

Suunnitteluosasto

28.8.2019

KANSAINVÄLINEN SIOITUSTUOTTOJEN VERTAILU VUONNA 2017

Sisältö

1	Yleistä	2
2	Työeläkesijoittajien reaalituotto	3
3	Työeläkesijoittajien vuosittaiset reaalituotot.....	5
4	Työeläkesijoittajien allokaatio	6
5	Työeläkesijoittajien sijoitusomaisuus	8
6	Työeläkesijoittajat toimivat erilaisissa toimintaympäristöissä – vertailun reunaehdot.....	9
	Liite: Eläkesijoittajien esittely lyhyesti	10
	Alankomaat (ABP ja PFZW)	10
	Kanada (CPPIB)	11
	Norja (SPU)	12
	Ruotsi (AP-rahastot, Alecta ja AMF).....	14
	Suomi (Alandia, Elo, Etera, Ilmarinen, MEK, Varma, Veritas, KER, Keva, VER)	15
	Tanska (ATP).....	17
	Yhdysvallat (CalPERS)	18

Suunnitteluosasto

28.8.2019

1 Yleistä

Sijoitustoiminnan merkitys työeläketurvan rahoituksessa on korostunut viime vuosien aikana. Taustalla on väestön ikääntyminen ja varautuminen kasvaviin työeläkemenoihin työeläkevarojen lisääntyvällä käytöllä.

Eläkevarojen sijoittamista koskeva kansainvälinen vertailu on Suomessa ollut rajallista. Myös kansainvälisten organisaatioiden julkaisemat vertailutiedot ovat usein yleistasoisia eivätkä välttämättä huomioi työeläkejärjestelmien erityispiirteitä.

Eläketurvakeskuksen nykyisen strategian (2017–2021) mukaisesti tavoitteena on lisätä, täydentää ja tarkentaa saatavilla olevaa vertailutietoa erityisesti Suomen työeläkejärjestelmän näkökulmasta. Sijoitustuottojen vertaaminen on siten osa laajempaa ETK:ssa toteutettavaa sijoitustoiminnan tietotuotantoa, jolla avataan sijoitustoiminnan roolia rahoituksen yhtenä keskeisenä osana.

Työeläkesijoittajat jaettu kahteen ryhmään

Etk.fi:ssä julkaistava vertailu kattaa 23 työeläketoimijaa Pohjoismaista, Hollannista ja Pohjois-Amerikasta. Vertailuun on valittu kattavuudeltaan ja sijoitusvarallisuudeltaan keskeisiä toimijoita kunkin maan eläkejärjestelmästä.

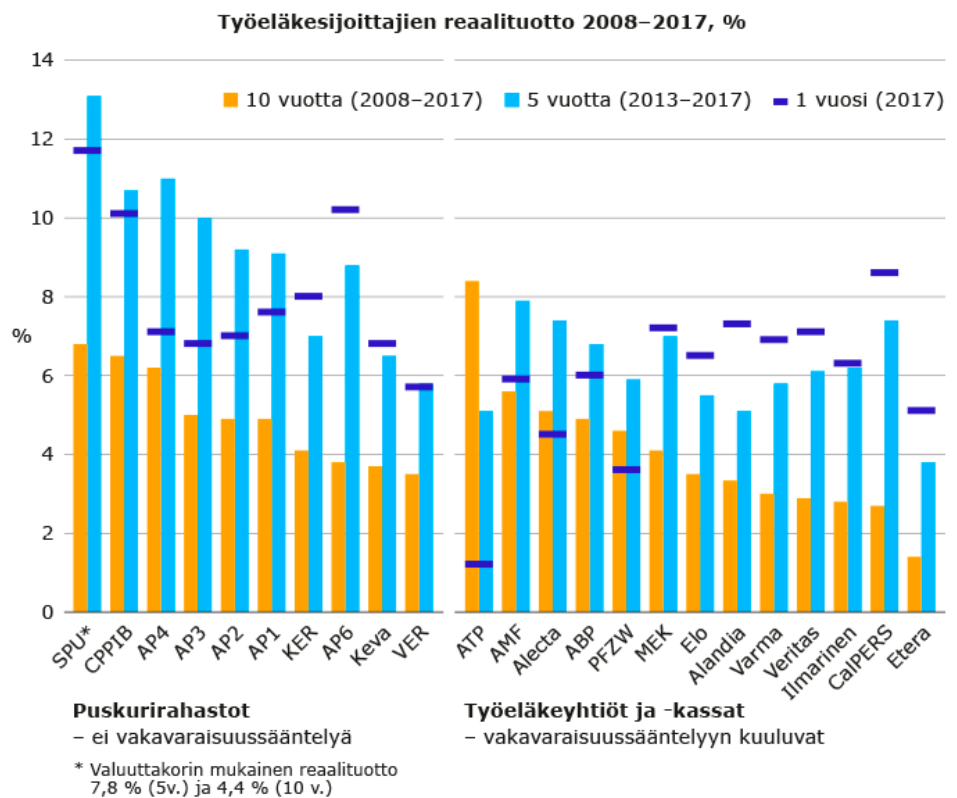
Työeläkesijoittajat on jaettu riskinottomahdollisuuksien mukaan kahteen ryhmään: vakavaraisuuslainsäätelystä vapaat toimijat ja vakavaraisuussäätelyn piirissä olevat toimijat. Ensimmäiseen ryhmään kuuluvat Ruotsin lakisääteiset puskurirahastot (**AP1–AP6**), Kanadan lakisääteinen työeläkerahasto (**CPPIB**) ja Norjan Valtion kansainvälinen eläkerahasto (**SPU**). Suomesta ryhmään kuuluvat **Keva**, Valtion Eläkerahasto (**VER**) ja Kirkon eläkerahasto (**KER**).

Toisen ryhmän muodostavat Kalifornian osavaltion henkilöstön eläkerahasto (**CalPERS**), Hollannin julkisen sektorin työeläkerahasto **ABP** ja terveydenhoidon eläkerahasto **PFZW**, Ruotsin työmarkkinaeläkeyhtiöt **Alecta** ja **AMF**, Tanskan **ATP**-työeläkerahasto sekä Suomen työeläkeyhtiöt (**Elo**, **Etera**, **Ilmarinen**, **Pensions-Alandia**, **Varma**, **Veritas**) ja Merimiesten eläkekassa (**MEK**).

Nyt julkaistavassa vertailussa sijoitustuottoja tarkastellaan yhden, viiden ja kymmenen vuoden tarkastelujaksoilla vuosina 2008–2017. Lisäksi vertailu sisältää aikasarjan eläkevarojen määrästä ja sijoitusjakauman viimeiseltä vuodelta. Tiedot päivitetään vuosittain.

2 Työeläkesijoittajien reaalituotto

Tuotot on kerätty ensisijaisesti toimijoiden vuosikertomuksista. Tuottojen mittaamiseen on käytetty aika-painotettua (TWR, Time-Weighted Return) kulujen jälkeistä nettotuottoa ja ne on esitetty kansallisessa valuutassa. Pidemmän aikavälin keskimääräiset tuotot on laskettu vuosituottojen geometrisena keskiarvona. Reaalituoton laskennassa on käytetty OECD.Stat:n kuluttajahintaindeksin (CPI) sijoitusvuoden keskiarvoa.



Tuottovertailu suomalaisten eläkevakuuttajien ja selvityksessä mukana olevien yksittäisten suurten ulkomaisten eläkelaitosten kesken osoittaa, että vuonna 2017 suomalaiset työeläkevakuuttajat ylsivät hyvin reaalituottoihin ylittäen pitkän aikavälin tuotot. Viiden ja kymmenen vuoden tarkastelujaksolla tuotot jäivät vielä ryhmän ulkomaisista toimijoista.

Suunnitteluosasto

28.8.2019

ATP paras 10 vuoden ajanjaksolla

Koko vertailun suurimmat reaalityötöt (8,4 %) kymmenen vuoden ajanjaksolla keräsi tanskalainen ATP. Maan suurin työeläkerahasto eroaa merkittävästi vertailun muista toimijoista korkosijoituksia painottavalla allokaatiolla. Salkku toimi erityisen hyvin vuoden 2008 finanssikriisissä, jolloin kaikilla muilla toimijoilla tuotto oli vahvasti negatiivinen. Viime vuosina ATP:n tuotot ovat olleet merkittävästi muita heikompia. Tässä vertailussa ATP:n tuotto on Finanssivalvontaviranomaisen laskentasääntöjen mukaisesti laskettu suhteessa ATP:n sijoitus- ja suojaussalkun kokonaisvarallisuuden määrään. Tämä vastaa muiden toimijoiden tuottolaskentatapa. ATP itse ilmoittaa ensisijaisesti vain sijoitussalkun vuosituotot.

Viimeiset viisi vuotta tuottaneet hyvin

Viiden vuoden tuotot ovat kaikilla toimijoilla selvästi kymmenen vuoden tuottoja korkeampia. Taustalla on finanssikriisin ja eurokriisin jääminen pois vertailujaksosta. Norjan valtion kansainvälisen eläkerahaston (SPU) reaalityotto oli jaksolla korkein (13,1 %). Norja hyötyy vertailussa kruunun heikentymisestä kyseisellä ajanjaksolla, sillä sijoitusten maantieteellisen jakauman mukaisen valuuttakorin tuotto oli 7,8 prosenttia. SPU:n on sääntöjen mukaan sijoitettava kaikki varansa ulkomaille.

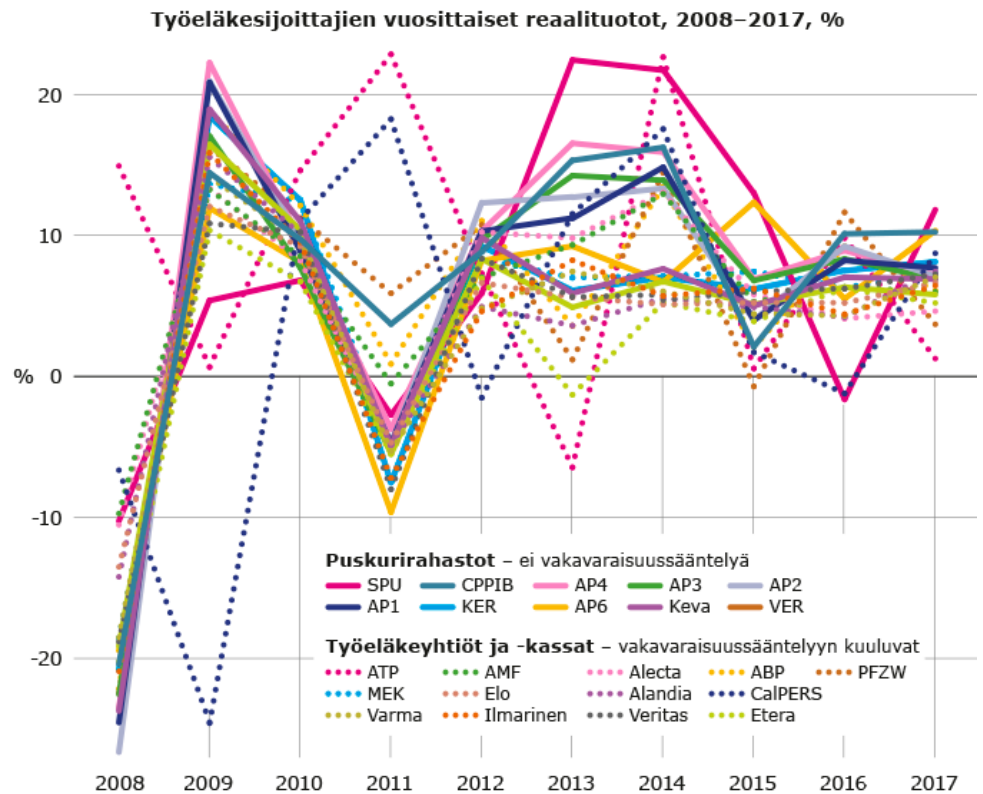
Puskurirahastojen ja vakavaraisuussäätelyn alaisten toimijoiden tuottoerot viimeisen 10 vuoden ajalta jäävät pieniksi. Osakkeet ovat tuottaneet hyvin erityisesti viimeisen viiden vuoden aikana, mikä näkyy toimijaryhmien kasvaneena erona puskurirahastojen suuremmasta osakepainosta johtuen.

3 Työeläkesijoittajien vuosittaiset reaalityöt

Työeläkesijoittajien vuosittaiset reaalityöt antavat kuvan isosta vuosittaisesta vaihtelusta. Vertailujakson alussa, vuonna 2008 tapahtunut finanssikriisi ja sen jälkeinen nopea toipuminen näkyvät hyvin. Tätä seurasi eurokriisi vuonna 2011, jonka jälkeen tuotot ovat tasaantuneet.

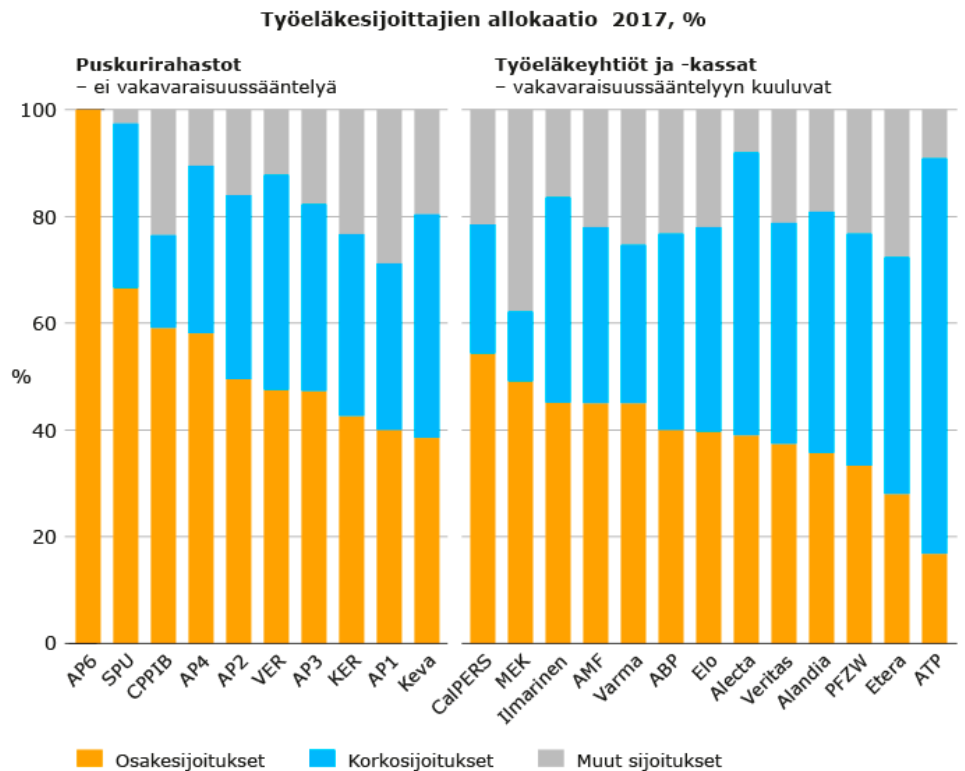
Tanskan ATP:n tuottohistoria on vastasyklisempää kuin muiden. Myös tuottojen vaihteluväli on vertailujoukon kapeammasta päästä, joka selittää ATP:n menestystä viimeisellä kymmenellä vuodella.

CalPERSin muista poikkeava kehitys selittyy pitkälti raportointitekniikasta, jossa kalenterivuoden sijaan käytetään tilikautta, joka päättyy seuraavan vuoden kesäkuun lopussa. Esimerkiksi vuoden 2008 finanssikriisi näkyy kuviossa vuoden 2009 tuotossa.



4 Työeläkesijoittajien allokaatio

Toimijoiden sijoitusvarallisuus on vertailussa jaoteltu kolmeen eri lajiin: osakkeisiin, korkosijoituksiin sekä muihin sijoitusinstrumentteihin. Jako on verrattain kärkeä, mutta se mahdollistaa toimijoiden vertailtavuuden paremmin kuin omien allokaatiojakojen käyttäminen, joissa monet toimijat ovat siirtyneet viime vuosina yhä moniulotteisempaan luokitteluun.



Lähde: Eläketurvakeskus

Vuonna 2017 allokaatioiden osakepainot vaihtelevat AP6-rahaston 100 prosentista ATP:n vajaaseen 17 prosenttiin. Puskurirahastoilla on keskimäärin korkeammat osakepainot (55 %) kuin vakavaraisuussäätelyyn kuuluvilla toimijoilla (39 %). Osakekategoria sisältää myös noteeraamattomat osakkeet.

Korkosijoitusten osuus sijoitusallokaatioissa on puolestaan korkein ATP:lla (74 %) ja matalin MEK:lla (13 %). Keskimääräinen korkosijoitusten osuus oli vakavaraisuussäätelyyn kuuluvilla toimijoilla 40 prosenttia ja puskurirahastoilla 30 prosenttia. Korkosijoituksiin on laskettu mukaan sekä valtioiden että yritysten velkakirjat ja muut kiinteätuottoiset sijoitukset.

Muut-kategorian merkittävimpiä sijoituslajeja ovat kiinteistöinvestitukset, raaka-aineet, infrastruktuurisijoitukset sekä hedge-rahastot.

Suunnitteluosasto

28.8.2019

Osakepaino ei korreloi suoraan riskin kanssa

Sijoitusallokaatioita tarkastellessa on hyvä huomioida, että osakepaino ei suoraan korreloi rahaston ottaman riskin kanssa. Osakesijoituksissa on vaihtelua riippuen julkisesti noteerattujen ja noteeraamattomien osakkeiden osuuksista. Myös korkosijoitukset voivat olla suuririskillisiä yritysten velkakirjoja tai heikon luottoluokituksen valtion velkakirjoja. Vertailussa ei ole kuitenkaan tarkasteltu omaisuuslajien riskieroja. Korkosijoitusten herkkyyttä korkotason muutoksille kuvaavaa duraatiota ei ole saatavissa kaikkien toimijoiden osalta. Näin ollen korkosijoitusten riskiä tältä osin ei ole myöskään raportoitu.

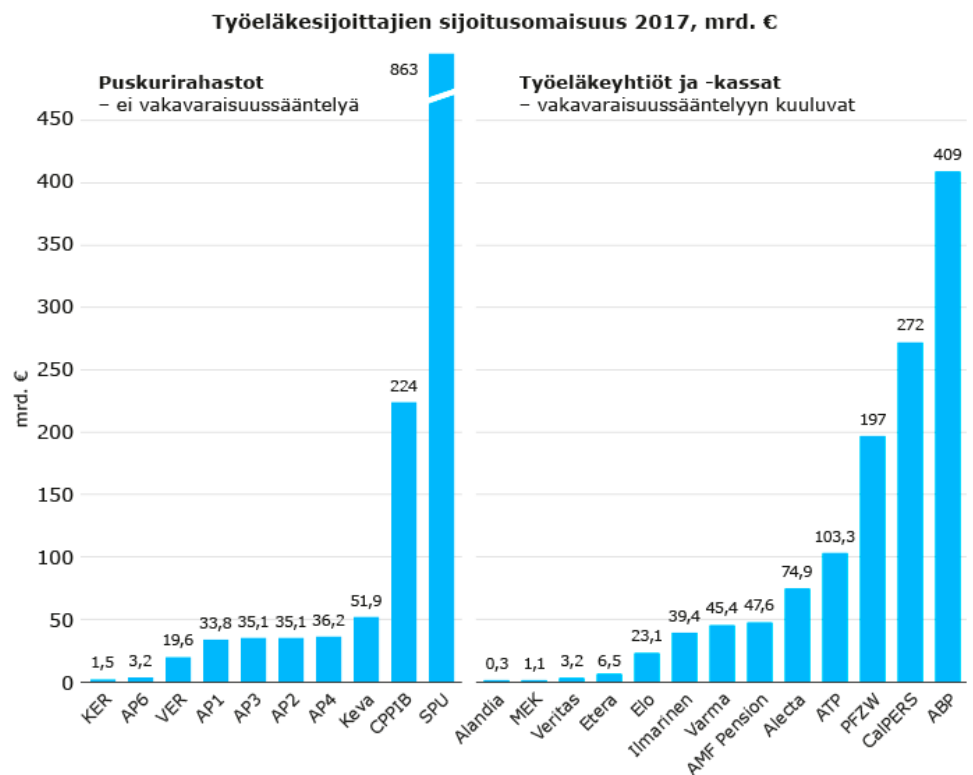
5 Työeläkesijoittajien sijoitusomaisuus

Toimijoiden varallisuuseroja selittävät muun muassa järjestelmien erot rahastointitekniikassa sekä niiden väliset kokoerot vakuutettujen ja eläkkeensaajien lukumäärissä. Esimerkiksi Suomessa työeläkejärjestelmä on osittain rahastoiva ja toimeenpano on hajautettu useille eri toimijoille. Ruotsissa lakisääteinen eläkejärjestelmä on myös osittain rahastoitu ja puskurirahasto on hajautettu usealle toimijalle (AP1–AP6). Näin yksittäisen toimijan koko jää verraten pieneksi. Työmarkkinaeläkkeet ovat täysin rahastoituja, mutta niiden rooli on lakisääteistä työeläkettä täydentävä.

Hollannissa työmarkkinaeläketurva on myös hajautettu, mutta se on täysin rahastoiva ja tarjoaa käytännössä koko ansiosidonnaisen eläkkeen, mikä heijastuu maan merkittävänä eläkevarallisuuden määränä. Vaikka työeläke-toimijoita on paljon, ovat varat keskittyneet suurempiin toimijoihin, joista ABP ja PFZW ovat kaksi suurinta.

Norjassa (SPU) ja Kanadassa (CPPIB) puskurirahastot vastaavat keskitetysti lakisääteisen työeläkejärjestelmän rahastoinnista. Norjan rahasto on maailman toiseksi suurin, ja se on selvästi myös tämän vertailun suurin toimija.

Eläkevarat on muunnettu euromääräiseksi tilikauden viimeisen päivän kurssilla.



6 Työeläkesijoittajat toimivat erilaisissa toimintaympäristöissä – vertailun reunaehdot

Vertailun kannalta on oleellista miltä ajanjaksolta tuottovertailuja tehdään. Esimerkiksi nyt vertailujaksoon osunut poikkeuksellisen haastava finanssikriisi vaikuttaa vertailun lopputulokseen merkittävästi. On myös syytä huomata, että mukaan on otettu markkinoilla jo vakiintuneita isoja toimijoita. Tämä on omiaan tuomaan vertailuun hyvin menestyneitä työeläkesijoittajia.

Tässä vertailussa tuotot on ilmaistu kansallisessa valuutassa, koska eläkkeetkin maksetaan kansallisessa valuutassa. Kansallisen valuutan muutos suhteessa toisen maan valuttaan vaikuttaa lopputulokseen riippuen ulkomaan sijoitusten osuudesta. Esimerkiksi Norjan kruunun heikkeneminen suhteessa SPU:n sijoitusten valuuttakoriin on nostanut kruunumääräistä tuottoa merkittävästi sekä viiden että 10 vuoden tarkastelujaksoilla.

Tuottoihin vaikuttaa lisäksi millä alueella työeläkesijoittajat toimivat. Tyypillisesti sijoittajat painottavat kotimarkkinoitaan. SPU muodostaa tästä poikkeuksen. Euroalueella mukaan lukien Suomessa osakkeiden kehitys on ollut tarkastelujaksolla selvästi vaatimattomampaa kuin Yhdysvalloissa. Myös korkotaso on Yhdysvalloissa korkeampi kuin euroalueella.

Työeläkesijoittajat on jaettu vakavaraisuussäätelyn alaisiin ja muihin toimijoihin. On kuitenkin huomioitava, että vakavaraisuussäätelyn ulkopuolisilla toimijoilla on myös omat sijoitustoimintaa rajoittavat säännöt, jotka vaihtelevat sekä eri maiden että toimijoiden välillä.

Edellä mainituista syistä johtuen tämän vertailun perusteella ei voida tehdä suoria johtopäätöksiä sijoitustoiminnan onnistumisesta. Vertailu kertoo eri toimijoiden toteutuneen tuottohistorian sisältäen kaikki tuottoihin vaikuttavat tekijät. Parhaimmillaan se tarjoaa hyödyllistä tietopohjaa eläkesijoittamisesta laajentamalla näkökulmaa Suomen ulkopuolelle.

Työeläkesijoittajat toimivat erilaisissa toimintaympäristöissä

Sijoitustuottovertailun reunaehdot

- **Vertailujakson lähtövuosi ja pituus vaikuttavat tulokseen**
 - Vuosittaiset tuottovaihtelut ovat suuria
 - Pidemmänkin aikavälin keskituotot riippuvat valitusta ajankohdasta
 - **Valuutta-alue ja -kurssin vaihtelut tuovat eroja tuloksiin**
 - Tuotot ilmaistu kansallisessa valuutassa eli samassa, jossa eläkkeet maksetaan
 - Reaalituotto antaa vertailukelpoisemman kuvan poistamalla inflaation
 - **Vakavaraisuussäätely ja muu sijoitustoiminnan riskiä rajoittava säätely asettaa reunaehdot sijoitustoiminnalle**
- » kaikki nämä asiat vaikuttavat vertailun lopputulokseen

Suunnitteluosasto

28.8.2019

Liite Eläkesijoittajien esittely lyhyesti

Alankomaat (ABP ja PFZW)

Alankomaissa eläketurva rakentuu kansaneläkkeen ja työmarkkinaeläkkeiden pohjalle. Perustan muodostaa asumisperusteinen kansaneläke (AOW). Ansiosidonnainen eläketurva muodostuu työmarkkinoilla sovittavasta kollektiivisesta lisäeläketurvasta. Lisäeläkkeet ovat täysin rahastoituja, ja ne kattavat noin 90 prosenttia palkansaajista. Lisäeläketurva on pääsääntöisesti etuusperusteista, ja se on järjestetty useimmiten suurissa alakohtaisissa rahastoissa.

ABP

[ABP \(Stichting Pensioenfonds ABP\)](#) on vuonna 1922 perustettu julkisen sektorin ja opetushenkilöstön eläkerahasto, jossa oli vuoden 2017 lopussa aktiivivakuutettuja 1,1 miljoonaa henkilöä ja eläkkeensaajia 0,95 miljoonaa. ABP myöntää etuusperusteisia vanhuus-, työkyvyttömyys- sekä perhe-eläkkeitä.

ABP on Hollannin suurin eläkerahasto. Sen osuus koko eläkerahastosektorin varallisuudesta on noin 30 prosenttia.

PFZW

[PFZW \(Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn\)](#) on vuonna 1969 perustettu terveydenhoitosektorin eläkerahasto, jossa oli vuoden 2017 lopussa aktiivivakuutettuja 1,2 miljoonaa henkilöä ja eläkkeensaajia 0,44 miljoonaa. PFZW myöntää etuusperusteisia vanhuus-, työkyvyttömyys- sekä perhe-eläkkeitä.

PFZW on Hollannin toiseksi suurin eläkerahasto. Sen osuus koko eläkerahastosektorin varallisuudesta on noin 15 prosenttia.

Sijoitussäätely

Kollektiivista lisäeläketurvaa säädellään pääasiassa eläkelain (Pensioenwet) kautta. Sen mukaan lisäeläkkeet on täysin rahastoituja, mutta sijoituksiin liittyviä suoria määrällisiä sääntöjä tai rajoitteita on verrattain vähän. Sääntelyn perustana on suurelta osin varovaisuusperiaate (Prudent Person Principle), joka perustuu laadullisiin kriteereihin. Merkittävä osa sijoitussäätelyä on myös riskiperusteinen vakavaraisuuskehikko (financieel toetsingskader – FTK), jolla pyritään takaamaan eläkevastuiden täysi rahastointi liittämällä tarvittava varallisuuden määrä rahaston kohtaamiin tai ottamiin riskeihin.

FTK-säädösten mukaisesti eläkerahastojen varat ja vastuut tulee arvioida markkinaperusteisesti. Vastuuvelka lasketaan sekä markkinakorkokäyrän (euro swap curve) että laskennallisen UFR-koron perusteella. Alle 20 vuoden maturiteeteilla käytetään markkinakorkokäyrää ja yli 20 vuoden maturiteeteilla UFR-koron ja markkinakorkojen painotettuja keskiarvoja, jossa UFR-koron paino nousee pidemmällä maturiteeteilla. UFR-korkona käytetään 120 kuukauden liukuvaa keskiarvoa 20 vuoden forward rate -korosta.

Suunnitteluosasto

28.8.2019

Eläkerahastoilla tulee olla 97,5 prosentin todennäköisyydellä riittävästi varoja kattaakseen vuoden indeksoimaton vastuovelka. Mitä riskipitoisempia sijoituksia rahastolla on, sitä enemmän tulee varoja olla suhteessa vastuuelkaan. Vakavaraisuusvaatimus asettuu useimmilla rahastoilla 120-130 prosentin välille. Jos vakavaraisuus jää alle 110 prosentin, rahastot eivät saa indeksoida etuuksia. Rahaston tulee leikata eläkkeitä, jos vakavaraisuus jää alle 105 prosentin viitenä perättäisenä vuonna.

Viime vuosina rahastointiasteet ovat jääneet alle indeksointirajan. Suurin syy on ollut erittäin matalalle painunut korkotaso. Korko yhdessä elinajanodotteen nousun kanssa on kasvattanut vastuiden määrää. ABP:n rahastointiaste oli vuoden 2018 syyskuun lopussa 104,7 prosenttia ja indeksitarkistus tehtiin edellisen kerran vuonna 2010 (0,28 %). PFZW:n rahastointiaste oli 101,5 prosenttia ja eläkkeitä tarkistettiin edellisen kerran vuonna 2014 (0,94 %).

Kanada (CPPIB)

Kanadan lakisääteinen eläketurva koostuu työeläkejärjestelmästä (Canada Pension Plan, CPP) sekä kansaneläkejärjestelmästä (Old Age Security, OAS). CPP-järjestelmä rahoitetaan eläkemaksuilla ja rahastoinnilla, OAS rahoitetaan verovaroilla.

Työmarkkinoilla sovituilla sekä yksilöllisillä lisäeläkejärjestelyillä on verrattain merkittävä asema kokonaiseläkkeen muodostumisessa, koska lakisääteisten järjestelmien etuuskien tasot ovat kohtalaisen matalia ja rajoitettuja.

CPPIB

CPP-työeläkevarojen sijoittamisesta huolehtii [Canada Pension Plan Investment Board \(CPPIB\)](#). Rahasto perustettiin vuonna 1997 ja sen tehtävänä on turvata työeläkejärjestelmän pitkän aikavälin kestävyys. Rahastoon on siirretty työeläkemaksuista etuusmenojen ylittävä osuus. CPPIB on suuntautunut vahvasti osakesijoittamiseen heti toimintansa alkuvuosilta lähtien.

Vuoden 2018 maaliskuun lopussa CPPIB:n arvo oli noin 224 miljardia euroa (356 mrd. CAD). Sijoitusvarallisuudeltaan se on maailman kahdeksanneksi suurin eläkerahasto ja suhteessa BKT:hen rahaston koko on noin 20 prosenttia.

Sijoitussäätely

CPPIB:n sijoitustoiminta perustuu lakiin (Canada Pension Plan Investment Board Act), jonka mukaisesti CPPIB:n tehtävänä on

- hallinnoida varoja eläkemaksujen maksajien ja edunsaajien etujen suhteen parhaalla mahdollisella tavalla
- maksimoida pitkän aikavälin tuotto ilman liiallista riskin ottamista ja ottaen huomioon tekijät, jotka vaikuttavat CPP-järjestelmän rahoitukseen ja etujen maksamiseen.
- tukea CPP-järjestelmää etuuskien rahoittamisessa.

Suunnitteluosasto

28.8.2019

CPPIB sijoittaa varovaisuusperiaatetta (prudent person principle) käyttäen, mutta laissa määriteltyjen tehtävien toteuttamiseksi CPPIB:n hallitus määrittelee tarkemmat sijoitustoiminnan ohjeet ja linjaukset sijoitusselvityksessä (Investment Statement).

Selvityksen mukaan sijoitussalkussa (Investment Portfolio) otetun riskin tulee noudattaa referenssisalkussa määriteltyä riskitasoa. Referenssisalkku heijastaa myös sijoitustoiminnan odotettua vähimmäistuottoa. Referenssisalkun allokaatio on seuraava:

- 85 prosenttia osakkeita (Global public large/mid cap equity (including Canada and emerging markets))
- 15 prosenttia korkosijoituksia (Canadian Federal and Provincial Governments Nominal Bonds).

Referenssisalkun odotettu reaalituotto on vähintään 3,9 prosenttia. Sijoitussalkun tuottotavoite on tätä korkeampi johtuen aktiivisesta salkun hoidosta ja tehokkaammasta hajautuksesta.

Sijoitussalkku tulee sijoittaa suurelta osin Kanadan ulkopuolelle, vaikkakin korkopapereiden tulee olla pääosin kanadalaisia. Suuresta ulkomaapainosta johtuvaa valuuttariskiä suhteessa Kanadan dollariin ei pääosin suojata. Tällä tavoitellaan riskin hajautusta suhteessa Kanadan dollariin ja sitä kautta öljyn sekä muiden hyödykehintojen suhteen.

Norja (SPU)

Norjan eläkejärjestelmän perustan muodostaa kansanvakuutusjärjestelmä (folketrygden), josta maksetaan asumisperusteisia peruseläkkeitä ja työeläkkeitä. Työmarkkinaeläkkeet (tjenstepensjonsordninger) tulivat pakollisiksi vuonna 2006 ja nykyisin ne kattavat lähes koko työvoiman. Eläketurvaa täydentää noin puolet yksityisen sektorin ja lähes kaikki julkisen sektorin työntekijät kattava AFP-lisäeläkejärjestelmä.

Valtion kansainvälinen eläkerahasto

Pääosan Norjan merkittävistä eläkevaroista muodostaa kansanvakuutusjärjestelmän rahoitukseen osallistuva [Valtion kansainvälinen eläkerahasto \(Statens pensjonsfond utland – SPU\)](#). Rahastoon tehtiin ensimmäinen siirto vuonna 1996 (silloinen öljyrahasto), ja nykyisin varoja on n. 240 prosenttia BKT:hen suhteutettuna (v. 2016).

Tavallisista eläkerahastoista poiketen SPU:n varoja käytetään yleisesti valtion budjetin katteena. Rahaston tulot muodostuvat eläkemaksujen sijaan öljyteollisuudesta tulevista rahavirroista. Öljyteollisuuden maksamat verot, valtion öljymyyntitu-

Suunnitteluosasto

28.8.2019

lot sekä valtio-omisteisen Statoilin voitot siirretään rahastoon, josta tasapainotetaan valtionbudjetin alijäämää.

Rahastosta budjettiin siirrettävä määrä saa olla pitkällä ajalla enintään 3 prosenttia rahaston arvosta. Tason on arvioitu heijastavan rahaston arvioitua keskimääräistä pitkän ajan reaalityttöä ja riittävän siten kattamaan budjetin alijäämän myös tulevaisuudessa öljytulojen ehtyessä ilman, että rahaston pääomaan tarvitsee kajota.

Kansanvakuutusjärjestelmän eläkkeiden rahoitus perustuu pääosin yleiseen sosiaalivakuutusmaksuun, jolla rahoitetaan myös muita kansanvakuutuksen sosiaalietuuksia. Kerätyt maksut kattavat karkeasti noin kaksi kolmasosaa sosiaalivakuutusmenoista, ja noin kolmasosa rahoitetaan valtion budjettirahoituksen ja siten käytännössä eläkerahastosta siirrettyjen varojen kautta.

Sijoitussäätely

SPU:lla ei ole vakavaraisuussäännöstöä eikä sillä ole eksplisiittistä eläkevastuuta, mutta sijoitustoiminta on kuitenkin vahvasti säädeltyä. Sijoitussäätelystä vastaa valtiovarainministeriö ja sen antama sijoitusmandaatti. Pääsääntö on, että varat tulee sijoittaa Norjan ulkopuolelle. Käytännössä sijoitukset norjalaisten yhtiöiden osakkeisiin, norjalaisiin kiinteistöihin tai velkakirjoihin ovat kiellettyjä.

Rahasto voi sijoittaa ulkomaisiin listattuihin osakkeisiin ja korkopapereihin sekä myös listaamattomiin, jos kyseisen yhtiön hallitus on asettanut tavoitteeksi pörssi-listautumisen. Vuodesta 2010 lähtien kiinteistösiijoitukset ovat olleet mahdollisia. Johdannaisia voi olla vain, jos ne ovat sidoksissa muihin sijoituksiin. Sijoitussäädöksissä kielletään korkosijoitukset maihin, joihin kohdistuu merkittäviä talouspakotteita. Rahasto ei voi myöskään sijoittaa listaamattomaan infrastruktuuriin.

Sijoitusmandaatin mukaan osakkeiden osuus tulee olla 50–80 prosenttia kokonaissijoituksista. Korkosijoitukset voivat olla 20–50 prosenttia ja listaamattomat kiinteistösiijoitukset enintään 7 prosenttia kokonaissijoituksista. Luottoriskin rajoittamiseksi BBB- kategoriaa riskillisempiä korkosijoituksia voi olla enintään 5 prosenttia kaikista korkosijoituksista. Rahasto ei voi myöskään omistaa 10 prosenttia enempää pörssinoteeratun yhtiön äänestyskelpoisista osakkeista.

Rahaston sijoitusportfolion tulee olla organisoitu niin, että tuoton vuotuinen odotettu keskihajonta suhteessa vertailuindeksiin (expected tracking error) on enintään 1,25 prosenttiyksikköä. Vertailuindeksinä käytetään FTSE- ja Bloomberg Barclays -indekseistä johdettua strategista benchmark-indeksiä, jossa osakepaino on 62,5 prosenttia ja korkosijoitusten 37,5 prosenttia. Valtiovarainministeriö on päättänyt kuitenkin nostaa vertailuindeksin osakepainoa vähitellen 70 prosenttiin.

Suunnitteluosasto

28.8.2019

Ruotsi (AP-rahastot, Alecta ja AMF)

Ruotsissa lakisääteisen työeläkejärjestelmän vanhuuseläke jakaantuu kahteen osaan: jakojärjestelmärahoitteiseen ansioeläkkeeseen (inkomstpension) ja täysin rahastoituun yksilöllisiin eläketileihin perustuvaan rahastoeläkkeeseen (premiepension). Puskurirahastot osallistuvat ansioeläkkeen rahoittamiseen.

Lakisääteistä eläkettä täydentävät työmarkkinaeläkkeet, jotka kattavat noin 90 prosenttia palkansaaajista. Työmarkkinaeläkkeiden hallinto on hajautettu yksityisille yhtiöille, säätiöille, kassoille tai ne on järjestetty kirjanpidollisin varauksin. Työmarkkinaeläkkeiden kokonaismaksutulosta kolme neljäsosaa hoidetaan henkivakuutusyhtiöissä.

Ruotsin lakisääteisen työeläkejärjestelmän AP-puskurirahastot

Ansioeläkkeen rahastointi on hajautettu viidelle valtio-omisteiselle rahastolle. Vanhuuseläkemaksut ohjautuvat näistä neljään ensimmäiseen rahastoon: ensimmäiseen ([Första AP-fonden](#)), toiseen ([Andra AP-fonden](#)), kolmanteen ([Tredje AP-fonden](#)) ja neljänteen AP-rahastoon ([Fjärde AP-fonden](#)). Kuudes AP-rahasto ([Sjätte AP-fonden](#)) toimii ns. suljettuna rahastona, koska rahavirtaa sen ja eläkejärjestelmän välillä ei ole. Se on myös rahastoista selvästi pienin.

Yhteenlasketut eläkevarat vastaavat noin 30 prosenttia BKT:sta. Rahastoihin on ohjattu eläkemenon ylittävä osuus maksutuloista työeläkejärjestelmän voimaantulosta lähtien (v. 1960).

Lisäksi on olemassa vielä valtion omistama seitsemäs AP-rahasto (Sjunde AP-fonden), jonka keskeisenä tehtävä on hallinnoida tämän vertailun ulkopuolelle jäävän yksilöllisen rahastoeläkejärjestelmän oletusrahastoa.

Henkivakuutusyhtiöt Alecta ja AMF

Alecta ja AMF ovat kaksi suurinta työmarkkinaeläkeyhtiötä. [Alecta](#) hallinnoi lähtökohtaisesti yksityisen sektorin toimihenkilöiden työmarkkinaeläketurvaa (ITP) ja [AMF](#) vastaavasti palkansaaajajärjestö LO:n sopimaa työmarkkinaeläketurvaa (SAF-LO). Molemmissa järjestelyissä palkansaaaja voi valita eläkerahojensa hoitajan ja haluamansa riskitason valitsemalla joko perinteisen eläkevakuutuksen tai rahastoeläkevakuutuksen. Perinteisessä eläkevakuutuksessa luvataan takuutuotto – rahastoeläkkeessä ei. ITP-järjestelmässä puolet maksusta on joka tapauksessa sijoitettava perinteiseen eläkevakuutukseen. Mikäli vakuutettu ei tee valintaa, järjestetään eläke näissä yhtiöissä perinteisenä eläkevakuutuksena.

Suunnitteluosasto

28.8.2019

SAF-LO:ssa eläke on määräytynyt maksuperusteisesti vuodesta 1996 ja ITP:ssä (ITP 1) vuodesta 2007 lähtien. Alecta hallinnoi siirtymäkauden ajan etuusperusteista eläketurvaa (ns. ITP 2) ellei työnantaja järjestä vakuutusta säätiössä tai kirjanpidollisena varauksena.

Sijoitussäätely

Puskurirahastojen sijoitustoiminnasta on säädetty lailla ja ensimmäistä neljää AP-rahastoa sitovat yhtenäiset sijoitussäännöt. Kuudes AP-rahasto toimii riskipääomasijoittajana ja sen sijoitussäännöt on kirjattu omaan lakiin.

Nykyinen AP-rahastojen toimintaa ohjaava laki tuli voimaan vuonna 2001 vanhuuseläkeuudistuksen yhteydessä. Laissa määritellään sijoitustoimintaa ohjaavat määrälliset rajoitteet. Vuonna 2019 voimaan tulevassa lakiuudistuksessa sijoitusten määrällisiä rajoitteita vähennetään muun muassa vähentämällä vaatimusta matlan luotto- ja likviditeettiriskin korkopapereiden vähimmäisosuudesta (30 %:sta 20 %:iin) ja sallimalla enemmän vapauksia noteeraamattomiin osakkeisiin.

Rahastot toimivat oikeudellisesti itsenäisessä asemassa, ja niillä on oma sijoitus- ja omistajapolitiikkansa ja riskienhallintasuunnitelmansa. AP-rahastot ovat velvollisia laatimaan vuosikertomuksen maan hallitukselle. Hallitus antaa puolestaan vuosittain parlamentille yhteenvedon rahastojen vuosikertomusten perusteella ja laatii arvioinnin rahastojen hoidosta. Rahastot ovat asettaneet sijoitustoiminnalleen 4–4,5 prosentin reaalityöttötavoitteen.

Alecta ja AMF tekevät sijoituksensa varovaisuusperiaatetta noudattaen. Finanssivalvontavirasto (Finansinspektionen) käyttää vakavaraisuuden arvioinnissa kansallista mallia, joka noudattaa Solvenssi II:n periaatteita.

Suomi (Alandia, Elo, Etera, Ilmarinen, MEK, Varma, Veritas, KER, Keva, VER)

Työeläkejärjestelmä on etuusperusteinen ja osittain rahastoiva.

Työeläkejärjestelmän erityispiirteenä on lakisääteisten työeläkkeiden toimeenpanton hajauttaminen useille toimijoille. Lakisääteistä työeläketurvaa hoidetaan yksityisen puolen työeläkevakuutusyhtiöissä, erityiseläkelaitoksissa, eläkesäätiöissä ja -kassoissa sekä julkisen puolen eläkelaitoksissa.

Vertailu sisältää yksityiseltä puolelta työeläkeyhtiöt ja Merimieseläkekassan (MEK) sekä julkiselta puolelta Kevan, Valtion Eläkerahaston (VER) ja Kirkon eläkerahaston (KER).

Eläkelaitosten sijoitustoimintaa ohjaava yleinen periaate on, että eläkevarat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti. Julkisalojen eläkejärjestelmälle ei ole määriteltä yksityisalojen tapaan katettavia eläkevastuita, vaan kyseessä on puskurirahasto, jota ei sido vakavaraisuutta koskevat säännökset.

Suunnitteluosasto

28.8.2019

Yksityisalojen työeläkejärjestelmä on sen alkuvaiheista alkaen eli vuodesta 1962 lähtien ollut osittain rahastoiva. Julkisten alojen eläkejärjestelmässä rahastointi aloitettiin kuntapuolella vuonna 1988 ja valtiolla vuonna 1990.

Työeläkeyhtiöt ja MEK

Työeläkevakuutusyhtiöt [Elo](#), Etera (1.1.2018 alkaen Ilmarinen), [Ilmarinen](#), [Pensions Alandia](#), [Varma](#) sekä [Veritas](#) hoitavat yksityisten alojen työntekijöiden ja yrittäjien työeläketurvaa. [Merimieseläkekassa \(MEK\)](#) huolehtii merenkulkijoiden lakisääteisestä työeläketurvasta.

Työeläkeyhtiöissä on vakuutettuja noin 1,8 miljoonaa, kaikkiaan noin 70 prosenttia kaikista työeläkevakuutetuista. MEK:ssa oli runsas 7 300 merenkulkijaa ja 8 300 eläkkeensaajaa vuonna 2017.

Yksityisalojen palkansaajien eläkelakien eli TyEL:n ja MEL:n mukaisista tulevista eläkkeistä osa on ennalta rahastoitu ja loppuosa kyseisistä eläkkeistä rahoitetaan eläkemaksuilla jakojärjestelmäperiaatteen mukaan.

Puskurirahastot Keva, KER ja VER

[Keva](#) on Suomen suurin työeläkevarojen sijoittaja. Se vastaa kunta-alan henkilöstön eläkkeiden rahoituksesta ja eläkevarojen sijoittamisesta. Keva pyrkii tukemaan sijoitustoiminnallaan ennustettavan ja vakaan eläkemaksun tasoa pitkälle tulevaisuuteen.

[Valtion Eläkerahasto \(VER\)](#) siirtää valtion eläkerahastosta annetun lain mukaan 40 prosenttia vuotuisesta valtion eläkemenosta valtion budjettiin. Ne varat, joita ei siirretä, jäävät rahastoon. Vuonna 2013 VER:n varojen siirto valtiolle ylitti ensimmäistä kertaa rahaston saaman eläkemaksutulon määrän. Valtion Eläkerahasto pyrkii 25 prosentin rahastointiasteeseen pitkällä aikavälillä.

[Kirkon eläkerahasto \(KER\)](#) vastaa evankelis-luterilaisen kirkon työntekijöiden eläketurvan puskurirahastosta. Sen tehtävänä on turvata kirkon työntekijöiden eläkkeiden maksaminen ja tasata seurakuntien eläkemaksun kehitystä tulevaisuudessa. Vuodesta 2016 lähtien eläkerahastosta on maksettu ulos enemmän eläkkeitä kuin eläkemaksuja on kertynyt rahastoon, joten osa eläkkeistä rahoitetaan eläkerahaston sijoitustuotoilla.

Sääntely

Suomen työeläkejärjestelmään ei sovelleta henkivakuutusdirektiiviä eikä henkivakuutusyhtiöiden vakavaraisuussääntelyä koskevaa ns. Solvenssi-direktiiviä.

Suomen yksityisalojen eläkelaitoksia sitovat kuitenkin vakavaraisuutta koskevat määräykset ja sijoitus- ja vakuutusriskeihin varaudutaan vakavaraisuuspääomalla, jolla on valvontarajat samaan tapaan kuin Solvenssi-direktiivin vakavaraisuuspääomalla.

Suunnitteluosasto

28.8.2019

Mitä riskillisempi sijoitusjakauma työeläkelaitoksella on, sitä korkeampi on vakavaraisuuspääomavaatimus. Vakavaraisuusraja on mitoitettu siten, että 97 prosentin todennäköisyydellä vakavaraisuuspääomaa olisi jäljellä vuoden kuluttua.

Sijoitustoimintaa ohjaavat vakavaraisuussäännökset eivät koske julkisalojen puskurirahastoja. Vaikka vastaavaa sääntelyä ei ole, on puskurirahastojen samoin kuin yksityisalojen eläkelaitosten huolehdittava sijoitusten varmuudesta, tuotosta ja rahaksi muutettavuudesta sekä sijoitusten asianmukaisesta monipuolisuudesta ja hajauttamisesta. VER:n sijoitustoiminnan sääntely on vielä yksityiskohteisempaa kuin muilla, sillä lain lisäksi valtiovarainministeriö antaa sille suoraan erillisiä sijoitustoimintaa koskevia määräyksiä. Voimassa olevan määräyksen mukaan VER:n sijoituksista tulee olla:

- korkosijoituksia vähintään 35 prosenttia
- osakesijoituksia enintään 55 prosenttia
- muita sijoituksia enintään 12 prosenttia salkun arvosta.

Tanska (ATP)

Tanskassa kansaneläkettä täydentävän ja palkansajat kattavan lakisääteisen työeläkkeen (Arbejdsmarkedets Tillægspension, ATP) hallinnosta vastaa yksityinen [ATP-eläkelaitos](#). Eläke on maksuperusteinen ja täysin rahastoitu. ATP on Tanskan suurin eläkerahasto ja sen eläkevarat ovat noin 40 prosenttia BKT:hen verrattuna.

Merkittävistä varoista huolimatta ATP:n hallinnoiman työeläkkeen merkitys kokonaiseläketurvan rakenteessa on kuitenkin pieni. Vanhuuseläke määräytyy suhteessa työaikaan eikä ansioihin. Eläkemaksu on tasasuuruinen ja sen suuruus on riippuvainen työtunneista. Maksu on määritelty siten, että se vastaa noin 1 prosenttia keskipalkasta. Keskimääräinen vanhuuseläke on noin 200 euroa kuukaudessa. Järjestelmästä ei myönnetä työkyvyttömyyseläkkeitä. Perhe-eläke myönnetään tasasuuruisena kertakorvauksena.

Sääntely

ATP-laitoksen sijoitustoiminnasta säädetään erillisessä ATP-laissa (ATP-loven). ATP-eläkejärjestelmää ei koske Solvenssi II -sääntely, mutta sen oma riskienhallintamalli perustuu Solvenssi II -direktiivin riski- ja vakavaraisuusarvio ORSA:n periaatteisiin (Ownrisk and solvency assessment). ATP raportoi vakavaraisuudestaan ja toiminnastaan Finanssivalvonnalle (Finanstilsynet).

ATP:n laskelmissa vakavaraisuusvaade on asetettu samalle tasolle kuin Solvenssi II:ssa, jolloin yhtiö pysyy vakavaraisena 99,5 prosentin todennäköisyydellä yhden vuoden ajanjaksolla. ATP:n omassa mallissa pääoman vähimmäistavoitetaso on kuitenkin korkeampi kuin mitä Solvenssi II edellyttäisi.

Suunnitteluosasto

28.8.2019

Yhdysvallat (CalPERS)

Yhdysvalloissa eläketurvan perustan muodostaa lakisääteinen, liittovaltion laajuisen yleinen työeläkejärjestelmä – OASDI (Old Age, Survivors and Disability Program). Asumiseen perustuvaa kansaneläkejärjestelmää ei ole mutta eläkkeensaaajan vähimmäistoimeentulo taataan tulo- ja varallisuusharkintaisella toimeentuloavustuksella. OASDI-järjestelmä rahoitetaan vakuutusmaksutuloilla.

Työmarkkinoilla sovitulla sekä yksilöllisillä lisäeläkejärjestelyillä on verrattain merkittävä asema kokonaiseläkkeen muodostumisessa erityisesti keski- ja hyvätuoloisilla, koska lakisääteisen järjestelmän etuustaso on rajoitettu. Lisäeläkejärjestelmät ovat täysin rahastoitua eläketurvaa ja julkisella puolella ne kattavat lähes kaikki työntekijät yksityisen puolen kattavuuden ollessa huomattavasti matalampaa.

CalPERS

[CalPERS \(California Public Employees' Retirement System\)](#) on vuonna 1932 perustettu Kalifornian osavaltion henkilöstön eläkerahasto. CalPERS on hallinnollisesti Kalifornian osavaltion virasto (agency), jonka työnantajajäseniä ovat osavaltion julkisen sektorin työnantajat (n. 3 000). CalPERS:iin kuuluu n. 1,9 miljoonaa osavaltion julkisen sektorin viranhaltijaa ja työntekijää, ja se on yksi Yhdysvaltojen suurimmista eläkerahastoista 272 mrd. euron varallisuudella (v. 2017).

Sijoitussäätely

CalPERS:in sijoitustoimintaa sääntelee pääasiassa sen hallituksen hyväksymä sijoitusohjeistus (Fund Investment Policy). Ohjeistuksen mukainen strateginen tavoite on sijoittaa varat siten, että sopivan riskinoton kautta saaduilla tuotoilla varoilla voidaan rahoittaa laissa määritellyt ja luvatut etuudet.

Ohjeistuksessa on määritelty tuottotavoite tarkemmin neljän eri alatavoitteen kautta:

- Sijoitusten pitkän ajan tuoton tulisi olla vähintään yhtä suuri kuin varojen aktuaarinen odotettu tuotto.
- Tuotto tulee maksimoida valitulla riskitasolla.
- Tuoton tulee ylittää tavoiteindeksi (Policy Index).
- Varat tulee sijoittaa tehokkaasti ottaen huomioon sijoitustoiminnan kulut.

Tavoiteindeksi muodostuu seuraavista indekseistä. Niiden painot vastaavat sijoitusportfolion kokonaisallokaatiotavoitetta:

- Noteeratut osakkeet: Custom Global Equity Index, 50 %
- Private equity: Custom FTSE All World, All Cap Equity + 150bps, Quarter Lag, 8 %
- Korke: Custom Global Fixed Income Benchmark, 28 %
- Kiinteistö: MSCI Investment Property Databank (IPD) (U.S. Core – Fund Level), 13 %
- Inflaatio: Custom Inflation Assets Benchmark, 0 %
- Likvidit sijoitukset: 30-day Treasury Bill, 1 %.

Suunnitteluosasto

28.8.2019

Vuotuinen ennustettu poikkeama (keskihajonta) suhteessa tavoiteindeksiin saa olla enintään 1,5 prosenttiyksikköä.

Osavaltioiden ja paikallishallinnon eläkejärjestelmien tulee noudattaa GASB-kirjanpitosääntöjä (Governmental Accounting Standards Board) mm. eläkevastuiden nykyarvon laskemisessa. Vuodesta 2014 voimassa olleiden uusien sääntöjen mukaan eläkevarat tulee arvioida markkinaperusteisesti ja eläkevastuut tulee diskontata nykyarvoon varojen odotetun tuoton ja kattamattomien vastuiden osalta paikallishallinnon korkealaatuisten velkakirjojen perusteella. CalPERS:in oma diskonttokorko (ja odotettu aktuaarinen tuotto) on 7,25 prosenttia (FY18-19). Rahastointiaste oli vuoden 2018 kesäkuun lopussa 71 prosenttia.