

Pykkönen, Pertti

Working Paper

## Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta

Bank of Finland Discussion Papers, No. 24/1996

**Provided in Cooperation with:**

Bank of Finland, Helsinki

*Suggested Citation:* Pykkönen, Pertti (1996) : Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta, Bank of Finland Discussion Papers, No. 24/1996, ISBN 951-686-520-8, Bank of Finland, Helsinki,  
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:fi:bof-20140807615>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/211774>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

---

# SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

---

24/96

**Pertti Pylkkönen**

Tutkimusosasto  
3.10.1996

Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta

**Suomen Pankki**  
**PL 160, 00101 HELSINKI**  
**☎ (90) 1831**

**Pertti Pylkkönen**

Tutkimusosasto  
3.10.1996

## Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta

ISBN 951-686-520-8  
ISSN 0785-3572

Suomen Pankin monistuskeskus  
Helsinki 1996

# Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta

Suomen Pankin keskustelualoitteita 24/96

Pertti Pylkkönen  
Tutkimusosasto

## Tiivistelmä

Tässä tutkimuksessa käsitellään suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa ja sen rakennetta. Tavoitteena on antaa kuva sijoitustoiminnan jakautumisesta erilaisiin vaateisiin ja tarkastella miten vaadejakauma on muuttunut viime vuosina.

Vakuutusyhtiöt ovat muutaman viime vuoden aikana nousseet suurimmaksi sijoittajaksi valtion markkamääräisillä obligaatiomarkkinoilla. Erityisesti eläkevakuutuslaitokset ovat vaihtoehtoisten sijoituskohteiden vähäisyyden vuoksi sijoittaneet huomattavan osan uusista nettosijoituksistaan valtion obligaatioihin.

Vakuutusyhtiöiden merkitys lyhytaikaisilla rahamarkkinoilla ei sen sijaan ole noussut yhtä merkittäväksi. Laskuperustekorkoa alhaisemmat lyhyet korot hillitsevät sijoituksia rahamarkkinoille. Myös osakemarkkinoilla vakuutusyhtiöiden suhteellinen merkitys on huomattavasti vähäisempi kuin joukkovelkakirjamarkkinoilla.

Vakuutusyhtiöiden, erityisesti eläkevakuutusyhtiöiden sijoitusten rakennemuutos jatkunee myös tulevaisuudessa. Mahdollisuuksia eläkevakuutusyhtiöiden osakesijoitusten lisäämiselle pyritään parantamaan. Mikäli eläkevakuutusyhtiöiden toimintapääomiin liittyvät ongelmat kyetään ratkaisemaan, osakkeiden osuus eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa kasvane lähivuosina huomattavasti nykyisestä.

Sijoitustoiminnan kansainvälistyminen on myös yksi vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan tulevia haasteita. Euroopan talous- ja rahaliiton syntyminen yhtenäistäisi osallistuvien maiden rahoitusmarkkinoita entisestään. Euroopan pääomamarkkinoiden integraatiokehitys ja EMU:n syntyminen tarjoaisi vakuutusyhtiöille uusia vaihtoehtoisia sijoituskohteita. Sijoitussalkun hajauttaminen tulisi entistä helpomaksi ja sijoittamiseen liittyvät transaktiokustannukset alenisivat.

Asiasanat: institutionaaliset sijoittajat, sijoitustoiminta, vakuutusyhtiöt

# Finnish insurance companies as investors

## Bank of Finland Discussion Papers 24/96

Pertti Pylkkönen  
Research Department

### Abstract

This study considers Finnish insurance companies as investors and analyses the structure of their investment portfolio. Its objective is to describe the asset distribution of these investments and to examine its evolution during the recent years.

Finnish insurance companies have become the largest investors in the market for markka denominated Finnish government bonds during the last couple of years. Pension companies, in particular, have invested a considerable amount of their net investments into government bonds, which has been mainly due to a shortage of alternative investment outlets.

On the other hand, the importance of insurance companies in the money markets has not increased correspondingly. Money market investments have been hampered by the decline of short-term market interest rates below the statutory imputed rate of the mandatory pension schemes. Insurance companies are also much less important, relatively speaking, in the stock market than in the bond market.

The structure of portfolio investments of insurance companies, in particular of pension companies, is likely to change also in the future. The current aim is to reduce the obstacles which are in the way of expanding pension companies' stock market investments. If questions related to the operating capital of pension companies can be settled, the proportion of shares in the portfolio of these companies will most probably increase considerably in the near future.

One of the challenges that insurance companies will face in the future is constituted by the internationalization of their portfolio investment activity. The creation of the European Economic and Monetary Union, EMU, will take the integration of the financial markets of the participating countries one step further. The integration of the European capital markets and the change to the single currency would offer insurance companies new investment opportunities. This would enhance possibilities for portfolio diversification as well as reduce transaction costs related to international investment.

**Keywords:** Institutional investors, investment activities, insurance companies

# Sisällys

1	Johdanto .....	7
1.1	Taustaa .....	7
1.2	Tutkimuksen tavoite ja sisältö .....	10
2	Vakuutussektori kansantaloudessa ja rahoitusmarkkinoilla .....	12
2.1	Yleistä .....	12
2.2	Vakuutustoiminnan säästämisvaikutuksista .....	14
2.2.1	Eläkkeiden rahoitusmuodon säästämisvaikutuksista .....	15
2.2.2	Eläkerahastojen kehityksestä .....	16
2.3	Vakuutuslaitosten asema rahoitusmarkkinoilla .....	18
2.4	Vakuutustoiminta maksutaseessa .....	20
3	Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan sääntely .....	21
3.1	Yleistä .....	21
3.2	Lainsäädäntö .....	21
3.2.1	Vakuutusyhtiön perustaminen .....	21
3.2.2	Vakuutusyhtiön sijoitustoiminta .....	22
3.2.3	Katekelpoiset sijoituskohteet .....	23
3.2.4	Riskikeskittymien rajoittaminen sijoitustoiminnassa .....	24
3.3	Sijoitussidonnaiset vakuutukset .....	25
3.4	Vakuutusyhtiön toimintapääoma .....	25
3.5	Työeläkeyhtiöiden toimintapääoma .....	27
4	Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan rakennemuutos .....	29
4.1	Vakuutusyhtiöiden luotonanto .....	29
4.2	Vakuutusyhtiöiden sijoitukset arvopaperimarkkinoille .....	32
4.2.1	Vakuutusyhtiöiden rahamarkkinasijoitukset .....	32
4.2.2	Joukkovelkakirjasijoitukset .....	34
4.2.3	Vakuutusyhtiöiden osakesijoitukset .....	39
4.2.4	Vakuutusyhtiöiden kiinteistösijoitukset .....	40
4.2.5	Vakuutusyhtiöiden ulkomaiset sijoitukset .....	41
4.3	Kuntien Eläkevakuutuksen sijoitustoiminta .....	42
5	Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnasta eräissä maissa .....	45
5.1	Pohjoismaat .....	45
5.1.1	Ruotsi .....	45
5.1.2	Tanska .....	46
5.2	Eläkerahastojen sijoitustoiminnasta eräissä EU-maissa .....	47
5.2.1	Sijoitustoiminnan sääntely .....	47
5.2.2	Sijoitusten jakautuminen .....	48
6	Lopuksi .....	50
	Lähteet .....	52



# 1 Johdanto

## 1.1 Taustaa

Vakuutustoiminnan tärkeimpinä tehtävinä kansantaloudessa voidaan pitää riskien tasaamista sekä vakuutuslaitosten toimintaa säästö pääomien kerääjänä. Tuotannollisessa toiminnassa yrittäjien riskinkantokyky paranee vakuutusturvan ansiosta ja tekee näin ollen mahdolliseksi riskipitoisempien hankkeiden käynnistämisen. Vakuutustoiminta vähentää myös talousyksiköiden tarvetta pitää hallussaan likvidejä varoja.

Vakuutuslaitosten, erityisesti lakisääteistä työeläkevakuutustoimintaa harjoittavien laitosten merkitys säästö pääomien kerääjänä ja sijoittajana kotimaisilla pääomamarkkinoilla on huomattava. Rahastoitujen työeläkevarojen merkitys yritystoiminnan pitkäaikaisen pääoman lähteenä oli huomattava aina kuluva vuosikymmenen alkuun. TEL-takaisinlainaus on pankkiluottojen ohella ollut erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten keskeisimpiä vieraan pääoman lähteitä.<sup>1</sup> Lainanannon ohella työeläkelaitokset ovat toimineet sijoittajina mm. asunto- ja kiinteistömarkkinoilla. Raha- ja pääomamarkkinoilla työeläkelaitosten rooli oli sen sijaan vaatimattomampi aina kuluva vuosikymmenen alkuun saakka.

Vakuutusyhtiöiden merkitystä kotimaisilla luottomarkkinoilla korosti pitkään se, että valtaosa sijoitustoiminnasta, noin 60 prosenttia suuntautui vakuutusmaksulainoihin, eli ns. takaisinlainoihin. Työeläkevakuutusmaksut maksettiin velkakirjalla, jonka maksuaika oli pitkä. Takaisinlainauksen ohella myös ns. sijoituslainojen, eli yrityksille myönnettyjen, koronmuodostukseltaan vapaampien, velkakirjalainojen osuus työeläkeyhtiöiden sijoituksissa oli huomattava.

Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan vapausasteita rajoittivat useat eri tekijät. Pakollisen takaisinlainauksen ohella muu sijoitustoiminnan sääntely rajoitti työeläkelaitosten sijoitusten suuntautumista eri kohteisiin.

Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminnan puitteet luotiin voimakkaasti säänneltyjen rahoitusmarkkinoiden olosuhteissa 1960-luvun alussa. Silloisissa olosuhteissa, joissa kotimainen pääomanmuodostus ei riittänyt investointien rahoitukseen eikä maassa ollut kehittyneitä pääomamarkkinoita, oli perusteltua, että tulevia eläkkeitä varten kerätyt pääomat allokoituivat takaisin yritysten käyttöön. Tältä osin tilanne on muuttunut radikaalisti. Avoimessa taloudessa, jossa pääomamarkkinat ja pääomaliikkeet ovat vapautuneet, ei ole yhtä perusteltua ylläpitää järjestelmää, jossa pääomat pyritään hallinnollisin toimin ohjaamaan vain tietynlaisiin sijoituskohteisiin.

Suomalaisen rahoitusjärjestelmän laajamittainen sääntely jatkui aina 1980-luvulle saakka. Keskeisimpiä rahoitusmarkkinoidemme sääntelyn piirteitä oli mm. hallinnollinen korkojärjestelmä, pääomaliikkeiden seikkaperäinen sääntely sekä hallinnollista korkojärjestelmää tukeva talletusten ja obligaatioiden verottomuus (ks. esim. Tarkka (1988)).

Vuonna 1962 voimaan tullut yksityisen sektorin lakisääteinen työeläkejärjestelmä oli yksi rahoitusmarkkinoiden sääntelyä voimakkaasti tukeva elementti.

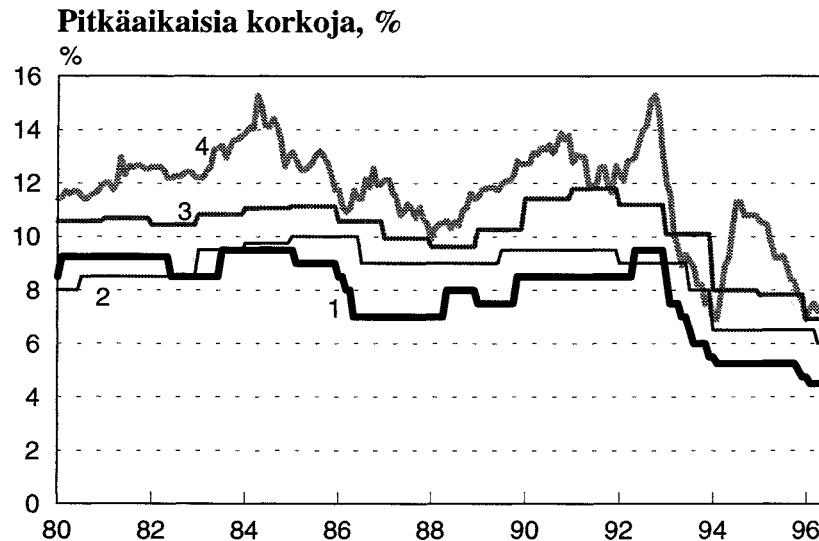
---

<sup>1</sup> Teollisuuden rahoituskustannuksista ja -lähteistä, ks. Teollisuuden ja Työnantajain keskusliiton vuosittainen raportti Teollisuuden rahoituskustannuksista.

Työeläkevarojen osittaiseen rahastointiin liittyi tiukasti säännelty sijoitustoiminta hallinnollisesti asetettuine tuottovaatimuksineen. Korkosääntelyn aikana eläkeyhtiöiden laskuperustekorko sekä myös sijoituslainojen korot seurailivat tiiviisti peruskoron muutoksia.

Suomen Pankki ja vakuutusyhtiöiden etujärjestöt kävivät tuolloin säännöllisiä keskusteluja korkokehityksestä. Vakuutusyhtiöiden korkoja muutettiin yleensä peruskoron muutosten suuntaisesti. Muutoksissa käytettiin usein ns. 50 prosentin sääntöä, eli laskuperustekorkoa muutettiin puolella peruskoron muutoksista. Myös sijoituslainojen korot liikkuivat korkosääntelyn aikana peruskorkoa myötäillen. Korkosääntelyn purkautumisen myötä korkopalaverit Suomen Pankin ja vakuutusyhtiöiden välillä päättyivät 1980-luvun puolivälissä.

Kuvio 1.

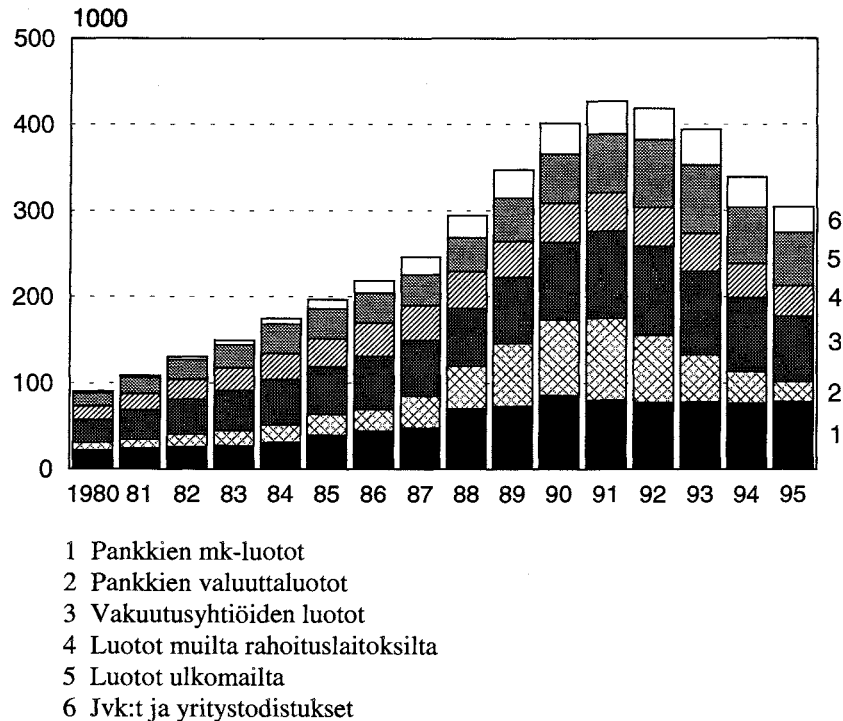


- 1 Peruskorko
- 2 TEL-takaisinlainauksen korko
- 3 Työeläkelaitoksen uusien luottojen korko
- 4 Yksityisen sektorin jvk-lainojen efektiivinen tuotto

Työeläkemaksujen takaisinlainausoikeudesta johtuen vakuutusyhtiöiden osuus yritysten luottokannasta on kansainvälisesti vertailtuna ollut maassamme poikkeuksellisen suuri. Yrityssektorin luottokannasta eläkevakuutusta harjoittavien laitosten osuus on viimeisen vuosikymmenen ajan ollut lähes kolmannes. Huomattavalla osalla, noin 50 prosentilla, näistä lainoista on ollut pankkitakaus. Pankkien välittämien valuuttaluottojen runsaiden kuoletusten vuoksi vakuutusyhtiöiden suhteellinen osuus on viime vuosina ollut jopa lievässä nousussa. Takaisinlainauksen suhteellinen merkitys erityisesti PK-yritysten luottokannasta on noussut, vaikka TEL-lainojen luottokanta onkin pudonnut huipustaan lähes viidenneksen.

Kuvio 2.

## Yritysten korolliset velat, Mmk



Rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin jälkeen työeläkelaitosten takaisinlainaus on jäänyt viimeiseksi rahoitusmarkkinoitamme koskevaksi tärkeäksi sääntelyelementiksi.

Alkuperäiseen takaisinlainausjärjestelmään on tehty joitakin muutoksia, esimerkiksi vuoden 1996 alusta lukien TEL-lainojen maturiteetti määriteltiin enintään kymmeneksi vuodeksi.<sup>2</sup> Muutamana otteeseen on myös keskusteltu TEL-lainojen korkojärjestelmän muuttamisesta markkinaperusteisemmaksi.

Rahoitusmarkkinat ja rahoituksen välitystoiminta ovat viimeisen vuosikymmenen aikana kokeneet niin Suomessa kuin muissakin teollisuusmaissa suuria rakennemuutoksia. Siirtyminen määrällisestä sääntelystä valvonnan kehittämiseen, pääomaliikkeiden vapautuminen sekä uuden teknologian mahdollistamat finanssi-innovaatiot ovat murtaneet rahoitusmarkkinoiden vanhoja rakenteita kaikkialla.

Rahoituksen välitys on muuttunut markkinaperusteisemmaksi ja rahoituksen välityksessä arvopaperistumisen merkitys on kasvamassa. Samalla sijoitustoiminta institutionalisoituu kiihtyvällä vauhdilla, esimerkiksi kotitalouksien sijoitukset arvopaperimarkkinoille tehdään lisääntyvässä määrin sijoitus- tai eläkerahastojen kautta.

Raha- ja joukkovelkakirjamarkkinoiden syvyyttä on useissa maissa lisännyt merkittävästi valtion lainanoton jatkuva kasvu. Tämä on myös luonut edellytyksiä erilaisten institutionaalisten sijoittajien, kuten esimerkiksi sijoitusrahastojen, vakuutuslaitosten ja eläkerahastojen sijoitustoiminnan painottumiseen entistä enemmän markkinahintaisiin ja jälkimarkkinakelpoisiin korkoinstrumentteihin perinteisen luotonannon sijaan.

<sup>2</sup> Aikaisemmin yritykset lyhensivät lainan jäljellä pääomasta vuosittain 7 prosenttia.

Viime vuosien kehitys on ollut samankaltainen myös Suomessa, jossa sekä kotimaisten että ulkomaisten institutionaalisten sijoittajien merkitys pääomamarkkinoillamme on lisääntynyt. Samalla kotitalouksien suhteellinen asema esimerkiksi osakkeiden ja joukkovelkakirjalainojen omistajina on alentunut. Osakemarkkinoilla ulkomaisten eläkerahastojen osuus sijoittajina on noussut suuremmaksi kuin kotimaisten eläkelaitosten sijoitukset suomalaisiin pörssiyhtiöihin.

Muuttuvan toimintaympäristön myötä suomalaisten vakuutuslaitosten sijoitustoiminta on parin viime vuoden aikana kokenut perinpohjaisen rakennemuutoksen, vakuutusyhtiöiden, erityisesti eläkeyhtiöiden sijoitussalkuissa arvopapereiden, erityisesti joukkovelkakirjojen, on osuus kasvanut nopeasti perinteisen lainanannon kustannuksella. Valtion obligaatiomarkkinoilla vakuutuslaitokset ovat tällä hetkellä suurin yksittäinen sijoittajaryhmä.

Sijoitustoiminnan näkökulmasta vakuutustoimialan keskeisimmän sektorin muodostavat työeläkelaitokset. Varautuminen sekä yksityisen (lähinnä TEL ja LEL) että julkisen sektorin (ensisijaisesti KvTEL) tulevien eläkkeiden maksuun kasvattaa eläkerahastojen kokoa alhaisesta rahastointiasteesta huolimatta vielä ensi vuosituhaten alkupuolelle saakka. Tämän seurauksena eläkevarojen merkitys eräänä kansantaloutemme tärkeimpänä kotimaisena rahoituslähteenä jatkaa kasvuaan. Vuoden 1995 lopussa eläkevaroja oli rahastoitu kaikkiaan noin 200 miljardia markkaa.

## 1.2 Tutkimuksen tavoite ja sisältö

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan rakennemuutosta ja sen merkitystä muuttuneilla rahoitusmarkkinoillamme.

Tutkimuksessa on keskitytty henki-, eläke- ja vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan muutoksiin, eläkekassojen ja - säätiöiden sijoitustoiminta on rajattu selvityksen ulkopuolelle.

Sijoitustoiminnan puitteiden muutosten ohella Suomen taloutta kohdannut syvä lama on heijastunut niin eläkevakuutusyhtiöiden kuin muidenkin vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan rakenteisiin. Velkarahoituksen merkitys investointien rahoituslähteenä on alentunut ja tämä on vähentänyt luottojen kysyntää niin pankeista kuin myös vakuutuslaitoksista.

Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnasta on aikaisemmin julkaistu muutamia laajempia tutkimuksia. Suomen Pankin taloudellisia selvityksiä sarjassa julkaistiin vuonna 1969 Korpelaisen ja Leppäsen tutkimus vakuutussektorista Suomen kansantaloudessa. Viimeisin kattavampi tutkimus on Tarmo Valkosen lissensiaattityö vuodelta 1990.

T. Valkosen tutkimuksen jälkeen vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan puitteet ja rakenteet ovat kokeneet poikkeuksellisen nopean muutoksen. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on ollut selvittää vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan rakennemuutosta 1990-luvulla sekä arvioida vakuutusyhtiöiden merkitystä muuttuneilla rahoitusmarkkinoillamme.

Tutkimuksessa on hyödynnetty Työeläkelaitosten liiton ja Vakuutusyhtiöiden keskusliiton vuodesta 1992 keräämää ja Sosiaali- ja terveysministeriölle sekä Suomen Pankille raportoitavaa aineistoa vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnasta. Ai-

neiston avulla on kyetty pureutumaan vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaan aiempia selvityksiä yksityiskohtaisemmin.

Tutkimus jakautuu 6 lukuun. Toisessa luvussa tarkastellaan vakuutusyhtiöiden merkitystä kansantaloudessa ja rahoitusmarkkinoilla. Kolmannessa luvussa käydään lävitse kotimaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan sääntelyn puitteet. Neljännessä luvussa luodaan katsaus vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan viimeaikaiseen rakennemuutokseen. Viidennessä luvussa luodaan lyhyt katsaus vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaan muutamissa OECD-maissa. Kuudennessa luvussa esitetään tutkimuksen yhteenveto.

## 2 Vakuutussektori kansantaloudessa ja rahoitusmarkkinoilla

### 2.1 Yleistä

Vakuutuksen tuottamalla turvalla taloudenpitäjät pyrkivät poistamaan osan taloudelliseen toimintaan, esimerkiksi yrittäjätoimintaan liittyvistä riskeistä ja näin vähentää erilaisten riskien aiheuttamia haitallisia vaikutuksia. Riskien siirtäminen ja hajauttaminen lisää yrittäjien mahdollisuuksia ja halukkuutta ryhtyä riskialttiimpiin, mutta tuotto-odotuksiltaan kannattavampiin investointeihin. Vakuutustoiminnan voidaankin katsoa tukevan kansantalouden investointeja. Vakuutustoiminta vaikuttaa samansuuntaisesti myös kotitalouksien käyttäytymiseen.

Vakuutustoimialan suoranainen työllistävä vaikutus ei Suomessa ole kovin merkittävä. Työntekijöiden lukumäärä vakuutustoimialalla on pysynyt vakaana, runsaana 11 000 henkilönä. Valtaosa työskentelee vahinkovakuutusyhtiöissä, joissa työntekijöitä oli vuoden 1994 lopussa runsaat 8 000. Eläkevakuutusyhtiöissä työntekijöiden lukumäärä oli samanaikaisesti noin 1 500 ja henkivakuutusyhtiössä noin tuhat.

Taulukko 1. **Työntekijöiden lukumäärä pankki- ja vakuutustoimialalla**

	Pankit	Vakuutusyhtiöt
1985	46920	11000
1986	48400	11600
1987	49540	12000
1988	51780	11860
1989	52910	12000
1990	49880	12000
1991	46210	11400
1992	41920	11000
1993	38400	11800
1994	35590	11350
1995	31000	10770

Lähde: OECD Insurance Statistics, Suomen Pankkiyhdistys ja Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto

Vakuutussektorin osuus kansantaloutemme työpanoksesta on noin puoli prosenttia. Palkkasumman osuus on sen sijaan noin prosentti kansantalouden palkkasummasta.

Kansantalouden tilinpidon mukaan vakuutustoimialan laskennallinen bruttokansantuoteosuus on myös ollut melko vakaa, vajaa prosentti bruttokansantuotteesta.

Vakuutusyhtiöillä on varsinaisen päätehtävänsä, vahinkojen ja riskien tasaamisen ohella myös muita tehtäviä, joten vakuutussektorin kansantuoteosuus ei anna täyttä kuvaa sektorin välittömistä ja välillisistä taloudellisista vaikutuksista. Vakuutussektorin kautta kulkee esimerkiksi huomattavia rahavirtoja, joilla on sekä välittömiä että välillisiä vaikutuksia niin rahoitusmarkkinoilla kuin reaalitaloudessakin.

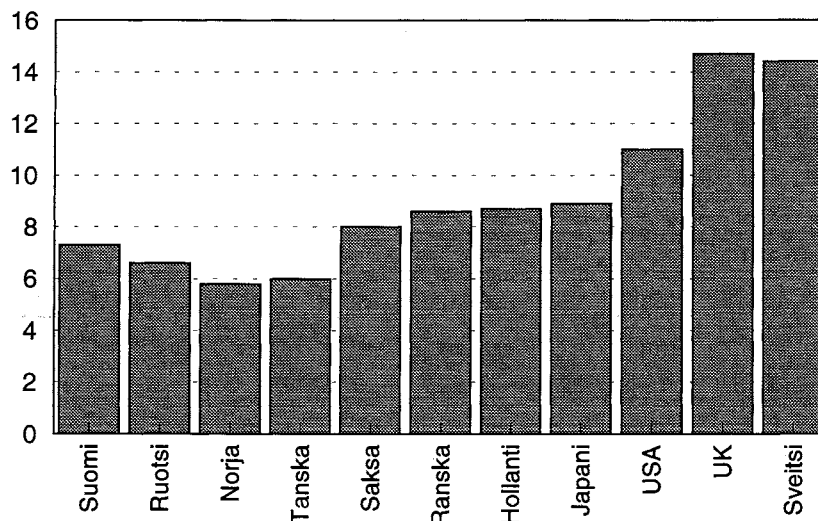
Vakuutussektorin merkitys mitattuna maksutulolla suhteessa bruttokansantuotteeseen on varallisuuden kasvaessa jatkuvasti noussut. Vielä 1960-luvun alussa maksutulo suhteessa BKT:seen oli noin 2 prosenttia, työeläkejärjestelmän käynnistymisen vuonna 1962 käänsi maksutulon nopeaan nousuun, mutta myös muu vakuutus toiminta on kasvanut.

Vuonna 1995 vakuutusyhtiöt keräsivät vakuutusmaksuja noin 41 mrd. markkaa, mikä oli noin 7 prosenttia bruttokansantuotteesta. Lakisääteisen eläkevakuutuksen maksutulo oli 20 mrd. markkaa ja muun eläke- ja henkivakuutuksen maksutulo 4 mrd. markkaa, eli yhteensä kaksi kolmasosaa kaikista maksutuloista. Talouden elpymisen myötä maksutulon kasvu oli vuonna 1995 ripeää. Maksutulon kasvu oli jopa jonkin verran ripeämpää kuin tuotannon kasvu. Ainoa maksutulon aluerä, joka ei ole kasvanut on ulkomaisesta jälleenvakuutustoiminnasta kertynyt maksutulo. Yhtiöt ovat supistaneet tai jotkut yhtiöt jopa vetäytyneet kokonaan ulkomaisesta jälleenvakuutustoiminnasta pitkään jatkuneiden tappioiden vuoksi.

Kansainvälisesti vertailtuna Suomen vakuutussektorin laajuus talouden kokoon verrattuna ei ole erityisen suuri. OECD:n keräämän viimeisimmän tilaston mukaan (OECD, Insurance Statistics (1995)) suomalaisten vakuutusyhtiöiden toiminta on laajempaa kuin muissa Pohjoismaissa. Suomen osalta tilastoihin sisältyy kuitenkin lakisääteisen eläkejärjestelmän maksutulo, vastaavasti muiden Pohjoismaiden osalta vastaava maksutulo puuttuu ko. tilastosta.

Tarkasteltaessa esimerkiksi pelkästään vahinkovakuutusyhtiöiden maksutuloa, suomalaisten yhtiöiden maksutulo suhteessa bruttokansantuotteeseen on Suomessa alhaisempi kuin muissa OECD:n teollisuusmaissa.

Kuvio 3. Vakuutusyhtiöiden maksutulo suhteessa BKT:seen eri maissa, 1993



Tarkasteltaessa vakuutusyhtiöiden maksutuloa työntekijöiden lukumäärään suhteutettuna, vakuutusyhtiöiden tehokkuus ei poikkea merkittävästi toisistaan eri Pohjoismaissa. Kansainvälisesti tarkasteltuna pohjoismaisten vakuutusyhtiöiden tehokkuus ei yllä keskimääräistä paremmaksi.

Suomalaista ja koko pohjoismaista vakuutustoimialaa voidaankin kuvata hyvin keskittyneeksi ja ulkomaiselta kilpailulta suojatuksi toimialaksi, jonka tehokkuus ei kansainvälisessä vertailussa yllä korkeimmalle tasolle. Antti Piispanen (1995) on

tutkinut suomalaisten vakuutusyhtiöiden tehokkuutta. Tämän tutkimuksen mukaan suomalaisten vakuutusyhtiöiden tehokkuus vaihtelee huomattavasti, joidenkin yhtiöiden ollessa varsin tehokkaita. Suomalaisten vakuutusyhtiöiden toiminnan tehokkuuden parantamista estää mm. se, että niiden on markkinoiden pienuudesta vuoksi vaikeampi hyödyntää suurtuotannon etuja samalla tavalla kuin laajemmilla markkinoilla toimivien vakuutusyhtiöiden.

Kansainvälisen kilpailun puute sekä pitkälle keskittyneet markkinat ovat saattaneet heikentäneet vakuutusyhtiöiden toiminnan tehokkuutta niin Suomessa kuin muissakin Pohjoismaissa.

Euroopan keskittyneimmät vakuutusmarkkinat ovat Norjassa ja Suomessa (Myllymäki (1993)). Molemmissa maissa viiden suurimman vakuutus konsernin osuus koko maksutulosta oli noin 90 prosenttia. Ruotsin vakuutusmarkkinat ovat lähes yhtä keskittyneet. Tanskassa tilanne poikkeaa jo selvästi muista pohjoismaista. Siellä viiden suurimman yhtiö osuus jää noin 60 prosenttiin kokonaismarkkinoista.

Tanskan vakuutusmarkkinoiden keskittyneisyys aleni huomattavasti 1980-luvun alussa maan liittyttyä jäseneksi Euroopan Unioniin. Maahan tuli useita ulkomaisia vakuutusyhtiöitä vallaten nopeasti osan markkinoista itselleen.

## 2.2 Vakuutustoiminnan säästämisaikutuksista

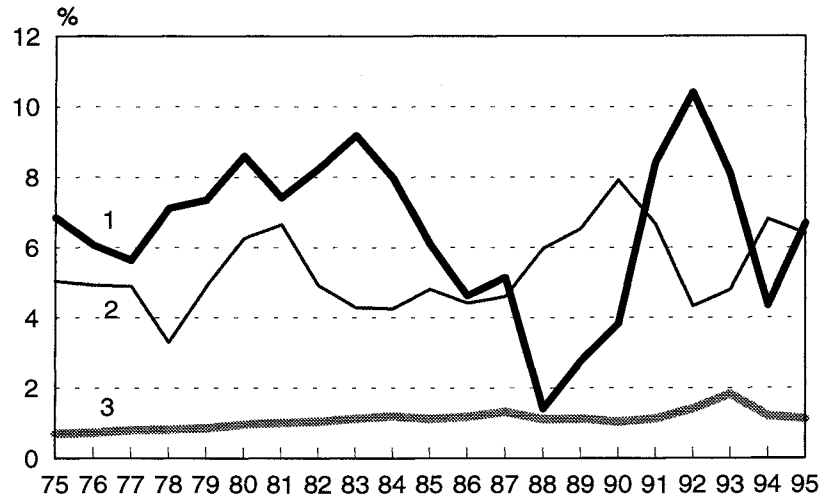
Lakisääteisen, osittain rahastoivan, eläkejärjestelmän yhteydessä syntyneet vakuutussäästöt ovat lisänneet vakuutussektorin ja erityisesti eläkevakuutusyhtiöiden merkitystä rahoitusmarkkinoillamme. Vakuutuslaitoksiin allokoituva säästäminen on keskittynyt pääosin työeläkelaitoksiin, mutta rahastoja syntyy jonkin verran myös esim. lakisääteisen tapaturmavakuutuksen yhteydessä. Parin viime vuoden aikana myös vapaaehtoinen henkivakuutussäästäminen on elpynyt uudelleen.

Syvän laman aiheuttama epävarmuus sovitun eläkejärjestelmän pitävyydestä on viime vuosina lisännyt vapaaehtoisen vakuutussäästämisen roolia säästö pääomien kerääjänä. Vapaaehtoisen vakuutussäästämisen kasvua on tukenut myös uusien vakuutus tuotteiden tulo markkinoille. Talletuskorkojen aleneminen ja pankkeja kohtaan tunnetun epävarmuuden lisääntyminen ovat myös siirtäneet kotitalouksien finassivarallisuutta vakuutussäästämiseen.

Vapaaehtoisen yksilöllisen eläkevakuutuksen maksutulo nousi vuonna 1995 1.2 mrd. markkaan, mikä oli kolmanneksen suurempi kuin edellisellä vuonna. Pitemmällä aikavälillä yksilöllisen eläkevakuutuksen maksutulon kasvu on kuitenkin ollut hidasta. Reaalisesti maksutulo palasi viime vuonna 1990-luvun alun tasolle. Yksilöllisen henkivakuutuksen maksutulon kasvu on sen sijaan ollut nopeata vuosina 1994 ja 1995.



Kuvio 4.

**Kotitalouksien vakuutussäästäminen**

- 1 Kotitalouksien säästämisaste
- 2 Pakollinen sosiaalivakuutussäästäminen / kotitalouksien käytettävissä olevat tulot
- 3 Vapaaehtoinen sosiaalivakuutussäästäminen / kotitalouksien käytettävissä olevat tulot

Vakuutussektorin suhteellinen osuus säästöjen kerääjänä sekä säästö pääomien sijoittajana on ollut jatkuvassa kasvussa. Työeläkejärjestelmän kautta tapahtuva säästäminen on tukenut vakuutussektorin merkitystä säästö pääomien kokoamisessa. Rahastojen kasvun ansiosta työeläkelaitoksien asema rahoitusmarkkinoillamme kasvaa vielä vuosia. 1980-luvun lopulla käynnistynyt kuntasektorin eläkkeiden rahastointi on nostanut myös Kuntien eläkevakuutuksen mittavaksi sijoittajaksi rahoitusmarkkinoillamme. Myös valtio on ryhtynyt rahastomaan tulevia eläkkeitä, mutta nämä varat se on käytännössä lainannut takaisin itselleen.

### 2.2.1 Eläkkeiden rahoitusmuodon säästämisvaikutuksista

Eläkkeiden rahoitustavan merkityksestä säästämisasteen, investointien rahoitukseen ja taloudelliseen kasvuun on julkaistu useita tutkimuksia (ks. esim. Koskela (1991)). Tutkimuksissa on pyritty hakemaan vastauksia kysymykseen minkälaisia kansantalouden kehitykseen liittyviä vaikutuksia on erilaisilla eläkejärjestelmillä. Tutkimustyö käynnistyi jo 1960-luvulla, jolloin mm. P. Cagan (1965), G. Katona (1965) ja R.P. Murray (1968) julkaisivat tutkimuksensa eläkejärjestelmien vaikutuksista kotitalouksien säästämiseen. Tutkimustyö ja keskustelu eläkejärjestelmien säästämisvaikutuksista on jatkunut vilkkaana aina näihin päiviin saakka. Viimeisin suomalaista eläkejärjestelmää koskeva tutkimus on Ayubin (1996) analyysi taloutta kohtaavien sokkien vaikutuksesta kasvuun ja hyvinvointiin osittain rahastoivassa eläkejärjestelmässä. Tässä yhteydessä luodaan ainoastaan lyhyt katsaus muutamiin eläkejärjestelmien säästämisvaikutuksia tarkasteleviin tutkimuksiin.

Kotitalouksien säästämisikäyttyymistä on perinteisesti tarkasteltu Houthakkerin (1961) ja Modiglianin (1970) elinkaarihypoteesia käyttäen. Tämän hypoteesin mukaan reaalityulojen kasvuvauhti ja väestön ikärakenne vaikuttavat positiivisesti kotitalouksien säästämiseen. Feldstein (1974, 1977) lisäsi elinkaarihypoteesiin so-

siaalivakuutusjärjestelmän vaikutuksen, Feldsteinin mukaan eläke-etuuksien parantaminen heikentää kotitalouksien vapaaehtoista säästämistä. Kostianen (1971) päätyi jo aikaisemmin samanlaiseen tulokseen analysoimalla suomalaista aikasarja-aineistoa.

Eläkkeiden rahoitusjärjestelmät voidaan jakaa kahteen ääriryhmään, jakojärjestelmään tai täysin rahastoivaan järjestelmään. Täydellisessä jakojärjestelmässä maksettavat eläke-etuudet kerätään vuosittain aktiiviväestöltä, jolloin järjestelmän tulot ja menot ovat yhtä suuret, eikä rahastoja synny. Täysin rahastoivassa järjestelmässä jokainen sukupolvi maksaa omat tulevat eläkkeensä aktiiviaikanaan maksamalla eläkemaksuilla.

Useiden tutkimustulosten mukaan jakojärjestelmän periaatteella toimiva eläkejärjestelmä vähentäisi kokonaissäästämistä (ks. esimerkiksi Kotlikoff (1984) ja Koskela (1991)). Empiiriset tutkimukset viittaisivat siihen, että eläke-etuuksien nostaminen vähentää kotitalouksien vastaisuuden varalle tapahtuvaa säästämistä. Kokonaissäästäminen alenee, koska muilla sektoreilla ei tapahdu vastaavaa säästämisen kasvua.

Täysin rahastoivalla eläkejärjestelmällä ei ole reaalisia vaikutuksia mikäli kotitaloudet vähentävät vapaaehtoista säästämistään eläkerahastojen karttumista vastaavalla määrällä. Kansainväliset empiiriset tutkimustulokset viittaavat kuitenkin siihen, että eläkerahastojen säästäminen ei olisi täydellinen substituutti kotitalouksien omalle vapaaehtoiselle säästämiselle. Tällöin rahastoiva eläkejärjestelmä vaikuttaisi positiivisesti kokonaissäästämiseen (ks. Schome ja Squire (1983)).

Suomalaisen eläkejärjestelmän rahastointiasteen kasvattaminen olisi nykytilanteessa tärkeää. Lisääntyvä rahastointi tukisi säästämistä. Rahastoinnin kasvattamisella voitaisiin myös hillitä tulevien eläkkeiden rahoitusrasituksen aiheuttamia paineita tuleviin eläkevakuutusmaksuihin.

## 2.2.2 Eläkerahastojen kehityksestä

Laskelmien mukaan työeläkerahastojen kasvu suhteessa bruttokansantuotteeseen jatkuu vielä ensi vuosituhatvuoden alkuun. Työttömyyden lisääntyminen sekä eläkkeensaajien lukumäärän nopea kasvu parantuneine eläke-etuineen ovat kuitenkin hidastaneet rahastojen kasvuvauhtia aiemmin arvioidusta.

Kansantalouden vuotuisesta nettosäästämisestä on noin neljännes syntynyt työeläkesäästämisen (rahastojen kasvun) kautta. Työeläkejärjestelmän luonteesta johtuen reaalin työeläkesäästäminen on kuitenkin ollut huomattavan alhaista (ks. tarkemmin esim. Työeläkerahastotoimikunnan mietintö (1991)).

Työeläkejärjestelmän rahastointiaste määräytyy mm. alemman laskuperustekorron (5 %) sekä talouden reaalin kasvuvauhdin ja inflaation perusteella. Sijoitustoiminnan tuottovaatimus, eli ylempi laskuperustekorko (takaisinlainauskorko) ei vaikuta rahastointiasteeseen, mutta kylläkin vakuutusmaksun suuruuteen. Tällä hetkellä laskuperustekorron prosenttiyksikön muutos aiheuttaisi laskennallisesti runsaan prosenttiyksikön muutoksen vakuutusmaksuun mikäli tulovirtaa eläkejärjestelmään ei muutettaisi.

Tulevien eläkkeiden kannalta ensiarvoisen tärkeää olisi rahastoitujen eläkevarojen reaaliarvon turvaaminen. Tämä tukisi sitä, että sovittuja eläkkeitä ei jouduttaisi tarpeettomasti leikkaamaan.

Takaisinlainausoikeuden ohella alemman laskuperustekoron kiinnittäminen viiteen prosenttiin on jäykistänyt eläkerahastojen sijoitustoimintaa merkittävästi. Voimassa olevan järjestelmän puitteissa markkinaehtoisen sijoitustoiminnan kasvattaminen ei lisää rahastoitujen varojen tuottoa, eikä rahastointiastetta, koska mahdolliset lisätuotot jaettaisiin takaisin yrityksille vakuutusmaksujen palautuksena tai jatkossa alempina vakuutusmaksuina.

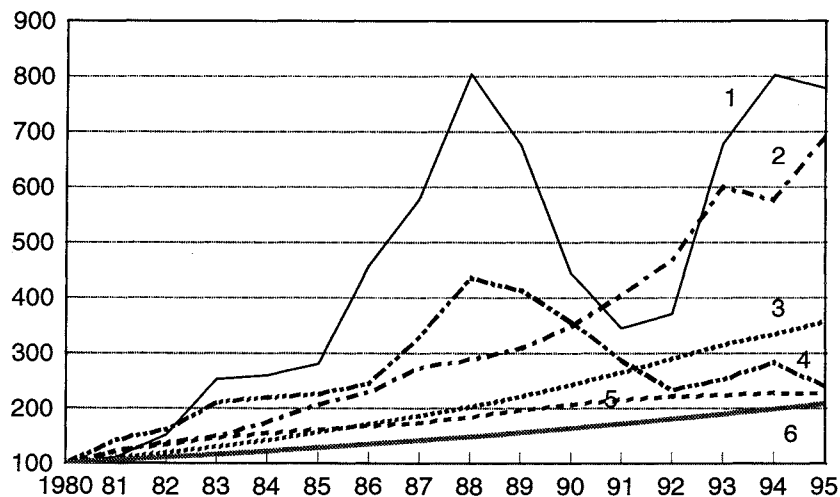
Voimassa olevassa eläkejärjestelmässä rahastoitujen varojen heikko reaalityttö heijastuu tulevien vuosien vakuutusmaksutasoon. Mitä heikempi rahastojen reaalityttö on, sitä suuremmaksi eläkevakuutusmaksu nousee tulevaisuudessa, mikäli sovituista eläkkeistä aiotaan pitää kiinni.

Rahastoitujen eläkevarojen reaalityttö on ollut heikko. Rahastojen reaalityttö kehitys oli voimakkaasti negatiivinen 1970-luvun inflaatiovuosina. 1980-luvun alusta lukien rahastojen reaalityttökehitys on parantunut inflaatiovauhdin alenemisen vuoksi. Viime vuosien alhainen inflaatio on jopa käynnistänyt keskustelun rahastoivan koron (5 %) alentamistarpeesta.

Sijoitusten hajauttaminen aikaisempaa laajemmin pääomamarkkinoille ja takaisinlainauksen siirtäminen markkinaehtoiseen korkoon turvaisi sijoitusten reaalityttökehityksen huomattavasti aiempaa paremmin. Arvopaperisijoitusten lisääminen saattaisi nostaa sijoitusten tuoton lyhyen aikavälin volatiilisuutta, mutta eläkesijoittamisen luonteeseen kuuluva pitkäaikainen sijoitustoiminta tuottaisi kuitenkin paremmin kuin voimassa oleva järjestelmä.

Oheisesta kuviosta ilmenee vaihtoehtoisten sijoituskohteiden tuotto vuodesta 1980 lukien (1980=100). Kuvion informaatio tukee useista tutkimuksista saatua tulosta, jonka mukaan osakesijoittaminen tuottaa pitkällä aikavälillä ajoittaisesta volatiliiteetista huolimatta parhaan reaalityttöön (ks. esim. Campbell (1995) ja Odier, Solnik ja Zucchinetti (1995)).

Kuvio 5. Eri sijoitusten tuottoja (1980=100)



- 1 Osakkeet
- 2 Joukkovelkakirjalainat
- 3 TEL-takaisinlainaus
- 4 Vanhojen asuntojen hinta
- 5 Kuluttajahinnat
- 6 Rahastoidut eläkkeet (alempi laskuperustekorko, 5 %)

Kuviossa eläkerahastojen tuotto on laskettu 5 prosentin korkotuoton mukaisesti, takaisinlainauksen tuotto kulloisenkin laskuperustekorona mukaan. Osakesijoittamisen tuotto on laskettu HEX-indeksin mukaisesti ja kiinteistösiijoittamisen tuotto on arvioitu vanhojen asuntojen hintakehityksen perusteella.

Korkeampien korkojen aikana rahastot eivät ole kasvaneet markkinoiden tarjoamien tuottomahdollisuuksien mukaan. Lisäksi laskuperustekorona ylittävät tuotot ovat suuntautuneet lyhytjännitteisesti vakuutusmaksujen nousupaineen hillintään tai vakuutusmaksujen palautuksiin rahastojen kasvattamisen sijaan.

Nykytilanteessa eläkejärjestelmän jäykkä tuottovaatimus aiheuttaa lisäksi sen, että yhtiöiden on vaikea löytää sijoituskohteita, jotka täyttäisivät sijoitustoiminnan tuottovaatimuksen. Eläkeyhtiöiden lainojen kokonaiskustannusten kalleus esimerkiksi pankkiluottoihin nähden on vähentänyt ainakin suurten yritysten mielenkiintoa vakuutusyhtiölainoja kohtaan. PK-yritysten osalta luotonkysyntää on puolestaan heikentänyt tiukentuneet vakuusvaatimukset tai takauuskustannusten kalleus.

Eläkeyhtiöiden TEL-luottojen korona markkinaehtoistamista puoltaa myös se, että nykyinen laskuperustekorona ja vakuutusmaksun välinen kytkentä on jossain suhdannetilanteissa saattanut aiheuttaa suhdanteita voimistavia vaikutuksia.

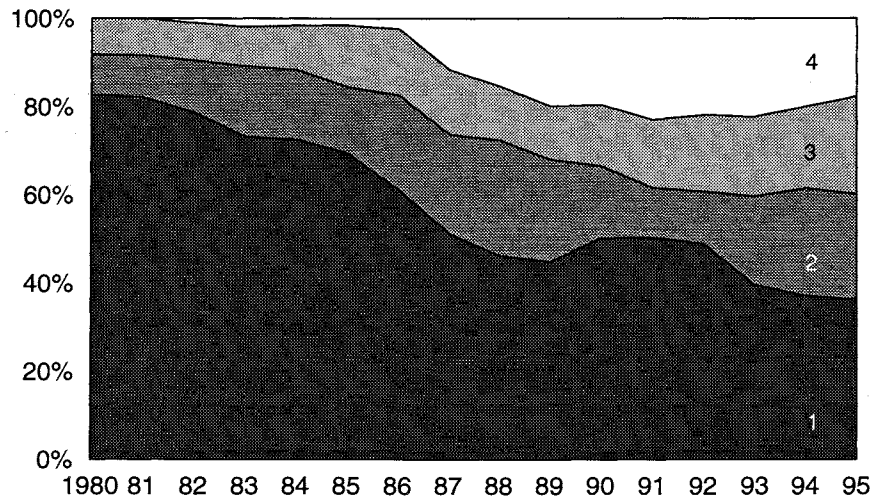
## 2.3 Vakuutuslaitosten asema rahoitusmarkkinoilla

Suomen rahoitusmarkkinoita on perinteisesti kuvattu pankkikeskeisiksi. Pankkien ohella myös vakuutuslaitosten asema on työeläkejärjestelmästä johtuen ollut luotto-markkinoilla kansainvälisestäkin tarkasteltuna vahva. Arvopaperimarkkinoiden rooli rahoituksen välityksessä on puolestaan ollut pieni, joskin kasvava.

Rahoitusmarkkinoiden rakenne ja kilpailutilanne rahoitusmarkkinoilla on kuitenkin muuttunut ripeästi viimeisen vuosikymmenen aikana (Malkamäki ja Nyberg (1996)). Pankkitalletusten osuus rahoitusvaateista oli 1980-luvun puolivälissä vielä noin 70 prosenttia. Vuoden 1995 aikana osuus putosi jo alle 40 prosentin. Jälkimarkkinakelpoisten arvopaperien asema sijoitustoiminnassa ja jonkin verran myös rahoituksen lähteenä on vastaavasti lisääntynyt pitemmällä aikavälillä.

Kuvio 6.

## Rahoitusvaateiden osuudet, %



- 1 Talletukset
- 2 Osakkeiden markkina-arvo
- 3 Jvk-lainojen nimellisarvo (yleisölainat)
- 4 Rahamarkkinainstrumentit

Luottomarkkinoita tarkasteltaessa pankkiluottojen suhteellinen osuus on säilyttänyt asemansa varsin hyvin, vaikka esimerkiksi kotitalouksien pankkiluottojen nimellismäärä on jatkanut laskuaan jo useita vuosia. Yritysluottojen osalta pankkiluottojen määrä ei ole pudonnut yhtä voimakkaasti, mutta myös yritysrahoituksessa pankkien suhteellinen osuus on alentunut. Voimakkaimmin on pudonnut pankkien välittämien valuuttaluottojen käyttö. Vaikka vakuutusyhtiöiden välittämien yritysluottojen nimellismäärä on alentunut jo muutaman vuoden ajan niiden suhteellinen asema yritysten vieraan pääoman lähteenä on kuitenkin noussut, lähinnä pankkien valuuttaluottojen kustannuksella. Vakuutusyhtiöluotot ovat tärkeä rahoituslähde etenkin pienelle ja keskisuurelle teollisuudelle.

Joukkovelkakirja- ja yritystodistusrahoituksen merkitys yritysten rahoituslähteenä on kuluvalle vuosikymmenellä vähentynyt merkittävästi, uusia emissioita on viime vuosina ollut niukasti. Osake-emissioita on sen sijaan ollut ajoittain runsaastikin.

Vähäisestä tarjonnasta johtuen vakuutusyhtiöiden uudet sijoitukset yritysten jälkimarkkinakelpoisiin velkapapereihin ovat olleet suhteellisen vähäisiä. Myös osakepääomien korotuksina hankitussa rahoituksessa vakuutussektorin merkitys on joi-takin yksittäisiä yrityksiä lukuun ottamatta pysynyt vähäisenä.

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan lähtökohtana on vakuutusyhtiölain vaatimus vastuiden katteena olevien varojen tuottavasta ja turvaavasta sijoittamisesta. Sijoitustoimintaa onkin aikanaan pidetty vakuutusyhtiöille välttämättömänä – joskin toissijaisena – vakuuttamisesta johtuvana tehtävänä (Lahikainen (1984)).

Vakuutuslaitoksilla on kuitenkin huomattava osuus Suomen rahoitusmarkkinoilla. Lakisääteisten eläkevakuutusrahastojen jatkuvan kasvun ansiosta vakuutussektorin asema rahoituksen välityksessä on säilynyt ja jopa kasvanut. Luvussa neljä esitetään perusteellisempi selvitys erilaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan rakennemuutoksista ja vakuutusyhtiöiden merkityksestä kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla.

Suomen vakuutuskenttä on pysynyt melko vakaana, vakuutustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden tai keskinäisten yhtiöiden lukumäärä on pysynyt vakaana.

Yhtiöiden lukumäärä on jo vuosikymmenet pysytellyt vajaassa 60 yhtiössä. Näennäisestä vakaudesta huolimatta vakuutuskenttä on vuosikymmenien saatossa kokenut melkoisia muutoksia. Vakuutusmarkkinoilla on tapahtunut useita fuusioita, joissa vakuutuskanta on siirretty johonkin toiseen yhtiöön. Viime vuosina vakuutussektoria ovat harventaneet myös muutamat konkurssit.

Vuoden 1994 lopussa Suomessa toimi 50 kotimaista vakuutusyhtiötä, ja kuusi ulkomaista yhtiötä. Yhtiöiden suuresta lukumäärästä huolimatta vakuutustoiminta on Suomessa erittäin keskittynyttä. Neljän suurimman konsernin osuus maksutulosta, vastuuvälästä tai yhteenlasketuista taseista nousee lähes 90 prosenttiin. Parin viime vuoden aikana maahamme on pankkien toimesta perustettu muutamia uusia, lähinnä henkivakuutustoimintaa harjoittavia yhtiöitä. Näiden yhtiöiden osuus vakuutusmarkkinoista on kuitenkin vielä toistaiseksi jäänyt pieneksi.

## 2.4 Vakuutustoiminta maksutaseessa

Vakuutustoiminnalle on tyypillistä riskien tasaaminen laajan joukon kannettavaksi. Tämän periaatteen noudattaminen johti jälleenvakuutustoiminnan syntyyn ja sen voimakkaaseen kansainväliseen laajentumiseen. Vakuutusyhtiöt siirtävät sopimuksiinsa liittyviä riskejä jälleenvakuutus sopimusten avulla kolmansille osapuolille. Tämä parantaa vakuutusyhtiöiden mahdollisuuksia kohdata suuria odottamattomia vakuutusmaksutapahtumia.

Myös suomalaisten vakuutusyhtiöiden kotimaassa syntyvät riskit ylittävät niiden kantokyvyn ja yhtiöt ovatkin riskiensä tasaamiseksi siirtäneet niitä kolmansille osapuolille ulkomaille. Vastaavasti suomalaiset yhtiöt ovat osallistuneet myös kansainvälisten yhtiöiden riskien jakamiseen.

Maksutaseessa vakuutuspalveluilla tarkoitetaan vakuutusmaksujen ja vahingonkorvausten välistä erotusta. Vakuutuspalvelut jaetaan ensi- ja jälleenvakuutuksen vakuutuspalvelutuloihin (Kariluoto (1995)).

Vakuutussektorin ulkomaan toiminnan tase on 1980-luvun puolivälistä lukien ollut vuosittain negatiivinen (Suomen maksutase (1985-1994)). Erityisen tappiollisia olivat kuluvan vuosikymmenen alkuvuodet, jolloin ulkomaisesta jälleenvakuutustoiminnasta aiheutuvat korvausmaksut nousivat selvästi.

Suomalaisten vakuutusyhtiöiden ulkomaille suuntautunut toiminta on painottunut jälleenvakuutustoimintaan. Ensivakuutuksen laajuus on ollut vähäistä. Ensivakuutustoiminta kääntyi tappiolliseksi vuosikymmenen vaihteessa, eikä toiminta ole sen jälkeen tuottanut mainittavaa tulosta.

Suomen koko palvelutase on ollut negatiivinen vuodesta 1988 lähtien, ulkomaisesta jälleenvakuutustoiminnasta aiheutuneet tappiot ovat osaltaan syventäneet palvelutaseen vajetta, esimerkiksi vuonna 1994 vakuutustaseen alijäämä oli ainoastaan jonkin verran pienempi kuin koko palvelutaseen alijäämä.

## 3 Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan sääntely

### 3.1 Yleistä

Vakuutuslaitosten sijoitustoimintaa ohjataan monitasoisella säännöstöllä. Kotimaisessa lainsäädännössä tärkeimmät lait ovat vakuutusyhtiölaki ja osakeyhtiölaki sekä asetus vakuutusyhtiön vastuuvelan kattamisesta. Lisäksi sosiaali- ja terveysministeriö antaa lain asettamissa puitteissa sijoituspolitiikkaa koskevia lakia täydentäviä määräyksiä yleiskirjeissään. Työeläkeyhtiöiden osalta sijoitustoimintaa säätelevät lisäksi STM:n vahvistamat laskuperusteet, sekä Työeläkelaitosten Liiton sijoitustoiminnasta antamat suositukset, jotka eivät kuitenkaan ole juridisesti sitovia.

ETA-sopimuksen jälkeen maamme vakuutustoimintaa koskeva lainsäädäntö saatettiin vastaamaan EU:n direktiivien säännöksiä. EU:ssa on hyväksytty noin kaksikymmentä vakuutustoimintaa koskevaa direktiiviä tai niiden muutosta.

Tärkeimmät vahinkovakuutustoimintaa säätelevät direktiivit ovat ensimmäinen (73/239/ETY), toinen (88/357/ETY) ja kolmas (92/49/ETY) vahinkovakuutusdirektiivit. Tärkeimmät henkivakuutustoimintaa säätelevät direktiivit ovat ensimmäinen (79/267/ETY), toinen (90/619/ETY) ja kolmas (92/96/ETY) henkivakuutusdirektiivi. Keskeinen vakuutusyhtiöiden toimintaa koskeva direktiivi on myös vakuutusyritysten tilinpäätöksiä ja konsernitilinpäätöksiä koskeva direktiivi (91/674/ETY), joka sisältää täydennyksiä ja poikkeuksia EU:n yhtiöoikeudellisiin direktiiveihin. Eläkerahastoja koskeva direktiiviehdotus COM(91)301 ei ole vielä voimassa.

Suomen vakuutuslainsäädäntö ja yleiskirjeillä annetut ohjeistukset vakuutusyhtiöiden sijoituspolitiikasta jakautuvat seuraaviin keskeisimpiin määräyksiin;

- vastuuvelan katemääräykset
- toimialarajoitukset
- riskikeskittymiä rajoittavat säännökset
- valuuttapositiona koskevat rajoitukset sekä
- työeläkevarojen sijoittamista koskevat säännökset sekä
- vakuutusyhtiön toimintapääomia koskevat erät.

Näiden ohella laki sääntelee erikseen vielä sekä vakuutuslaitoskonsernien sisäisiä rahoitusliiketoimia että vakuutuslaitosten ja sen omistajien välisiä liiketoimia.

### 3.2 Lainsäädäntö

#### 3.2.1 Vakuutusyhtiön perustaminen

Vakuutusyhtiölakia sovelletaan vakuutusosakeyhtiöön sekä keskinäiseen vakuutusyhtiöön. Eläkesäätiöiden ja -kassojen toiminnasta säädetään omissa erityislaeissa.

Vakuutusyhtiön voi perustaa yksi tai useampi luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö. Yhtiön perustajista vähintään puolella on oltava asuinpaikka tai kotipaikka Euroopan talousalueella. STM voi myöntää tähän poikkeuksen.

Perustettavalle yhtiölle on haettava toimilupa STM:stä, toimilupa annetaan vakuutusluokittain ja luokkaryhmittäin. Suomeen perustettavan vakuutusyhtiön toimilupa on voimassa Euroopan talousalueella ja hakijan anomuksesta se voi olla voimaassa myös ETA-alueen ulkopuolella.

Vakuutusyhtiön perustamisesta on tehtävä perustamisasiakirja, jonka tulee sisältää mm. ehdotus yhtiöjärjestyksestä. Yhtiöjärjestyksessä on mainittava mm. yhtiön toiminta-alue ja ne vakuusluokat ja -ryhmät, jotka toiminta on tarkoitettu kattamaan. Lisäksi yhtiöjärjestyksessä on mainittava osakeyhtiön osakepääoman suuruus tai keskinäisen yhtiön takuupääoman suuruus sekä osakkeiden tai takuuosuuksien nimellisarvo.

Vakuutusyhtiön osake- tai peruspääoman (takuurahasto + pohjarahasto) minimivaatimus määräytyy sen mukaan minkälaista vakuutustoimintaa ko. yhtiö harjoittaa. Tiettyjen henki- ja vahinkovakuutusluokkien osalta minimipääomavaatimus on 14 miljoonaa markkaa, muun vakuutusliikkeen osalta minimipääomavaatimus on 7 miljoonaa markkaa.

### 3.2.2 Vakuutusyhtiön sijoitustoiminta

Lainsäädännön vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnalle asettamat puitteet koskevat ensisijaisesti vastuuvelan katteeseen kuuluvien varojen sijoittamista.

Vakuutusyhtiölain 10.luvussa säännellään yhtiön tilinpäätöskäytännöstä sekä yhtiön sijoitustoiminnan puitteista.

Vakuutusyhtiön tilikautena on kalenterivuosi. Kultakin tilikaudelta on tehtävä tilinpäätös sekä emoyhtiön että konsernin osalta. Tilinpäätös sisältää toimintakertomuksen, tuloslaskelman ja taseen sekä niiden liitteet. Lakisääteistä eläkevakuutustoimintaa harjoittavan tytär- tai osakkuusyhtiön tilinpäätöstietoja ei voi yhdistää toisen vakuutusyhtiön tai muun yhteisön konsernitalinpäätökseen.

Vakuutussopimuksista aiheutuva vastuu kirjataan vastuuvelaksi, joka koostuu vakuutusmaksuvastuusta ja korvausvastuusta. Vakuutusmaksuvastuu vastaa yhtiön tulevista vakuutustapahtumista aiheutuvien suoritusten ja näistä vakuutuksista aiheutuvien muiden menojen pääoma-arvoa vähennettynä tulevien vakuutusmaksujen pääoma-arvolla ja lisättyinä kesken vakuutusajan mahdollisesti raukeavien vakuutusten aiheuttaman vastuun pääoma-arvolla.

Korvausvastuu vastaa sattuneiden vakuutustapahtumien aiheuttamia, maksamattomia korvaus- ja muita määriä sekä tulevien vuosien varalle vastuupillisesti laskettavia tasoitusmääriä.

Vakuutusyhtiön on lain mukaan katettava yllä mainittu vastuovelka. Laissa asetetaan vakuutusyhtiön katteeseen kuuluvalla varallisuudelle seuraavat yleiset edellytykset: "Vastuuvelan kattamisessa otetaan huomioon se, minkälaista vakuutustoimintaa yhtiö harjoittaa ja tämän mukaisesti yhtiön on huolehdittava katteeseen kuuluvien varojen tuotosta, varmuudesta ja likviditeetistä sekä varojen (riskien) asianmukaisesta hajauttamisesta".

Ensivakuutusliikettä harjoittavan yhtiön vastuuvelan katteena voi lain mukaan olla mm.

- rahaa, talletuksia tai muita pankkisaamisia luottolaitoksissa, joilla on oikeus vastaanottaa talletuksia
- joukkovelkakirjalainoja ja muita raha- tai pääomamarkkinainstrumentteja



- velkasitoumuksiin perustuvia laina- tai muuta saamia
- osakkeita tai muita tuotoltaan vaihtelevia omistusosuuksia
- sijoitusrahasto-osuuksia tai niihin rinnastettavia osuuksia yhteissijoitusyhtyrityksissä
- verosaamia tai muita saamia valtiolta ja muilta julkisyhteisöiltä
- saamia takuurahastoilta
- ensi- ja jälleenvakuutusliikkeestä johtuvia saamia vakuutuksenottajilta, vakuutuksenantajilta tai vakuutusedustajilta
- kiinteistöjä, rakennuksia ja kiinteään omaisuuteen kohdistuvia oikeuksia tai muita hyväksytyjä aineellisiin hyödykkeisiin luettavia varoja
- siirtosaamia kuten esimerkiksi kertyneitä korkoja tai kertyneitä vuokria tai
- lakisääteisen eläkevakuutuksen osalta STM:n hyväksymiä muita eriä.

STM voi vakuutusyhtiön pyynnöstä hyväksyä vastuuvelan katteeksi määräajaksi myös muita kuin yllämainittuja varoja.

Lakisääteistä eläkevakuutustoimintaa harjoittavan yhtiön on vastuuvelan katteen lisäksi katettava STM:n määräämät muut vastuovelkaan rinnastettavat erät.

Eläkesäätiöiden sijoitustoimintaa koskevat säännökset on myös uusittu vuoden 1996 alusta lukien. Eläkesäätiöiden sijoitustoiminnan sääntely noudattelee pääsääntöisesti eläkeyhtiöiden vastaavaa sääntelyä.

Eläkesäätiöiden osalta säännökset poikkeavat jonkin verran toisistaan riippuen siitä onko kyseessä A-, B- tai AB-säätiö. Lisäeläkkeitä maksavien A-säätiöiden eläkkeellä olevien edunsaajien eläkevastuu on katettava 75 prosenttisesti vuoden 1999 loppuun mennessä ja vastuu on katettava kokonaisuudessaan vuoden 2004 loppuun mennessä. A-säätiöiden muu eläkevastuu on katettava vuoteen 2011 mennessä.

TEL-eläkkeitä hoitavien B-säätiöiden eläkevastuun katteen on vastattava uusia rajoituksia vuoden 2005 loppuun mennessä. TEL-eläkkeiden täyden kattamisen lisäksi B-säätiön on asetettava ylimääräinen, jopa 15 prosentin vakuus, joka voi nostaa katteen 115 prosenttiseksi. Tältä osin lakisääteisiä TEL-eläkkeitä hoitavien B-säätiöiden katemääräykset ovat muuttuneet jopa tiukemmiksi kuin vastaavat määräykset eläkeyhtiöiden osalta.

### 3.2.3 Katekelpoiset sijoituskohteet

100 % Vakuutusyhtiön vastuvelka voidaan kattaa koko määrän osalta (100 %) velkasitoumuksilla, joiden liikkeeseen laskijana tai takaajana on ETA-valtio, tai ETA-valtiossa sijaitseva muu veronkanto oikeuden omaava julkisyhteisö. Vastuvelka voidaan kattaa kokonaisuudessaan myös sellaisilla velkasitoumuksilla, joiden liikkeeseen laskijana tai takaajana on ETA-valtiossa toimiluvan saanut julkisen valvonnan alaisena toimiva talletuspankki tai vakuutusyhtiö.

50 % Vastuuvelan bruttomäärästä voidaan kattaa enintään puolet sellaisilla velkasitoumuksilla, joiden liikkeeseen laskijana on ETA-valtiota kotipaikkanaan pitävä yritys ja jonka osakkeilla käydään kauppaa ETA-valtiossa sijaitsevilla säännellyillä markkinoilla.

Tähän kateryhmään luetaan kuuluvaksi myös sellaiset velkasitoumukset, joiden liikkeeseen laskijana tai takaajana on julkisen valvonnan alainen ja ETA-valtiossa toimiluvan saanut muu luottolaitos kuin talletuspankki.

Edellä mainittuun kateryhmään voidaan lukea myös muut kuin yllä mainitut velkasitoumukset, jos niillä käydään kauppaa ETA-valtiossa sijaitsevilla säännellyillä markkinoilla. Esimerkiksi kuntien velkasitoumuksilla voidaan eläkevastuusta voidaan kattaa 50 prosenttia. Yhden kuntapaperin osuus katteesta saa olla kuitenkin vain 25 prosenttia, vastaavasti yhden yrityspaperin osuus katteesta saa olla korkeintaan 10 prosenttia.

40 % ETA-valtiossa sijaitsevat kiinteistöt ja rakennukset sekä ETA-valtiota kotipaikkanaan pitämien kiinteistöyhteisöjen osuudet tai osakkeet voivat muodostaa enintään 40 prosenttia vastuuvelan bruttomääräisestä katteesta. Yhden kohteen osuus katteesta voi korkeintaan 15 prosenttia.

Kiinteistöillä sekä sellaisilla velkasitoumuksilla joiden panttina on kiinteistökiinnitys voidaan yhdessä kattaa enintään 50 prosenttia vastuuvelasta.

30 % Osakkeilla, osuuksilla sekä sijoitusrahasto-osuuksilla voidaan eläkevastuusta kattaa enintään 30 prosenttia. Yhden yhtiön osakkeilla vastuusta voi kattaa enintään 5 prosenttia, yhdessä saman yhtiön velkasitoumusten kanssa enintään 10 prosenttia. Yhden sijoitusrahaston osuus katteesta saa olla korkeintaan 10 prosenttia.

20 % Valuuttakurssimuutoksilta suojaamattomat, ulkomaan valuutan määräiset sijoitukset saavat muodostaa enintään 20 prosenttia vastuuvelan katteesta.

10 % Maksuvalmiusriskin rajoittamiseksi vastuuvelan katteena olevista varoista voi olla enintään 10 prosenttia sellaisissa sijoituksissa, joilla ei käydä kauppaa ETA-valtiossa sijaitsevilla säännellyillä markkinapaikoilla ja joilla on huonompi etuoikeus kuin velallisen muilla sitoumuksilla.

5 % Laissa säädetyin edellytyksin ja rajoituksin vastuuvelan katteena olevista varoista voi olla muita vakuudettomia velkasitoumuksia kuin joukkovelkakirjalainoja ja muita raha- tai pääomamarkkinainstrumentteja yhteensä enintään 5 prosenttia vastuuvelan bruttomäärästä. Tähän kateryhmään kuuluvat myös ETA-valtioiden ulkopuolella sijaitsevien yritysten osakkeet.

Katteeseen kuulumattomien varojen osalta vakuutusyhtiölaki velvoittaa sijoittamaan ko. erät vakuutetun edut turvaavalla tavalla huomioiden tuottojen ja kulujen vaihtelu sekä muut epävarmuustekijät.

### 3.2.4 Riskikeskittymien rajoittaminen sijoitustoiminnassa

Riskikeskittymien rajoittamiseksi vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan puitteet jakautuvat useaan eri luokkaan. Riskikeskittymien rajoitukset vaihtelevat yhtäältä sijoituskohteen ja toisaalta sen mukaan minkälaista vakuutustoimintaa yhtiö harjoittaa.

Riskikeskittymien hajauttamisen ohella vastuuelka on pääsääntöisesti katettava sen valuutan määräisinä, jossa vakuutus sopimukseen perustuvat sitoumukset on täytettävä.

Vastuuelan katteena voi kuitenkin olla enintään 20 prosenttia sellaisia varoja, joita ei ole suojattu valuuttakurssien muutoksilta. Lisäksi ETA-valtion valuutassa olevia sitoumuksia vastaava vastuuelka voidaan kattaa myös ECU-määräisin varoin.

### 3.3 Sijoitussidonnaiset vakuutukset

Sijoitussidonnaisten (unit link) vakuutusten vastuuelan kate on eriytettävä muun vastuuelan katteesta.

Sijoitussidonnaisten vakuutusten arvonkehityksen määrääviin sijoituskohteisiin voi kuulua:

- osakkeita ja osuuksia
- joukkovelkakirjalainoja
- muita raha- ja pääomamarkkinainstrumentteja
- johdannaissopimuksia tai
- muita sitoumuksia, joilla on huonompi etuoikeus kuin velallisen muilla sitoumuksilla,

joilla käydään kauppaa ETA-valtiossa tai muussa STM:n hyväksymässä valtiossa sijaitsevilla säännellyillä markkinoilla.

Lainsäädännön ohella STM antaa tarkemmat määräykset sijoitussidonnaisten vakuutusten vastuuelan kattamisesta.

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevien varojen ohella sijoitussidonnaisten vakuutusten arvonkehitykseen vaikuttaviin sijoituskohteisiin voi kuulua muita kuin yllämainittuja varoja STM:n hyväksymä määrä.

STM:n määräyksissä käsitellään esimerkiksi katteeseen kuuluvien varojen sijaintia, vakuutuksen takaisinnoston ja sijoituskohteen vaihdon rajoittamista. Lisäksi STM voi antaa määräyksiä sijoitustoimintaan liittyvien riskien hajauttamista koskevasta periaatteista, joita sijoituskohteiden valinnassa tulee noudattaa.

Sijoitussidonnaisten vakuutusten katteena olevat sijoitukset tulee esittää taseessa erikseen käypään arvoon. Käyvän arvon ja hankintamenon erotuksen muutosta vastaava määrä on merkittävä tuloslaskelmaan. Lisäksi sijoitusten hankintameno on ilmoitettava taseen liitetietona.

### 3.4 Vakuutusyhtiön toimintapääoma

Suomen ETA-sopimuksen solmimisen jälkeen vakuutusyhtiölainsäädäntömme toimintapääomavaatimuksia tarkistettiin EU:n kolmansien henki- ja vahinkovakuutusdirektiivien mukaisiksi.

Nykyisessä lainsäädännössä henkivakuutusyhtiöille säädetään moniportainen vakavaraisuusjärjestelmä. Ensisijaisesti omista pääomista, luottotappiovarauksista ja

arvostuseroista koostuva vakavaraisuuspuskuri muodostaa vakuutusyhtiön toimintapääoman.

Toimintapääoman vähimmäismäärästä yksi kolmasosa on takuupääomaa. Mikäli vakuutusyhtiön toimintapääoman määrä putoaa alle tämän suhdeluvun, on yhtiö velvollinen esittämään STM:lle lyhyen aikavälin rahoitussuunnitelman, jolla yhtiön vakavaraisuus nostetaan nopeasti vaaditulle tasolle. Tilanne on sama, jos yhtiön oma pääoma alittaa oman pääoman vähimmäisvaatimuksen, mikä on vähintään puolet takuupääomasta. Vakuutusyhtiön ajautuessa tilanteeseen, missä se ei täytä yllämainittuja vaatimuksia, yhtiö on purettava.

Toimintapääoman ensisijaisena tarkoituksena on toimia puskurina sijoitustoiminnasta syntyviä riskejä vastaan. Aikaisemmin, esimerkiksi vuoden 1952 vakuutusyhtiölain mukaan, toimintapääoman tarkoituksena oli toimia lähinnä vakuutusliikkeestä aiheutuvien riskien puskurina.

Henkivakuutusyhtiöiden osalta toimintapääoman vähimmäisvaatimus on viisi prosenttia vastuvelasta. Toimintapääomavaatimus rakentuu siten, että sijoitustoiminnasta aiheutuvia riskejä varten vähimmäisvaatimus on neljä prosenttia vastuvelasta ja vakuutusliikkeestä aiheutuvia riskejä varten tulee olla vähintään yksi prosentti vastuvelasta.

Vakuutusyhtiölainsäädännön tarkistuksen yhteydessä tarkistettiin myös työeläkeyhtiöiden toimintapääomavaatimuksia. Lakisääteistä työeläkevakuutusta harjoittavien yhtiöiden toimintapääoman vähimmäisvaatimus on 10 prosenttia henkivakuutusyhtiöiden vastaavasta vaatimuksesta, eli puoli prosenttia vastuvelasta. Muuten toimintapääomavaatimukset ovat samat kuin henkivakuutusyhtiöillä. Yhtiöiden sijoitustoiminnan rakenne ja erilaiset riskiprofiilit eivät siten vaikuta vakavaraisuusvaatimuksiin.

Vakuutusyhtiön toimintapääomaan luetaan:

- 1) maksettu osakepääoma, tai keskinäisen yhtiön osalta maksettu pohjarahasto ja maksettu takuupääoma edellyttäen, että takuupääoman takaisinmaksu on rajoitettu viranomaisten hyväksymällä tavalla
- 2) sidotun ja vapaan pääoman rahastot
- 3) tilikauden ja edellisten tilikausien voitot
- 4) kirjanpitolain 17 pykälän mukaiset vapaaehtoiset varaukset sekä taseeseen merkitty kertynyt poistoero
- 5) omaisuuden markkina-arvojen ja kirjanpitoarvojen positiivinen erotus, mikäli erotusta ei ole pidettävä luonteeltaan poikkeuksellisena
- 6) STM:n hyväksymänä toimintapääomaan voidaan vakuutusyhtiön erillisestä hakemuksesta liittää myös täysin maksettu pääoma sellaisesta vähintään viiden vuoden tai viiden vuoden irtisanomisajalla otetusta lainasta, jolla on huonompi etuoikeus kuin kaikkien muiden velkojien vaateilla
- 7) vakuutusyhtiön hakemuksesta ja STM:n suostumuksella toimintapääomaan voidaan liittää myös useita muita vakuutusyhtiötoimintaan liittyviä eräiä.

Toimintapääomasta tulee puolestaan vähentää mm.

- 1) tilikauden tai tilikausien tappiot
- 2) taseen omaisuuden markkina-arvojen ja kirjanpitoarvojen negatiivinen erotus
- 3) voittona jaettava osa yhtiön vapaasta omasta pääomasta

- 4) kaikki taseeseen merkitsemättömät velkoihin rinnastettavat erät, joiden maksaminen on todennäköistä.

### 3.5 Työeläkeyhtiöiden toimintapääoma

Taulukko 2.

#### Työeläkeyhtiöiden toimintapääoma

	Vastuovelka mrd. mk	Toimintapääoma mrd. mk	Toimintapääoma, % vastuuvasta
1990	80	4.5	5.6
1991	92	3.8	4.1
1992	100	3.7	3.7
1993	110	5.7	5.2
1994	114	4.0	3.5
1995	126	6.8	5.4

Lähde: STM

Työeläkeyhtiöt ovat 1990-luvun aikana ylittäneet selvästi toimintapääoman vähimmäisvaatimukset. Eläkeyhtiöiden vastuuvastan kasvu ja sijoitustoiminnan nopea rakennemuutos ovat kuitenkin luomassa paineita eläkeyhtiöiden toimintapääomia kohtaan. Yhtiöiden vakavaraisuustarpeiden ylläpitäminen voimassaolevilla säännöksillä vaikeutuu, mikäli sijoituksista suunnataan yhä suurempi osa markkinaehtoiisiin sijoituksiin, esimerkiksi osakemarkkinoille.

Eläkevakuutusyhtiöiden toimintapääomien nostamiseksi on periaatteessa löydettävissä useitakin keinoja, joiden toteuttaminen on kuitenkin käytännössä vaikeaa.

Eläkeyhtiön toimintapääoman turvaamisessa osakepääoman korotus on eräs keino. Käytännössä tämä voi osoittautua vaikeaksi tehtäväksi, koska lakisääteistä eläkejärjestelmää hoitavat yhtiöt eivät voi toimia puhtaasti voiton maksimoinnin periaatteella. Esimerkiksi osinko voi olla korkeintaan takaisinlainauskoron suuruisen, eikä halukkaita sijoittajia ole helppo löytää. Toinen kysymys, joka osakepääomien korotuksen yhteydessä nousee esiin on se, kuka eläkeyhtiöt viime kädessä omistaa, kenen tulisi panostaa osakepääoman korotukseen ja kenelle tuoton pitäisi mennä. Lisäongelmana on vielä kenelle päätösvallan tulisi kuulua.

Osakesijoitusta yksityisesti toimivaan yhtiöön tulisi verrata mihin tahansa yksityiseen pääomasijoitukseen, jolloin tehtävää sijoitusta arvioidaan sen perusteella minkälaista tuottoa sijoitus tarjoaa suhteessa sijoitukseen liittyviin riskeihin. Lakisääteistä vakuutustoimintaa harjoittavan, mutta yksityisen yhtiön todellisia riskejä osakkeen omistajan kannalta on tavallista vaikeampi arvioida ja näin ollen myös oikean tuoton määrittäminen työeläkeyhtiöön tehtävälle sijoitukselle on hankalaa.

Eräänä ratkaisuvaihtoehtona toimintapääomien korottamiseksi voisi olla järjestelmä, jossa osa mahdollisista tuotoista ohjattaisiin toimintapääomien korottamiseen. Lyhyellä aikavälillä ongelmana tässä vaihtoehdossa on mm. se, että paineet takaisinlainauskoron alenemiseen ovat ilmeiset ja näin ollen ylimääräisten tuottojen kerääminen on hankalaa alemman ja ylemmän laskuperustekorona välisen eron supistuksessa. Tämä vaihtoehto saattaisi lisätä paineita vakuutusmaksun nostoon.

Yhtenä potentiaalisena vaihtoehtona tulisi tutkia voitaisinko suomalaisiin eläke-rahastoihin soveltaa Yhdysvaltalaista käytäntöä, missä eläkevastuut arvostetaan siten, että tulevat eläke-etuudet diskontataan nykyarvoisiksi markkinakorkoja käytäten. Eläkevastuiden arvostamiseen käytettäisiin tällöin vastaavaa markkinatuottoa kuin rahastoituihin varoihin, jolloin rahastojen ja vastuiden seuranta perustuisi aitiioihin taloudellisiin muuttujiin.

## 4 Suomalaisen vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan kehitys ja rakennemuutos

Tarkasteltaessa erilaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa on hyödyllistä jakaa ne kolmeen ryhmään eli eläke-, henki- ja vahinkovakuutusta harjoittaviin yhtiöihin.

Vakuutusyhtiölain mukaan vakuutusyhtiöiden vastuuvelan katteena olevien varojen sijoittaminen tulee suorittaa likvidisti, tuottavasti ja turvaavasti. Vaatimukset koskevat vastuuvelan kattamista. Eläkevakuutusyhtiöiden vastuuvelka on noin 95 prosenttia taseista, joten yllämainitut vaatimukset koskevat käytännössä koko niiden sijoitustoimintaa.

Kuten jo edellä mainittiin, pääosa vakuutussektorin rahastoinnista ja sijoitustoiminnasta tapahtuu eläkeyhtiöissä. Henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden yhteenlaskettu sijoitusten määrä on noin 40 prosenttia eläkeyhtiöiden vastaavasta määrästä, mikä oli vuoden 1994 lopussa noin 160 mrd. mk.

TEL-järjestelmän ohella rahastoja on kerätty jonkin verran mm. LEL- ja TaEL-järjestelmien piirissä. Nämä rahastot ovat kuitenkin verraten pieniä. Huomattavampaa rahastointia tapahtuu sen sijaan KvTEL-järjestelmässä, jossa rahastojen määrä oli vuoden 1994 lopussa oli jo runsaat 22 mrd. markkaa.

Vakuutusyhtiöiden taseissa sijoitukset keskittyvät sijoitusomaisuuteen. Käyttöomaisuudesta sijoituksiin lasketaan osakkeet sekä kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet. Samoin rahoitusomaisuudessa olevat rahamarkkinainstrumentit luetaan usein mukaan sijoitustoimintaan.

Sijoitusten kirjanpitoarvon ylärajana taseessa on niiden käypä arvo. Perinteisesti osake- ja kiinteistösijoitukset on arvostettu taseessa huomattavasti alle käypien hintojen. Valkosen (1990) tutkimuksen mukaan 1985 vakuutusyhtiöiden osakesijoitusten markkina-arvo oli lähes kaksinkertainen kirjanpitoarvoihin verrattuna ja kiinteistöjen osalta markkina-arvot olivat kaksin- tai kolminkertaisia tasearvoihin verrattuna.

Kiinteistömarkkinoiden syvä lama on kuluneen vuosikymmenen aikana muuttanut tilannetta huomattavasti ja yhtiöt ovatkin kirjanneet arvonalennuksia mm. kiinteistösijoituksistaan. Näin on jouduttu tekemään ainakin 1980-luvun lopulla ostopuista kiinteistöistä.

Sijoitusten arvostuskäytäntö vaikeuttaakin huomattavasti vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan ja sen todellisen kannattavuuden analysointia. Seuraavassa käydään yksityiskohtaisesti lävitse erilaisten vakuutusyhtiöiden sijoitukset markkinoitain ja sijoitusmuodoittain.

### 4.1 Vakuutusyhtiöiden luotonanto

Vakuutusyhtiöiden luottokanta oli vuoden 1994 lopussa 160 mrd. markkaa, mistä TEL-takaisinlainojen osuus oli noin kolmannes ja sijoituslainojen osuus vajaat 10 prosenttia.

Valtaosa vakuutusyhtiöiden sijoituksista suuntautui aina viime vuosiin saakka velkakirjamuotoisiin lainoihin, eli TEL-lainoihin ja sijoituslainoihin yrityksille. Eläkeyhtiöiden yrityslainoissa TEL takaisinlainauksen merkitys on perinteisesti ollut huomattava. Yrityksillä on oikeus maksaa eläkevakuutusmaksuistaan 65 prosenttia

velkakirjalla ja tätä takaisinlainausoikeutta käytettiin pitkään lähes täysimääräisesti. Luotonsäännöstelykauden päättymisen muutti kuitenkin yritysten käyttäytymistä ja takaisinlainauksen käyttö on vähentynyt. Eräs syy takaisinlainauksen käytön vähene- miseen on myös se, että lainat eivät ole olleet kustannuksiltaan kilpailukykyisiä.

Työeläkejärjestelmän käynnistyessä vuonna 1962 vakuutusyhtiöiden luottokan- nasta runsas puolet oli yritysluottoja ja noin kolmannes luotoista meni kotitalouksil- le. Takaisinlainauksen käyttöönotto muutti vakuutusyhtiöiden luottokannan raken- teen nopeasti, yritysluottojen osuuden kasvaessa voimakkaasti kotitaloussektorin (ml. asuntoluotot ja luotot asuinkiinteistöille) kustannuksella. Julkisen sektorin lu- totuksen osuus pysyi lähes vakiona, noin kymmenessä prosentissa aina 1990-luvun alkupuolella saakka.

Vakuutusyhtiöiden yrityssektorille myöntämien luottojen toimialajakauma on pysynyt stabiilina. Teollisuuden osuus yritysluotoista on ollut aina 1960-luvulta läh- tien noin puolet. Kaupan osuus luotoista oli pitkään noin neljännes, mutta viime vuosina osuus on jonkin verran laskenut yritystoimintaa palvelevien toimintojen osuuden kasvaessa. Muutos luottokannassa heijastaa yritystoiminnan rakennemu- tosta, useiden yritysten yhtiöittäessä aikaisemmin yrityksen sisällä toimineita tukitoi- mintojaan.

Yritysten velkarahoituksen kysyntä on jo useamman vuoden ajan ollut laimeaa, sekä pankkiluottojen että vakuutusyhtiöluottojen määrät ovat olleet laskussa yritys- ten pyrkiessä parantamaan rahoitusrakenteitaan.

Takaisinlainauksen käyttö on supistunut erityisen ripeästi vuoden 1992 jälkeen, jolloin takaisinlainauskanta kääntyi laskuun ensimmäisen kerran työeläkejärjestel- män historiassa. Laskuperustekorona jäykkyyden ja pitkien markkinakorkojen sekä pankkien yritysluottokorkojen voimakkaan laskun seurauksena vakuutusyhtiöiden, erityisesti eläkevakuutusyhtiöiden, yritysluottojen kysyntä on romahtanut. Tel-laino- jen efektiiviset kustannukset nousivat vakuuskustannusten, lähinnä pankkitakausten tai luottovakuutusten provisioiden nousun vuoksi verraten korkeiksi.

Tel-lainojen ja sijoituslainojen vakuusmateriaalina käytetään ensisijaisesti pankkitakauksia ja Garantia Oy:n (aikaisemmin ETK) luottovakuutuksia. Kolmante- na merkittävän vakuusmateriaalina käytetään kiinteistökiinnityksiä.

Taulukko 3.

**Uusien TEL- ja sijoituslainojen vakuusjakaumat, %**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Pankkitakaus	52	50	47	48	45	44
Luottovakuutus	26	26	31	23	19	9
Kiinnitys	16	19	14	18	23	21
Muu vakuus	6	5	8	11	13	26

Pankkitakausten huomattava määrä on lisännyt osaltaan pankkien takaustappioita. Myös Eläketurvakeskus kärsi vuosikymmenen alkupuolella huomattavia tappioita luottovakuutustoiminnassaan. ETK:n vaikeudet ja toiminnan uudelleen järjestelyt alensivat sen myöntämien luottovakuutusten markkinaosuutta eläkelainojen takaus- toiminnassa joksikin aikaa, mutta takaustoiminnan yhtiöittäminen Garantiaan on palauttanut luottovakuutuksen markkinaosuuden entiselle, noin 20 prosentin tasolle.

Garantia Oy:n takaustoimintaa on laajennettu siten, että yhtiö antaa takausva- kuutuksia myös yritysten liikkeeseen laskemille joukkovelkakirjalainoille. Tällaiset



yri­tysten liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjalainat ovat vakuudet­tomia, mutta työeläkelaitokset voivat hakea Garantialta takauksen sijoitukselleen. Järjestely hel­pottaa pienempien yri­tysten mahdollisuuksia hankkia rahoitusta joukkovelkakirja­markkinoilta.

Takaisinlainojen maturiteetin lyhentäminen enintään kymmeneksi vuodeksi on helpottanut takausten hinnoittelua ja parantane­e lainojen kilpailukykyä jatkossa.

Vakuutusyhtiöiden uusien sijoituslainojen maturiteettirakenne on vaihdellut pa­rin viimeisen vuosikymmenen aikana huomattavasti. 1970-luvun puoliväliin saakka keskimääräinen maturiteetti oli noin kymmenen vuotta. Maturiteettirakenne lyheni vuosikymmenen lopulla huomattavasti ja 1980-luvun alussa uusien lainojen keski­määräinen laina-aika aleni jo alle 7 vuoden. Eräänä syynä tähän oli pitkäaikaisten asuntolainojen osuuden nopea aleneminen lainakannassa.

Yritysluottojen keskimääräiset laina-ajat kääntyivät nousuun 1980-luvun puoli­välin jälkeen. Vuonna 1985 uusien lainojen keskimääräinen laina-aika oli 6.5 vuotta ja kymmenen vuotta tai sitä pitempien lainojen osuus uusista lainoista oli vain kymmenesosa.

Maturiteettirakenteen muutos aikaisempaa pitemmäksi käynnistyi rajoitusmark­kinoiden ja pääomaliikkeiden vapautumisen jälkeen. Suurempien yri­tysten vaihtoehdot ja mahdollisuudet pitempiaikaiseen luotonottoon paranivat mm. ulkomaisen luotonoton vapauduttua 1980-luvun puolivälin jälkeen.

Keskimääräinen laina-aika piteni vuosikymmenen vaihteeseen mennessä parilla vuodel­la, yli kymmenen vuoden lainojen osuuden noustua 1990-luvun alussa jo kolmannekseen. Vakuutusyhtiöryhmittäin tarkasteltuna luottojen keskipituus on pisin eläkevakuutusyhtiöissä ja lyhin vahinkovakuutusyhtiöissä.

Velkakirjaluottojen jakautuminen sektoreittain poikkeaa jonkin verran toisis­taan eri vakuutusyhtiöryhmissä. Henkivakuutusyhtiöiden markkaluotot suuntautuvat valtaosin yrityksille, vuoden 1995 lopussa yritysluottojen osuus vajaan 4 mrd. mar­kan luottokannasta oli lähes 75 prosenttia. Henkivakuutusyhtiöiden muu luotonanto on kohdistunut lähes ensisijaisesti kotitalouksille ja voittoa tavoittelemattomille yh­teisöille. Nämä luotot ovat valtaosin asunto- ja kiinteistöluottoja. Valtiolle ja muille julkisyhteisöille henkivakuutusyhtiöt eivät ole parin viime vuoden aikana myöntä­neet luottoja juuri lainkaan.

Vahinkovakuutusyhtiöiden luotonannossa yrityssektorin merkitys on huomatta­vasti alhaisempi kuin henkivakuutusyhtiöillä. Vuoden 1995 lopussa 4.5 mrd. markan luottokannasta noin puolet oli yritysluottoja. Henkivakuutusyhtiöistä poiketen vahin­kovakuutusyhtiöt ovat myöntäneet luottoja myös rahoituslaitoksille. Asunto- ja kiin­teistöluototuksen suhteellinen osuus luottokannasta on noin neljännes kuten henki­vakuutusyhtiöilläkin.

Vakuutusmaksulainojen vuoksi eläkevakuutusyhtiöiden lainat menevät valta­osin yrityssektorille. Vuoden 1995 lopussa eläkevakuutusyhtiöiden lainakanta oli 60 mrd. markkaa, mistä vajaan 52 mrd. oli myönnetty yrityssektorille. Luotoista vajaan 10 prosenttia oli asuntorahoituksen luototusta. Eläkevakuutusyhtiöt ovat luottaneet myös muuta vakuutussektoria, tosin näiden luottojen määrä on melko vähäinen.

Eläkeyhtiöiden sijoituslainojen kustannukset ovat perinteisesti olleet selvästi takaisinlainausta korkeammat. Tämä on viime vuosina ollut keskeinen syy siihen, että sijoituslainakanta on laskenut erittäin nopeasti, uusien sijoituslainojen nostot ovat olleet vähäisiä jo usean vuoden ajan.

Vakuutusyhtiöiden luottokorot on perinteisesti sidottu laskuperustekorkoon. Kiinteäkorkoisten tai markkinakorkoihin sidottujen luottojen osuus uusista luotoista

on vähäinen. Peruskorkoa ei käytetä referenssikorkona nykyisin juuri lainkaan. Vakuutusyhtiöiden kaikkien korollisten sijoitusten rakenne on kuitenkin muuttunut joukkovelkakirjasijoitusten voimakkaan kasvun seurauksena. Uudet joukkovelkakirjasijoitukset ovat lähes kokonaan kiinteäkorkoisia sijoituksia.

## 4.2 Vakuutusyhtiöiden sijoitukset arvopaperimarkkinoille

### 4.2.1 Vakuutusyhtiöiden rahamarkkinasijoitukset

Vakuutusyhtiöiden toiminnan luonteesta johtuen niiden sijoitukset rahamarkkinoille ovat ensisijaisesti likvidien kassavarojen sijoittamista ja tämän vuoksi rahamarkkinainstrumenttien suhteellinen osuus koko sijoitustoiminnasta on yleensä ollut vähäinen, vajaa 10 prosenttia. Sijoituksia rahamarkkinoille on hillinnyt osaltaan myös se, että lyhyet korot ovat jo pitkään olleet alhaiset.

Rahamarkkinasijoitusten matala korko aiheuttaa esimerkiksi eläkevakuutusyhtiöiden osalta sen, että rahamarkkina-sijoitukset eivät käytännössä voi muodostua merkittäväksi sijoituskohteeksi tilanteessa, missä rahamarkkinainstrumentit tuottavat selvästi alle laskuperustekorona asettaman tuottovaatimuksen.

Rahamarkkinapapereiden ohella vakuutusyhtiöt pitävät osan likvideistä kassavaroista myös pankkitalletuksina tai muina lyhytaikaisina pankkisaamisina.

Markkamääräisten sijoitusten ohella lyhytaikaisia sijoituksia on tehty myös muihin valuuttoihin, ensisijaisesti dollarimääräisiin instrumentteihin. Ulkomaan valuutan määräisten lyhytaikaisten sijoitusten osuus on kuitenkin vähäinen. Nämä sijoitukset toimivat lähinnä ulkomaista toimintaa harjoittavien vahinkovakuutusyhtiöiden likviditeettipuskurina.

Vakuutusyhtiöiden lyhytaikaisten sijoitusten rakenne on muuttunut rahamarkkinoiden rakennemuutoksen myötä. Rahamarkkinoiden toiminta käynnistyi maassamme 1980-luvun alkupuolella ja likvidien jälkimarkkinoiden toiminta käynnistyi vuonna 1987, Suomen Pankin vapauttaessa talletuspankkien sijoitustodistukset kassavarantovelvoitteesta.

Useimpien muiden maiden rahamarkkinoiden rakenteesta poiketen Suomen rahamarkkinoiden likvidi ydin muodostui alusta alkaen pankkien liikkeeseen laskemista sijoitustodistuksista. (Rahamarkkinoiden synnystä katso esim. J. Kontulainen (1990)).

Rahamarkkinoiden rakennetta noudattaen vakuutusyhtiöiden sijoitukset keskittyivät alusta lähtien talletuspankkien liikkeeseen laskemiin sijoitustodistuksiin. Sijoitukset yritystodistuksiin ovat vaihdelleet huomattavasti mutta niiden merkitys sijoituskohteena ei ole noussut missään vaiheessa merkittäväksi.

Valtion velkasitoumuslainojen kannan huomattavasta kasvusta huolimatta talletuspankkien sijoitustodistukset ovat edelleenkin säilyneet vakuutusyhtiöiden pääasiallisena sijoitusinstrumenttina rahamarkkinoilla. Sijoitukset Suomen Pankin liikkeeseen laskemiin sijoitustodistuksiin ovat olleet myös vähäisiä. Vuoden 1995 lopussa vakuutusyhtiöiden sijoitukset Suomen Pankin sijoitustodistuksiin olivat ainoastaan puoli miljardia markkaa ja sijoitukset olivat pääosin eläkeyhtiöiden salkuissa.

Suomen Pankin sijoitustodistukset ovat pääasiassa pankkien hallussa. Toinen merkittävä sijoittaja on valtiokonttori, joka sijoittaa kassavarojaan keskuspankin liikkeeseen laskemiin sijoitustodistuksiin talletuspankkien sijoitustodistusten ohella.

Vakuutusyhtiöistä suurin sijoittajaryhmä sijoitustodistusmarkkinoilla ovat eläkeyhtiöt. Vahinko- ja henkivakuutusyhtiöiden sijoitukset sijoitustodistuksiin, kuten muihinkin rahamarkkinapapereihin ovat jääneet huomattavasti pienemmiksi kuin eläkeyhtiöiden sijoitukset.

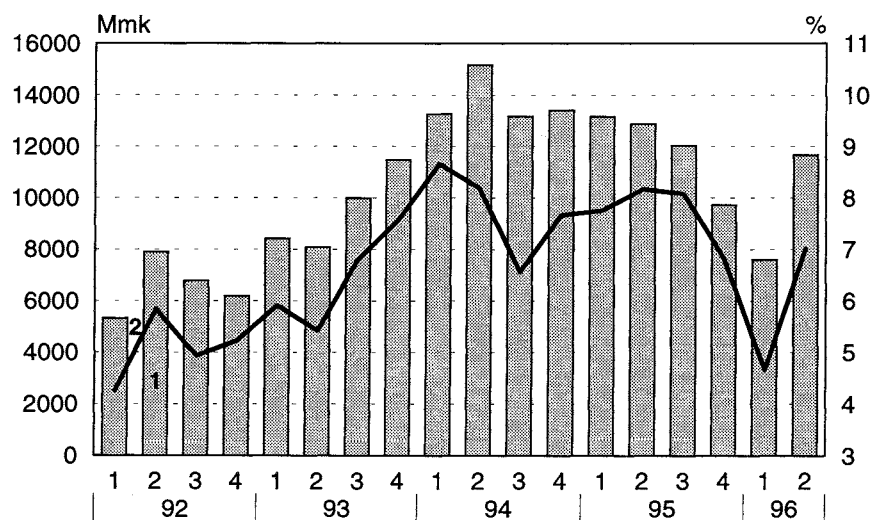
Valtion velkasitoumuslainat ovat varsin uusi kohde vakuutusyhtiöiden, kuten useimpien muidenkin sijoittajien portfoliossa. Velkasitoumuslainoja oli markkinoilla vain muutama miljardi aina 1990-luvun alkupuolelle saakka. Edellisellä vuosikymmenellä liikkeessä olleet velkasitoumuslainat pysyivät pankkien salkuissa, eikä niillä ollut toimivia jälkimarkkinoita (ks. esim. Kontulainen (1990) sekä Aaltonen, Aurikko ja Kontulainen (1994)).

Valtion lainatarpeen nopean kasvun seurauksena valtio ryhtyi lisäämään runsaasti myös lyhytaikaista markkalainanottoaan. Tämä heijastui välittömästi myös rahamarkkinoiden rakenteeseen. Muutosta ovat lisäksi nopeuttaneet sekä yritystodistusten että sijoitustodistusten käytön voimakas väheneminen.

Valtion velkasitoumukset ovat nousseet vakuutusyhtiöiden toiseksi tärkeimmäksi lyhytaikaisten, likvidien kassavarojen sijoituskohteeksi ohi yritystodistusten. Vakuutusyhtiöiden merkitys velkasitoumusmarkkinoilla ei ole kuitenkaan noussut merkittäväksi. Vuoden 1995 lopussa vakuutusyhtiöillä oli valtion velkasitoumuksia hallussaan runsaat 3 mrd. markkaa, noin kymmenesosa liikkeessä olevista valtion velkasitoumuksista. Keskeisin sijoittajaryhmä näillä markkinoilla ovat pankit, joiden hallussa velkasitoumuksista oli noin puolet. Useat yritykset käyttävät myös velkasitoumuksia kassanhallinnassaan, vuoden vaihteessa niiden hallussa oli noin kolmannes valtion velkasitoumuslainoista. Vakuutusyhtiöiden salkuissa olevien markkamääräisten rahamarkkinapaperien määrä on jo pitkään ollut vakaa, noin 15–20 mrd. markkaa. Tämä merkitsee noin 10 prosentin osuutta liikkeessä olevista jälkimarkkinakelpoisista rahamarkkinapaperista.

Kuvio 7.

### Vakuutusyhtiöiden sijoitukset rahamarkkinoille, Mmk



- 1 Sijoitukset yhteensä, Mmk  
2 Sijoitusten osuus koko kannasta, %

## 4.2.2 Joukkovelkakirjasijoitukset

Muiden arvopapereiden tapaan joukkovelkakirjoilla oli pieni osuus vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnassa aina 1990-luvun puoliväliin saakka. 1970-luvulla ja vielä 1980-luvun alussa vakuutusyhtiöiden uudet joukkovelkakirjasijoitukset suuntautuivat lähes kokonaan valtion obligaatioihin, koska yksityisen sektorin joukkovelkakirjalainojen tarjonta oli vähäistä.

Uusista sijoituksista erillislainoina myytyihin valtion joukkovelkakirjoihin sovitettiin vuosittain valtiovarainministeriön kanssa käydyissä neuvotteluissa. Lainat olivat 10 vuoden kiinteäkorkoisia lainoja, joita ei noteerattu Helsingin Arvopaperipörssissä. Lainojen nimelliskorko oli aina laskuperustekorona yläpuolella, joten sijoitukset täyttivät esimerkiksi eläkeyhtiöiden tuottovaatimuksen.

Vakuutusyhtiöille myytyjen erillislainojen merkitys valtion budjettialijäämän rahoituksessa oli kuitenkin olematon. Lainoja myytiin vuosittain noin puolen miljardin markan arvosta, eikä valtion vuosittainen rahoitustarve juurikaan vaikuttanut myyntien määrään.

Vakuutusyhtiöiden hallussa olleiden valtion lainojen määrä kasvoi hyvin hitaasti aina 1980-luvun loppuun saakka. Vakuutusyhtiöiden merkitys valtion rahoittajana oli 1990-luvun alkupuolelle saakka vähäinen. Poikkeuksena on 1970-luvun alku, jolloin valtion markkamääräinen velka supistui huomattavasti. Vakuutusyhtiöiden sijoitukset valtion obligaatioihin pysyivät vakaana ja suurimmillaan vakuutusyhtiöiden osuus valtion markkavelasta oli vuonna 1974. Silloisesta kotimaisesta valtionvelasta puolet oli lainattu vakuutusyhtiöiltä.

Valtion kotimaan valuutan määräinen lainapolitiikka muuttui 1980-luvun lopulla. Viimeiset erillislainat vakuutusyhtiöille myytiin vuonna 1989, samana vuonna luovuttiin myös verottomien obligaatioiden liikkeeseen laskuista. Tilalle tulivat aluksi lähinnä kotitalouksille myytävät tuotto-obligaatiot ja rahoitustarpeen kasvaessa ryhdyttiin laskemaan liikkeeseen sarjaobligaatioita. Sarjaobligaatioihin perustuvat viitelainamarkkinat käynnistettiin elokuussa 1992, tämä loi perustan likvideille jälkimarkkinoille.

Yksityisen sektorin joukkovelkakirjalainojen määrä vakuutusyhtiöiden salkuissa on aina ollut pieni. 1980-luvun puoliväliin saakka yksityisen sektorin joukkovelkakirjalainojen tarjonta oli satunnaista. Suurien yritysten velkarahoituksen hankinta oli luotonsäännöstelystä huolimatta käytännössä turvattu eivätkä yritykset turvautuneet ainoaan pitkäaikaisen kotimaisen rahoituksen sääntelemättömään rahoituskanavaan, joukkovelkakirjamarkkinoihin laajemmassa mittakaavassa.

Vakuutusyhtiöiden sijoitukset joukkovelkakirjamarkkinoille ovat aina keskittyneet ensisijaisesti henki- ja eläkevakuutusyhtiöille. Koska vahinkovakuutusyhtiöiden korvausmenojen ennustettavuus on henki- ja eläkeyhtiöiden korvausmenoja vaikeampaa, vahinkovakuutusyhtiöt eivät suunnanneet sijoituksiaan suuremmassa määrin epälikvideihin joukkovelkakirjoihin.

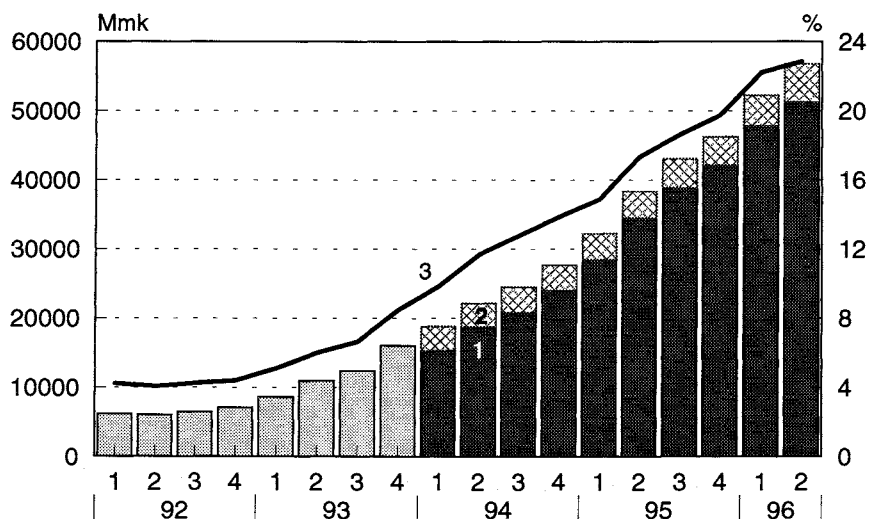
Vakuutusyhtiöiden sijoitusympäristössä, niin raha- kuin reaalityyppisessäkin, tapahtuneet muutokset ovat aikaansaaneet syvälle käyviä muutoksia kaikkien vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan rakenteissa. Valtion velan raju kasvu ja yritysten pyrkimys velkaantuneisuuden vähentämiseen ovat heijastuneet voimakkaimmin vakuutusyhtiöiden joukkovelkakirjasijoitusten ripeänä kasvuna.

Perinteisen luotonannon supistumisen myötä uudet sijoitukset ovat suuntautuneet ensisijaisesti joukkovelkakirjamarkkinoille. Joukkovelkakirjalainojen suhteellinen osuus vakuutusyhtiöiden portfoliossa onkin kasvanut erittäin nopeasti vuodesta

1992 alkaen. Pääosa uusista joukkovelkakirjasijoituksista on suuntautunut valtion viitelainamarkkinoille, mutta sijoitukset valtion asunto-obligaatioihin ovat olleet myös huomattavia.

Kuvio 8a.

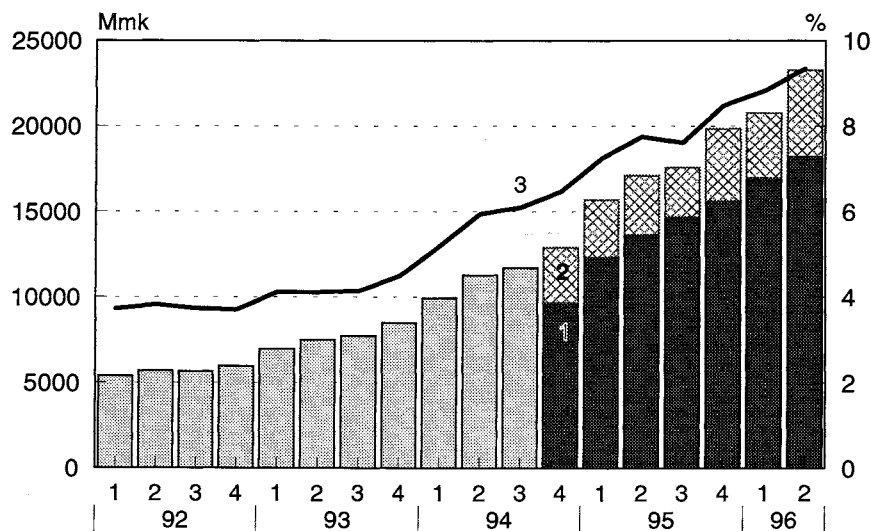
### Eläkevakuutusyhtiöiden joukkovelkakirjasijoitukset, Mmk



- 1 Julkisen sektorin jvk-lainat, Mmk
- 2 Muut jvk-sijoitukset, Mmk
- 3 Sijoitukset jvk-kannasta, %

Kuvio 8b.

### Henki- ja Vahinkovakuutusyhtiöiden joukkovelkakirjasijoitukset



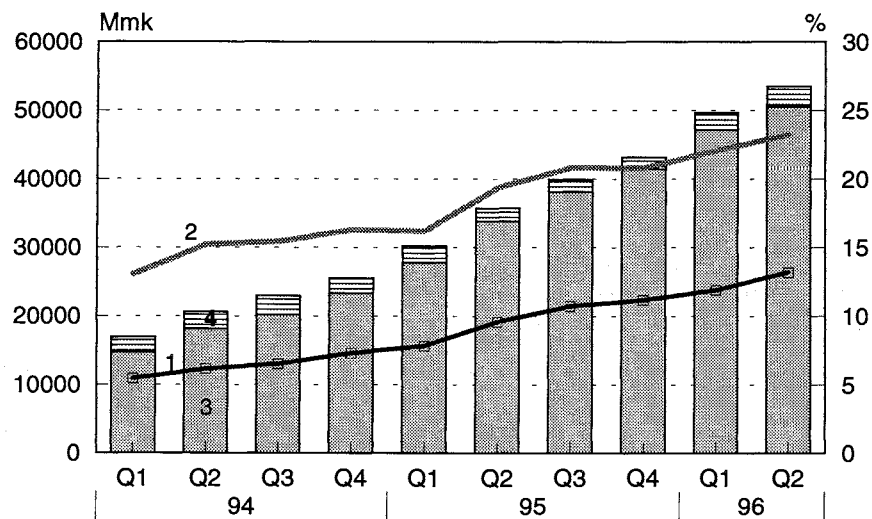
- 1 Julkisen sektorin jvk-lainat, Mmk
- 2 Muut jvk-sijoitukset, Mmk
- 3 Sijoitukset jvk-kannasta, %

Henki-, eläke- ja vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitukset valtion obligaatiolainoihin nousivat vuoden 1995 lopussa jo 57 mrd. markkaan, mikä on noin 40 prosenttia valtion pitkäaikaisesta markkavelasta. Yhtiöiden lisäksi eläkesäätiöt ja -kassat sekä Kuntien eläkevakuutus ovat sijoittaneet valtion lainoihin yli kymmenen miljardia markkaa.

Eläkevakuutusyhtiöiden sijoitukset valtion markkamääräisiin velkakirjoihin olivat vuoden 1995 lopussa 43 mrd. markkaan, mistä velkasitoumusten osuus on vajaat 2 mrd. markkaa. Obligaatioista runsaat 6 miljardia oli valtion asunto-obligaatioita.

Kuvio 9.

### Eläkevakuutusyhtiöiden sijoitukset valtion markkapapereihin, Mmk



- 1 Osuus valtion koko velasta, % (vasen asteikko)
- 2 Osuus valtion mk-velasta, % (vasen asteikko)
- 3 Obligaatiot, Mmk (oikea asteikko)
- 4 Velkasitoumukset, Mmk (oikea asteikko)

Eläkeyhtiöiden merkitystä sijoittajana valtion lainamarkkinoilla korostaa kansantalouden tilinpidossa vuonna 1993 tehty muutos, jonka mukaan ne siirrettiin kuuluvaksi julkiseen sektoriin. Tilinpitoon tehty muutos supistaa julkisen sektorin sulautettua EMU-velkaa huomattavasti, koska EMU:n lähentymiskriteereissä julkisen sektorin sisäinen velat nettoutetaan.

Eläkeyhtiöiden asema korostuu edelleen, kun tarkastellaan niiden asemaa valtion viitelainamarkkinoilla (viitelainamarkkinoista ks. K. Rantalainen (1993)). Viitelainamarkkinat ovat muodostaneet valtion pitkäaikaisen markkalainanoton ytimen elokuusta 1992 alkaen.

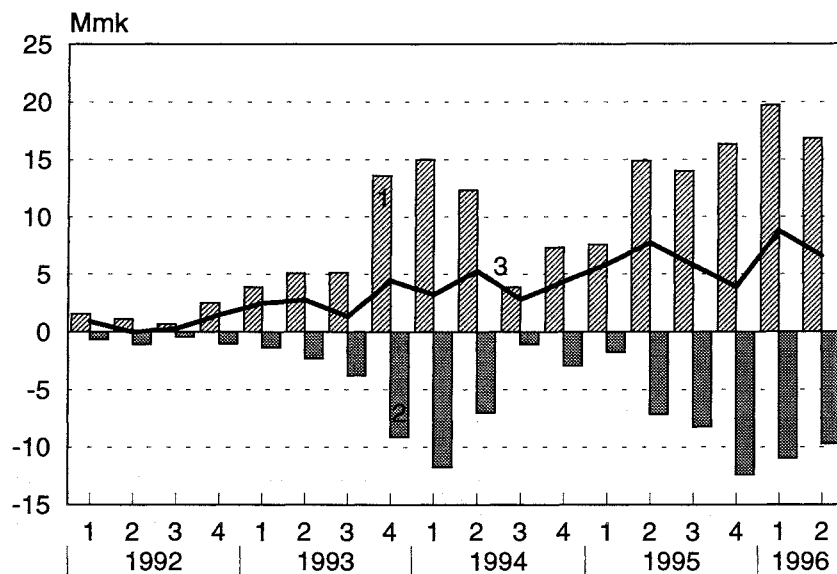
Eläkeyhtiöiden hallussa oli vuoden 1995 lopussa valtion obligaatioita noin 41 miljardia, sijoitukset viitelainakantaan suhteutettuna olivat nousseet jo noin 40 prosenttiin.

Eläkevakuutusyhtiöiden osuus valtion obligaatioiden jälkimarkkinoilla on huomattavasti sijoitustoiminnan osuutta alhaisempi. Eläkeyhtiöiden kaupat, osto ja myynnit, ovat noin 10–20 prosenttia valtion obligaatioiden raportoiduista asiakaskaupoista.

Henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitukset valtion obligaatioihin olivat vuoden 1995 lopussa noin 15 miljardia. Näistä sijoituksista kaksi kolmasosaa oli henkivakuutusyhtiöiden hallussa. Henki- ja vahinkovakuutusyhtiöt ovat obligaatiosalkkujen hallinnassaan selvästi eläkevakuutusyhtiöitä aktiivisempia. Obligaatioiden ostot ja myynnit suhteessa salkuissa oleviin sijoituksiin ovat henki- ja vahinkovakuutusyhtiöillä olleet suuremmat kuin eläkevakuutusyhtiöillä.

Kuvio 10.

### Vakuutusyhtiöiden joukkovelkakirjakaupat, Mmk



- 1 Ostot
- 2 Myynnit
- 3 Netto-ostot

Eläkevakuutusyhtiöiden sijoitusten rakennemuutos on tukenut voimakkaasti valtion kotimaista lainanottoa. Samalla tarve valtion ulkomaisen velan kasvulle on vähentynyt oleellisesti. Rakennemuutos on tukenut myös osaltaan kotimaisten jvk-markkinoiden laajentumista.

Seuraavassa taulukossa (taulukko 4) on tehty arvio valtion pitkäaikaisen markkamääräisen velan sijoittajista vuosina 1993–1995. Erilaisten rahoituslaitosten sijoitukset valtion markkalainoihin ovat lisääntyneet muutamassa vuodessa huomattavasti, vuoden 1995 lopussa rahoituslaitosten hallussa oli jo noin kaksi kolmasosaa valtion obligaatioista. Vastaavasti sekä ulkomaisten sijoittajien että kotimaisen yleisön suhteellinen osuus on alentunut.

Vakuutusyhtiöistä on muutamassa vuodessa tullut tärkein yksittäinen sijoittajaryhmä valtion obligaatiomarkkinoille. Esimerkiksi eläkevakuutusyhtiöiden uudet nettosijoitukset ovat parin viime vuoden aikana suuntautuneet lähes kokonaan valtion obligaatioihin.

Pankit ovat vaisun luotonkysynnän vuoksi tehneet myös runsaasti sijoituksia valtion obligaatioihin. Pankkien sijoituspolitiikka on huomattavasti aktiivisempaa verrattuna vakuutuslaitoksiin.

Ulkomaisten sijoittajien suhteellinen merkitys valtion markkalainojen markkinoilla kääntyi laskuun vuoden 1994 alkupuolella kansainvälisten korkomarkkinoiden häiriöiden jälkeen.

Kotitaloudet olivat aina 1980-luvun lopulle ainoa merkittävä sijoittajaryhmä valtion obligaatiomarkkinoilla. Valtion luopuessa verottomista obligaatioista kotitalouksien sijoitukset valtion uusiin, verollisiin obligaatioihin olivat useiden vuosien ajan vähäisiä. Talletuskorkojen lasku ja tietoisuus pankkitalletuksien vakuussuojaa koskevasta muutoksesta on tuonut kotitaloudet takaisin obligaatiomarkkinoille. Valtio on hyödyntänyt kotitalouksien lisääntyneen kiinnostuksen obligaatioita kohtaan laskemalla liikkeelle runsaasti uusia tuotto-obligaatioita.

Taulukko 4. **Valtion markkamääräiset yleisölainat, sijoittajien osuudet, %**

	1993	1994	1995
Pankit	14	15	22
Vakuutuslaitokset	29	44	46
Muut luottolaitokset	2	3	2
Ulkomaiset sijoittajat	28	12	10
Sijoitusrahastot	0	1	1
Kotitaloudet	20	16	15
Muut	7	9	4
	100	100	100
Valtion mk-määräiset yleisölainat, kanta mrd. mk	74	95	145

Vakuutusyhtiöiden obligaatiosalkkujen sijoitustoiminnan tehostamisen esteistä kuten esimerkiksi repokauppojen ja arvopaperien lainausmahdollisuuksien käyttöön ottoon liittyvät mahdolliset esteet tulisi ratkaista, jotta vakuutusyhtiöt voisivat tehostaa valtion obligaatiosalkkujensa hoitoa ja lisätä niiden tuottoa (ks. Malkamäki ja Niskanen (1996)).

Kuntien joukkovelkakirjalainojen markkinat ovat maassamme äärimmäisen ohuet, kuntien omat emissiot ovat loppuneet lähes kokonaan yhtäältä parantuneen rahoitusaseman vuoksi ja toisaalta siksi, että pitkäaikaista rahoitusta nostetaan tarvittaessa Kuntarahoitus Oy:n kautta. Vakuutusyhtiöiden portfoliossa kuntalainojen merkitys on vähäinen.

Vakuutusyhtiöiden koko sijoitustoiminnan rakennemuutoksen ohella, myös joukkovelkakirjasalkun rakenne on muuttunut viimeisen vuosikymmenen aikana radikaalisti.

Julkisen sektorin, käytännössä valtion liikkeeseen laskemien obligaatioiden osuus jvk-salkusta oli 1980-luvun lopulla nykyiseen verrattuna pieni. Keskeisin syy tähän oli se, että valtion rahoitustarve oli vähäinen, eikä vakuutusyhtiöille soveltuvia valtion jälkimarkkinakelpoisia lainoja ollut markkinoilla.

Edellisellä vuosikymmenellä vakuutusyhtiöiden jvk-salkkujen painopiste olikin yksityisen sektorin liikkeeseen laskemissa lainoissa. Joukkovelkakirjasalkkujen rakenne muuttui kuitenkin nopeasti 1990-luvun alussa markkalainojen kysynnän supistuessa, valtion lainanoton kasvaessa ja yksityisen sektorin jvk-emissioiden voimakkaaseen alenemiseen ja jälkimarkkinoiden toiminnan lopahtamiseen.



Yritysten joukkovelkakirjalainojen merkitys vakuutusyhtiöiden portfoliassa on lainakannan supistumisen myötä alentunut jo lähes merkityksettömäksi. Yrityslainoista merkittävä osa on vaihtovelkakirjalainoja.

Tällä hetkellä eläkeyhtiöiden vajaan 50 miljardin markan joukkovelkakirjasalkuista valtion lainojen osuus on noin 90 prosenttia. Henki- ja vahinkoyhtiöiden vajaan 20 mrd. markan joukkovelkakirjasalkuista yksityisen sektorin osuus on hieman suurempi, noin 20 prosenttia.

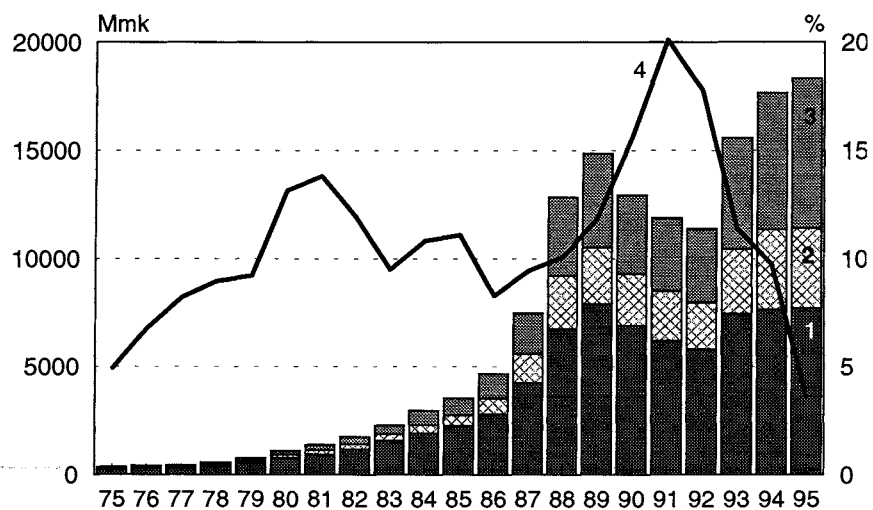
#### 4.2.3 Vakuutusyhtiöiden osakesijoitukset

Osakesijoitusten asema suomalaisten vakuutusyhtiöiden portfoliossa on kansainvälisesti verrattuna alhainen. Erityisesti eläkeyhtiöiden asema osakemarkkinoillamme on aina ollut poikkeuksellisen vaatimaton, eläkeyhtiöiden salkut ovat ainoastaan muutama prosentti Helsingin pörssin markkina-arvosta, mikä on vähemmän kuin mitä kansainväliset eläkerahastot ovat sijoittaneet Suomen osakemarkkinoille.

Henki- ja vahinkoyhtiöiden salkuissa osakkeiden suhteellinen osuus on eläkeyhtiöitä suurempi, mutta myös näiden yhtiöiden aktiviteetti osakemarkkinoilla on ollut melko vähäistä. Suomalaiset vakuutusyhtiöt omistavat pörssilistatuista suomalaisista osakkeista kaikkiaan noin 10 prosenttia.

Kuvio 11.

**Vakuutusyhtiöiden osakesijoitukset, Mmk**

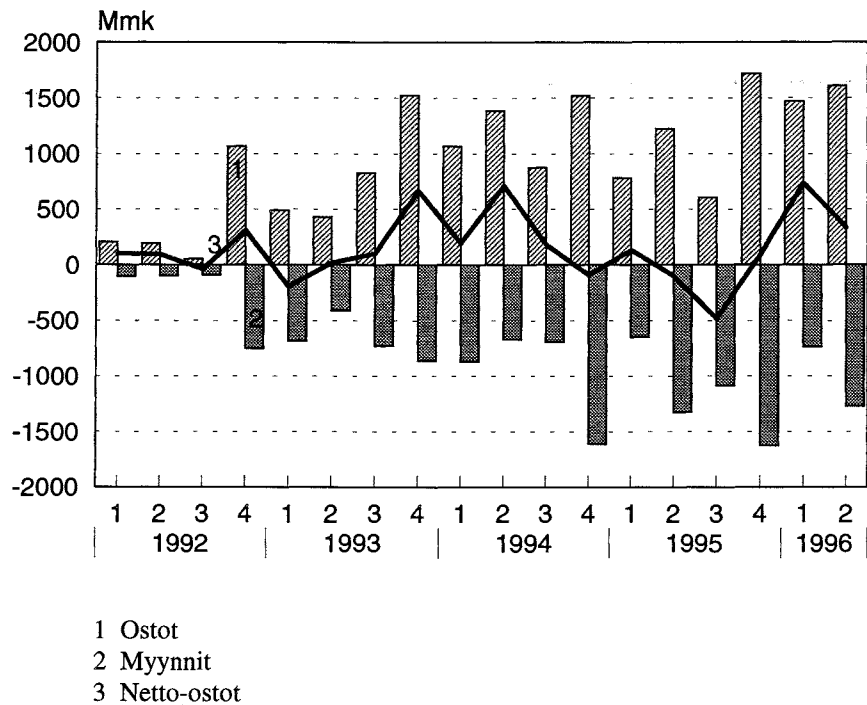


- 1 Eläkeyhtiöiden osakesijoitukset
- 2 Henkivakuutusyhtiöiden osakesijoitukset
- 3 Vahinkovakuutusyhtiöiden osakesijoitukset
- 4 Sijoitukset (kaikki yhtiöt) pörssin markkina-arvosta, %

Vakuutusyhtiöt ovat toimineet osakemarkkinoillamme pääasiassa pitkäaikaisina sijoittajina. Niiden jälkimarkkinakaupat pörssiosakkeilla ovat neljännesvuosittain jääneet muutamaan sataan miljoonaan markkaan.

Kuvio 12.

## Vakuutusyhtiöiden osakekaupat, Mmk



Vakuutusyhtiöiden toimintapäätös vaatimus hillitsee erityisesti eläkevakuutusyhtiöiden sijoitusmahdollisuuksia osakemarkkinoille. Lisäksi eläkeyhtiöiden tuottovaatimus (ylempi laskuperustekorko) vaikeuttaa myös osakesalkun voimakasta kasvattamista. Osakkeiden keskimääräinen efektiivinen osinkotuotto ei yleensä yllä laskenta-perustekoron vaatimalle tasolle ja näin lisätuottoja tulisi saada muusta sijoitustoiminnasta, jotta rahastojen keskimääräiseen tuottovaatimukseen ylletäisiin.

#### 4.2.4 Vakuutusyhtiöiden kiinteistösijoitukset

Vakuutusyhtiöiden kiinteistösijoitusten kirjanpito arvo oli vuoden 1994 lopussa lähes 30 mrd. markkaa. Sijoituksista puolet oli eläkeyhtiöiden hallussa. Vahinkoyhtiöiden kiinteistöomistuksen kirjanpitoarvo ylsi vajaaseen 8 mrd. markkaan ja henkiyhtiöiden noin 6 mrd. markkaan.

Kiinteistösijoitukset ovat keskittyneet teollisuus- ja liikekiinteistöihin. Asuntojen osuus kiinteistömässstä jää alle viidennekseen. Tästä huolimatta vakuutusyhtiöt ovat huomattava omistajaryhmittymä esimerkiksi vuokra-asuntomarkkinoilla. Liike- ja teollisuusrakennusten ohella vakuutusyhtiöt ovat viime vuosina ostaneet mm. voimalaitoksia.

Kiinteistösijoitusten osuus eläkeyhtiöiden portfolioissa on samaa luokkaa kuin osakkeiden osuus, eli noin 10 prosenttia kaikista sijoituksista. Henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden portfolioissa kiinteistöjen suhteellinen osuus on jonkin verran suurempi. Henki- ja vahinkoyhtiöiden portfolion koostumus poikkeaaakin eläkeyhtiöiden portfolioista huomattavasti. Kiinteistöjen ohella jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien osuus portfolioissa on huomattava.

#### 4.2.5 Vakuutusyhtiöiden ulkomaiset sijoitukset

Suomalaisten vakuutusyhtiöiden ulkomainen sijoitustoiminta on muiden skandinaavisten maiden tapaan ollut kansainvälisesti vertailtuna vähäistä.

Suomalaisten vakuutusyhtiöiden ulkomaiset toiminnat ovat keskittyneet vahinkovakuutusyhtiöiden harjoittamaan jälleenvakuutustoimintaan. Henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden toiminta on keskittynyt kotimaahan.

Vakuutustoiminnan keskittyminen kotimaahan on merkinnyt myös vastuiden ja asiakaskunnan keskittymistä kotimaahan.

Tämä on ollut yksi keskeinen syy siihen, miksi vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta on suuntautunut kotimaisille markkinoille. Myös valuuttakurssiriskin välttäminen on pitänyt sijoituksia kotimaassa.

Erityyppisten vakuutusyhtiöiden toiminnan erot heijastuvat niiden ulkomaisen sijoitustoiminnan aktiviteettiin. Henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden toiminnan luonne on pitänyt kyseiset yhtiöt tiiviisti kotimaassa, ulkomaisiin sijoituksiin ryhdyttiin käytännössä vasta vuonna 1994 kun lainananto yrityksille supistui. Eläkeyhtiöt ovat sijoittaneet jonkin verran ulkomaisiin joukkovelkakirjoihin ja osakkeisiin. Vuoden 1995 lopussa eläkeyhtiöiden ulkomaiset sijoitukset olivat vain noin 0.8 mrd. markkaa.

Henkivakuutusyhtiöiden vastaavat sijoitukset 1.7 mrd. markkaa. Myös henkivakuutusyhtiöiden ulkomaan valuutan määräiset sijoitukset on tehty valtaosin joukkovelkakirjoihin ja osakkeisiin.

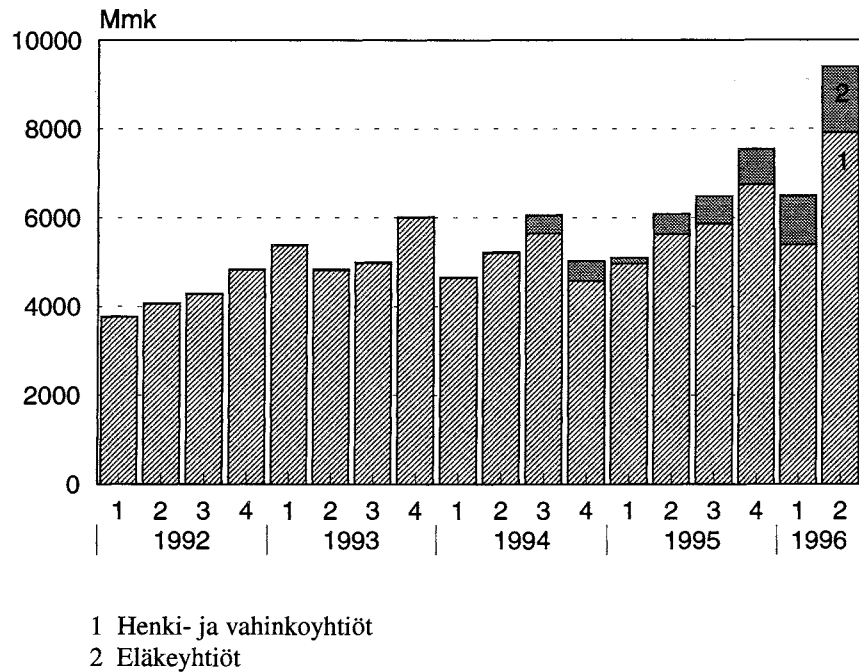
Eläkeyhtiöiden mahdollisuudet ulkomaiseen sijoitustoimintaan olisivat voimassaolevien määräysten puitteissa huomattavasti nykyistä suuremmat. Ulkomaisten sijoitusten osuus voisi nousta 20 prosenttiin, eli noin 30 mrd. markkaan.

Vahinkovakuutusyhtiöt ovat olleet aktiivisempia kansainvälisessä sijoitustoiminnassa jo pitempään. Ulkomaanvaluutan määräiset sijoitukset ovat jo muutaman vuoden ajan muodostaneet runsaat 10 prosenttia näiden yhtiöiden koko sijoitustoiminnasta. Vahinkoyhtiöiden kynnys ulkomaisiin sijoituksiin on muiden ulkomaan toimintojen laajuuden vuoksi matalampi kuin henki- tai eläkeyhtiöillä. Samalla ulkomaisilla sijoituksilla on voitu kattaa ulkomailla syntyneitä riskejä.

Vuoden 1995 lopussa vahinkovakuutusyhtiöiden ulkomaiset sijoitukset olivat 5 mrd. markkaa. Sijoitukset ovat keskittyneet pitkäaikaisiin korkoinstrumentteihin, mutta vahinkoyhtiöt ovat sijoittaneet myös osakemarkkinoille. Vahinkoyhtiöiden kansainvälisen toiminnan vaatimaa likviditeettiä yhtiöt ovat sijoittaneet talletuksiin ja muihin rahamarkkinasijoituksiin. Kiinteistöjä ei ole sijoitusmielessä hankittu.

Arvopaperisijoitusten ohella vahinkovakuutusyhtiöillä on myös jonkin verran ulkomaanvaluutan määräistä antolainausta. Ko. lainojen määrä on pysytellyt jo vuosia puolen miljardin tuntumassa.

Kuvio 13.

**Vakuutusyhtiöiden ulkomaiset sijoitukset, Mmk**

### 4.3 Kuntien Eläkevakuutuksen sijoitustoiminta

Kunnallinen eläkejärjestelmä, Kuntien eläkevakuutus perustettiin vuonna 1964. Kunnallinen eläkejärjestelmä toimi jakojärjestelmän periaatteiden mukaisesti aina vuoteen 1988 saakka, jolloin myös kuntasektorin työeläkkeitä ryhdyttiin rahastomaan. Rahastoinnin tavoitteena on kuntien tulevien eläkemaksujen nousun hidastaminen siinä vaiheessa kun suuret ikäluokat siirtyvät eläkkeelle kuntasektorin palveluksesta.

Kuntien eläkerahastointi poikkeaa TEL-järjestelmästä mm. siinä, että rahastointi on selkeämmin tarkoitettu väliaikaiseksi puskurirahastoksi. Rahastoinnissa ei myöskään käytetä työntekijäkohtaisia rahasto-osuuksia, eikä mitakaan TEL-järjestelmässä käytettyjä rahastointimalleja. Kuntien eläkevakuutusjärjestelmässä ei ole TEL-järjestelmän kaltaista takaisinlainausta, eikä muutakaan hallinnollisiin korkoihin perustuvaa sijoitustoimintaa. Lisäksi Kuntien eläkevakuutus on julkisoikeudellinen eläkelaitos, jonka toimii sisäasiainministeriön valvonnassa, eikä sosiaali- ja terveysministeriölle, kuten TEL-järjestelmä.

Kuntien eläkerahaston karttumisvaiheen on laskettu kestävän vuoden 2005 tienoille, jonka jälkeen maksutulo ei riitä enää eläkemenojen kattamiseen, ja erotus katetaan sijoitustoiminnan tuotoilla. Siirtymäkauden jälkeen rahastoissa siirrytään purkamisvaiheeseen, jolloin eläkkeiden maksamiseen tarvitaan eläkemaksujen ja sijoitustoiminnan tuottojen ohella myös tuottoja sijoitusomaisuuden myynneistä. Purkamisvaiheen on laskettu alkavan vuoden 2010 tienoilla. Kuntien eläkevakuutuksen rahastoinnin strategia on laadittu siten, että sijoitukset puretaan vuoteen 2040 mennessä.

Eläkevastuurahaston varat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti. Etusija sijoitustoiminnassa on asetettava tuotannollista ja elinkeinotoimintaa tukeville sijoituksille.

Kuntasektorin eläkevakuutusmaksut mitoitetaan vuosittain siten, että rahastojen vuosittaiseksi karttumistavoitteeksi on asetettu vähintään 2 mrd. markkaa. Lisäksi sijoitustoiminnan tuotoiksi arvioidaan vuosittain lähes vastaava summa. Vuoden 1994 loppuun mennessä rahastoihin oli kerätty varoja runsaat 22 mrd. markkaa. Vuosituhannen vaihteeseen mennessä rahastojen koon arvioidaan nousevan lähes 50 mrd. markkaan ja nousevan tästä vielä jonkin verran ennen kuin rahastojen purkuvaihetta.

Taulukko 5. **Kuntien eläkevakuutuksen sijoituskanta ja sen jakautuminen sijoitusmuodoittain, %**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Lainat	13	29	52	56	49	44	34
Lyhytaikaiset sijoitukset	68	44	26	13	20	18	20
Jvk:t	-	-	6	14	17	22	31
Osakkeet	-	6	5	4	4	5	5
Kiinteistöt	19	21	12	13	10	11	10
	100	100	100	100	100	100	100
Sijoitukset yhteensä, mrd. mk	0.7	2.2	5.2	10.3	14.3	18.2	22.3

Kuntasektorin eläkevastuurahaston varat on sijoitettu valtaosin korkoa tuottaviin sijoituksiin. Vasta lyhyen aikaa kestäneen rahastointivaiheen ja kiinteistömarkkinoidemme vaikeuksien vuoksi kiinteistösijoitusten osuus jäänyt vähäiseksi. Samoin osakesijoitusten osuus sijoituskannasta on vielä toistaiseksi jäänyt alhaiseksi. Sijoitustoiminnan käynnistyessä osakkeisiin ei sijoitettu lainkaan, osakemarkkinoiden 1988 alkanut ja useita vuosia kestänyt alamäki hillitsi osakesijoitusten kiinnostavuutta. Viime vuosina osakesijoitusten määrä on kääntynyt kasvuun, joskin niiden osuus sijoitussalkussa oli vuoden 1994 lopussa ainoastaan 5 prosenttia.

Kuntien Eläkevakuutuksen sijoitustoiminnan rakenne on vakiintumassa käynnistysvaiheen jälkeen. Lyhytaikaisten likvidien sijoitusten osuus on vakiintunut noin viidennekseen ja joukkovelkakirjasijoitusten osuus on kasvanut jo lähes kolmannekseen. Sijoitukset julkisen sektorin lainamarkkinoille kääntyivät vuonna 1992 kasvuun ja joukkovelkakirjalainojen osuus sijoituksista on noussut jo lähes kolmannekseen.

Kuntien eläkevakuutus myöntää kuntasektorille velkakirjalainoja, ei kuitenkaan vakuutusmaksulainoina. Kuntien tarve velkarahoituksen nostoon on viime vuosina vähentynyt ja tämä on heijastunut voimaperäisesti Kuntien eläkevakuutuksen sijoitustoimintaan. Kuntalainojen osuus sijoitussalkussa on kääntynyt laskuun, huippuvuonna 1992 vielä yli puolet sijoituksista palautui takaisin vakuutusmaksun maksajille. Vuoden 1994 lopussa kuntalainojen osuus sijoituksista oli pudonnut kolmannekseen. Kuntien eläkevakuutuksen osuus kuntasektorin lainakannasta on vakiintunut noin 10 prosentiksi.

Sijoitukset valtion viitelainamarkkinoille ovat olleet kasvussa, ja kokonaissijoitukset jvk-markkinoille muodostavat tällä hetkellä noin kolmanneksen sijoitustoiminnasta. Sijoitustoiminnan rakenne on kuitenkin muuttumassa siten, että osakesi-

sijoitusten merkitys nousee nykyisestään ja samalla korkosijoitusten, erityisesti velkakirjalainojen suhteellinen osuus alenee. Sijoituksia on hajautettu jonkin verran myös ulkomaisiin sijoituskohteisiin.

## 5 Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnasta eräissä maissa

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta vaihtelee huomattavasti eri maissa. Lainsäädännön ohella sijoitustoiminnan rakenteisiin ovat useissa maissa vaikuttaneet esimerkiksi julkisen vallan asettamat sijoitusrajoitukset ja -velvollisuudet sekä muut institutionaaliset ja historialliset syyt. Myös raha- ja pääomamarkkinoiden laajuus ja tehokkuus ovat heijastuneet vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan rakenteisiin.

Sääntelyn ja rahoitusmarkkinoiden rakenteiden ohella vakuutusyhtiöiden toiminnan luonne heijastuu myös niiden sijoitustoiminnassa. Vahinkovakuutusyhtiöiden sijoituksista suurempi osa suuntautuu lyhytaikaisempiin ja likvideihin sijoituskohteisiin kuin esimerkiksi henki- ja eläkeyhtiöillä.

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan kansainvälistä vertailua vaikeuttavat useat eri tekijät. Sen ohella, että sijoitukset ryhmitellään hyvinkin eri tavoin, myös sijoitusten kirjauskäytäntö vaihtelee. Esimerkiksi arvopaperi- ja kiinteistö-sijoitukset voidaan ilmoittaa joko markkina-hintaisina tai kirjanpitoarvoisina. Eräissä maissa ko. sijoitukset ilmoitetaan joko markkinahintaisina tai hankintahintaisina sen mukaan kumpi arvo on alhaisempi. Seuraavaa kansainvälistä vertailua onkin pidettävä ensisijaisesti suuntaa antavana.

### 5.1 Pohjoismaat

#### 5.1.1 Ruotsi

Pohjoismaissa vakuutusyhtiöiden toimintaympäristö on poikennut merkittävästi toisistaan. Esimerkiksi ruotsalaisille henki- ja vahinkovakuutusyhtiöille viranomaiset asettivat aina 1980-luvun puoliväliin saakka velvoitteen sijoittaa merkittävä osa, vähintään kaksi kolmasosaa sijoituksistaan valtion obligaatioihin tai kiinteistöluottolaitosten liikkeeseen laskemiin asunto-obligaatioihin (Lahikainen (1988)).

Ruotsissa vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot ovat huomattavia sijoittajia ja lainanantajia. Sijoitustoiminnan rakenne on viimeisen vuosikymmenen aikana muuttunut rahoitusmarkkinoiden muutosten myötä. Viranomaisten vaatimuksista johtuen vakuutusyhtiöiden keskeisimpiä sijoituskohteita olivat aina 1980-luvun puoliväliin asti kiinnitysluottolaitosten ja valtion obligaatiolainat, 65–70 prosenttia vakuutusyhtiöiden sijoituksista ohjautui näihin sijoituskohteisiin. Osakesijoitusten merkitys oli tuolloin vähäinen, vain murto-osa sijoituksista oli osakkeissa. Kiinteistö-sijoitusten osuus oli jonkin verran suurempi kuin osakesijoitusten.

Rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin myötä viranomaiset luopuivat vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan ohjailusta vuoden 1986 lopussa. Tämä yhdessä rahamarkkinainstrumenttien markkinoille tulon kanssa muuttivat vakuutusyhtiöiden sijoitussalkkujen koostumusta nopeasti.

Likvidejä sijoituksia ryhdyttiin ohjaamaan rahamarkkinainstrumentteihin, ensisijaisesti valtion velkasitoumuksiin. Osake- ja kiinteistömarkkinoiden voimakas hintojen nousu 1980-luvun puolivälin jälkeen vei myös ruotsalaiset vakuutusyhtiöt mukanaan. Kun vuosikymmenen alussa osake- ja kiinteistö-sijoitusten yhteismäärä vakuutusyhtiöiden portfoliosta oli vielä alle 10 prosenttia, nousi niiden osuus vuo-

sikymmenen loppuun mennessä noin 40 prosenttiin. Samanaikaisesti obligaationsijoitusten suhteellinen merkitys supistui alle puoleen kaikista sijoituksista. Erityisesti valtion liikkeeseen laskemien obligaatioiden osuus aleni.

Ruotsalaisten vakuutusyhtiöiden ulkomaiset sijoitukset olivat vähäisiä aina viime vuosikymmenen lopulle saakka. Yhtiöt ovat viime vuosina kuitenkin ryhtyneet hajauttamaan sekä osake- että obligaationsalkkujaan myös ulkomaisiin kohteisiin. Vuoden 1994 lopussa runsas 10 prosenttia sijoituksista oli ulkomaisissa arvopapereissa, ensisijaisesti osakkeissa.

Ruotsalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta on arvopaperistunut huomattavasti viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana. Vuonna 1975 velkakirjalainojen ja kiinteistöjen osuus sijoituksista oli vielä vajaa kolmannes, tällä hetkellä niiden osuus on supistunut jo noin 10 prosenttiin.

Vakuutusyhtiöiden ohella myös eläkerahastot ovat Ruotsissa huomattavia sijoittajia. Viranomaiset ovat määritelleet rahastojen sijoitustoiminnan yleispuitteet. Esimerkiksi obligaatiomarkkinoilla eläkerahastot ovat vakuutusyhtiöitä merkittävämpi sijoittajaryhmä. Ruotsissa on tällä hetkellä viisi eläkerahastoa, joista kaksi (rahastot 4 ja 5) sijoittaa ainoastaan osakemarkkinoille. Vanhemmat rahastot (1-3) hajauttavat sijoituksensa laajemmin, mutta obligaationsijoitukset ovat näiden rahastojen keskeisin sijoitusinstrumentti. Obligaatioiden merkitys sijoitussalkusta on ollut hienoisessa kasvussa aina 1970-luvun puolivälistä lukien.

Vuoden 1994 lopussa eläkerahastojen (rahastot 1, 2 ja 3) sijoituksista oli jo runsas 80 prosenttia joukkovelkakirjamarkkinoilla. Rahastot ovatkin joukkovelkakirjamarkkinoilla tärkein yksittäinen sijoittajaryhmittymä, niiden joukkovelkajäsijoitukset ovat huomattavasti vakuutusyhtiöiden vastaavia sijoituksia suuremmat.

Rahastojen joukkovelkajäsijoitukset ovat allokoituneet pääosin kiinnitysluotolaitosten ja valtion liikkeeseen laskemiin obligaatiolainoihin. Asuntorahoitukseen tarkoitettujen obligaatioiden merkitys on sijoituspolitiikassa ollut aina keskeisellä sijalla, valtion obligaatioiden merkitys on sen sijaan vaihdellut. Rahastot ovat tällä hetkellä yksi keskeinen kotimainen valtion lainanoton rahoittaja. Valtion lainojen suhteellinen osuus on jälleen nousemassa 1980-luvun alun tasolle, jolloin rahastot olivat vakuutusyhtiöiden tapaan velvoitettu rahoittamaan valtion budjettialijäämiä.

Ruotsin eläkerahastot poikkeavat Suomen rahastoista mm. siinä suhteessa, että niiden merkitys yrityssektorin rahoittajana on huomattavasti vähäisempi. Yritysten liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjalainoja niillä ei juurikaan ole salkuissaan ja myös muu lainananto yrityksille on vähäistä. Sijoitukset pankkien liikkeeseen laskemiin velkakirjoihin ovat myös vähäisiä. Sijoitukset pankkisektoriin ovat luonteeltaan lähinnä lyhytaikaisia likviditeetin hoitoon liittyviä sijoituksia.

Vanhojen eläkerahastojen asema osake- ja kiinteistösijoittajina on ollut vähäinen, sijoituksista ainoastaan murto-osa, esimerkiksi vuonna 1994 alle 5 prosenttia oli näissä sijoituskohteissa.

### 5.1.2 Tanska

Tanskassa vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen toimintaympäristö on poikennut mm. Ruotsista siinä suhteessa, että sijoitustoimintaa ei ole viranomaisten toimesta ohjattu valtion velan rahoittamiseen. Tanskalaisten eläkerahastojen sijoituksista on



kuitenkin oltava vähintään 60 prosenttia kotimaisissa kohteissa. Ulkomaisten sijoitusten sääntelyä liberalisoitiin vuonna 1990, enimmäisraja nousi tuolloin 20 prosenttiin.

Tanskan perinteikäs, jo yli sata vuotta toiminnassa ollut kiinnitysluottolaitosjärjestelmä on luonut vankan perustan toimiville kiinnitysluotto-obligaatioiden markkinoille. Maan kehittyneet joukkovelkakirjamarkkinat ovatkin olleet perusta sille, että vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen sijoituksista valtaosa on suuntautunut asuntorahoitukseen tarkoitettuihin obligaatioihin.

Vuoden 1992 lopussa sijoituksista noin 60 prosenttia oli suuntautunut kiinnitysluottopankkien joukkovelkakirjoihin ja 10 prosenttia valtion obligaatioihin. Joukkovelkakirjat ovat menettäneet asemiaan sijoituskohteena. 1990-luvulla uusista sijoituksista entistä suurempi osa on tehty kotimaisille osakemarkkinoille, mutta myös ulkomaiset osakesijoitukset ovat olleet lievässä kasvussa.

Tanskalaiset eläkerahastot eivät käytännössä myönnä velkakirjaluottoja juuri lainkaan.

## 5.2 Eläkerahastojen sijoitustoiminnasta eräissä EU-maissa

### 5.2.1 Sijoitustoiminnan sääntely

Eläkerahastojen sijoitustoiminnan sääntely vaihtelee huomattavasti eri maissa ja rajoitukset erilaisten sijoituskohteiden valinnassa poikkeavat toisistaan. Tämän luvun tiedot perustuvat pääosin E.P. Davis tutkimukseen (1995).

Anglosaksisissa maissa noudatetaan yleisesti ns. prudent man-periaatetta, jolloin sijoitustoimintaa ei säädellä yksityiskohtaisilla rajoituksilla. Sijoituksia säännellään lähinnä riskikeskittymien näkökulmasta, myös sijoituksia vakuutusmaksut maksavaan yritykseen on yleisesti rajoitettu joko 5 tai 10 prosenttiin portfoliosta.

Saksassa säädetään täsmällisesti eri sijoituskohteiden enimmäisrajoista. Osakesijoitusten enimmäisrajana on 30 prosenttia kaikista sijoituksista. EU:n ulkopuolisten osakkeiden osuus portfoliosta voi nousta enintään 6 prosenttiin. Sama rajoitus koskee EU:n ulkopuolisia obligaatiosijoituksia. Kiinteistösijoituksia voi olla korkeintaan 25 prosentti sijoituksista ja ulkomaisten sijoitusten enimmäisraja on 20 prosenttia. Yrityskohtaisissa eläkerahastoissa vakuutusmaksut maksavaan yritykseen voidaan rahaston varoista sijoittaa enintään 10 prosenttia.

Ranskassa säännökset vaihtelevat sen mukaan minkälaisesta rahastosta on kyse. Lisäeläkerahastojen varoista on vähintään puolet sijoitettava EU-valtioiden liikkeeseen laskemiin obligaatioihin. Eläkemaksut maksavalle yritykselle saa lainat enintään 33 prosenttia varoista. Lakisääteisten rahastojen sijoitustoimintaa rajoitetaan erityisesti kiinteistöjen osalta, niihin voidaan sijoittaa enintään 40 prosenttia sijoituskannasta.

Belgiassa eläkerahastojen varoista on sijoitettava valtion obligaatioihin vähintään 15 prosenttia, pankkitalletusten osuus saa olla enintään 10 prosenttia. Kiinteistöjen enimmäisrajana on 40 prosenttia.

EU:n ulkopuolisista maista Sveitsissä eläkerahastoihin on kertynyt varoja huomattava määrä. Kotimaisten rahastojen sijoituksia on rajoitettu siten, että kotimaisten osakkeiden määrä voi yltää enintään puoleen rahaston varoista, myös kiinteis-

tösijoitusten määrä on rajattu enintään 50 prosenttiin. Sijoitukset ulkomaan valuutan määräisiin kohteisiin voivat korkeintaan 20 prosenttiin sijoituksista.

## 5.2.2 Sijoitusten jakautuminen

Eläkerahastojen sijoitusten rakenne on useimmissa maissa pysynyt melko stabiilina. Pitemmän aikavälin suuntauksena on kuitenkin havaittavissa se, että osakesijoitusten osuus sijoitustoiminnasta on lähes kaikissa maissa noussut 1980- ja 1990-lukujen aikana.

Joukkovelkakirjat ovat Yhdysvaltoja ja Iso-Britanniaa lukuun ottamatta säilyneet eläkerahastojen tärkeimpänä sijoituskohteena. Eläkerahastojen joukkovelkakirjasijoitukset on tehty ensisijaisesti valtion riskittömiin obligaatioihin. Poikkeuksen muodostavat Ruotsi ja Tanska, missä kiinnitysluottopankkien obligatiot ovat olleet keskeisin sijoitusinstrumentti. Ruotsissa valtion lainojen osuus kääntyi laskuun sen jälkeen, kun vakuutusyhtiöiden sijoitusvelvollisuus valtion lainoihin poistettiin.

Eläkerahastojen sijoitustoiminnan sääntely ja rajoitukset sekä pääomamarkkinoiden laajuus heijastuu eläkerahastojen sijoitusten rakenteisin eri maissa. Velkakirjoina myönnettyjen yritysluottojen osuus vaihtelee eri maissa hyvinkin paljon.

Anglosaksisissa maissa eläkerahastot eivät myönnä velkakirjaluottoja yrityksille. Myös Ruotsissa ja erityisesti Tanskassa tällaisten luottojen merkitys on nykyisin vähäinen. Saksassa eläkevaroista noin kolmannes on lainattu takaisin vakuutusmaksut maksaville yrityksille. Kyseessä ei kuitenkaan ole Suomen kaltainen automaattinen takaisinlainausjärjestelmä, vaan taustalla on Saksan rahoitusmarkkinoiden rakenteisiin liittyvä ilmiö, yritykset ovat perinteisesti hankkineet pitkäaikaista rahoitusta pankeista ja erilaisista vakuutuslaitoksista.

Myös Hollannissa velkakirjaluottojen osuus eläkerahastojen sijoitustoiminnasta on huomattava, joskin vähenevä. Yritysten ohella luottoja myönnetään runsaasti myös julkiselle sektorille. Yritysluottoihin liittyy lisäksi usein julkisen sektorin takaus. Muita maita, missä eläkerahastot ovat aiemmin myöntäneet velkakirjaluottoja yrityksille laajemmassa mittakaavassa ovat Ruotsi ja Sveitsi. 1980-luvun alussa lainojen osuus sijoitustoiminnasta oli molemmissa maissa vielä noin neljännes. Vuosikymmenen loppupuolella velkakirjaluottojen osuus uusista sijoituksista aleni huomattavasti molemmissa maissa eläkerahastojen sijoitusten suuntautuessa yhä enemmän arvopapereihin.

Kiinteistösjoitusten merkitys eläkerahastojen sijoitustoiminnassa jää useimmissa maissa korkeintaan kymmeneen prosentin sijoituksista. Joissain maissa kuten esimerkiksi Ruotsissa, Tanskassa ja Yhdysvalloissa eläkerahastot eivät käytännössä myönnä suoria luottoja kiinteistömarkkinoille. Kiinteistöluottojen sijaan sijoitetaan kiinteistöjen ja asuntojen rahoittamiseen tarkoitettuihin obligaatioihin.

Saksalaiset ja hollantilaiset rahastot muodostavat poikkeuksen tässäkin suhteessa, kiinteistösjoitusten osuus sijoitussalkusta on näissä maissa noin 15 prosenttia sijoituksista.

Ulkomaisten sijoitusten osuus eläkerahastojen sijoituksista vaihtelee huomattavasti eri maissa. Useimmissa maissa ulkomaisia sijoituksia on rajoitettu aina viime vuosiin asti, mikä heijastuu rahastojen portfolioiden rakenteissa. Lisäksi esimerkiksi yhdysvaltalaisen rahastojen sijoitukset ulkomaille pysyivät pieninä aivan viime vuosiin asti, vaikka sääntely ei estänytään sijoitusten globaalia hajauttamista.

Taulukko 6.

**Eläkerahastojen sijoitusten jakautuminen  
vuonna 1992, %**

	osakkeet	jvk:t ja luotot	kiinteistöt	talletukset	ulkomaiset sijoitukset
Alankomaat	24	60	14	2	17
Belgia	31	50	8	11	31
Espanja	3	94	2	1	1
Irlanti	66	24	7	3	35
Iso-Britannia	80	11	6	3	30
Italia	14	72	10	5	4
Ranska	20	67	11	2	2
Ruotsi	2	91	2	6	1
Saksa	6	80	13	1	8
Tanska	19	67	12	2	4

Lähde: Steil (1996)

## 6 Yhteenveto

Tutkimuksessa on selvitetty suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa viime vuosina sekä vakuutusyhtiöiden asemaa kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla.

Vakuutusyhtiöiden sijoitusten kokonaismäärä ylsi vuoden 1995 lopussa runsaaseen 200 mrd. markkaan. Lakisääteisiin työeläkerahastoihin kerättyjen varojen sijoittaminen muodostaa vakuutussektorin sijoitustoiminnan ytimen. Eläkeyhtiöiden osuus kaikkien vakuutusyhtiöiden sijoituksista on noin 70 prosenttia.

Vakuutusyhtiöiden toimintaympäristön muutos on heijastunut monin tavoin niiden sijoitustoiminnan rakenteisiin. Yritysten kannattavuuden paranemisen seurauksena yrityssektori on muuttunut rahoitusylijäämäiseksi. Tämä yhdessä investointien vaimean kasvun kanssa on vähentänyt yritysten velkarahoituksen kysyntää huomattavasti aikaisemmasta. Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnassa muutos on näkynyt TEL-takaisinlainauksen ja sijoituslainojen kysynnän voimakkaana heikkenemisenä.

Vakuutusyhtiöt ovatkin joutuneet hakemaan yrityssektorin luototuksen sijaan uusia vaihtoehtoisia sijoituskohteita. Julkisen sektorin nopeasti kasvaneen rahoitusaliäämän vuoksi valtion obligaatioiden liikkeeseen laskut ovat kasvaneet ripeästi viime vuosina. Valtion obligaatioista onkin tullut vakuutusyhtiöille käytännössä lähes ainoa vaihtoehto yritysluottojen sijaan. Tämä on merkinnyt samalla sitä, että kotimaisista vakuutusyhtiöistä on tullut valtion pitkäaikaisten markkalainojen keskeisin sijoittajaryhmä. Esimerkiksi viime vuoden lopulla valtion viitelainoista oli jo runsaat 40 prosenttia vakuutusyhtiöiden, pääosin eläkeyhtiöiden salkuissa.

Muiden kotimaisten sijoituskohteiden löytäminen on ollut hankalaa. Esimerkiksi eläkevakuutusyhtiöiden osalta niiden toimintapääomavaatimukset ovat rajoittaneet yhtiöiden mahdollisuuksia laajentaa osakesijoituksiaan.

Suomalaisten vakuutusyhtiöiden kiinnostus ulkomaisiin sijoituksiin on ollut vähäinen, vakuutusyhtiöt eivät ole aktiivisesti hajauttaneet sijoituksiaan ulkomaille. Vahinkovakuutusyhtiöt ovat ainoa ryhmittymä, jonka ulkomaiset sijoitukset ovat olleet hieman laajempia.

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan ympäristö muuttuu mahdollisen EMU:n myötä edelleen huomattavasti. Laaja yhtenäinen valuutta-alue parantaa mahdollisuuksia riskien hajauttamiseen. Esimerkiksi osakesijoitusten riskejä voidaan jatkossa helposti hajauttaa laajemmalle kuin ainoastaan Suomen voimakkaasti heilahteleville markkinoille.

Suomalaisten eläkerahastojen sijoitusten rakenne poikkeaa useiden muiden eurooppalaisten maiden eläkerahastojen sijoituksista huomattavasti. Esimerkiksi Ruotsissa ja Tanskassa eläkerahastojen sijoitukset keskittyvät markkinaehtoisin sijoituksiin, sekä obligaatioihin että osakkeisiin. Asunto-obligaatiot ovat molemmissa maissa olleet keskeinen sijoituskohte.

Myös anglosaksisissa maissa eläkevarat sijoitetaan pääosin pääomamarkkinoille, ennen kaikkea osakkeisiin. Sijoitusten rakenne on heijastunut eläkerahastojen tuottoihin, osakkeisiin keskittyvät rahastot ovat pitkällä aikavälillä tuottaneet selvästi parhaimman reaalityoton. Tässä suhteessa erot esimerkiksi suomalaisille TEL-varoille saatuihin reaalityottoihin ovat huomattavat.

Suomessa rahastoitujen eläkevarojen reaalityotto oli ennen 1990-lukua erittäin heikko, useina vuosina jopa negatiivinen. Viime vuosina tilanne on alhaisen inflaation ansiosta ollut aikaisempaa parempi. Alhainen inflaatio onkin kotimaisen eläkejär-

jestelmän reaalitytuoton kannalta olennainen seikka, koska yhtäältä rahastoitujen varojen korkotuotto (alempi laskuperustekorko) jää 5 prosenttiin ja toisaalta eläkemeno on sidottu kuluttajahintoihin.

Eläkevarojen pitkän aikavälin tuoton kannalta olisikin tärkeää, että eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan rakenteita ohjaavia esteitä voitaisiin madaltaa siten, että sijoitustoimintaa voitaisiin suunnata aikaisempaa enemmän osakemarkkinoille. Toimintapääomien lisäämiseen liittyvien ongelmien ratkaiseminen olisikin merkittävä linjanveto, jolla paalutettaisiin eläkevarojen tulevia tuottomahdollisuuksia pitkälti eteenpäin. Paremmat tuotot tukisivat mahdollisuuksia maksaa tulevana vuosikymmeninä erääntyviä eläkkeitä keventämällä eläkevakuutusmaksujen nousupainetta.

Käynnissä oleva rahoitusmarkkinoidemme sijoitustoiminnan institutionalisoituminen jatkunee edelleen, esimerkiksi eläkerahastojen merkitys pääomamarkkinoillemme kasvaa vielä ainakin seuraavan vuosikymmenen ajan. Tämä näköpiirissä oleva kehitystrendi parantaa yritysten mahdollisuuksia muuttaa pääomarakenteitaan aikaisempaa markkinaehtoisemmaksi. Eläkerahastojen sijoituspotentiaalin kasvu tukee yritysten rahoituksen hankintaa sekä osake- että joukkovelkakirjamarkkinoilta.

## Lähteet

- Aaltonen, A. - Aurikko, E. - Kontulainen, J. (1994) **Rahapolitiikka Suomessa**. Suomen Pankki A:90.
- Ayub, M. (1996) **Eläkerahoitus ja talouskasvu. Taloutta kohtaavien sokkien vaikutus kasvuun ja hyvinvointiin osittain rahastoivassa eläkejärjestelmässä**. Suomen Pankin keskustelualoitteita 16/96.
- Cagan, P. (1965) **Effect of Pension Plans on Aggregate Saving**. New York.
- Campbell, J.Y. (1995) **Consumption and the Stock Market: Interpreting International Experience**. Käsikirjoitus, julkaistu Ruotsin talousneuvoston kokouksessa: *Financial markets and the macroeconomy*.
- Davis, E.P. (1988) **Financial Market Activity of Life Insurance Companies and Pension Funds**. BIS Economic Papers No. 21, January 1988.
- Davis, E.P. (1991) **International Diversification of Institutional Investors**. Bank of England, Discussion Papers, Technical Series No 44, September.
- Davis, E.P. (1995) **Pension Funds. Retirement-Income Security, and Capital Markets, An International Perspective**. Clarendon Press.
- European Pension Funds (1996) **Their Impact on European Capital Markets and Competitiveness**. A Report Commissioned by the European Federation for Retirement Provision.
- Feldstein, M. (1974) **Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation**. Journal of Political Economy, 82.
- Feldstein, M. (1977) **Social Security and Private Savings: International Evidence in an Extended Life-Cycle Model**. Teoksessa Feldstein, M. and Inman, R.P. (toim.): The Economics of Public Services, MacMillan, London.
- Houthakker, H.S. (1961) **An International Comparison of Personal Saving**. Bulletin of the International Statistical Institute, 38.
- Kariluoto, J. (1995) **Suomen maksutase. Laadintamenetelmät, tiedonhankinta ja vuosien 1975-1992 aikasarjat**. Suomen Pankki Tutkimuksia A:93.
- Katona, G. (1965) **Private Pensions and Individual Saving**. Michigan.
- Komiteamietintö (1991) **Työeläkerahastotoimikunnan mietintö**. 1991:44.
- Kontulainen, J. (1990) **The Money and Interbank Markets in Finland**. Bank of Finland Bulletin, March 1990, Vol. 64, No. 3.
- Koskela, E. (1991) **Näkökohtia yksityisen sektorin työeläkejärjestelmästä Suomessa**. Kansantaloudellinen aikakauskirja. No. 3, 1991.
- Kosonen, J. (1977) **Riskien siirtäminen ja vakuutustoiminta**. ETLA B:16.

- Kostiainen, S. (1971) **Sosiaalivakuutusjärjestelmän säästämisaikutukset**. Taloudellisia selvityksiä 1971. Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja. Sarja A:34.
- Kotlikoff, L. (1984) **Taxation and Savings: A Neoclassical Perspective**. Journal of Economic Literature.
- Lahikainen, P. (1984) **Vakuutusyhtiöt yritysten rahoittajana**. Unitas No. 3, 1984.
- Lahikainen, P. (1988) **Muutosten aika vakuutusyhtiöiden sijoituspolitiikassa**. KOP Taloudellinen katsaus 2.
- Malkamäki, M. - Niskanen, M. (1996) **Rahoitusmarkkinoiden rakennekehitys ja työeläkevarojen sijoittaminen**. Tulossa.
- McLean, S.K. ed. (1993) **The European Bond Markets**. 5.ed, Probus Publishing Company.
- Modigliani, F. (1970) **The Life-Cycle Hypothesis of Saving and Inter-Country Differences in the Savings Ratio**. Teoksessa Eltis, W.A. et. al. (toim.): Introduction, Growth and Trade, Essays in Honor of Sir Roy Harrod, Clarendon Press, London.
- Murray, R.P. (1968) **Economic Aspects of Pensions: A Summary Report**. New York.
- Myllymäki, T. (1993) **Vakuutustalous**. Suomen vakuutusalan koulutus ja kustannus.
- Niskanen, M. - Vesala, J. (1996) **EMU muuttaisi rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja rakenteita**. Markka & Talous No. 1., Suomen Pankki.
- Odier, P. - Solnik, B. - Zucchinetti, S. (1995) **Global Optimization for Swiss Pension Funds**. Lombard Odier & Cie.
- OECD (1994) **Institutional Investors**. DAFNE/CMF(94)/Part 2.
- OECD, **Insurance Statistics**. Yearbook.
- Pentikäinen, T. - Rantala, J. (1995) **Vakuutusoppi**. Suomen Vakuutusalan koulutus ja kustannus.
- Piispanen, A. (1995) **Vakuutusyhtiöiden tehokkuus**. ETLA B:110.
- Pylkkönen, P. - Starck, C. (1988) **Suomen sosiaalivakuutusjärjestelmä ja sen kokonaistaloudelliset vaikutukset**. Suomen Pankin keskustelualoitteita 29/88.
- Schome, P. ja Squire, L. (1983) **Alternative Mechanism for Financing Social Security**. World Bank Staff Working Papers 625, Washington.
- Sosiaali- ja Terveysministeriö (1995) **Työeläkejärjestelmää koskeva selvitystehtävä**. STM:n Työryhmämuistioita 1995:6.
- Steil, B. (1996) **The European Equity Markets. A report for the European Capital Markets Institute**. The Royal Institute of International Affairs.
- Suomen Pankki (1995) **Suomen maksutase 1985-1995**. Vuositilastot.

Tarkka, J. (1988) **Kahlitun rahan aika.** Teoksessa Honkapohja, S. ja Suvanto, A. (toim.): Raha, inflaatio ja talouspolitiikka.

Teollisuus ja Työnantajat, **Teollisuuden rahoituskustannukset, eri vuosilta**

Tuukkanen, J. (1989) **Yksityisen sektorin työeläkejärjestelmä Suomessa: Eläkkeiden rahoituksen ja rahastoinnin näkökulmasta.** Valtiovarainministeriön kansantalousosaston Keskustelualoitteita No. 21.

Valkonen, T. (1986) **Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan puitteet ja sijoitusten jakautuminen Suomessa vuosina 1962-1984.** ETLA, Keskusteluaiheita No. 212.

Valkonen, T. (1990) **Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta Suomessa.** ETLA C:56.



## SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/96 Kari T. Sipilä **A Data Communication Network for Administrative Purposes within the EU.** 1996. 53 s. ISBN 951-686-492-9. (TK)
- 2/96 Veikko Saarinen – Kirsti Tanila – Kimmo Virolainen **Payment and Settlement Systems in Finland 1995.** 1996. 60 s. ISBN 951-686-493-7. (RM)
- 3/96 Harri Kuussaari **Systemic Risk in the Finnish Payment System: an Empirical Investigation.** 1996. 32 s. ISBN 951-686-494-5. (RM)
- 4/96 Janne Lauha **OTC-johdannaiset ja Suomen oikeus.** 1996. 98 s. ISBN 951-686-495-3. (RATA)
- 5/96 Jukka Ahonen – Ilmo Pyyhtiä **Suomen teollisuuden rakenne ja häiriöalttius suhteessa muihin EU-maihin.** 1996. 37 s. ISBN 951-686-496-1. (RP)
- 6/96 Pekka Ilmakunnas – Jukka Topi **Microeconomic and Macroeconomic Influences on Entry and Exit of Firms.** 1996. 33 s. ISBN 951-686-497-X. (TU)
- 7/96 Jaakko Autio **Korot Suomessa 1862–1952.** 1996. 55 s. ISBN 951-686-498-8. (TU)
- 8/96 Vesa Vihriälä **Theoretical Aspects to the Finnish Credit Cycle.** 1996. 63 s. ISBN 951-686-500-3. (TU)
- 9/96 Vesa Vihriälä **Bank Capital, Capital Regulation and Lending.** 1996. 52 s. ISBN 951-686-501-1. (TU)
- 10/96 Vesa Vihriälä **Credit Growth and Moral Hazard. An Empirical Study of the Causes of Credit Expansion by the Finnish Local Banks in 1986–1990.** 1996. 53 s. ISBN 951-686-502-X. (TU)
- 11/96 Vesa Vihriälä **Credit Crunch or Collateral Squeeze? An Empirical Analysis of Credit Supply of the Finnish Local Banks in 1990–1992.** 1996. 50 s. ISBN 951-686-503-8. (TU)
- 12/96 Peter Redward **Structural Reform in New Zealand: A Review.** 1996. 35 s. ISBN 951-686-504-6. (KT)
- 13/96 Kaare Guttorm Andersen – Karlo Kauko **A Cross-Country Study of Market-Based Housing Finance.** 1996. 45 s. ISBN 951-686-505-4. (RM)
- 14/96 Kristina Rantalainen **Valtion luotonotto ja velkapaperimarkkinat Italiassa.** 1996. 29 s. ISBN 951-686-506-2. (RM)
- 15/96 Tuomas Saarenheimo **Monetary Policy for Smoothing Real Fluctuations? – Assessing Finnish Monetary Autonomy.** 1996. 36 s. ISBN 951-686-508-9. (KT)
- 16/96 Mikko Ayub **Eläkerahoitus ja talouskasvu. Taloutta kohtaavien sokkien vaikutus kasvuun ja hyvinvointiin osittain rahastoivassa eläkejärjestelmässä.** 1996. 72 s. ISBN 951-686-509-7. (TU)
- 17/96 Veikko Saarinen **Maksujärjestelmät ja -välineet Suomessa.** 1996. 34 s. ISBN 951-686-511-9. (RM)

- 18/96 Antti Ripatti **Stability of the Demand for M1 and Harmonized M3 in Finland.** 1996. 31 s. ISBN 951-686-513-5. (TU)
- 19/96 Juha Seppälä – Petri Viertiö **The Structure of Interest Rates: Estimation and Interpretation.** 1996. 55 s. ISBN 951-686-514-3. (MO)
- 20/96 Jukka Ahonen **Suomen Pankki ja tiedotusvälineet – virkamiesten ja taloustoimittajien vuorovaikutus.** 1996. 51 s. ISBN 951-686-515-1. (TIE)
- 21/96 Matti Ahokas – Harri Kuussaari – Kimmo Virolainen **Johdannaismarkkinat. Maailmanlaajuinen keskuspankkikysely.** 1996. 43 s. ISBN 951-686-516-X. (RM)
- 22/96 Peter Redward – Tuomas Saarenheimo **From Policy Rate to Market Rates: An Empirical Analysis of Finnish Monetary Transmission.** 1996. 29 s. ISBN 951-686-518-6. (KT)
- 23/96 Juhana Hukkinen – Matti Virén **Assessing the Forecasting Performance of a Macroeconomic Model.** 1996. 22 s. ISBN 951-686-519-4. (KT)
- 24/96 Pertti Pylkkönen **Suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta.** 1996. 54 s. ISBN 951-686-520-8. (TU)