen ja pitkän aikavälin vaikutuksista. Lähes kaikkien muutosehdotusten toteuttaminen edellyttää myös muutoksia työeläkelainsäädäntöön, joskaan ei välttämättä kovin laajoja ainakaan pykälien määrällä mitattuna.

Koska ei ole poissuljettua, ettei sijoitusmarkkinoilla voisi jatkoselvitysten aikana tapahtua isompiakin häiriöitä, *esitän harkittavaksi, tulisiko vakavaraisuuksia vahvistaa asettamalla täydennyskerroin väliaikaisesti nollassi tai vaihtoehtoisesti, muuttamalla sen arvoa ohjaavaa kaavaa niin, että siirrot eläkkeiden rahastoiuihin osiin ovat nykykaavan antamia selvästi pienempiä.* Tämä saattaisi käsitykseni mukaan olla toteutettavissa ilman lakimuutoksia, jolloin toimenpide olisi myös nopeavaikutteinen. Luonnollisesti tällöin olisi pidettävä huolta siitä, että työeläkemaksussa annettavat vakavaraisuuteen perustuvat asiakashyvitys-osuudet eivät muutoksen seurauksena kasvaisi.

3.3 Suositukset jatkoselvittelyn kohteiksi rahastointisäännösten osalta

Suoraviivainen nykytekniikkaan perustuva tapa mukauttaa tuottovaatimusta vastaamaan uusia olosuhteita olisi alentaa kiinteää kolmen prosentin rahastokorkoa. Pelkkä koron alentaminen nostaisi kuitenkin merkittävästi eläkkeiden rahastoitujen osien aktuaarista arvoa ja myös työeläkemaksua. Muutoksen rahoittaminen tuskin on mahdollista ainakaan lyhyellä aikavälillä. Tällöin pitäisi turvautua samantapaisiin järjestelyihin kuin vuonna 1997, jolloin rahastokorko alennettiin viidestä kolmeen prosenttiin. Rahastoinnin euromääräinen taso voitaisiin nytkin vastaavilla järjestelyillä pitää ennallaan, mutta menettely ei ole kovin elegantti. Pelkkä koron alentaminen tai edes sen muuttaminen korkokäyräksi ei myöskään mielestäni riittävästi ratkaisisi nykytilanteeseen liittyviä ongelmia.

Nykyisen täydennyskertoimen tarkoituksena on tuoda vastuuelan määräytymiseen joustoa ja puskuroida sijoitustoiminnan vaihteluita. Täydennyskerroin riippuu eläkelaitosten keskimääräisestä vakavaraisuudesta ja on sitä suurempi mitä korkeampi keskimääräinen vakavaraisuus on. Jos eläkelaitosten keskimääräinen vakavaraisuus huonojen sijoitustuottojen seurauksena alenee, vastuuelan kasvu hidastuu. Hyvien tuottojen toteutuessa käy päinvastoin. Täydennyskerroinmekanismi toimii sinänsä järkevästi ja vastasyklisesti, mutta sen yksityiskohdat on rakennettu oletuksella nykyistä olennaisesti korkeammasta korkotasosta. Alentunut korkotaso ja täydennyskertoimen logiikka puoltaisivat, että täydennyskerroin voisi olla tarvittaessa myös negatiivinen ja että sen riippuvuus keskimääräisestä vakavaraisuudesta tehtäisiin nykyistä jyrkemmäksi.

Vastuuelkaan sisältyvä osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu (OLV) on nykyään toinen joustoelementti vastuuelan määräytymisessä. OLV toimii puskurina osaketyyppisten sijoitusten arvon vaihtelulle, vaikka sen määrä ei suoraan eläkelaitoksen omiin osakesijoituksiin perustukaan. OLV lasketaan laissa määritellyn osaketuottokertoimen avulla. Jos kerroin on positiivinen, vastuuelkaa korotetaan. Jos kerroin on negatiivinen, vastuuelka pienenee. OLV:n ylä- ja alarajat ovat +1 ja -20 prosenttia vastuuelasta.

Osaketuottokerroin ei kuitenkaan vaikuta vastaavasti yksittäisen eläkkeen rahastoituu-
osaan. Tämän takia OLV onkin luonteeltaan eräänlainen lisävastuu tai vastuuvajaus. Tätä
ominaisuutta ei voi pitää läpinäkyvyyden kannalta täysin onnistuneena. Rahastointitekniikan
tekisi loogisemmaksi ja läpinäkyvämmäksi, jos OLV:n vaikutus voitaisiin kokonaisuudes-
saan kohdistaa suoraan yksilölliseen rahastointiin. Tällöin mm. eläkkeiden rahastoitujen
osien eläkevastuu ja vastaava erä taseessa olisivat samat.

DB-tyyppisiin eläkkeisiin liittyvien korkeiden pääomavaatimusten (ja muidenkin) ongel-
mien takia maailmalla on paljon siirrytty DC-tyyppiseen eläkkeiden kertymiseen ja rahas-
tointiin. Tällöin riski siirtyy vakuutetulle ja eläkerahaston näkökulmasta sijoitustoiminnan
vaihtelut puskuroituvat suoraan eläkevastuuseen. Vakavaraisuuspääoman tarve pienenee täl-
löin merkittävästi eikä vastuun arviointiin tarvita diskonttokorkoa. Hyvin yleinen tapa on
käyttää DC-tekniikkaa eläkkeen kartuttamisvaiheessa ja siirtyä eläkkeen alkaessa perintei-
seen henkivakuutustekniikkaan (ns. annuiteetti).

Suomessa työeläke on DB-tyyppiä, koska se perustuu maksettuihin palkkoihin. Tästä huoli-
matta ei liene periaatteellista estettä sille, että DC-tekniikkaa käytettäisiin eläkkeen rahas-
toidun osan määrittelyssä. Rahastoitu osahan ei millään tavoin vaikuta eläkkeen suuruuteen,
vaan se on tekninen tapa määritellä, mikä osuus eläkkeestä maksetaan jakojärjestelmästä ja
mikä osuus rahastosta. Siirtyminen DC-tyyppiseen tekniikkaan eläkkeen rahastoidun osan
laskennassa pienentäisi eläkelaitoksiin suoraan kohdistuvaa sijoitusriskiä ja pienentäisi siten
myös vakavaraisuuspääoman tarvetta.

Nykyisen tekniikan muuttaminen kokonaan DC-ajatteluun perustuvaksi edellyttäisi uuden
tekniikan yksityiskohtaista valmistelua, lukuisten vaikutusarvioiden tekemistä, yhteensovit-
tamista siirtymävaiheessa nykytekniikan kanssa ja tietojärjestelmämuutoksia. Tämä tuskin
on kovin nopeasti toteutettavissa.

Helpoimmin ja nopeimmin DC-tyyppistä lisäjoustoa rahastointiin saadaan lähtemällä liik-
keelle nykytekniikasta.

- **Suositus 1:** Lisätään vastuvelan määräytymiseen sijoitusmarkkinoiden kehityksen
huomioon ottavaa joustoa seuraavasti:
 - a) Muutetaan täydennyskertoimen riippuvuutta työeläkelaitosten keskimääräisestä
vakavaraisuudesta jyrkemmäksi ja sallitaan kertoimen saada myös negatiivisia
arvoja.
 - b) Selvitetään, miten osaketuottosidonnaisen lisävakuutusvastuun kokoa ja määräy-
tymistä sääteleviä prosenttiarvoja tulisi muuttaa niin, että näin yhdessä kohdan a)
kanssa saatu kokonaisuus mahdollistaa tavoitellun mukaiset sijoitusallokaatiot.
 - c) Osaketuottokerroin perustuu eläkelaitosten kehittyneiden markkinoiden noteerat-
tujen osakesijoitusten keskimääräiseen tuottoon. Selvitetään, olisiko laskenta-
pohjaa tarpeen laajentaa ainakin käsittämään myös kehittyvät markkinat.

Suosituksen tarkempi selvittely ja analysointi olisi luontevaa tehdä keskeisten työmarkkina-
järjestöjen ETK:lta pyytämän rahoitus selvityksen jatkotyönä.

Suositus 1 tarkoittaa siis nykyisen tekniikan parametrien muokkaamista ja on siten suhteellisen nopeasti tehtävissä oleva eräänlainen pikakorjaus. Suosituksen 2 tarkoituksena on mennä pidemmälle: yksinkertaistaa tekniikkaa ja tehdä siitä läpinäkyvämpi ja ymmärrettävämpi.

- **Suositus 2:** Selvitetään, voidaanko ainakin eläkkeen karttumisvaiheessa siirtyä rahoitustekniikkaan, jossa eläkkeen rahastoidun osan tuottovaatimus ei enää olisi kiinteään korkoon ankkuroitu vaan perustuisi sijoituksille saatuun tuottoon sekä suoraan että vakavaraisuuden kautta. Tavoitteena olisi myös nykyisen tyyppisestä osaketuottosidonnaisesta lisävakuutusvastuusta luopuminen kohdistamalla vastaava vaikutus suoraan yksilökohtaiseen eläkkeen rahastoituuteen osuuteen.

Yksi tapa toteuttaa suositus voisi olla esimerkiksi sellainen, että eläkkeen rahastoidulle osalle hyvitetty tuotto koostuisi osaketuottokertoimeen ja täydennyskertoimeen perustuvista osista ja osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu yhdistettäisiin osaketuottokertomesta riippuvaan osaan. Rahastoitua eläkkeen osaa kasvattaisi myös osuus oman ikäkohortin kuolevuuden aiheuttamasta rahasto-osuuksien vapautumisesta.

Rahastoitua eläkkeen osaa kerryttäisi nykyiseen tapaan myös työeläkevakuutusmaksussa rahastointiin tarkoitettu erä, jonka suuruus voitaisiin määrätä perinteisin aktuaarisin menetelmin lähtien tavoitellusta rahastoinnin tasosta ja työeläkemaksun kehityksestä. Jos suosituksen mukainen tekniikka koskisi vain eläkkeen karttumisvaihetta, eläkkeen alkaessa vastaisesta eläkevastuusta muodostettaisiin nykytekniikan mukainen annuiteetti.

Suurin tekninen ero nykyiseen käytäntöön olisi, että nykyisen tuottovaatimuksen [rahastokorko + täydennyskerroin+ erillinen osaketuottosidonnainen osuus] tilalle tulisi [osaketuotokerroin + (uudenmuotoinen) täydennyskerroin].

Mahdollisen muutoksen tuoma vaikutus sijoitusallokaatioihin riippuu monista tekijöistä mm. siitä, mitkä painot eri kartuttamistekijöille annettaisiin, mitkä olisivat käytettävien parametrien arvot jne. Vaikutukset eläkelaitostasolla voivat myös olla erilaisia riippuen vakuutuskannan rakenteesta. Tämän takia suosituksen mukaisen tekniikan käyttökelpoisuus on arvioitavissa vasta huolellisen selvittelyn jälkeen.

3.4 Suositukset jatkoselvittelyn kohteiksi vakavaraisuuslaskennan osalta

3.4.1 Nykyisestä vakavaraisuuskehikosta

Vakavaraisuussäntelyllä on tärkeä rooli sijoitustoiminnan ohjaamisessa. Säntely on riskiperusteista, joten se estää liialliseksi katsottavaa riskinottoa. Säntelylle on Suomen työeläkejärjestelmässä vahva perustelu. Ilman vakavaraisuussäntelyä TyEL-eläkelaitos saattaisi ottaa riskejä, jotka toteutuessaan jäisivät yhteisvastuullisesti kannettavaksi. Vakavaraisuusmekanismi on myös valvonnan kannalta olennaisen tärkeä ja keskeinen työkalu. Näistä tavoitteista ei kuitenkaan seuraa säntelyn tekniselle toteutukselle yksikäsitteisiä tapoja tai numeroarvoja.

Nykyisessä vakavaraisuusrajan laskennassa tappio-olettamat perustuvat 97 prosentin turvaavuustasoon vuoden aikajänteellä. Vakavaraisuussääntelyn tavoitteet eivät mielestäni vaarantuisi, vaikka tätä teknistä turvaavuustasoa alennettaisiin. Prosenttiluvun maltillinen alentaminen alentaisi jonkin verran vakavaraisuusrajaa ja siirtäisi vastaavasti vakavaraisuusrajan sidottujen pakollisten viranomaistoimien alkamista; ei kuitenkaan mielestäni liikaa suhteessa saatavaan etuun eli eläkelaitosten liikkumavaran jonkinasteiseen lisääntymiseen. Yleensä eläkelaitokset haluavat toimintansa jatkuvuuden varmistamiseksi pysyä vähintään sen verran sääntelyrajojen yläpuolella, että rajojen alapuolelle ja viranomaistoimien kohteeksi joutuminen on epätodennäköistä. Käytännössä noudatettava turvaavuusraja on siis usein sääntelystä ilmenevää selvästi korkeampi. Tekninen yksityiskohta on, että turvaavuusprosentin alentaminen helpottaisi myös vakavaraisuusrajan laskentakaavan parametrien estimointia, koska silloin ei jouduttaisi käyttämään pelkästään riskijakaumien kaikkein harvinaisimpia arvoja.

Turvaavuustasoa 97 prosenttia ei ole määritelty lakipykälissä, mutta aikanaan hallituksen esityksen perusteluissa on kerrottu, että sitä käytetään parametrilaskennan lähtökohtana. Tämän takia turvaavuustason mahdollinen muuttaminen edellyttäisi eduskunnan hyväksynnän hankkimista jollakin sopivalla tavalla.

Nykyiset vakavaraisuusrajan laskennan parametrit on määritelty valtioneuvoston asetuksella. Se on annettu vuonna 2015 ja se ei siten perustu aivan tuoreimpaan aineistoon. Työeläkelaitosten kyselyvastauksissa arvioitiin, että riskiparametrit eivät kaikin osin kuvaa nykytilannetta. *Onkin tarpeen harkita, tulisiko ainakin osaa vakavaraisuuden laskennan parametreista tarkistaa ja yleisemminkin, tulisiko parametrien päivitys tehdä määräajoin tehtäväksi.*

3.4.2 Vakavaraisuussäännösten vastasyklisyys

Esiselvitystä varten tehdyn kyselyn vastauksissa toistui toivomus säännösten ns. vastasyklisyydestä eli siitä, että säännöstö ei pakottaisi myymään arvopapereita kurssien ollessa alhaalla vaan päinvastoin, eläkelaitoksilla pitkäaikaisina sijoittajina tulisi olla mahdollisuus hyödyntää alhaisia arvostustasoja: ”ei pakkomyyntejä, kun kurssit ovat alhaalla, nehan toipuvat aikanaan kuitenkin”. Tämä kuvaa uskoa osakekurssien keskiarvohakuisuuteen: kurssien ollessa alhaalla, todennäköisyys niiden nousuun on kasvanut ja toisaalta korkeiden arvostustasojen aikana todennäköisyys kurssien laskuun kasvaa. Tätä näkemystä tukee myös historiatieto, erityisesti kun asiaa katsotaan eläkesijoittajien kymmeniä vuosia eteenpäin ulottuvasta aikahorisontista.

Nykyisessä vakavaraisuuslaskennassa suurimman tappion olettama ja odotus tulevista tuotoista perustuvat pitkän aikavälin keskiarvotilanteesta lähteviin oletuksiin. Tälle on hyvät perustelut, mutta seuraus on, että vakavaraisuusrajan suurimman tappion olettama on prosenteissa yhtä suuri riippumatta siitä, ollaanko suhdanteen harjalla vai pohjalla. Vastaava seuraus koskee tuotto-odotuksia. Tämä sopii yhteen traditionaalisen rahoitusteorian kanssa, mutta ei välttämättä vastaa kokemuksia aikaisemmista kurssivaihteluista. Voidaan aiheellisesti vaikkapa kysyä, onko uuden 35 % putoaman todennäköisyys muuttumaton, jos osakekurssit jo ovat laskeneet 35 % tai enemmän.

Tiedemaailmassa vallitsee erilaisia käsityksiä keskiarvohakuisuudesta. Toiset pitävät sitä rahoitusteorian vastaisena. Tämä kanta on 2000-luvun säännösmaailmassa pitkälti voittanut. Toiset taas pitävät keskiarvohakuisuutta ainakin empiirisesti perusteltuna, koska arvostustasot näyttävät vaihtelevan enemmän kuin odotetut kassavirrat. Kanta tiivistyy ilmaisuun: ”High prices, relative to dividends, have reliably led to many years of poor returns. Low prices have led to high returns” (ks. esim. Economist 7.9.2019, Chicagon yliopiston professori John Cochranen artikkeli ”[Discount rates](#)”).

Varmasti on niin, että lyhyen aikavälin kurssimuutosten ennustaminen on mahdotonta. Rahoitusekonometrisessa tutkimuksessa on tosin osoitettu, että vaikka osakekurseja on vaikeaa tai jopa mahdotonta ennustaa, niiden suunta on ennustettavissa paremmin kuin puhtaasti arvaamalla. Olennaista kurssinotkahduksen pysyvyyden arvioinnissa lienee, onko notkahdus ns. fundamentteihin perustuvaa vai onko kysymys jostakin muusta. Näiden kahden syyn erottaminen ei välttämättä ole helppoa. Historian valossa tuntuu kuitenkin uskottavalta, että pidemmällä aikavälillä keskiarvohakuisuus pätee ainakin jossakin määrin, vaikkei sille tarkkaa ennuste- tai muutakaan mallia voikaan rakentaa. Poikkeaminen ”normaalitasosta” suuntaan tai toiseen saattaa kestää pitkiäkin aikoja, mutta pitkällä, esimerkiksi eläkevakuuttajien kymmenien vuosien aikahorisontilla poikkeuksellisen matalan arvostustason jatkuva aleneminen on vähemmän todennäköistä kuin arvostustason nousu jossakin vaiheessa ja vastaavasti lasku korkealta arvostustasolta on todennäköisempää kuin nousu.

Tavoite säännöstön vastasyklisyydestä ja olettamani keskiarvohakuisuus puoltavat vakavaraisuuskehikon parametrien tekemistä dynaamisiksi. Arvostusten ollessa korkealla, vakavaraisuusrajat olisivat korkeammalla ja matalilla arvostustasoilla päinvastoin. Tämän tapainen ajattelu on takana myös Solvenssi II:ssa käyttöön otetuissa osake- ja korkoriskin vakavaraisuusvaatimusten markkinakorjauksissa, jotka tosin koskevat vain matalan arvostustason tilannetta.

- **Suositus 3:** Selvitetään sellaisen dynaamisen vakavaraisuustestauksen mahdollisuus ja vaikutukset, jossa ainakin merkittävimpien riskien parametrit vakavaraisuuslaskennassa riippuisivat sijoitusmarkkinoiden suhdannevaiheesta.

Suosituksen 3 taustalla oleva oletus keskiarvohakuisuudesta ei siis koske lyhyitä aikavälejä. Finanssikriisin tapaisissa olosuhteissa peräkkäiset äärimmäiset ilmiöt ovat tyypillisiä. Tällaisen tilanteen varalta eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta annetun lain 28 §:ssä on säädetty tietyistä viranomaistoimenpiteistä, jos finanssimarkkinoilla ilmenneiden poikkeuksellisten olosuhteiden vuoksi eläkelaitosten keskimääräinen vakavaraisuus on laskenut merkittävästi tai uhkaa nopeasti ja merkittävästi laskea.

3.4.3 Eläkevakuutuksen pitkäjänteisyyden mahdollinen hyödyntämien vakavaraisuuslaskennassa

Nykyinen vakavaraisuuslaskenta perustuu poikkileikkaustilanteeseen ja riskiparametrien arvot yhden vuoden ajanjaksoon. Vastuuvelan laskennassa käytetään kiinteätä diskonttokorkoa, joka ei reagoi sijoitusten tuleviin tuotto-odotuksiin. Näistä ominaisuuksista seuraa, että kokonaisuus on suhteellisen mekaaninen eikä juurikaan hyödynnä eläkevakuuttamisen pitkäjänteisyyttä.

Luvussa 2.2 arvioitiin, että pitkän aikavälin lähtökohta ja ALM-ajattelu vahvistuisivat, jos vastuuvelan laskennassa käytettäisiin markkinapohjaisiin tuotto-odotuksiin perustuvaa diskonttausta. Tämän toteuttaminen taseessa olevan vastuuvelan laskennassa on kuitenkin ongelmallista monin tavoin. Tämä johtaa kysymään, voisiko samoja tavoitteita saavuttaa vakavaraisuusarvioinnin kautta. Se saattaisi olla mahdollista, jos vakavaraisuustestaus perustuisi nykyistä selvemmin tulevien tulojen ja menojen kassavirta- ja tuotto-odotuspohjaiseen kehikkoon.

En näe kuitenkaan tarpeelliseksi tehdä tässä vaiheessa suositusta asian selvittämisestä. Jos suositus 2 siirtymisestä DC-pohjaiseen rahastointiin toteutetaan ainakin karttuvien eläkkeiden osalta, diskonttokorko kohdistuisi nykyistä huomattavasti pienempään osuuteen vastuuvelasta, jolloin sen materiaallinen merkitys selvästi vähenisi ja nykykäytännön puutteetkaan eivät enää niin paljon haittaisi. Myös suositus 3 tavoittelee vakavaraisuustestaukseen pitkän aikavälin tarkastelunäkökulmaa.

Nykyinen työeläkelaitoksilta vuosittain vaadittava riski- ja vakavaraisuusarvio (Own Risk and Solvency Assessment, ORSA) sisältää eteenpäin katsovuutta ja ALM-ajattelua tukevia ominaisuuksia ja sen edelleen kehittäminen onkin kaikin puolin kannatettavaa.

4 Asiakashyvityksistä

Esiselvityksen toimeksiannossa pyydettiin selvittämään myös asiakashyvitysten vaikutusta riskinottoon. Pyynnön takana on ilmeisesti ajatus, että koska asiakashyvitykset osin perustuvat eläkelaitoksen vakavaraisuuteen, hyvän vakavaraisuuden omaavalla eläkelaitoksella saattaisi olla kannuste suojata korkeita asiakashyvityksiä ja vakavaraisuuttaan ja pitää sijoitustensa riskitaso turhankin matalalla. Toisaalta heikomman vakavaraisuuden omaavalla eläkelaitoksella saattaisi olla kannuste toimia päinvastoin.

En tältä osin kuitenkaan tee suositusta vaan totean, että kyselyvastauksissa nämä näkökohdat eivät tulleet muuten esille kuin epäsuorasti ns. poikkeamariskin yhteydessä. Asiakashyvitystekniikkaa on kuitenkin hyvä arvioida myös yllä mainituista näkökulmista meneillään olevassa työmarkkinajärjestöjen pyytämässä asiakashyvityksiä koskevassa selvityksessä.

Liitel**Tahot, joille kysely lähetettiin.**

- Sosiaali- ja terveysministeriö
- Valtiovarainministeriö
- Suomen Pankki
- Finanssivalvonta

- EK
- SAK
- Akava
- STTK

- Varma
- Ilmarinen
- Elo
- Veritas

- Keva
- Mela
- Merimieseläkekassa

- Tela
- ESY
- FA

- ETLA
- PT
- VATT

- Aalto yliopisto, Rahoituksen laitos
- Turun yliopisto, Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
- Tampereen Yliopisto, Vakuutustiede
- Oulun yliopisto, Taloustieteen, laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö

- Petri Hilli, SITRA
- Mikko Niskanen, AIM Capital
- Teemu Pennanen, King's College London

Liite 2

Sidosryhmille lähetettyyn kyselyyn saatujen vastausten referointia

Kyselyyn vastasi 24 tahoja. Eniten ja perusteellisimmin pohdittuja vastauksia tuli eläkelaitoksilta. Tutkimuslaitokset ja viranomaiset vastasivat niukemmin. Referointia lukiessa on hyvä muistaa, että siinä esitetään likimain kaikki esille tulleet kommentit yms. ilman erittelyä siitä, oliko esittäjiä yksi vai useampi.

Kysymykset koskien kokemuksia nykyisestä sääntelystä

- 1. Miten sijoitusallokaationne eroaisi nykyisestä, jos sijoituksia koskevia rajoituksia ei olisi; ts. jos sijoitustoimintaa hoidettaisiin puskurirahastotyyppisesti ainoana tavoitteena riskin ja tuotto-odotuksen suhteen optimointi?**

Ottaisimme enemmän riskiä: osake, private equity (pääomasijoitukset); korkean riskin joukkolainat, epälikvidit sijoitukset (likviditeettipremio); lisää velkavipua, valuuttariskiä, USD. Perusteluina esitettiin järkevän sijoitusstrategian lisäksi erityisesti nykyinen tilanne, jossa määräysten sallima riskitaso ja sijoituksilta odotettu tuotto ovat epäsuhteessa; säännökset eivät ehkä sittenkään rajoita optimaalisen tuotto/riskisuhteen saavuttamista niin paljon kuin saatetaan kuvitella.

- 2. Oletteko joutuneet nykyisten rajoitusten takia luopumaan joistakin potentiaalisista sijoituskohteista? Millaisia ne ovat olleet ja millaisiin kohteisiin varat sitten ohjautuivat?**

Yksittäisiä sijoituskohteita ei maininnut kukaan, vaan vastaukset olivat likimain peilikuva edellisen kysymyksen vastauksiin; listatuista osakkeista on luovuttu private equity ja kiinteistö-sijoitusten hyväksi.

- 3. Millaisia kokemuksia Teillä on aikaisemmista sijoitustoimintaa koskevien säännösten muutoksista ja niiden valmistelusta?**

Pääosin aikaisempaa tapaa (kolmikanta ohjaa, mutta eläkelaitokset vahvasti mukana asiantuntijaroolissa) pidettiin hyvänä, erityisesti kehuttiin 2017 vakavaraisuusuudistuksen valmistelua. Sen sanottiin olleen perusteellista ja tuloksena olleen kehikon hyvän. Joitakin yksittäisiä puutteita (uuden vakavaraisuussäännösten läpivalaisutietojen hankinta on työlästä, olisi selvitty yksinkertaisemmallaakin systeemillä, laintulkinnassa osin hankaluuksia) tuotiin esille, mutta myös moitittiin valmistelua rohkeuden puutteesta (kehikot liiaksi annettuja, skenaariotyöskentely puuttuu, valmistelu ei ole tarpeeksi painottanut pitkän aikavälin näkökohtia, ”pitäisi nostaa kaikki kissat pöydälle”, aina rakennetaan vanhan päälle ja lisätään yksityiskohtia; laaja-pohjaisuus hyvä ja tarpeen).

4. Mikä nykyisissä vakavaraisuus- tai rahastointisäännöksissä on tuottoa ja turvaavuutta tavoittelevan sijoittamisen kannalta hankalinta?

Nykyisessä nollakorkotilanteessa erityisesti korkea tuottovaatimus yhdistettynä tiukkoihin vakavaraisuusvaatimuksiin johtaa automaattisesti vakavaraisuuden alentumiseen; vakavaraisuussäännösten lyhyt aikajänne, kvartaaliraportointi lyhentää suunnitteluhorisonttia tästäkin (toisaalta läpinäkyvyyttä tarvitaan); vakavaraisuussäännösten liian matala riskitaso; vakavaraisuussäännösten parametrien vakioisuus ja osittainen vanhentuneisuus: poikkeamariskin hallintapaine yhdenmukaistaa allokaatioita ja syö resursseja; laitospohjaisen ja järjestelmätason vaatimusten osittainen ristiriita; säännösten myötäsyklisyys; vakavaraisuuslaskennan parametrit johtavat saman riskin erilaiseen kohteluun riippuen sijoituksen toteutustavasta.

5. Millainen vaikutus seuraavilla tekijöillä on sijoitustoimintaan?

a. Rahastokorko

Merkittävä vaikutus; tuottovaatimuksen näkökulmasta liian korkea nykytilanteessa, riskitön korko voi tulevaisuudessa olla jopa negatiivinen; jälkiviisaasti ajatellen olisi voinut olla parempi käyttää diskonttaukseen markkinakorkokäyrää ja siten enemmän kannustaa suojaamaan ALM-riskiä.

b. Täydennyskerroin

Periaatteessa hyvä ja toimiva mekanismi, jotkut pitivät sitä myötäsyklisenä; nykyinen kaava ”yliarvioi” muiden kuin korkosijoitusten tuoton nollakorkotilanteessa; tulee kvartaaliin viipeellä; ohjaa seuraamaan poikkeamariskiä, mikä voi johtaa pitkän aikavälin sijoittamisen kannalta vääränlaisiin allokaatiopäätöksiin.

c. Osaketuottosidonnainen vastuuvélka

Hyvä mekanismi (ja teknisesti yksinkertainen); on vastasyklinen; sisältää myötäsyklisyyttä; luo tarvetta poikkeamariskin hallintaan; järjestelmätason osakepitoisuuden vaatimus vaatii järjestelmätason riskinkantoa; tavallaan viiteindeksi omalle sijoittamiselle, jättää silti tilaa omalle strategialle.

d. Vastuuvélan laskenta

Vastuuvélan ei-markkinaehtoisuus rajaa ALM-menettelmien käyttöä; laskenta on laitospohjainen ja vakuutuskannasta riippuva, mikä voi johtaa epäoikeudenmukaisuuksiin (esim. vakuutuskannan poikkeava rakenne, eläkelaitoksen nopea kasvu); hyvä, että laskenta on sama kaikille.

e. Asiakashyvitykset

Yleisesti ottaen asiakashyvityksiä pidetään tarpeellisina (”elinehto kilpailulle”, ”merkittävä kilpailuelementti”); luovat osaltaan painetta poikkeamariskin hallintaan; joitakin yksityiskohtaisia toiveita mekanismin muuttamiseksi.

f. Ns. poikkeamariskin huomioonotto

Yhdenmukaistaa allokaatioita, vaikei välttämättä portfolioita sinänsä; hallinta vaatii resursseja; joskus tarvitaan suojausstrategiaa; on erityisen hankala muista vakavaraisuudessa jälkeen jääneiden kannalta; vastuuvélan poikkeava rakenne vaikuttaa poikkeamariskiin.

g. Vakavaraisuussäätelyn riskitaso ja aikajänne

Vaatimukset täytettävä joka päivä; aikajänne ja riskitaso riippuvat toisistaan; rajoittaa riskinottoa.

6. Muita huomioita

Yksittäisiä parametreja mietittäessä on koko ajan otettava huomioon kokonaisuus: raja eläkelaitoksen omien ja järjestelmätason riskien välillä pidettävä selvänä; sijoitustuottojen mahdollinen paraneminen ei saa valua ulos ylisuurina asiakashyvityksinä; sääntöjen muutoksissa turvattava riittävä mahdollisuus sijoittaa Suomeen.

Kehittämisehdotuksia

1. Rahastointiin liittyvät

a. Rahastokorko

Tulisi alentaa nykytasosta (konkreettiset ehdotukset välillä 1–2,5 %); tulisi siirtyä markkinaehtoisuuteen (ei välttämättä suoraan markkinakorkoihin vaan markkinaodotuksiin perustuvaan ja ehkä kaikki sijoitusmuodot huomioon ottavaan); maturiteetin mukaan nouseva korkokäyrä. Osa mielsi rahastokoron vain tuottovaatimuksena eikä ainakaan maininnut sen yhteyttä eläkkeiden rahastoitujen osien laskentaan ja työeläkemaksuun.

b. Täydennyskerroin

Kaavaa muutettava; sallittava myös negatiiviset arvot; viive pois; tulisi määritellä prosenttiosuutena vakavaraisuudesta; voitaisiin ulottaa myös työkyvyttömyysvastuusiin; täydennyskerroin voisi pohjautua eläkelaitoksen riskiprofiiliin.

c. Osaketuottosidonnainen vastuovelka

Osuutta voisi lisätä; sitominen johonkin yleiseen indeksiin; laskentapohjaa laajennettava listattujen instrumenttien ulkopuolelle (ehkä muutenkin); laskentaa yksinkertaistettava; yläraja takaisin yhdestä prosentista viiteen prosenttiin; siirretään vastuvelasta vakavaraisuuspääomaan; voisiko varat siirtää suoraan vanhuuseläkevastuuseen; tutkittaisiin yhdistäminen tasausvastuuseen.

d. Vastuuelan laskenta

Siirtyminen markkinaehtoiseen laskentaan (korko); työkyvyttömyyseläkkeisiin Z-mallia parempi malli.

e. Muut

2. Vakavaraisuussäätelyyn liittyvät

a. Riskitaso (Lisäkysymys: kenen mielestänne pitäisi päättää säätelyn riskitasosta)

Riskitasoa tulisi nostaa. Pääsääntöisesti linja päättämisestä oli, että järjestelmä- ja säännöstopella riskitasosta päättää kolmikanta (tai maksajien edustajat) ja laitostasolla laitos itse. Kolmikanta määrittelee (järjestelmätason) tavoiteallokaation karkealla tasolla. referenssiportfolion käyttö.

b. Laskennan aikajänne

Aikajänne ja riskitaso riippuvat toisistaan; aikajänne pidemmäksi ja laitostasolla kahdenlainen riskitaso: pystyykö maksamaan pitkällä aikavälillä vastuullaan olevat eläkkeiden osat (kassavirtapohjainen lähestymistapa) ja lyhyen aikavälin

konkurssiuhan määrittävä riskitaso, jälkimmäisessä aikajänne voisi olla huomattavankin lyhyt.

c. Laskennassa käytettävät kaavat ja niiden parametrit

Vakavaraisuuskehikon tulee kuvata eläkelaitoksen riskejä riittävällä tarkkuudella; sisäisten mallien käyttöönotto; vastuuvelan duraatio tulisi ottaa huomioon; parametrit markkinatilanteen mukaan, nyt osin vanhentuneet; vakavaraisuussäännöksiä tulisi kehittää ALM- ja Solvenssi II-pohjaisiksi.

3. Joskus on esitetty, että sijoitustoiminnan rajoituksia voitaisiin lieventää tekemällä rahastojen tuottovaatimus eläkelaitoskohtaiseksi.

a. Kannatatteko ajatusta ja

b. Jos kannatatte, miten mielestänne pitäisi puuttua jatkuvaan alisuorittamiseen

Laitoskohtaista tuottovaatimusta kannatti vain jokunen, mutta hekin varauksin, pääperusteluna oli järjestelmän yhteistakuu. Alisuorittajat poistetaan vakavaraisuuskehikolla; Fivan puuttuminen riittää, ehkä nykyiseen tapaan, mutta pidemmällä aikajänteellä; asiakashyvityksiin puuttuminen, jolloin asiakkailta säilyisi insentiivi osallistua aktiivisesti yhtiön toimintaan. Samaan suuntaan vaikuttaisi, jos palveluntarjoajan vaihtaminen sisältäisi tietyn kustannuksen; tuottovaade pitäisi sitoa työeläke- ja palkkaindekseihin.

4. Mahdollisia muita ehdotuksia

- a.** *Olisi hyvä määritellä, minkälaista samankaltaisuutta/erilaisuutta sijoitussalkuilta toivotaan.*
- b.** *Onko keinoja huonoon jamaan joutuneen eläkelaitoksen kierteen katkaisemiseen ilman kilpailullisia tai vääränlaisiin kannustimiin liittyviä ongelmia.*
- c.** *Tulisi kehittää malleja, joilla koko eläkejärjestelmään liittyviä riskejä seurataan ja analysoidaan kokonaisvaltaisesti ja nykyistä tarkemmin ja järjestelmällisemmin.*
- d.** *Kestävätkö säännökset poikkeusoloissa?*
- e.** *Kannattaisiko eettisyys- ja vastuullisuusvaatimukset tuoda osaksi sääntelykehikkoa?*
- f.** *Suomeen sijoittamisesta tulisi ”palkita”.*
- g.** *Poikkeamariskin hallintaa varten isojen eläkelaitosten riskijakaumat tulisi olla saatavilla ja riittävän tiheästi.*
- h.** *Vastaisen vanhuuseläkevastuun tekeminen DC-tyyppiseksi ja mahdollinen yhdistäminen OLViin.*
- i.** *Sijoitustoimintojen ja asiakashankinnan jyrkempi erottaminen; lisää resurssointia sijoitustoimintaan.*
- j.** *Vakavaraisuusrajojen alituksiin liittyviä aikarajoja ja niistä seuraavia toimenpiteitä tulisi selventää.*
- k.** *Sisäisten (joko yhteinen tai oma) mallien salliminen/käyttöönotto.*

- l.** *Puskureita pienemmiksi ja läpivirtaus rahastoissa nopeammaksi eli suurempi osa eläkkeistä maksettaisiin rahastoista.*
- m.** *Voisi katsoa, mihin tuloksiin Solvenssi II-mukainen malli johtaisi.*
- n.** *Kannatan prosessia, jossa järjestelmän omistajat asettavat tavoitteet ja riskitason järjestelmälle.*
 - *Analysoidaan kysymysten 1–5 esiin nostamat ongelmakohdat (ja myös hyvät puolet).*
 - *Johdetaan analyysin perusteella sopiva vakavaraisuuskehikko eläkejärjestelmälle.**Ajatus on lähteä puhtaalta pöydältä niiltä osin, että ei paikata/lisätä nykyiseen järjestelmään mitään vaan on vapaus tehdä asiat tavoitteista lähtien, ottaen huomioon reaali-
maailman rajoitteet.*

Liite 3

Rahastointi- ja vakavaraisuussäännöksistä

Rahastointi

TyEL:n mukaan vuosittain kertyvästä vanhuuseläkkeestä rahastoidaan eläkkeelle siirtymiseen asti 0,4 prosenttiyksikön karttumaa vastaava osuus. Diskonttokorkona käytetään laskuperusteissa määriteltyä kiinteää 3 prosentin nimelliskorkoa. Näin saatu rahastoituva maksun osa on keskimäärin 3,5 prosenttia palkasta.

Työkyvyttömyyseläkkeestä rahastoidaan eläkkeen alkaessa 100 % vastaava osuus. Diskonttokorko on 3 prosenttia nimellisesti ja rahastointi ulottuu henkilön ikäluokan alimpaan vanhuuseläkeikäen asti.

Rahastoinnissa ei oteta huomioon eläkkeiden tulevia indeksitarkistuksia eikä elinaikakerointia. Rahastointia kasvatetaan korottamalla vuosittain vanhuuseläkkeen rahastoituja osia ns. täydennyskertoimen avulla. Täydennyskerroin perustuu eläkelaitosten painotettuun keskimääräiseen vakavaraisuuteen. Täydennyskerroin on sitä suurempi, mitä korkeampi keskimääräinen vakavaraisuus on. Keskimääräistä vakavaraisuutta laskettaessa suurimpien eläkelaitosten painoa on rajoitettu. Kertoimen arvo on aina vähintään nolla.

Rahastoituja osia korotetaan myös erällä muilla tavoilla. Jos jäljempänä mainittu osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu (OLV) ylittää ylärajansa, ylite siirretään rahastoitujen osien täydennykseksi. Iäkkäämpien henkilöiden korotetun eläkemaksun korotusosa (1,5 %) ohjataan kautta. Rahastoituja osia voidaan korottaa myös maksuun erikseen sovittavalla lisärahastointiin tarkoitetulla erällä.

TyEL:n 168 §:ssä tarkoitetulla osaketuottokertoimella säädellään eläkelaitoksen vastuuelan määrää, mutta osaketuottokerroin ei vaikuta yksittäisen eläkkeen rahastoituuksiin. Osaketuottokertoimella määritellään osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu (OLV), joka korottaa tai pienentää taseen muuten laskettua vastuuelkaa. OLV:n ylä- ja alarajat ovat +1 ja -20 prosenttia vastuuelasta. Osaketuottokerroin pohjautuu eläkelaitosten kehittyneiden markkinoiden noteerattujen osakesijoitusten keskimääräiseen tuottoon. Kerointa laskettaessa yksittäisen eläkelaitoksen paino rajoitetaan samalla tavalla kuin täydennyskertoimen laskennassa.

TyEL määrittelee eläkelaitoksille myös eräitä yksittäisistä eläkkeistä riippumattomia rahastoja. Niistä merkittävin on tasausvastuu. Se määräytyy kaikille eläkelaitoksille samalla tavalla ja perustuu pääosin TyEL:n jakojärjestelmäosuuden maksuihin ja eläkemenoon. Sijoitustoiminnan tuotot eivät siihen vaikuta suoraan muuten kuin tasausvastuussa käytettävän perustekorron kautta. Perustekorko määräytyy täydennyskertoimen tapaan eläkelaitosten painotetusta keskimääräisestä vakavaraisuudesta. Sen merkitys tasausvastuun kehitykseen on ollut vähäinen, mutta merkitys on suhteellisesti kasvanut, kun markkinakorot ovat selvästi perustekorkoa matalammat.

Vakavaraisuusvaatimukset

Eläkelaitoksen vakavaraisuuspääomaa koskevien säännösten lähtökohtana on riskinoton rajoittaminen niin, että eläkelaitoksen varat vuoden aikajänteellä riittävät sen vastuulla olevien kulujen kattamiseen 97 %:n todennäköisyydellä. Säännökset vastaavat periaatteiltaan EU:n Solvenssi II:n periaatteita (eli perustuvat tiettyihin riskifaktoreihin), mutta laskenta on jonkin verran yksinkertaisempaa.

Sijoitustoiminnan riskejä puskuroidaan siis pääosin vakavaraisuuspääoman avulla. Vastuuvetkaan sisältyvä osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu toimii lisäpuskurina osaketyyppisten sijoitusten osalta, vaikka sen määrä ei suoraan eläkelaitoksiin omiin osakesijoituksiin perustukaan. Myös eläkelaitosten keskimääräisestä vakavaraisuudesta riippuva täydennyskerroin puskuroi sijoitustoiminnan vaihteluita. Jos eläkelaitosten keskimääräinen vakavaraisuus alenee huonojen sijoitustuottojen seurauksena, täydennyskerroin pienenee ja vastuuvetelan kasvu hidastuu. Huonojen tuottojen toteutuessa käy päinvastoin.

Taulukko

Yksityisen sektorin työeläkevakuutuksen vastuuvetka 31.13.2018

	Milj. euroa
Vastuuvetka kustannustenjaossa yhteensä	104 431,8
Vakuutusmaksuvastuu yhteensä	56 810,4
Vastaiset vanhuuseläkkeet	49 212,0
Vastaiset työkyvyttömyyseläkkeet	1 011,5
Ositettu lisävakuutusvastuu	356,4
Osittamaton lisävakuutusvastuu	6 955,5
Osaketuottosidonnainen lisävakuutusvastuu	-725,0
Korvausvastuu yhteensä	47 621,4
Alkaneeet vanhuuseläkkeet	34 761,5
Alkaneeet työkyvyttömyyseläkkeet yhteensä	3 806,0
Tunnetut työkyvyttömyyseläkkeet	3 145,7
Tuntemattomat työkyvyttömyyseläkkeet	660,3
Tasausvastuu	9 053,9

Lähdemateriaalia:

Kari Vatanen "Eläkevarojen sijoittaminen ja riskienhallinta", teoksessa Tenhunen ja Vaaitinen (toim.) "Eläketalous" Finva 2016.

Vakavaraisuusuudistuksen HE

https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_279+2014.pdf

Rahoituksesta etk.fi -sivuilla

<https://www.etk.fi/elakejarjestelmat/elakkeiden-rahoitus-ja-sijoitustoiminta/rahoitusperiaatteet/>

Liite 4**Vakavaraisuus- ja indeksointisäädökset Alankomaissa**

Alankomaiden nykyiset rahastojen vakavaraisuuteen ja indeksointiin liittyvät säädökset ovat tulleet voimaan pääasiassa viimeisimmässä vakavaraisuusuudistuksessa, joka hyväksyttiin parlamentissa vuoden 2014 lopulla. Säädökset astuivat voimaan vuoden 2015 alussa. Eläkelain FTK-säädöksiin¹ on tullut myöhemmin joitain pieniä muutoksia, mutta käytännössä säännöt ovat säilyneet uudistuksen jälkeen melko samanlaisina. Eläkejärjestelmän suuremmasta kokonaisuudistuksesta on tosin päästy viime kesänä periaatesopimukseen, mutta lain-säädäntö valmistuu todennäköisesti vuoden 2020 loppuun mennessä ja toimeenpano on vuodesta 2022 eteenpäin.

Vuoden 2015 uudistuksen päätavoitteena on ollut vakauttaa eläkejärjestelmiä sekä maksujen että etuuskien suhteen. Pääperiaatteena on eläkerahaston taloudellisen tasapainon ylläpitäminen ja lyhytaikaisten markkinamuutosten vaikutusten ehkäiseminen käyttämällä keskiarvoistettua vakavaraisuusasteen laskentaa, rahastointiasteelle ehdollista indeksointia ja viime sijassa (mahdollisesti pitkälle ajalle hajautettuja) eläkeleikkauksia. Myös mahdollisuus eläkemaksun tason kiinnittämiseen useammalle vuodelle vakauttaa osaltaan järjestelmää.

Kun indeksointi on mahdollista riittävän korkean rahastointiasteen myötä, voi indeksointi perustua eläkesopimuksesta riippuen yleiseen hinta- tai palkkakehitykseen tai mahdollisesti palkkojen yhtiö- tai alakohtaiseen kehitykseen. Taulukossa 1 on esitetty indeksointiperusteet sekä aktiivijäsenille eli palkansaaajille sekä eläkkeensaajille ja vapaakirjoille. Eläkelain mukaan eläkeläisten ja vapaakirjojen indeksointiperuste tulee olla sama.

Taulukko 1

Indeksointiperusteet vuonna 2018, prosenttia kaikista jäsenistä

	Yleinen hintakehitys	Yleinen palkkakehitys	Yhtiökohtainen palkkakehitys	Alakohtainen palkkakehitys
Aktiivijäsenet	90,8	0,8	1,4	6,9
Eläkkeensaajat ja vapaakirjat	93,9	0,4	0,4	4,8

Lähde: DNB.nl

Taulukossa 2 on esitetty rahastojen keskimääräiset vuosittaiset indeksitarkistukset vuosilta 2009–2018 sekä kumuloitunut muutos vuodesta 2008 lähtien. Indeksitarkistuksia ei ole tehty useiden rahastojen kohdalla käytännössä finanssikriisin jälkeen (v. 2008), ja myös tulevaisuudessa niiden todennäköisyys näyttää varsin matalalta, kun rahastointiasteet ovat painuneet useiden rahastojen kohdalla jo alle 100 prosentin.

¹ Vakavaraisuussäädösten hollanninkielinen nimi on Financieel Toetsingskader (FTK).

Taulukko 2

Indeksitarkistukset vuosina 2009–2018

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiivijäsenet – vuotuinen tarkistus, %										
	0,28	0,5	0,06	0,03	0,04	0,32	0,07	0,03	0,02	0,08
Aktiivijäsenet – kumuloitu muutos (v. 2008 = 1,000)										
	1,003	1,008	1,008	1,009	1,009	1,012	1,013	1,013	1,014	1,014
Eläkkeensaajat ja vapaakirjat – vuotuinen tarkistus, %										
	0,33	0,39	0,19	0,08	0,07	0,22	0,1	0,02	0,01	0,1
Eläkkeensaajat ja vapaakirjat – kumuloitu muutos (v. 2008 = 1,000)										
	1,003	1,007	1,009	1,010	1,011	1,013	1,014	1,014	1,014	1,015
Kuluttajahinnat (HICP) – vuotuinen muutos										
	1,0	0,9	2,5	2,8	2,6	0,3	0,2	0,1	1,3	1,6
Kuluttajahinnat (HICP) – kumuloitu muutos (v. 2008 = 1,000)										
	1,01	1,019	1,045	1,074	1,102	1,105	1,107	1,108	1,123	1,141

Lähteet: DNB, Eurostat

Rahastointiasteita ovat painaneet erityisesti yhä matalammaksi käyvä markkinakorkotaso yhdistettynä eläke-etuuksien nykyarvon laskennassa käytettävän diskonttokorkometodin muutoksiin. Aiempi laskentamenetelmä oli voimassa vuoden 2015 heinäkuuhun saakka. Vanhassa menetelmässä eläkevastuut diskontattiin lyhyiden vastuiden osalta markkinakoroilla (euro swap curve) ja pitkien vastuiden suhteen laskennassa käytettiin osittain kiinteää 4,2 prosentin UFR-korkotasoa siten, että 20 vuoden maturiteeteista alkaen diskonttokorkoon vaikutti yhä suuremmalla painolla UFR-korko. Uudessa metodissa UFR-korko ei ole enää kiinteä, vaan se määräytyy 10 vuoden liukuvana keskiarvona 20 vuoden forward rate -koroista. Käytännössä uusi metodi laskee UFR-korkoa välittömästi 4,2 prosentista 3,3 prosenttiin ja heikensi siten rahastointiasteita.

Markkinakorot ovat jatkaneet laskuaan vuoden 2015 jälkeenkin ja diskonttokorkometodissa mukana oleva 10 vuoden historia tarkoittaa, että diskonttokorko tulee edelleen madaltumaan ja laskemaan osaltaan rahastointiasteita. Useiden rahastojen tilanne on muuttunut yhä heikommaksi ja etuusleikkaukset näyttävät yhä todennäköisemmiltä seuraavina vuosina. Helpottaakseen tilannetta, hallitus muutti vakavaraisuussääntöjä kesällä 2019 laskemalla vähimmäisvakavaraisuusastetta tilapäisesti 104,2 prosentista 100 prosenttiin. Rahastojen tilanne on kuitenkin edelleen huono ja lokakuussa on jo vedottu erittäin matalan korkotason oikeuttavan eläkelain 142 pykälän soveltamiseen, jonka mukaisesti sosiaali- ja työministeri voi myöntää rahastoille vapautuksen eläkeleikkauksista poikkeuksellisessa taloudellisessa tilanteessa, jos suurella osalla rahastoista vakavaraisuus on laskenut alle vähimmäisrajan.²

² Ks. IPE: ”Trade union negotiator argues for calm after discount rate debate heats up”

Vakavaraisuusrajat

Valvonnan, indeksoinnin ja mahdollisten etuusleikkausten suhteen merkitsevä vakavaraisuusmittari on pääsääntöisesti eläkerahastokohtainen keskimääräinen rahastointiaste (policy funding ratio), joka tarkoittaa varojen suhdetta vastuisiin laskettuna liukuvana 12 kuukauden keskiarvona. Keskimääräinen vakavaraisuusaste lasketaan kuukausittain.

Vakavaraisuusasteen vaadittava taso on noin 125–130 prosenttia riippuen mm. rahaston sijoitusportfolion riskitasosta. Mitä riskillisemmät sijoitukset, sitä suurempi on vaadittu rahastointiaste. Seuraavassa on esitetty nykyisten sääntöjen edellyttämät toimenpiteet eri vakavaraisuusasteilla.

- **Keskimääräinen rahastointiaste yli vaadittavan tason (n. 125–130 %) ja täyden indeksointirajan**

Vakavaraisuusasteen ylittäessä vaadittavan tason ja myös täyden indeksointirajan, voi rahasto indeksoida etuuksia täysimääräisesti (sekä maksussa olevat että karttuneet eläkeoikeudet). Myös aiemmat indeksileikkaukset ja etuusleikkaukset voidaan korvata ylimääräisillä indeksoinneilla ja korotuksilla.

- **Keskimääräinen rahastointiaste välillä n. 120 % – vaadittava taso**

Rahasto voi indeksoida etuuksia täysimääräisesti. Täysimääräisen indeksoinnin raja on rahastokohtainen ja riippuu mm. ikärakenteesta, indeksointitavoitteesta, korkotasosta ja sijoitusten odotetusta tuotosta.³

Kun keskimääräinen rahastointiaste on alle vaadittavan tason, tulee rahaston tehdä valvojan (DNB) hyväksymä toipumissuunnitelma (Herstellplan), jonka mukaisesti rahastointiaste pyritään palauttamaan vaadittavalle tasolle enintään 10 vuoden kuluessa. Korjaustoimenpiteet sisältävät yleensä sijoitustoiminnan muutoksia esim. allokaatioiden suhteen. Ne voivat sisältää myös indeksoinnin jäädyttämisen ja/tai eläkemaksujen nostoja tai ylimääräisiä työnantajan maksusuorituksia. Vasta näiden toimenpiteiden jälkeen voidaan harkita etuuksien leikkauksia. Suunnitelma on liukuva ja sitä tarkastellaan vuosittain.

- **Keskimääräinen rahastointiaste välillä 110 % – täysimääräisen indeksoinnin raja**

Toipumissuunnitelman mukainen toiminta. Osittainen indeksointi mahdollista. Mitä enemmän rahastointiaste ylittää 110 prosentin rajan, sitä lähempänä indeksointi on täyttä indeksointia.

³ Suurimmalla eläkerahastolla ABP:lla 122 % v. 2018 lopussa. Indeksikorotukset tulee pystyä rahoittamaan myös pysyvästi. Tämä tarkoittaa, että indeksoinnin kustannukset lasketaan diskonttaamalla tulevat indeksikorotukset nykyarvoiseksi.

- **Keskimääräinen rahastointiaste välillä 104,2–110 %**

Toipumissuunnitelman mukainen toiminta. Indeksointi ei mahdollista.

- **Keskimääräinen rahastointiaste alle 104,2 %**

Jos vakavaraisuusaste on viitenä perättäisenä vuonna alle vähimmäisrajan, tulee etuuksia leikata niin, että vakavaraisuusraja nousee vähimmäisrajalle. Tämä voi kuitenkin tarkoittaa kertaleikkausta tai leikkausten jakamista useammalle vuodelle. Tällä hetkellä raja on tilapäisesti alennettu 100 prosenttiin.

- **Aktuaalinen vakavaraisuus alle 85– 95 % vuoden lopussa**

Jos hetkellinen, ei keskiarvoistettu vakavaraisuusaste laskee alle kriittisen rajan, tulee eläkkeitä leikata välittömästi. Kriittinen raja vaihtelee rahastosta toiseen. Raja riippuu olennaisesti sijoituksille laskettavasta todennäköisestä tuotosta, jonka sijoituslajikohtaiset enimmäistasot on määrätty FTK-säädöksissä.

Lähteet

De Nedrelandsche Bank (2013). What drives pension indexation in turbulent times? An empirical examination of Dutch pension funds. DNB Working Paper No. 368 / January 2013. https://www.dnb.nl/en/binaries/working%20Paper%20368_tcm47-283912.pdf

De Nedrelandsche Bank. Requirements for the recovery plan of pension funds <https://www.toezicht.dnb.nl/2/50-232915.jsp>

De Nedrelandsche Bank. Cost-covering premium for pension funds <https://www.toezicht.dnb.nl/2/50-202020.jsp>

De Nederlandshce Bank. Decision of DNB to adjust the UFR. https://www.dnb.nl/en/binaries/Decision%20to%20adjust%20the%20UFR_tcm47-324316.pdf?2019101500

De Nederlandshce Bank. Level of indexation pension funds. <https://statistiek.dnb.nl/en/downloads/index.aspx#/?kindofproduct=mainproduct&tags=indexatie&theme=pensioenfondsen>

Eläkelaki pykälä 142:

https://wetten.overheid.nl/BWBR0020809/2019-01-13#Hoofdstuk6_Artikel142

Investment and Pensions Europe (IPE). Implications of FTK

<https://www.ipe.com/pensions/country-reports/netherlands/implications-of-ftk/10002893.article>

Investment and Pensions Europe (IPE). Trade union negotiator argues for calm after discount rate debate heats up

https://www.google.fi/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwi2mvXfpcHIAhXt0aYKHR_iBxIQFjAAegQIA-hAB&url=https%3A%2F%2Fwww.ipe.com%2Fcountries%2Fnetherlands%2Ftrade-union-negotiator-argues-for-calm-after-discount-rate-debate-heats-up%2F10033973.article&usg=AOvVaw10cTHW3O239NM-y5DxsxXI

WillisTowersWatson. Netherlands: Sweeping pension reforms agreed

<https://www.willistowerswatson.com/en-CH/Insights/2019/07/gnb-netherlands-sweeping-pension-reforms-agreed>