

Keskusteluaiheita Discussion papers

Tarmo Valkonen

VAKUUTUSYHTIÖIDEN SIJOITUSTOIMIN-
NAN PUITTEET JA SIJOITUSTEN JA-
KAUTUMINEN SUOMESSA VUOSINA
1962-1984

No 212

19.06.1986

This series consists of papers with limited circulation, intended to stimulate discussion. The papers must not be referred or quoted without the authors' permission.



SISÄLLYSLUETTELO

	sivu
Johdanto	
I VAKUUTUSYHTIÖT KANSANTALOUDESSA	1
1.1. Vakuutustoiminta kansantaloudessa	1
1.2. Vakuutusyhtiöiden rooli säästöpääomien kokoajina	2
1.3. Vakuutusyhtiöt säästöpääomien sijoittajina	4
1.4. Vakuutustoiminnan ulkomaiset yhteydet	6
II SIJOITUSTOIMINTA VAKUUTUSTOIMINNAN OSANA	8
2.1. Vakuutusyhtiöiden liiketoimintakaavio	8
2.2. Vakuutusmaksujen määräytyminen	9
2.3. Vakuutusteknisen vastuuvelan muodostuminen	11
III VAKUUTUSTOIMINNAN LUONTEEN SIJOITUSTOIMINNALLE ASETTAMAT VAATIMUKSET	14
3.1. Tuottavuus, turvaavuus ja sijoitusstrategiat	14
3.2. Asiakassuhteen merkitys sijoituskohteen valinnassa	16
3.3. Vakuutusyhtiöiden yhteiskunnallisen aseman vaikutus sijoitustoimintaan	18
3.3.1. Viimeaikaista keskustelua sijoitustoiminnasta ja valmisteilla olevia lakiehdotuksia	18
3.3.2. Työeläkevarojen käytöstä päättäminen	20
IV VAKUUTUSYHTIÖIDEN SIJOITUSTOIMINTAA KOSKEVAT INSTITUTIO- NAALISET RAJOITUKSET	22
4.1. Vakuutusyhtiöiden valvonnan järjestelmät	22
4.2. Vakuutusteknisen vastuuvelan katteeksi kelpaava omaisuus	23
4.3. Vakuutusyhtiöiden omistusoikeuden rajoitus muissa yrityksissä	25
4.4. Vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa koskevat Suomen Pankin ohjeet ja suositukset	26

	sivu
V KANSANTALouden TOIMINTA JA VAKUUTUSYHTIÖIDEN SIJOITUSTEN OHJAUTUMINEN	29
5.1. Rahoituksen välitys Suomessa	29
5.2. Talouden yleinen kehitys ja sijoitustoiminta	32
5.3. Inflaatio, indeksointi ja sijoituspolitiikka	32
VI VAKUUTUSYHTIÖIDEN SIJOITUSTEN JAKAUTUMINEN VAATEISIIN	35
6.1. Vaateet ja niiden tuotot vakuutusyhtiöiden taseissa	35
6.2. Vakuutuslaitosten sijoitusten jakautuminen Ruotsissa	38
6.3. Lainat	39
6.4. Vakuutusyhtiöiden sijoituslainojen ehdot	42
6.5. Joukkovelkakirjalainat	46
6.6. Osakkeet ja osuudet	50
6.7. Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet	55
6.8. Ulkomaiset sijoitukset	58
6.9. Lyhytaikaiset sijoitukset	60
VII YHTEENVETO	63
VIII LÄHTEET	67
LIITE	69

Johdanto

Tämä selvitys käsittelee suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa ja siihen vaikuttavia tekijöitä. Tavoitteena on antaa kuva sijoitustoiminnan jakautumisesta eri vaateisiin ja pohtia miten eri rajoitteet vaikuttavat valintoihin vaateiden välillä. Selvitys on ensimmäinen osa tutkimuksessa, jonka tarkoituksena on muodostaa ekonometrinen selitysmalli sijoitusten suuntautumiselle eri vaateisiin.

Selvitys rajautuu sektorijaon osalta siten, että se koskee vain osaa kansantalouden tilinpidon mukaisesta vakuutuslaitossektorista. Ulkopuolelle jäävät muun muassa erilaiset vahinkovakuutusyhdistykset, avustuskassat, eläkesäätiöt ja Kansaneläkelaitos. Vakuutusyhtiötilaston mukainen vakuutuslaitossektorin jako vakuutusyhtiöihin ja muihin vakuutuslaitoksiin on esitetty liitteessä.

Selvityksessä vakuutusyhtiöt jaetaan toisaalta henki- ja eläkevakuutusyhtiöihin ja toisaalta vahinkovakuutusyhtiöihin. Jako perustuu erilaisen vakuutustoiminnan asettamiin erityyppisiin vaatimuksiin sijoitustoiminnalle ja vakuutusyhtiöiden tilastointiin.

Luvussa 1 esitellään vakuutusyhtiöiden merkitystä kansantaloudessa kuvaavia suureita. Luvuissa 2-5 tarkastellaan vakuutusyhtiöiden sijoituspäätöksiä ohjaavia ja rajoittavia tekijöitä. Näistä tekijöistä keskeisiä ovat käytettävissä olevat varat, vakuutustoiminnan luonne, institutionaalinen säätely ja rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyys. Sijoitusten jakautumista vaateisiin kuvataan luvussa 6. Sijoitustoimintaa tarkastellaan strategisten valintojen tasolla, jolloin sijoitukset jaetaan kiinteistöihin ja kiinteistöosakkeisiin, osakkeisiin ja osuuksiin, rahoitusvaroihin, joukkovelkakirjoihin ja sijoituslainoihin. Takaisinlainausta¹⁾ ei tässä yhteydessä pidetä varsinaisena sijoituskohteena, vaikka se muodostaakin merkittävän osan eläkevakuutusyhtiöiden sijoitusomaisuudesta.

1) Takaisinlainauksesta käytetään jatkossa nimitystä vakuutusmaksulainaus.

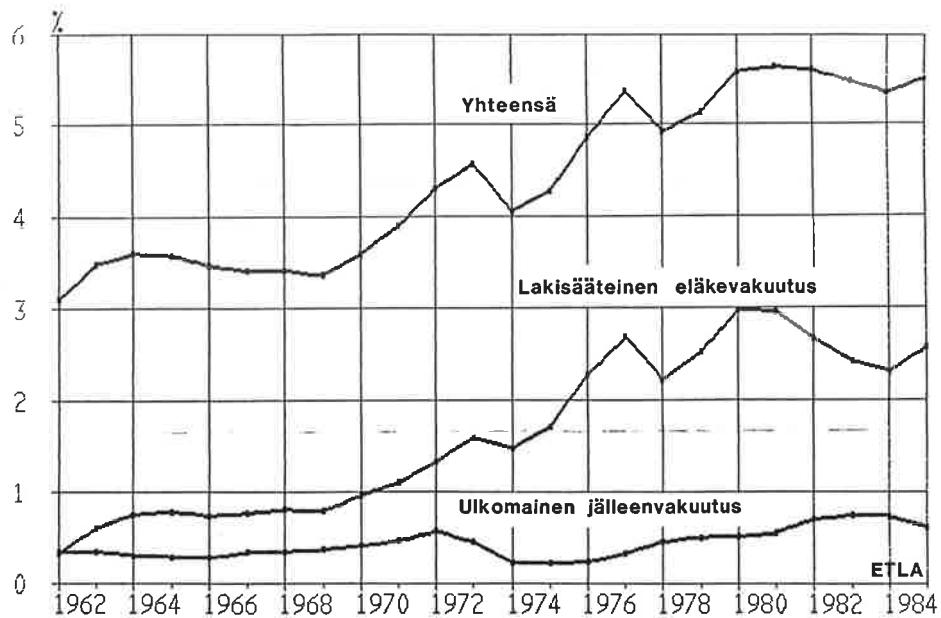
I. VAKUUTUSYHTIÖT KANSANTALOUDESSA

1.1. Vakuutustoiminta kansantaloudessa

Vakuutustoiminnan tärkein funktio kansantaloudessa on riskien tasaaminen. Tuotantotoiminnassa vakuutusturva merkitsee mahdollisuutta riskipitoisempien projektien toteuttamiseen. Vakuutustoiminta vähentää myös talousyksiköiden tarvitsemien likvidien varojen määrää ja siten rahan kysyntää. Vahingon sattuessa vakuutuskorvauksilla pyritään vähentämään seurausvaikutukset mahdollisimman vähäisiksi, mikä esimerkiksi tuotantolaitoksen ollessa kyseessä merkitsee sitä, että tuotantokatkos minimoidaan. Vakuutustoiminnan kehittyessä on yhä enemmän kiinnitetty huomiota myös muihin riskien hallintamenetelmiin, kuten ennaltaehkäisyyn ja riskien pienentämiseen, mikä on edelleen vähentänyt vakuutustapahtumien (vahinkojen) aiheuttamia kansantaloudellisia menetyksiä.

Yksityisen ihmisen kannalta vakuutustoiminta merkitsee perusturvallisuuden lisääntymistä. Mahdollisuus vahinkoriskien vakuuttamiseen vähentää merkittävästi yksittäisten suurten vahinkojen aiheuttamia henkilökohtaisia menetyksiä. Yksittäisten ihmisten vakuutusturva onkin koettu merkittäväksi osaksi sosiaaliturvaa, mikä on johtanut lakisääteisten vakuutusten lisääntymiseen viime vuosikymmenien aikana. Keskeisiä uudistuksia ovat olleet työeläkelakien voimaantulo vuonna 1962 ja lakisääteisten liikenne- ja tapaturmavakuutusten laajeneminen. Kuviossa 1 on kuvattu vakuutusmaksutulon kehitystä suhteessa bruttokansantuotteeseen viime vuosikymmeninä.

KUVIO 1. Vakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutulot suhteessa bruttokansantuotteeseen vuosina 1962–1985



Kuviosta nähdään, että lakisääteisellä eläkevakuutuksella on hallitseva osuus vakuutusmaksutulojen vaihteluista. Työeläkevakuutuksen maksutulojen BKT-suhteen aleneminen vuosina 1978 ja 1982–1984 johtuu suhdanneluonteisesta työeläkemaksuprosentin alentamisesta. Vuonna 1985 vakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutulo oli noin 18.6 mrd. mk, mikä on 5.5 prosenttia bruttokansantuotteesta.

1.2. Vakuutusyhtiöiden rooli säästöpääomien kokoajina

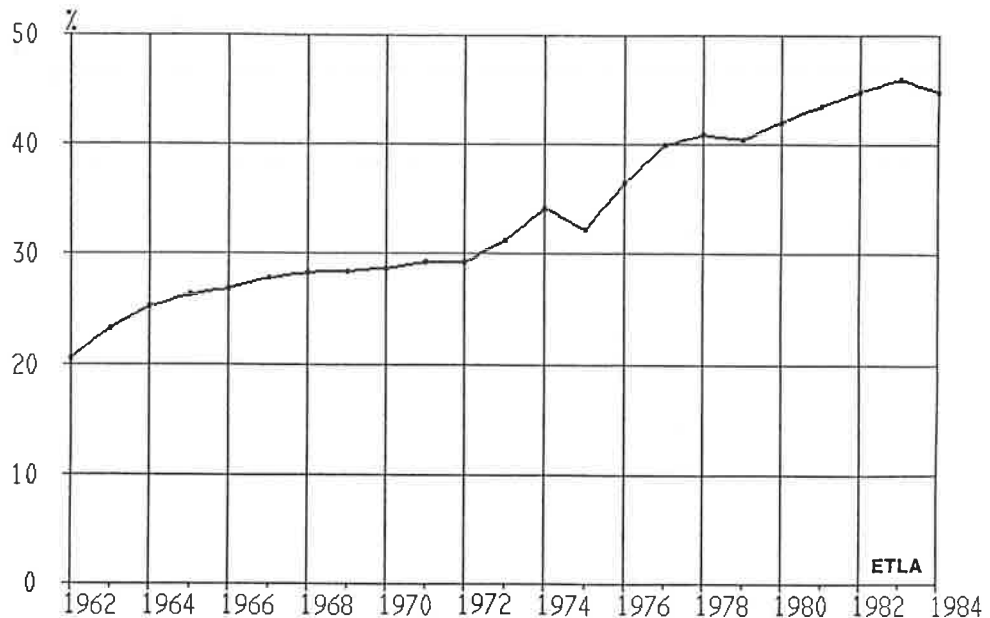
Vakuutustoimintaan liittyvä säästöpääomien kertyminen vaihtelee vakuutuslajeittain vakuutusmaksujen rahastointiasteen mukaan. Jakojärjestelmässä vakuutusmaksuja ei rahastoida ja vakuutusmaksu vaihtelee vuosittain vakuutustapahtumien määrän ja korvausten

suuruuden mukaan. Käytännössä myös jakojärjestelmässä tarvitaan jonkin verran säästöpääomia varmuusmarginaalien ja vuoden sisäisten vahinkomenojen vaihteluiden vuoksi. Rahastoivassa järjestelmässä vakuutusmaksu pyritään pitämään tasaisena. Henki- ja elävakuutuksessa tämä merkitsee sitä, että vakuutuksen alkuvuosina vakuutusmaksut ovat vahinkomenoja suuremmat. Kertyneet säästöpääomat sijoitetaan ja käytetään yhdessä korkotuottojen kanssa korvausten maksuun vakuutustapahtuman sattuessa. Suomessa osittain rahastoivia vakuutusmuotoja ovat lähinnä henki- ja elävakuutus, lakisääteinen tapaturmavakuutus ja liikennevakuutus.

Lakisääteiset vakuutusmaksut edustavat rahastoivassa järjestelmässä pakollista säästämistä. Lakisääteisen vakuutuksen laajeneminen on tuonut esiin kysymyksen siitä syrjäyttääkö pakollinen vakuutussäästäminen vapaaehtoista säästämistä, vai lisääkö se kansantalouden kokonaissäästämistä. Empiiriset tutkimukset aiheesta ovat antaneet ristiriitaisia tuloksia.

Vakuutussektorissa tapahtuvaa säästämistä voidaan verrata pankkien ottolainaukseen. Kuviossa 2 on suhteutettu vakuutusyhtiöiden vastuvelka pankkien markkaottolainaukseen. Vakuutussäästämisen kautta kertynyt vastuvelka vastaa jo lähes puolta pankkitalletuksista.

KUVIO 2. Vakuutusyhtiöiden vastuvelka suhteessa pankkien markkaintalainaukseen vuosina 1962-1984



Vastuvelan lisäys muodosti vuonna 1984 n. 21 % koko kansantalouden nettosäästämisestä. Vakuutussäästämisen osuus kansantalouden kokonaissäästämisestä tulee edelleen kasvamaan lähivuosina. Kasvu perustuu sekä työeläkejärjestelmään liittyvän pakollisen säästämisen, että kotitaloussektorin vapaaehtoisen vakuutussäästämisen lisääntymiseen.

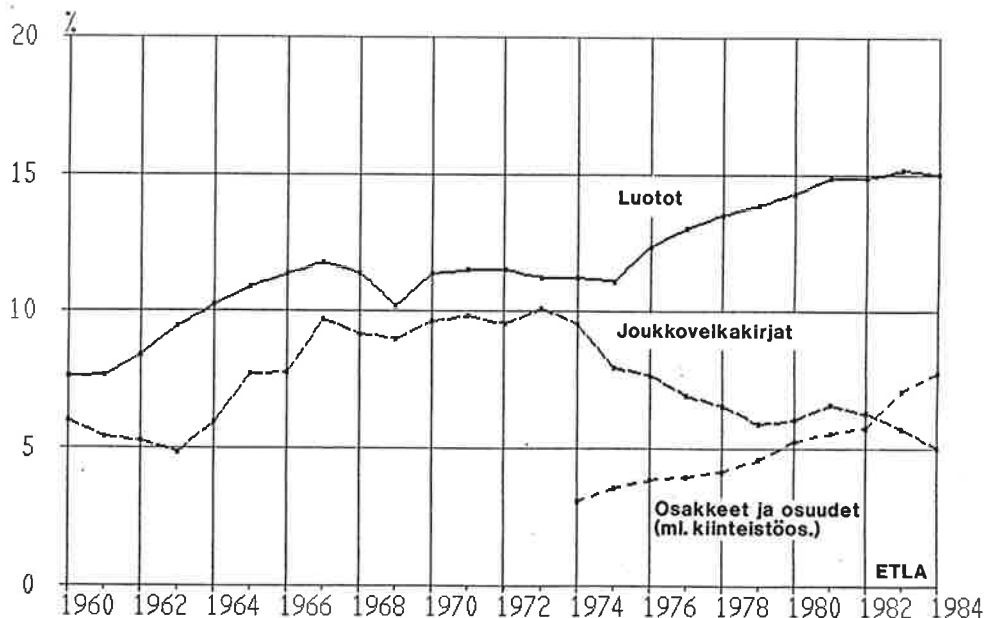
1.3. Vakuutusyhtiöt säästö pääomien sijoittajina

Kertyneet säästö pääomat vakuutusyhtiöt sijoittavat edelleen kiinteistö- ja rahoitusmarkkinoille. Varojen suuri määrä on tehnyt vakuutusyhtiöistä merkittävän rahoittajan pääomien niukkuudesta kärsineillä rahoitusmarkkinoillamme. Pääosa vakuutusyhtiöiden

myöntämästä rahoituksesta on ohjautunut yrityssectorille. Myös valtio ja kunnat ovat saaneet rahoitusta vakuutusyhtiöiden välityksellä. Vakuutusyhtiöiden osuus valtion kotimaisen velan rahoituksesta on vakiintunut runsaaseen 10 prosenttiin viime vuosina. Vakuutusyhtiöiden kotitaloussectorille asuntoluottojen ja vuokra-asuntotuotannon muodossa suuntaaman rahoituksen osuus on vähentynyt selvästi.

Vakuutusyhtiöiden osuuksia eri sijoituskohteiden markkinoilla on hyvin vaikea arvioida. Kiinteistö- ja osakesijoitusten taseisiin merkityt arvot ovat selvästi alle käypien arvojen. Joukkovelkakirjojen osalta todellisten sijoitusten määrän arvioimista vaikeuttaa niiden käyttö markkinarahan välityksessä. Valtaosa vakuutusyhtiöiden sijoituksista on luottoja. Vakuutusyhtiöiden osuus yleisön luottokannasta (pl. joukkovelkakirjat) on kasvanut tasaisesti siten, että vuoden 1984 lopussa se oli noin 15 %. Kuviossa 3. esitetty osakkeiden ja osuuksien sarja perustuu nimellisarvoihin. Vuokra-asuntokannasta vakuutusyhtiöt omistavat n. 4 % eli 19 000 asuntoa.

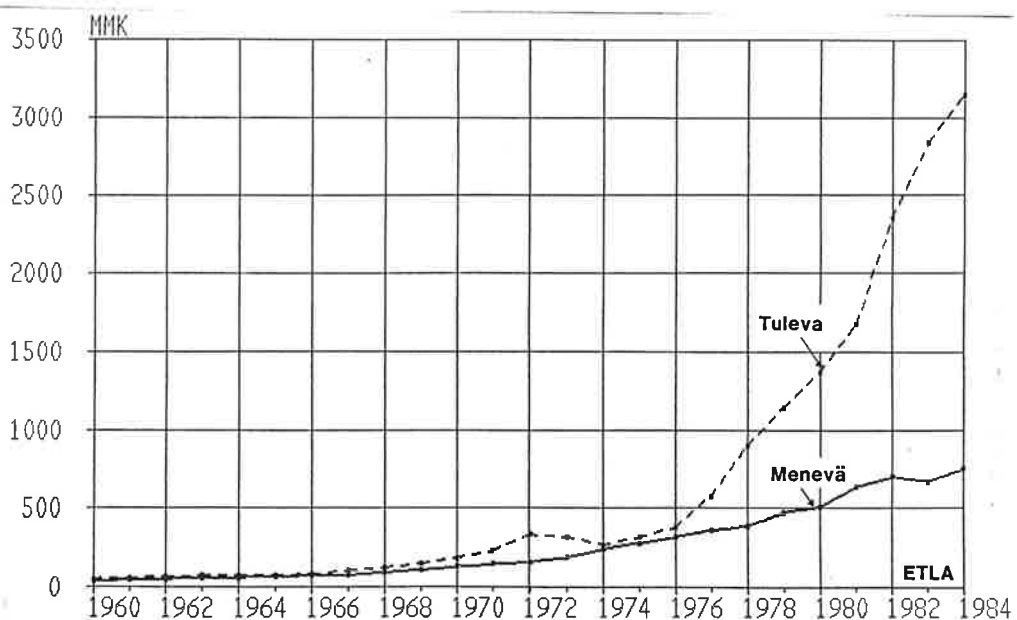
KUVIO 3. Vakuutusyhtiöiden osuuksia eri sijoituskohteiden markkinoilla vuosina 1962-1984



1.4. Vakuutustoiminnan ulkomaiset yhteydet

Perinteisesti vakuutustoiminnan yhteydet ulkomaille ovat olleet suuriin riskeihin kohdistuvien jälleenvakuutusten ostoa ja myyntiä. Ensivakuutuksen osuus on ollut vähäinen. Vuodesta 1957 lähtien vastaanotettu jälleenvakuutusliike on ollut laajempaa kuin suomalaisten kohteiden jälleenvakuuttaminen ulkomailla. Vakuutusten vaihdon taseen kääntyminen positiiviseksi oli seurausta 1950-luvun alussa tapahtuneesta jälleenvakuutuspolitiikan uudelleenarvioinnista. Suomalaisten yhtiöiden vastuunottokykyä parannettiin ottamalla käyttöön tasoitusvastuujärjestelmä. Toisaalta kiinnitettiin huomiota koko kotimaisen jälleenvakuutuskapasiteetin parempaan hyväksikäyttöön.¹⁾ Kuviossa 4 on esitetty vahinkovakuutusyhtiöiden ulkomaisen vakuutusliikkeen vaihto

KUVIO 4. Vahinkovakuutusyhtiöiden ulkomaisen vakuutusliikkeen vaihto vuosina 1962-1984²⁾

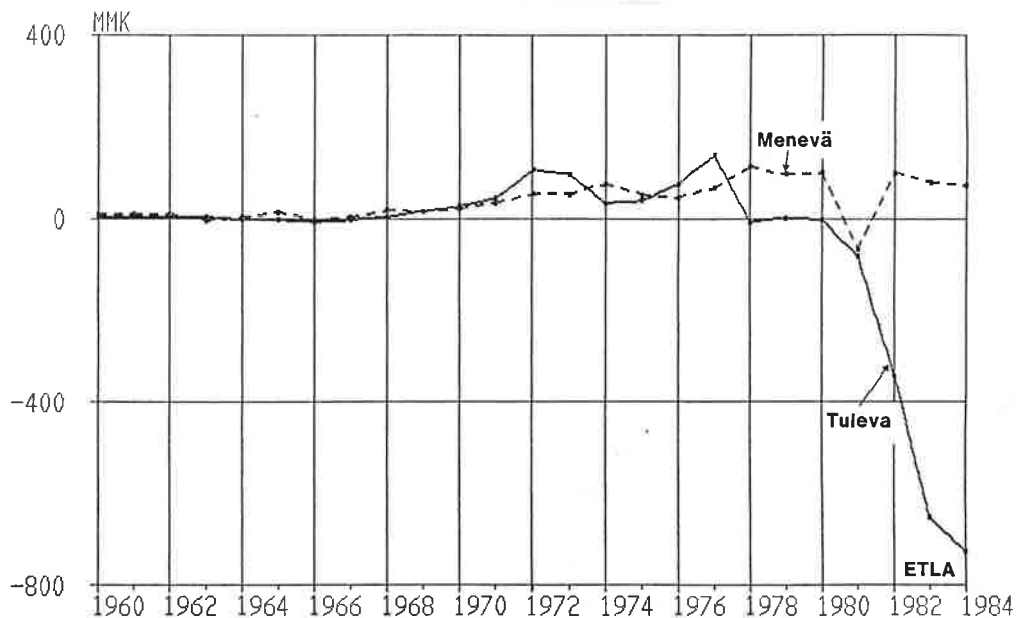


1) Pentikäinen (1984).

2) Vakuutusyhtiötilaston mukaan.

Vaihtotaseessa näkyvä menevän ja tulevan jälleenvakuutusliikkeen ylijäämien erotus on 1970-luvun lopulle asti ollut lähellä nollaa. Vuodesta 1980 alkaen vastaanotettu ulkomainen jälleenvakuutus muuttui tappiolliseksi nopeasti kasvaneiden korvausmenojen vuoksi. Vahinkovakuutusyhtiöt ovat viime vuosina pyrkineet pääsemään eroon vahinkosuhteeltaan epäedullisiksi osoittautuneista jälleenvakuutus sopimuksista.

KUVIO 5. Vahinkovakuutusyhtiöiden ulkomaisen jälleenvakuutusliikkeen tulos vuosina 1962-1984¹⁾



Ylijäämiä laskettaessa vastuvelan muutoksia ei ole huomioitu ennen vuotta 1977, joten kuvio ei tältä osin ole tarkka.

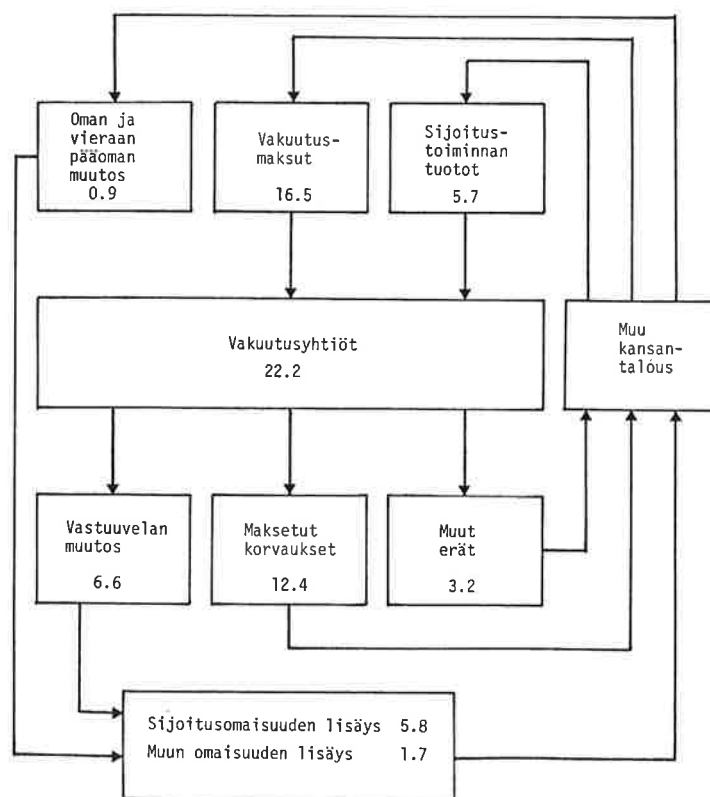
1) Vakuutusyhtiötilaston mukaan.

II. SIJOITUSTOIMINTA VAKUUTUSTOIMINNAN OSANA

2.1. Vakuutusyhtiöiden liiketoimintakaavio

Kuviossa 6 on esitetty yksinkertaistettu kuvaus vakuutusyhtiöiden rahavirroista. Tärkeimmät tulonlähteet ovat vakuutusmaksutulot, sijoitustoiminnan tuotot ja oman pääoman lisäykset. Tulot käytetään pääasiassa korvauksiin ja vastuun katteena olevan omaisuuden lisäykseen.

KUVIO 6. Kuvaus vakuutusyhtiöiden liiketoiminnasta vuonna 1984, mrd. markkaa¹⁾



Vakuutusyhtiöt voivat vaikuttaa tuloihinsa hankkimalla lisää vakuutussolemuksia, korottamalla vakuutusmaksuja tai tehostamalla sijoitustoimintaansa. Vastuun lisäys on suoraan suhteessa vakuutustoiminnan luonteeseen ja laajuuteen.²⁾ Korvausmenojen

1) Lähde: Lahikainen (1985).

2) Vastuun kasvuun samoin kuin vakuutussummaa kasvattavat myös vuotuiset indeksikorotukset.

kokonaismäärä riippuu vakuutustoiminnan laajuuden lisäksi korvausten määrästä vakuutus sopimusta kohti.

Näiden tulo- ja menoerien tarkasteleminen erikseen on toisaalta keinotekoisia, sillä ne vaikuttavat toinen toisiinsa useammalla tavalla. Vakuutusyhtiöiden kannalta on tärkeintä kunkin asiakassuhteen kokonaistuotto, ei niinkään yksittäisten meno- tai tuloerien suuruus.

2.2. Vakuutusmaksujen määräytyminen

Seuraavassa tarkastellaan lähemmin vakuutusmaksujen määräytymistä.¹⁾ Vakuutusmaksujen määräytymisen pohjana on, että niiden täytyy yhdessä sijoitustoiminnan tuottojen kanssa riittää vakuutuskorvausten ja hallintokulujen maksamiseen hyvin suurella todennäköisyydellä. Yleensä vakuutus sopimuksessa määritellään ja suljetaan pois ne poikkeukselliset tilanteet, joissa korvausten suuruuden odotetaan kasvavan yli vakuutusyhtiöiden maksukyvyn.

Vakuutusmaksujen laskennan pohjana käytetään tilastoja vakuutuksen kohteena olevien vahinkojen sattumatiheyksistä. Tilastot kuvaavat kuitenkin vahinkotodennäköisyyksiä vain likimääräisesti. Vakuutusyhtiöt pyrkivätkin keräämään kansallisella ja kansainvälisellä yhteistyöllä mahdollisimman laajat tilastopohjat todennäköisyyksien selvittämiseksi.

1) Perustuu suurelta osin Pentikäisen (1984) esitykseen.

Tilastoaineiston laajentaminen aiheuttaa toisaalta myös ongelmia. Ensinnäkin vertailutilastojen tulee kuvata sattumatodennäköisyyksiä samanlaisessa ympäristössä. Toiseksi aikasarjoina kerättyihin tilastoihin liittyy vahinkoriskien ajallisen muuttumisen aiheuttama mahdollinen vääristymä.

Vakuutusmaksujen määräytyminen riippuu olennaisesti vakuutuslajista. Yksityisvakuutuksessa maksu pyritään mitoittamaan riskiä vastaavaksi. Pakollisessa sosiaalivakuutuksessa on mahdollista käyttää vakuutusmaksuja talousyksiköiden ja sukupolvien välisten tulonsiirtojen tekemiseen. Toisaalta tietyn tyyppiset vakuutustapahtumat ovat helpommin ennustettavia kuin toiset. Henki- ja eläkevakuutuksessa vakuutustapahtumien ennustamistarkkuus on suuri, jolloin kustannuksia lisääviä varmuusmarginaaleja ei tarvitse käyttää. Vahinkovakuutuksessa vuosittaiset vahinkomäärät vaihtelevat huomattavasti enemmän, mikä vaikeuttaa sekä liikekulujen että korvausten määrän ennustamista.

Eräs edellä jo esille tullut tekijä vakuutusmaksujen määräytymisessä on vakuutusmaksujen rahastointiaste. Jakojärjestelmässä vakuutusmaksut ovat ainoa korvauksiin käytettävissä oleva erä ja vakuutusmaksut vaihtelevat siten vuosittain vahingonkorvausten mukaisesti. Rahastoitavassa järjestelmässä vakuutusmaksu on tasasuuruinen ja korvauksiin käytetään vakuutusmaksujen lisäksi vastuvelan katteeksi tehtyjen sijoitusten tuotot.

Perinteisesti vahinkovakuutuksessa vakuutusmaksut ovat määräytyneet vuosittain ja henki- ja eläkevakuutuksen vakuutusmaksut ovat olleet kiinteitä koko vakuutuksen voimassaoloajan. Suomessa työeläkevakuutuksen vakuutusmaksut määrätään vuosittain. Lisäksi työntekijäin eläkelaisissa on annettu mahdollisuus jo muodostuneen vastuvelan täydennykseen.

2.3. Vakuutusteknisen vastuuvelan muodostuminen¹⁾

Vakuutustoiminnan periaatteena on, että saaduilla vakuutusmaksu- tuloilla ja sijoitusten tuotoilla pystytään korvaamaan vakuutuksen kattamana ajankohtana sattuneet vakuutustapahtumat. Usein kuitenkin vakuutuskausi ei satu yhteen kalenterivuoden kanssa. Kirjanpidossa tämä otetaan huomioon jaksottamalla tuotot ja kulut siten, että niistä erotetaan tilivuoteen kohdistuvat osat ja myöhemmäksi siirtyvät tulo- ja velkaerät. Vakuutusyhtiöissä tärkein siirtyvä velkaerä on vakuutustekninen vastuvelka, joka jaetaan vakuutusmaksuvastuuseen ja korvausvastuuseen. Vakuutusmaksuvastuu on tulevien vahinkojen varalle varattu velkaerä, korvausvastuu on jo tapahtuneiden vahinkojen korvauksiin varattu erä.

Vakuutusmaksuvastuu lasketaan vuosivakuutuksessa yksinkertaisesti varaamalla vakuutusmaksusta tilikauden ylittävää vakuutuskautta vastaava suhteellinen osuus (pro rata-sääntö).

Henki- ja eläkevakuutuksessa laskenta voidaan perustaa joko prospektiiviseen tai retrospektiiviseen laskentatapaan. Prospektiivisessä laskentatavassa arvioidaan menojen ja tulojen odotettavissa olevat vuosittaiset pääoma-arvot. Pääoma-arvojen erotus on vakuutusmaksuvastuu. Pääoma-arvojen erotus johtuu siitä, että vakuutusmaksuja pidetään tasasuurina, vaikka vakuutustapahtuman riski ja siten menojen pääoma-arvo lisääntyy vuosittain.

1) Perustuu suurelta osin Pentikäisen (1984) esitykseen.

Retrospektiivisessä laskutavassa tilikauden lopussa lasketaan mikä osa tilikaudelta ja sitä edeltäneiltä tilikausilta saaduista tuloista on käytetty vakuutuskorvauksiin ja hallintokuluihin. Loput jätetään vakuutusmaksuvastuuseen. Molemmat laskutavat antavat saman tuloksen vakuutusmaksuvastuun määrälle.

Korvausvastuun muodostuminen perustuu suoriteperusteiseen korvausten kirjauskäytäntöön. Korvaukset rekisteröidään sen vuoden kuluksi, jona vakuutustapahtuma sattuu. Se osa korvauksesta, jonka suorittaminen siirtyy tilikauden jälkeen varataan korvausvastuuseen. Korvausvastuuseen sisältyy myös ns. tuntemattomien vahinkojen varaus, joka perustuu arvioon niistä tilivuonna sattuneista vakuutustapahtumista, joista ei ole ehditty ilmoittaa tilinpäätökseen mennessä.

Eläkkeet varataan korvausvastuuseen siten, että eläkkeelle lasketaan pääoma-arvo eläkkeensaajan tilastollisen jäljellä olevan elinajan ja jäljellä olevan "rahastoidun" pääoman laskennallisen tuoton perusteella.

Vakuutustoiminnan vuosituloksen tasaamiseksi korvausvastuuseen sisällytetään tasoituserä. Tätä tasoitusvastuuta käytetään muuttamaan vakuutusyhtiön kirjanpidollinen tulos pitkän aikavälin vahinkotiheyden osoittamalle tasolle. Jos vahingonkorvausten määrä suhteessa vakuutusmaksujen määrään on pitkän aikavälin keskiarvojen yläpuolella, tasoitusvastuusta otetaan erotusta vastaava määrä ja päinvastoin. Tasoitusvastuun käyttöönotto on mahdollistanut satunnaistuloksen vaihtelujen varalle otetun jälleenvakuutuksen huomattavan vähentämisen. Suomalaiset vakuutusyhtiöt ovat säästäneet ulkomaisen jälleenvakuutuksen maksuja n. 5 mrd. markkaa tasoitusvastuun

käyttöönoton jälkeen vuodesta 1953. Näistä noin kolme miljardia on talletettuna tasoitusvastuisiin ja loput kaksi miljardia ovat menneet vakuutusnottajille vakuutusmaksujen alentamisen tai vakuutusten indeksikorotusten muodossa.

III. VAKUUSTOIMINNAN LUONTEEN SIJOITUSTOIMINNALLE ASETTAMAT VAATIMUKSET

3.1. Tuottavuus, turvaavuus ja sijoitusstrategiat

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan lähtökohtana on vaatimus vastuvelan katteeksi tehtyjen sijoitusten tuottavuudesta ja turvaavuudesta. Tuottavuudella tässä yhteydessä tarkoitetaan sitä, että sijoitusten on tuotettava vähintään laskuperustekoron verran. Laskuperustekorko on se korko, jota käytetään sijoitusten laskennallisena tuottona tulojen pääoma-arvoa laskettaessa. Käytännössä laskuperustekorko pyritään määräämään varovaisuussyistä niin alhaiseksi, että riskittömätkin sijoituskohteet tuottavat pitkällä aikavälillä vähintään laskuperustekoron verran. Turvaavuusvaatimuksen mukaan sijoitettujen varojen pääoma-arvon tulee jatkuvasti vastata vakuutusyhtiöiden sitoumuksia. Useimmissa vakuutusmuodoissa sitoumukset ovat nimellishintaisia, mutta vakuutusyhtiöt pyrkivät vakuutusten reaaliarvon säilyttämiseen käyttämällä osan sijoitustoiminnasta syntyvästä ylijäämästä vakuutusarvojen korotuksiin.

Doddsin (1979) mukaan vakuutusyhtiöiden investointipolitiikkaan vaikuttavia sisäisiä tekijöitä ovat pääomariski, tuloriski, vakuutussopimuksen sisällöstä ja vakuutettavan riskin luonteesta aiheutuvat vaatimukset, likviditeettivaatimukset ja hallinnolliset rajoitukset.

Pääomariski koostuu kahdesta osasta. Velallinen voi ensinnäkin olla kyvytön vastaamaan veloistaan. Toisaalta vaateiden markkina-arvo vaihtelee vaihtoehtoisten sijoituskohteiden tuoton ja muiden ominaisuuksien vaihdellessa. Myös tuloriski voidaan jakaa kahteen

komponenttiin. Tulot tietyistä sijoituskohteista, kuten esimerkiksi osakkeista saattavat vaihdella paljonkin vaateen hallussapidon aikana. Toinen riskitekijä johtuu sijoituksista saatujen tulojen ja lainamuotoisten vaateiden takaisinmaksujen uudelleensijoittamisesta. Vakuutus sopimusta tehtäessä tuleva korkotaso ja siten uudelleen sijoitettujen varojen tuotot ovat tuntemattomat myös kiinteäkorkoisten vaateiden tapauksessa.

Vakuutus sopimusten sisältö ja vakuutettavan riskin luonne vaikuttavat olennaisesti sijoitusstrategioihin. Henki- ja eläkevakuutuksessa vakuutusaika on pitkä ja vakuutustapahtuman riski on luotettavasti ennustettavissa. Toisaalta yksittäisten vakuutusten kohdalla riski kasvaa ajassa jatkuvasti. Keskeiseksi vaatimukseksi sijoitukselle tulee arvon säilyvyys pitkällä aikavälillä. Likviditeetti ja vuosittaisen tulovirran tasaisuus eivät ole henki- ja eläkevakuutuksen sijoituksille kovinkaan tärkeitä tavoitteita.

Vahinkovakuutuksessa puolestaan vahinkojen suuruus ja ajoitus ovat vaikeammin ennustettavissa. Vahinkojen sattumatodennäköisyyden katsotaan kuitenkin yleensä pysyvän ajassa vakiona. Tosin teknistynvä ja monimutkaistuva yhteiskunta on tuonut mukanaan uusia entistä suurempia riskitekijöitä, jotka saattavat olla riippuvuudessa toisiinsa, joten oletus vahinkotodennäköisyyksien säilymisestä vakiona ei ole yhtä realistinen kuin aiemmin. Vahinkovakuutus on usein myös lyhytaikaisempaa kuin henki- ja eläkevakuutus, minkä vuoksi sijoitusten pitkän aikavälin arvon säilyvyydellä ei ole yhtä paljon merkitystä. Sen sijaan vakuutuskorvausten suuruuden ja ajoituksen vaihteluiden vuoksi sijoitusten tuottojen täytyy olla korkeat ja osan sijoituksista täytyy olla likvidejä.

Tulovirran suuruuden ja likvidiyden vaatimukset ovat yhteydessä myös vakuutustoiminnan kehitykseen. Vakuutustoiminnan laajetessa voimakkaasti lisääntyvät vakuutusmaksutulot vähentävät likvidien sijoitusten tarvetta suhteessa kaikkiin sijoituksiin.

Sijoitusten valintaa rajoittavat hallinnolliset tekijät liittyvät sijoitusstrategioihin. Aktiivinen sijoituspolitiikka, missä vaateita myydään ja ostetaan jatkuvasti, vaatii kehittyneen suunnittelu- ja seurantajärjestelmän. Passiivisessa sijoituspolitiikassa ainoastaan ostohetken tilanteen arviointi on tarpeellinen, joten vaaditut resurssit ovat vähäisemmät. Tietojenkäsittelyn tehokkuuden kasvu viime vuosina on vähentänyt myös aktiivisen sijoituspolitiikan vaatimia henkilöresursseja. Toisaalta rahoitusmarkkinoiden kehittyminen ja uusien vaateiden käyttöönotto ovat lisänneet sijoituskohteiden vertailun vaatimaa informaatiomäärää.

3.2. Asiakassuhteen merkitys sijoituskohteen valinnassa

Yhteydet asiakassuhteen ja sijoitusten kohdistamisen välillä ovat peräisin jo vakuutustoiminnan alkua ajoilta. Silloin vakuutusyhtiöiden toiminta oli useimmiten rajattua sekä alueellisesti että asiakaskunnan suhteen. Asiakassuhteen kiinteyden vuoksi sijoitusten ohjaaminen asiakaskunnan käyttöön oli luontevaa.

Suomessa asiakassuhteen ja sijoitusten suuntaamisen yhteys on saanut erityistä painoa sen vuoksi, että täällä luotonsäännöstely ja rahoitusmarkkinoiden kehittymättömyys ovat johtaneet luottojen ylikysyntään rahoitusmarkkinoilla.

Asiakassuhde on edelleen välttämätön ehto vakuutusyhtiön sijoituslainan saannille ja ajoittain on ollut myös niin, että sijoituslainojen saantia on käytetty kilpailukeinona yksityisten ihmisten ja yritysten saamiseksi vakuutusyhtiön asiakkaaksi. Rahoitusmarkkinat ovat Suomessa kehittyneet viime aikoina kohti tilannetta, jossa rahoituksen rajoitteena on saatavuuden sijasta hinta. Tämä on johtanut vakuutusyhtiöt kilpailemaan lainojen saatavuuden sijasta vakuutusmaksuilla, vakuutusehdoilla ja muilla palveluilla, kuten kansainvälisen palveluverkon laajuudella. Sijoituslainauksen käyttöä asiakashankinnassa vähentää myös vakuutusyhtiöiden äskettäin allekirjoittama uusi markkinointisopimus. Sopimuksessa kielletään asettamasta asiakkaan luotonsaannille ehtoja, jotka edellyttäisivät vakuutusten siirtoa yhtiöstä toiseen tai sellaisen vakuutuksen ottamista, joka ei ole luoton takaisinmaksun turvaamiseksi tarpeellinen.

Sijoitusten kohdistaminen asiakasyrityksille on laajentunut lainoituksen lisäksi myös muihin rahoitusmuotoihin. Tällöin tulevat kyseeseen osakkeiden merkintä osakeannissa, vuokrakiinteistöjen rakentaminen tai osto, yritysten liikkeelle laskemien joukkovelkakirjojen osto ja luottovakuutus¹⁾. Osakkeiden osalta käytäntönä on ollut, että asiakasyritys neuvottelee vakuutusyhtiöiden lunastusosuudesta jo ennen osakeannin suorittamista. Kerran ostamiaan osakkeita suurin osa vakuutusyhtiöistä ei enää myy, koska markkinat voisivat tulkita myynnin vakuutusyhtiön epäluottamuslauseeksi yritystä kohtaan.

1) Lahikainen (1984).

Sijoitusten suuntaamista asiakkaille voidaan perustella sillä, että kertyvät varat ovat vakuutusyhtiöiden velkaa asiakkailleen. Toisaalta vakuutusturvan saajat eivät välttämättä ole vakuutusmaksujen maksajia. Esimerkiksi lakisääteisessä työeläke- ja tapaturmavakuutuksessa työnantajat ovat vakuutuksenottajia ja työntekijät vakuutuksensaajia. Työeläkejärjestelmässä vakuutusmaksujen maksajilla eli työnantajilla on ollut etuoikeus kertyneiden varojen käyttöön. Käytännössä tämä on tapahtunut niin, että yrityksillä on ollut mahdollisuus maksaa tietty osuus työeläkevakuutusmaksuista velkakirjalla. On arvioitu, että edullisten lainaehtojen ja varman saatavuuden vuoksi tätä vakuutusmaksulainausta käyttää lukumääräisesti noin 75 - 80 prosenttia työnantajista.¹⁾ Vakuutusyhtiöiden kannalta vakuutusmaksulainaus on sidottua sijoitustoimintaa, koska lainan myöntäminen on automaattista, kun lainanottajalla on riittävät vakuudet.

3.3. Vakuutusyhtiöiden yhteiskunnallisen aseman vaikutus sijoitustoimintaan

3.3.1. Viimeaikaista keskustelua sijoitustoiminnasta ja valmisteilla olevia lakiehdotuksia

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa on kritisoitu lähinnä vähenevien asuntosijoitusten, lisääntyneen osakeomistuksen ja vakuutusmaksulainauksen automaattisuuden ja edullisten ehtojen vuoksi. Lisäksi on keskusteltu eläkevakuutusyhtiöiden sijoitusten kohdistumisesta enemmän koko vakuutus konsernin yleisten tavoitteiden kuin eläkeyhtiöille tyypillisten tavoitteiden mukaan.

1) Kostamo (1984).

Asuntosijoitusten vähenemiseen vakuutusyhtiöt katsovat olevan syynä vuokrasäännöstelyn aiheuttaman tuottojen vähenemisen ja aravalainoitettujen kiinteistöjen myyntirajoitukset. Myös vakuutusyhtiöillä olevan asuntokannan ikääntyminen ja sen mukanaan tuomat lisääntyneet korjauskustannukset ovat saaneet vakuutusyhtiöt vähentämään omistamiensa asuntojen määrää. Tilanteen korjaamiseksi on eduskunnan käsiteltävänä olevaan huoneenvuokralakiin kirjattu asuntosijoittajalle oikeus kohtuulliseen tuottoon.¹⁾ Tuoton suuruutta ei kuitenkaan ole tarkemmin määritelty.

Vakuutusyhtiöiden osakesijoitusten kasvu viime vuosina perustuu yhä useamman vakuutusyhtiön aktivoitumiseen osakemarkkinoilla ja osakeantien kasvaneeseen määrään. Sen sijaan vakuutusyhtiöiden edustajat kieltävät tavoittelevansa vaikutusvaltaa tai markkinaosuuksia vakuutusmarkkinoilla osakeostojensa avulla.²⁾ Heidän mukaansa valinta kanta- ja etuoikeutettujen osakkeiden välillä riippuu tarjonnasta. Nykyisin vakuutusyhtiöiden omistusosuus pörssiosakkeista on suunnilleen yhtä suuri kuin niiden äänioikeus.³⁾

Vastineeksi vakuutusmaksulainauksen automaattisuudesta on todettu, että lainajärjestelmä on aikoinaan sovittu helpottamaan eläkemaksuista yrityksille aiheutuvaa kustannusrasitetta. Kiristyneet lainaehdot ovat vähentäneet vakuutusmaksulainauksen edullisuutta muihin rahoituslähteisiin nähden, eikä vaihtoehtoisen rahoituksen saatavuudessa ole enää ongelmia vakuuksien ollessa kunnossa.

1) Lakiehdotuksen käsittely äänestettiin yli vaalien toukokuussa 1986.

2) Talonen (1985).

3) Lahikainen (1983).

Eläkevakuutusyhtiöiden itsenäisyydestä käyty keskustelu on johtanut aloitteeseen lakimuutoksesta yhtiöiden hallinnon uudelleenjärjestämiseksi. Tavoitteena on lisätä eläkevakuutusyhtiöiden hallinnollista riippumattomuutta konserneissa siten, että ne esimerkiksi sijoitustoiminnassa pystyisivät itsenäiseen päätöksentekoon. Käytännössä lakiesitys sisältää esteellisyyssmääräyksiä eläkeyhtiöiden hallintoon osallistuville.¹⁾

Valvonnan helpottamiseksi on esitetty konsernien tasemääräyksiä muutettaviksi siten, että eläkeyhtiöitä ei sisällytettäisi vakautuskonsernien taseisiin, vaan niiden taseet esitettäisiin erillisinä.

3.3.2. Työeläkevarojen käytöstä päättäminen

Valtionvarainministeriössä valmisteli muutama vuosi sitten kaksi työryhmää uudistuksia, jotka olisivat mahdollistaneet työeläkevarojen käytön valtion rahoitustarpeisiin. Tavoitteena oli lisätä työeläkelaitosten rahastokertymiä siten, että suunniteltu valtion osuus – joko 20 prosenttia vakuutusmaksutulosta tai 10 prosenttia vastuvelan katteena olevista varoista – olisi mahdollisimman suuri. Rahastokertymiä esitettiin kasvatettavan nostamalla vakuutusmaksulainauksen korkoa, lisäämällä lainojen lyhennysten suuruutta ja nostamalla eläkemaksujen käteismaksuvelvoitetta. Työeläkelaitosten Liiton ja työmarkkinajärjestöjen kanta kaavailtuihin uudistuksiin oli kielteinen, koska niillä katsottiin vaarannettavan eläkemenojen maksamisen tulevana vuosina, lisättävän yritysten rahoituskustannuksia ja kulutusta investointien kustannuksella.²⁾

1) Rantala (1986).

2) Kostamo (1984).

Myös ammattiyhdistysliikkeessä on osoitettu kiinnostusta päästä päättämään vakuutusmaksulainauksen ohjautumisesta. STTK esitti syksyllä 1985 ehdotuksen, jonka mukaan eläkevakuutuksen takaisinlainausvaroista muodostettaisiin yhteistoimintarahasto. Ajatuksena oli, että yritykset saisivat lainaa eläkkeisiin varatuista varoista vain yhdessä työntekijöiden kanssa valmisteltuihin ja hyväksytyihin hankkeisiin. Takaisinlainausvaroja käytettäisiin lisäksi henkilöstön asuntoihin ja lisäkoulutukseen.¹⁾

Tällä hetkellä työmarkkinajärjestöjen vaikutus eläkevakuutusyhtiöissä näkyy kahta kautta. Ensinnäkin eläkevakuutusyhtiöiden hallituksissa ja hallintoneuvostoissa on työmarkkinajärjestöjen suora edustus. Toiseksi vuoden 1974 tulopoliittisen ratkaisun perusteella perustettiin Luotonantoneuvottelukunta, joka antaa suosituksia muun eläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan kuin vakuutusmaksulainauksen ohjautumisesta ja valvoo näiden suositusten toteutumista. Luotonantoneuvottelukuntaan kuuluvat edustajat Työeläkelaitosten Liitosta ja työmarkkinajärjestöistä.

Lakisääteisen tapaturmavakuutuksen hallinnossa ovat työmarkkinajärjestöt olleet tähän asti mukana siten, että niillä on ollut edustajat liiton neuvottelukunnassa ja korvauslautakunnassa. Nyt ovat Tapaturmavakuutuslaitosten Liitto ja työmarkkinaosapuolet sopineet keskeisimpien keskusjärjestöjen osallistumisen myös liiton hallitukseen.²⁾

On vaikeaa kvantifioida vaikutuksia, joita jo pelkkä keskustelu sijoitustoiminnan lisääntyvästä yhteiskunnallisesta ohjauksesta saa aikaan. Todennäköistä kuitenkin on, että sillä on tiettyä merkitystä sijoitusstrategioiden valinnassa.

1) Reini (1985).

2) Pasma (1986)

IV. VAKUUTUSYHTIÖIDEN SIJOITUSTOIMINTAA KOSKEVAT INSTITUTIONAALISET RAJOITUKSET

4.1. Vakuutusyhtiöiden valvonnan järjestelmät

Vakuutusyhtiöihin kohdistuva julkisen vallan valvontajärjestelmä on yhdistelmä julkisuus-, ehdonvaraisuus- ja toimilupajärjestelmistä. Julkisuusperiaatteen mukaan vakuutusyhtiöiden on julkaistava riittävästi tietoja, jotta vakuutuksenottajan olisi mahdollista valita mistä olisi edullisinta ottaa vakuutus. Käytännössä periaate toteutuu ainoastaan siten, että vakuutusyhtiöt laativat sosiaali- ja terveysministeriön ohjeiden mukaiset kertomukset toiminnastaan ja tilinpäätökset, joista ministeriössä kootaan julkinen vakuutusyhtiötilasto.

Ehdonvaraisuusperiaatteen mukaan vakuutusyhtiölaki ja vakuutuslupalaki sisältävät vakuutusyhtiöiden toimintaa ohjaavia säännöksiä. Näitä ovat mm. vakuutusyhtiöiden maksukykyä koskevat turvaavuusvaatimukset ja vakuutusmaksuja koskeva kohtuullisuusperiaate. Toimilupajärjestelmä rajoittaa uusien yhtiöiden alalle tuloa oman pääoman vaatimusten ollessa täytetyt vain silloin, kun aiotun vakuutusliikkeen katsotaan vaarantavan tervettä kehitystä vakuutusallalla.¹⁾

Keskeisin vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa lakisääteisesti rajoittava tekijä on vakuutusyhtiölaki ja siihen liittyvät sosiaali- ja terveysministeriön ohjeet. Niissä mm. kielletään vakuutusyhtiöiltä muun kuin vakuutusliikkeen harjoittaminen ja annetaan yksityiskohtaiset määräykset vastuuvelan katteeksi

1) Pentikäinen (1984).

hyväksyttävistä sijoituskohteista. Sijoitustoimintaan käytettävissä oleviin varoihin vaikutetaan valvomalla vakuutusteknisen vastuuelan laskuperusteita ja vahvistamalla vakuutusmaksut lakisääteisessä vakuutuksessa ja yli 10 vuotta pidemmäksi ajaksi otetussa muussa vakuutuksessa.

Toinen julkista ohjausta edustava taho on Suomen Pankki, joka vaikuttaa sijoitustoimintaan sekä yleisen raha- ja valuuttapolitiikan, että erityisesti vakuutusyhtiöitä koskevien suositusten kautta. Lisäksi sijoitustoimintaa eläkeyhtiöiden osalta ohjaavat edellä mainitun Luotonantoneuvottelukunnan suositukset ja vahinko- ja henkivakuutusyhtiöiden osalta Suomen Vakuutusyhtiöiden Keskusliitossa laadittu sijoituspolitiikan peruslinjoja koskeva ohjeisto.

4.2. Vakuutusteknisen vastuuelan katteeksi kelpaava omaisuus

Vakuutusyhtiölain 10. luvun 3. pykälän mukaan henki- ja eläkevakuutuksen ja muun kymmentä vuotta pidemmäksi ajaksi otetun vakuutuksen vakuutusmaksuvastuun sekä aika- ja elinkorkojen korvausvastuun katteesta on kuuluttava 85 % ns. luetteloiutuun katteeseen. Luetteloidun katteen tulee olla:

- 1) Valtion, kuntien tai kuntainliittojen antamia tai takaamia obligatioita,
- 2) Suomalaisen hypoteekkiyhdistyksen tai pankkilaitoksen antamia obligatioita,
- 3) Saamistodistuksia, joista vastaa suomalainen pankkilaitos,
- 4) Kiinnelainoja tietyin ehdoin,
- 5) Kiinteää omaisuutta tietyin ehdoin,
- 6) Muita edellisiin rinnastettavissa olevia arvopapereita tai sitoumuksia tai
- 7) Vakuutuskirjalainoja.

Luetteloidun katteen veroisena pidetään joko suomalaisen tai ulkomaalaisen jälleenvakuuttajan osuutta vastuvelasta ja maksamattomien vakuutusmaksujen sitä osuutta, joka vakuutusmaksuvastuuta laskettaessa oletetaan maksetuksi.

Sosiaali- ja terveysministeriön yleiskirjeen 1449/450/80 mukaan luetteloiduksi katteeksi kelpaavat edellisten lisäksi mm.:

- Pörssissä noteeratut osakkeet 60 prosenttisesti myyntiarvostaan,
- Velkasitoumukset, joiden pantti kelpaa luetteloituun katteeseen,
- Vakuutusyhtiön omistamat asunto- ja kiinteistöosakkeet enintään 85 % käyvästä arvostaan tai
- Velkakirjat, joiden vakuutena on suomalaisen vakuutusyhtiön tai Eläketurvakeskuksen luottovakuutus.

Luetteloidun katteen ulkopuolelle jäävä 15 prosentin osuus on vapaasti sijoitettavissa. Samoin kaikki alle 10 vuotta kestävä vakuutus katteet ovat sijoitettavissa vakuutusyhtiön harkinnan mukaisesti.

Käytännössä luetteloidun katteen vaatimukset koskevat 70-80 prosenttia henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden ja 10-20 prosenttia vahinkovakuutusyhtiöiden sijoituksista. Eläkevakuutusyhtiöissä automaattinen vakuutusmaksulainaus vastasi vuonna 1984 lähes 60 % vastuvelasta. Vakuutusyhtiöiden kannalta sidottua sijoitustoimintaa edustavat lisäksi sijoitukset valtion obligaatioihin. Nämä sidotut sijoitusmuodot täyttävät luetteloidun katteen vaatimukset, joten katevaatimukset koskevat vain pientä osaa jäljelle jäävästä vakuutusyhtiöiden vapaasta sijoituspotentiaalista.

4.3. Vakuutusyhtiöiden omistusoikeuden rajoitus muissa yrityksissä

Vakuutusyhtiölain 1. luvun 3. ja 4. pykälä määrittelevät vakuutusyhtiöiden omistusrajoituksista muissa yhtiöissä. Lain mukaan vakuutusyhtiöillä ei saa olla osake-enemmistöä tai vastaavaa määräysvaltaa muussa kuin vakuutustoimintaa harjoittavassa yrityksessä. Poikkeuksena tästä ovat vakuutusyhtiöiden omistamat kiinteistö- ja asuntoyrietykset.

Tätä säännöstä on perusteltu sillä, että jos vakuutusyhtiö pääomiensa turvin saisi ryhtyä rajoituksetta harjoittamaan mitä toimintaa tahansa, se saattaisi joutua houkutukseen sijoittaa varoja yrityksiin, jotka tekevät suuren tuoton tavoittelun mahdolliseksi sijoitusvarmuuden kustannuksella.¹⁾

Käytännössä tämä omistusoikeuteen liittyvä vaatimus ei ole rajoittanut vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa. Vuoden 1985 lopulla vain yhdellä vakuutusyhtiöllä suurimmat omistukset pörssiyhtiöissä olivat yli 20 prosenttia osakepääomasta. Korkeat omistusprosentit ovat yleensä syntyneet vakuutusyhtiöiden fuusioitumisen seurauksena.

Vakuutusyhtiöiden kannalta suuret omistusosuudet eivät ole toivottuja, sillä ne asettavat yhtiöt usein sekä omistajan että velkojan asemaan.

Lakiesitys vapaan osakeomistusoikeuden rajoittamisesta 20 %:iin yritysten osakkeista on valmisteilla. Rajoitus koskisi koko konsernin tai siihen verrattavan ryhmittymän yhteenlaskettua omistusosuutta. Omistusosuuksien sopeuttaminen lain edellyttämälle tasolle niissä

1) Pentikäinen (1984).

yhtiöissä, joissa omistus menee rajan yli, tapahtuisi pitkällä aikavälillä siten, että konserni ei saisi ostaa osakeanneista uusia kyseisten yritysten osakkeita. Menettely ehkäisee mahdollisen tarjonnan lisäyksen aiheuttaman osakekurssin laskun.

Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto on vaatinut omistusoikeusrajaksi 25 % yritysten osakkeista siten, että kaksi tai useampi vakuutusyhtiötä saisivat edelleen omistaa 50 % osakkeista.

4.4. Vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa koskevat Suomen Pankin ohjeet ja suositukset

Suomen Pankin vaikutus vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnassa perustuu lähinnä sen tehtäviin raha- ja valuuttapolitiikan ohjauksessa. Kolme keskeistä vaikutuskanavaa ovat luotonanto-ohjeet, luottokorkojen määräytyminen ja ulkomaista sijoitustoimintaa koskevat määräykset.

Luottopolitiikan osalta vakuutusyhtiöt ovat noudattaneet soveltuvin osin Suomen Pankin rahalaitoksille antamia luottopoliittisia ohjeita. Luotonanto-ohjeissa esitetään käyttötarkoitukseen perustuvia suosituksia ja rajoituksia rahalaitosten luotonannon kohdistamiselle. Lisäksi niissä on ollut suosituksia eri kohteisiin myönnettävien luottojen koroista, etukäteissäätämisestä ja muista luottoehdoista.

Vakuutusyhtiöillä ja Suomen Pankilla on myös eräitä suoraan neuvoteltavia korkoja koskevia sopimuksia. Vuodesta 1977 vakuutusyhtiöiden sijoituslainauksen keskikoron on sovittu muuttuvan vain noin puolella

peruskoron muutoksista.¹⁾ Samoin siitä lähtien on sovittu myös mikä on vakuutusyhtiöiden sijoituslainojen keskikoron tavoitetaso. Lainakorkojen ylärajojen osalta vakuutusyhtiöitä ovat koskeneet samat määräykset kuin pankkeja.

Vakuutusyhtiöiden ulkomaisten valuuttamääräisten sijoitusten tekeminen perustuu Suomen Pankin lupaan. Lupaehdot olivat vuoteen 1982 asti melko tiukat. Vuoden 1982 alusta vuoden 1984 lopulle ohjeet ovat olleet pääsääntöisesti seuraavat:²⁾

Suomen Pankki oikeuttaa vakuutusyhtiöt ilman erityislupaa hankkimaan omistukseensa suoraan emissiosta tai jälkimarkkinoilta ulkomailla liikkeeseen laskettuja obligaatioita ja debenttureja. Arvopaperien osto tapahtuu vakuutusyhtiöiden ulkomaisesta vakuutustoiminnasta saamalla varoilla. Ostettavien arvopaperin tulee olla pääasiassa Suomessa asuvan ulkomailla liikkeeseen laskemia. Ulkomaisten lainanottajien obligaatioita ja debenttureja voivat vakuutusyhtiöt myös hankkia omistukseensa. Arvopaperit tulee ostaa kotimaiselta valuuttapankilta ja maksut voivat tapahtua vain kotimaiselta valuuttatililtä. Vakuutusyhtiöiden myydessä arvopapereita saa ostajana olla vain kotimainen valuuttapankki. Myynnistä saatavat varat samoin kun korko- ja kuoletusmaksut voidaan vastaanottaa vain kotimaiselle valuuttatilille. Ulkomaisten osakkeiden hankkiminen ei ole sallittua

1) Ennen vuotta 1977 Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto on antanut suosituksia sijoituslainojen korkojen muuttamisesta täysimääräisesti peruskoron muutosten mukaisesti.

2) Mikkola (1983).

ilman Suomen Pankin erityislupaa. Ulkomaisten vakuutustoiminnan vastuiden vakuudeksi asetettavat talletukset ja näiden talletusvarojen sijoittaminen arvopapereihin vaativat edelleen Suomen Pankin luvan.

Marraskuussa 1984 Suomen Pankki väljensi näitä sijoitusmääräyksiä sallimalla ulkomaisesta vakuutustoiminnasta saatujen varojen sijoittamisen tietyin ehdoin ulkomaisiin osakkeisiin.

V. KANSANTALouden TOIMINTA JA VAKUUTUSYHTIÖIDEN SIIJOITUSTEN OHJAUTUMINEN

5.1. Rahoituksen välitys Suomessa

Kehittyneillä rahoitusmarkkinoilla rahoituksen ehdot heijastavat rahoituksen tarjoajien ja kysyjien preferenssejä. Rahoitusvaateiden tuotto vaihtelee sijoituksen pitkäaikaisuuden, likviyden ja varmuuden mukaisesti.¹⁾ Suomen rahoitusmarkkinoita on luonnehdittu kehittymättömiksi. Tässä yhteydessä otetaan esille usein suoran rahoituksen välityksen vähäinen merkitys yritysten rahoituksessa, korkojen ja luottojen säännöstely sekä verotuksen vaikutus sijoitusten ohjautumiseen.

Suorassa rahoituksen välityksessä säästäjä ostaa suoraan investoijan liikkeelle laskemia velkakirjoja tai osakkeita, jotka tekevät sijoittajasta yrityksen omistajan. Nämä arvopaperit ovat likvidejä siinä mielessä, että niillä on olemassa jälkimarkkinat - arvopaperipörssi - missä niiden hinta määräytyy kysynnän ja tarjonnan mukaisesti.²⁾ Jotta suora rahoituksen välitys toimisi tehokkaasti, on riskiä sisältävien arvopapereiden tuoton oltava kilpailukykyinen muihin rahoitusmarkkinoilla kaupan oleviin vaateisiin nähden. Lisäksi sijoittajilla tulee olla riittävästi informaatiota arvopapereihin liittyvistä riskeistä ja pörssin toiminnasta.

1) Valvanne - Lassila (1964).

2) Kanniainen (1979).

Vaihtoehtoisena tapana organisoida rahoitusmarkkinat on järjestelmä, jossa säästäjät sijoittavat varansa reaaliomaisuuteen epäsuorasti. Järjestelmässä säästäjä ostaa rahoituksenvälittäjän myymiä velkakirjoja, kuten esimerkiksi talletuksia. Rahoituksen välittäjä puolestaan ostaa velkakirjoja tai myöntää suoria luottoja investoijalle.

Yrityksen osakkeiden ja joukkovelkakirjojen tarjonta riippuu vaihtoehtoisen rahoituksen kustannuksista ja saatavuudesta. Suomen rahoitusmarkkinoilla vaihtoehtoisen rahoituksen lähteinä ovat olleet luotot rahoituslaitoksilta ja ulkomailta, jossakin määrin myös julkiselta sektorilta ja muilta yrityksiltä. Luottorahoituksen kustannuksia ovat alentaneet inflaatio ja mahdollisuus korkomenojen vähentämiseen verotuksessa. Jaettujen osinkojen osalta verovähennysoikeus on vain osittainen.

Sijoittajan kannalta yritysten osakkeiden ja joukkovelkakirjojen kilpailukykyä muihin vaateisiin nähden ovat vähentäneet lähinnä verotukselliset tekijät. Osakkeiden likvidiyyttä on vähentänyt määräys, jonka mukaan osakkeiden myyntivoitto on verollista viisi vuotta oston jälkeen.¹⁾ Osingot ja yritysten liikkeellelaskemien joukkovelkakirjojen korot ovat olleet sijoittajan kannalta veronalaista tuloa viime vuosina käyttöön otettua omaisuustulovähennystä lukuunottamatta. Vaihtoehtoisista sijoituskohteista valtion obligaatiot ja pankkitalletukset ovat riskittömiä ja muutamien poikkeuksin myös verottomia sekä

1) Paunio (1973) on kritisoinut pyrkimystä osakkeiden likvidiyyden lisäämiseen, koska se lisäisi taloudellisen aktiviteetin vaihteluja. Vasta-argumenteista ks. Kanninen (1979). Myyntivoittoveron lisäksi arvopaperikaupoista peritään leimavero, joka edelleen vähentää osakkeiden likvidiyyttä.

tulo- että varallisuusveron suhteen. Talletusten suosiota sijoituskohteena on lisännyt myös se, että niitä on käytetty etukäteisehtona lainansaannille.

Suomen pankkikeskeiseen rahoituksen välitysjärjestelmään liittyy hallinnollinen koronasetanta, missä reaalikorkotaso on ollut investointien tuottoon nähden alhainen.¹⁾ Luottomarkkinat on tasapainotettu luottojen määrällisellä säätelyllä. Erot suoran ja pankkikeskeisen rahoituksenvälityksen verotuskohtelussa ja luotonsäännöstely ovat johtaneet lähes jatkuvaan luottojen ylikysyntään. Tämä on korostanut rahoituksen välittäjien merkitystä rahoitusresurssien allokaatiossa.

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan kannalta suoran rahoituksenvälityksen kehittymättömyys on vähentänyt vaihtoehtoisia sijoituskohteita. Pörssinoteerattujen osakkeiden vähyys, pörssivaihdon alhainen taso ja osakepääomien pienuus suhteessa vakuutusyhtiöiden sijoitusvaroihin ovat tehneet osakkeista vakuutusyhtiöiden kannalta toistaiseksi marginaalisen sijoituskohteen. Asiakassuhteiden merkitys ja luottojen ylikysyntä ovat ohjanneet valtaosan sijoituksista luottoihin. Viime aikojen verotukselliset ratkaisut ja luottomarkkinoiden siirtyminen osittain hintojen kautta tasapainottuviksi ovat tosin tasoittaneet oman ja vieraan pääoman ehdoin tapahtuvan yritysten rahoituksen kustannusten eroja, mikä johtanee pörssiosakkeiden merkityksen kasvuun vakuutusyhtiöiden portfoliossa pitkällä aikavälillä.

1) Alho (1980).

5.2. Talouden yleinen kehitys ja sijoitustoiminta

Yleinen taloudellinen kehitys vaikuttaa sijoitustoimintaan monella tavalla. Taloudellisen aktiviteetin vilkastuminen lisää vakuutusmaksutuloja ja siten lyhyellä tähtäyksellä sijoitettavien varojen määrää. Toisaalta vahinkosuhte heikkenee korvauskulujen lisääntyessä nopeammin kuin vakuutusmaksutulojen. Investointitoiminnan kiihtyminen lisää lainojen kysyntää, nostaa korkotasoa ja siten myös sijoitustoiminnan tuotot kasvavat. Toisaalta sijoituskohteiden hinnat reagoivat korkotason muutoksiin. Kiinteäkorkoisten vaateiden hinnat laskevat korkotason noustessa ja päinvastoin.

Myös talouden suhdanneherkkyyden muuttuminen vaikuttaa optimaalisen portfolion rakenteeseen. Suuret ja nopeat muutokset sijoituskohteiden tuotoissa ja pääoma-arvossa vähentävät niiden haluttavuutta vakuutusyhtiön kannalta.

5.3. Inflaatio, indeksointi ja sijoituspolitiikka

Vakuutustoiminnan perusajatuksena on korvata vakuutustapahtuman aiheuttamat kustannukset vakuutuksenottajalle. Sopimusta kirjoitettaessa vakuutusmaksut ja -korvaukset ilmoitetaan nimellishinnoissa. Jotta myös reaalin vakuutusturva olisi turvattu, täytyy hintojen nousun aiheuttama vakuutuksen reaaliarvon aleneminen kompensoida jollakin tavalla. Eräs mahdollisuus on vakuutusmaksujen ja -korvausten sitominen hintaindeksiin. Maksujen ja korvausten indeksointi ei kuitenkaan täysin riitä inflaation haittojen eliminoimiseen.

Odottamattoman nopealla inflaatiolla on taipumus kasvattaa vakuutuskorvauksia nopeammin kuin vakuutusmaksutuloja. Viive aiheuttaa aaltoilua vakuutusliikkeen tuloksessa.¹⁾

Toinen inflaatiosta aiheutuva ongelma koskee rahastoivaa järjestelmää ja kohdistuu vastuvelan reaaliarvon säilyttämiseen. Vakuutusmaksujen indeksointi heijastuu vain kunkin vuoden vakuutusmaksutulossa, eikä siten vaikuta aiempina vuosina kertyneiden rahastojen arvoon. Vastuvelan reaaliarvon säilyttäminen edellyttää kuitenkin jo kertyneiden varojen nimellisarvon kasvattamista hintojen nousua vastaavasti.

Osittain tämä on mahdollista suuntaamalla vastuvelan katteena olevat sijoitukset reaaliarvonsa säilyttäviin kohteisiin. Reaaliomaisuuden markkinat ovat Suomessa kuitenkin suppeat ja reaaliomaisuus sijoituskohteena on niin epälikvidiä, ettei sijoitustoiminnan huomattava laajentaminen tähän suuntaan ole mahdollista. Tilanne oli huomattavasti yksinkertaisempi ennen vuotta 1968, kun rahoitusvaateiden sitominen indeksiin oli vielä sallittua. Indeksisidonnaisuuden suosiota osoittaa se, että vuonna 1966 vakuutusyhtiöiden sijoituslainoista oli 92 % sidottu indeksiin. Takaisinlainaukseen ei sovellettu myöskään tuolloin indeksiehtoa.²⁾

Toinen mahdollisuus vastuvelan reaaliarvon ylläpitoon on riittävän alhaisen laskuperustekorona asettaminen. Alhaisen laskuperustekorona ja todellisen sijoituksista saadun koron välisen erotuksen tuomat tulot vakuutusyhtiö voi käyttää vastuvelan nimellisarvon korotukseen.

1) Pentikäinen (1984).

2) Korpelainen - Leppänen (1969).

Tosiasiasissa menettely ei kuitenkaan vähennä merkittävästi inflaation vakuutuksenottajalle aiheuttamia kustannuksia, koska laskuperustekorona alentaminen nostaa vakuutusmaksuja.

Kolmas tapa vastuuvelan reaaliarvon säilyttämiseen on korottaa suoraan vakuutusmaksuja sillä määrällä, millä inflaatio alentaa vastuuvelan reaalista tasoa. Vakuutusmaksun maksajan kannalta inflaation aiheuttamia menetyksiä voidaan vähentää suuntaamalla lainoja kertyneistä varoista takaisin vakuutusmaksun maksajalle. Maksaja saa silloin täyden inflaatiohyödyn ja lisäksi korkojen verovähennyksedun korvauksena nousevista vakuutusmaksuista.¹⁾

1) Pentikäinen (1984).

VI. VAKUUTUSYHTIÖIDEN SIJOITUSTEN JAKAUTUMINEN VAATEITTAIN

6.1. Vaateet ja niiden tuotot vakuutusyhtiöiden taseissa

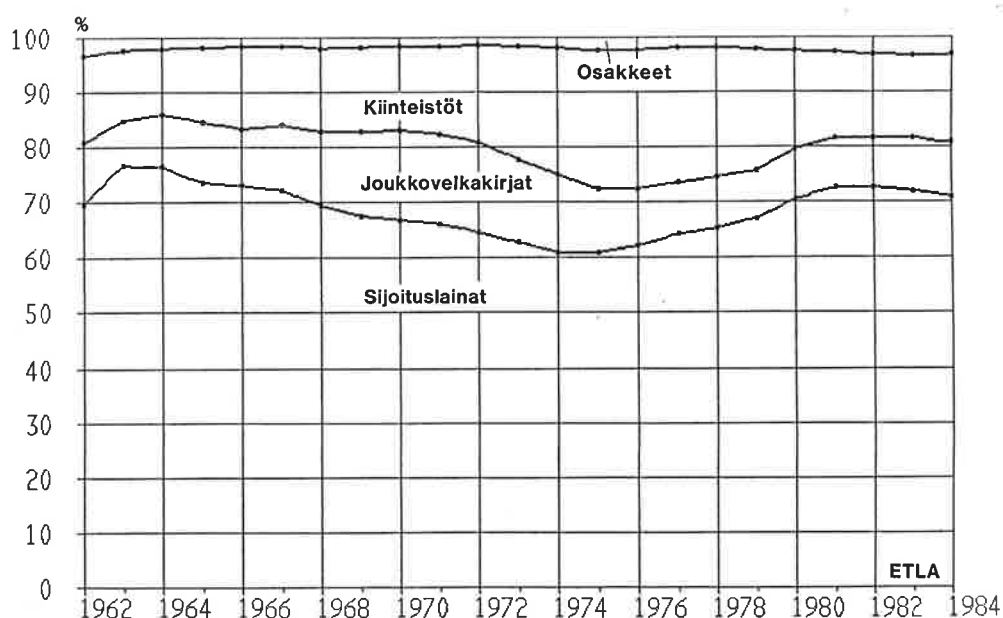
Pääosa vakuutusyhtiöiden vastuvelan katteesta on sijoitusomaisuudessa, joka samalla on taseiden vastaavaa-puolen suurin erä. Sijoitusomaisuuden lisäksi vastuvelkaa vastaavia varoja sisältyy rahoitus- ja käyttöomaisuuteen. Sijoitusomaisuus koostuu arvopapereista, kiinteistöistä ja kiinteistöosakkeista, osakkeista ja osuuksista sekä lainoista.

Vaateet arvostetaan taseissa siten, että kirjanpitoarvon ylärajana on käypä arvo. Käytännössä osakkeet ja kiinteistösijoitukset on merkitty taseeseen selvästi alle käyvän arvonsa. Sijoitus- ja käyttöomaisuuden kirjanpidollisista arvonnkorotuksista on oltava erikseen merkintä taseessa ja perusteltu maininta toimintakertomuksessa. Sijoitusomaisuuden arvonnkorotus huomioidaan tulona tuloslaskelmassa. Käyttöomaisuuden arvonnkorotus merkitään arvonnkorotusrahastoon, mistä sitä voidaan käyttää ainoastaan vakuutusosakeyhtiöissä rahastoantiin, tai keskinäisissä yhtiöissä pohjarahaston lisäykseen.

Sijoitustoiminnan tuotoiksi lasketaan korot, osingot, lainojen ja arvopapereiden indeksikorotukset, osa valuuttakurssivoitoista, myyntivoitot ja muut vastaavat sijoitustoiminnan realisoituneet tuotot. Tuottoihin lasketaan mukaan myös ulkomaiseen vakuutusliikkeen sitoutuvien omaisuuserien tuotot. Tuotot esitetään taseessa bruttomääräisinä. Kulut esitetään erikseen. Käyttöomaisuuteen kuuluvista eristä osakkeiden ja osuuksien sekä kiinteistösijoitusten tuotot kuuluvat sijoitustoiminnan tuottoihin.

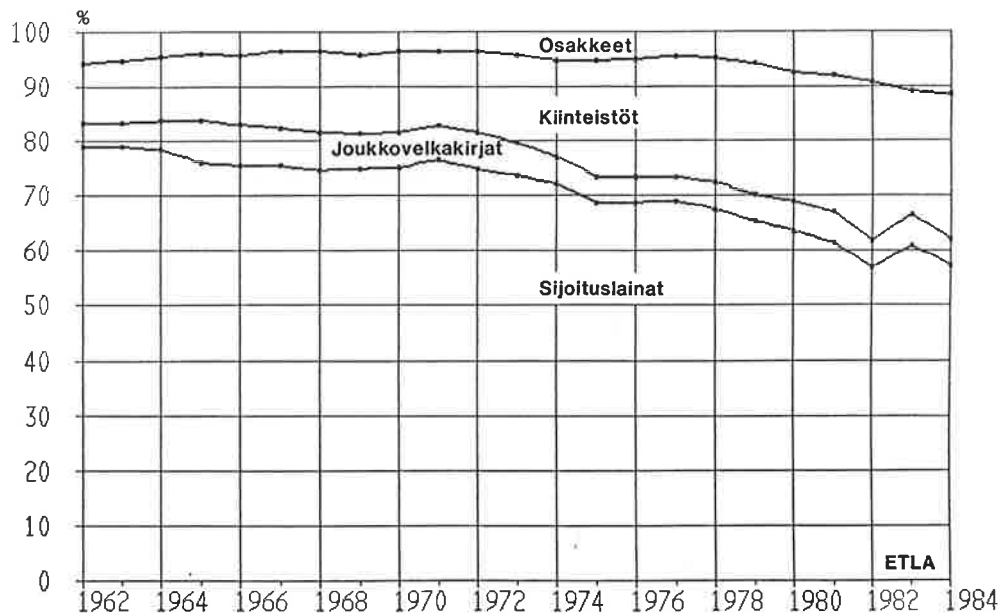
Sijoitusomaisuuden koostumus vaihtelee vakuutusyhtiöittäin. Henki- ja eläkevakuutusyhtiöillä lainat muodostivat vuonna 1984 86 % koko sijoitusomaisuudesta. Kiinteistösijoitusten osuus oli suurimmillaan vuonna 1974 yli 12 %, mistä se on vähentynyt runsaaseen 7 prosenttiin vuonna 1984. Joukkovelkakirjojen osuus oli vajaat 5 prosenttia ja osakkeiden noin 2 prosenttia sijoitusomaisuudesta.

KUVIO 7. Henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden sijoitusomaisuudessa olevien varsinaisten sijoitusten (pl. vakuutusmaksulainaus) jakautuminen vuosina 1962-1984

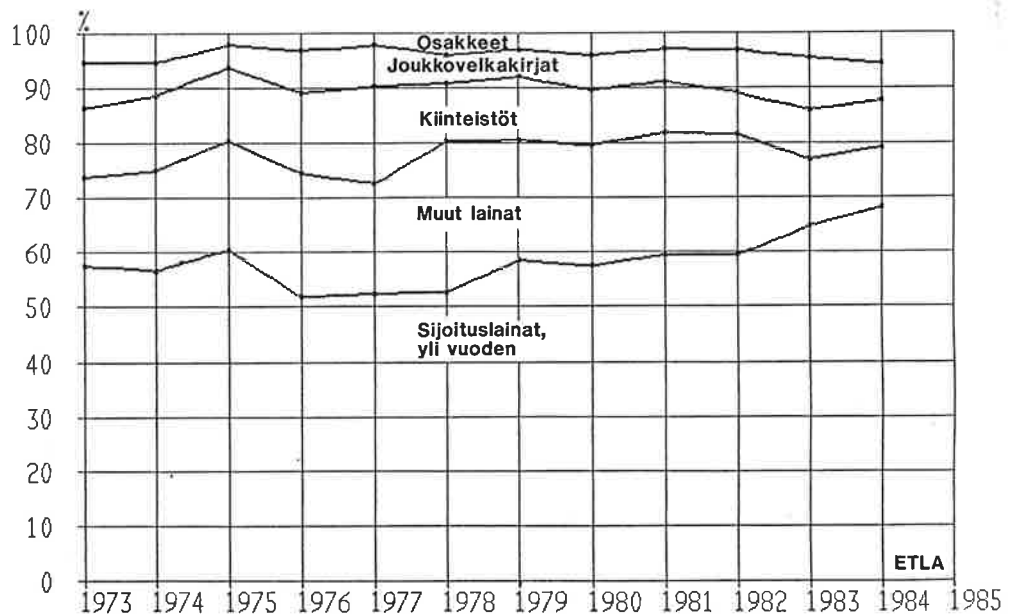


Vahinkovakuutusyhtiöillä sijoituslainojen osuus sijoitusomaisuudesta on vähentynyt vajaasta 80 prosentista vuonna 1962 noin 57 prosenttiin vuonna 1984. Samaan aikaan kiinteistösijoitusten (ml. lainat omille kiinteistöyhtiöille) osuus on noussut lähes neljännekseen sijoitusomaisuudesta. Osakkeiden osuus on kaksinkertaistunut muutamassa vuodessa runsaaseen 11 prosenttiin.

KUVIO 8. Vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitusomaisuuden jakautuminen vuosina 1962-1984



KUVIO 9. Vakuutusyhtiöiden uusien varsinaisten sijoitusten jakautuminen vuosina 1973-1984



Pitkäaikaisten sijoituslainojen osuus vakuutusyhtiöiden uusista sijoituksista on Vakuutusyhtiöiden Keskusliiton sijoitustiedustelun mukaan kasvanut vuosina 1983–1984. Syynä tähän on ollut Suomen Pankin päiväkoron korkeus ja sen heijastuminen pankkiluottomarkkinoiden kiristymisen kautta vakuutusyhtiöiden sijoitusluottojen kysyntään. Myös osakkeiden osuus uusista sijoituksista on lisääntynyt osakeantien lisääntyessä.

6.2. Vakuutuslaitosten sijoitusten jakautuminen Ruotsissa

Ruotsissa vakuutuslaitosten sijoitustoimintaa hallitsevat priorisoidut joukkovelkakirjalainat, jotka muodostavat yli 60 prosenttia vuosittaisista uusista sijoituksista. Suurin osa näistä lainoista menee asuntolainoitukseen erikoistuneille luotto-osakeyhtiöille tai hypoteekkipankeille. Valtion osuus, joka parhaimmillaan oli yli puolet vakuutuslaitosten myöntämistä uusista lainoista on supistunut niin, että vuonna 1985 osuus oli enää 19.4 prosenttia.

Koko vakuutuslaitossektorin sijoituskannat vuonna 1985 jakautuivat seuraavasti:¹⁾

	Vakuutusyhtiöt		Yleiset eläkerahastot ²⁾	
	mrd. kr	%	mrd. kr	%
LUOTOT				
valtiolle	60	26.1	74	29.6
kunnille	5	2.2	13	5.2
asuntoihin	82	35.7	97	38.8
yrityksille	54	23.4	65	26.0
PANKKIVAATEET	4	1.7	1	.4
OSAKKEET	8	3.5	–	
KIINTEISTÖT	16	7.0	–	
MUUT	1	.4	0	
YHTEENSÄ	230	100	250	100

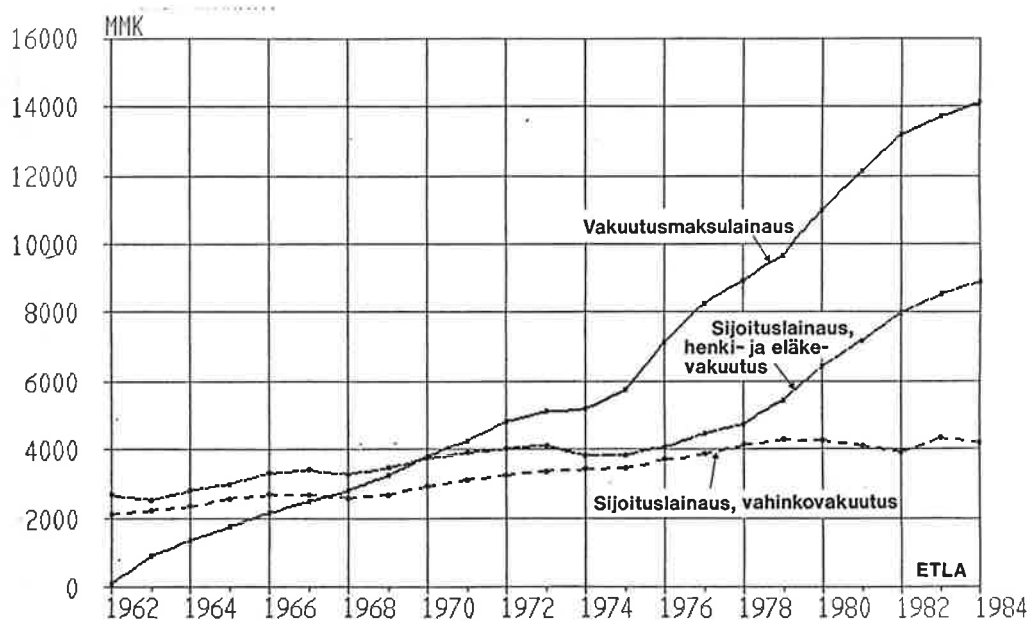
1) Sveriges Riksbank (1986).

2) ns. kolme ensimmäistä rahastoa.

6.3. Lainat

Valtaosa vakuutusyhtiöiden sijoituksista Suomessa on velkakirjamuotoisia lainoja. Vakuutusyhtiöiden reaalista lainakantaa on eniten kasvattanut vakuutusmaksulainaus. Myös eläkevakuutukseen liittyvien sijoitusluottojen reaalin kanta on kaksinkertaistunut viimeisen kymmenen vuoden aikana. Vahinkovakuutusyhtiöiden reaalin sijoituslainakanta on sitävastoin pysynyt viime vuosina ennallaan.

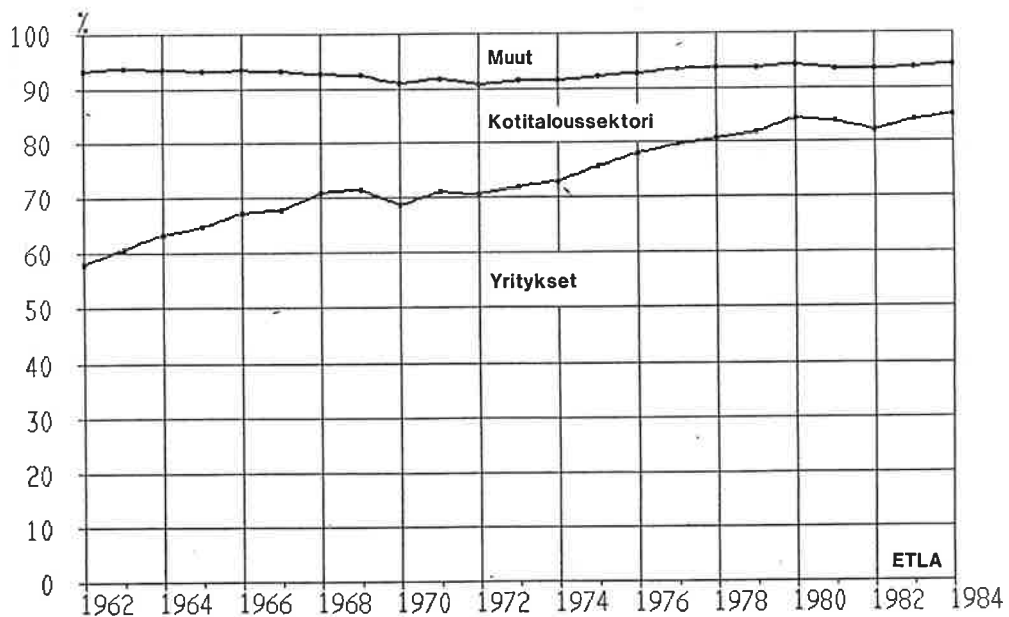
KUVIO 10. Vakuutusyhtiölainojen kannat vuosina 1962–1984 vuoden 1980 hintoihin



Henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden luottokanta oli vuoden 1985 lopussa runsaat 37.3 mrd. markkaa, mistä vakuutusmaksulainauksen osuus oli kaksi kolmasosaa. Vahinkovakuutusyhtiöiden sijoituslainojen kanta oli samaan aikaan noin 6.7 mrd. markkaa.

Vakuutusyhtiöiden myöntämistä luotoista yritysten osuus on kasvanut 58 prosentista vuonna 1962 noin 85 prosenttiin vuonna 1985. Rungas puolet tästä kasvusta johtuu vakuutusmaksulainauksen lisääntymisestä. Samalla aikavälillä kotitaloussektorin (ml. asuinkiinteistöyhtiöt) osuus luotoista on vähentynyt 35 prosentista 9 prosenttiin.

KUVIO 11. Sektoreiden osuudet vakuutusyhtiöiden luotoista vuosina 1962-1984



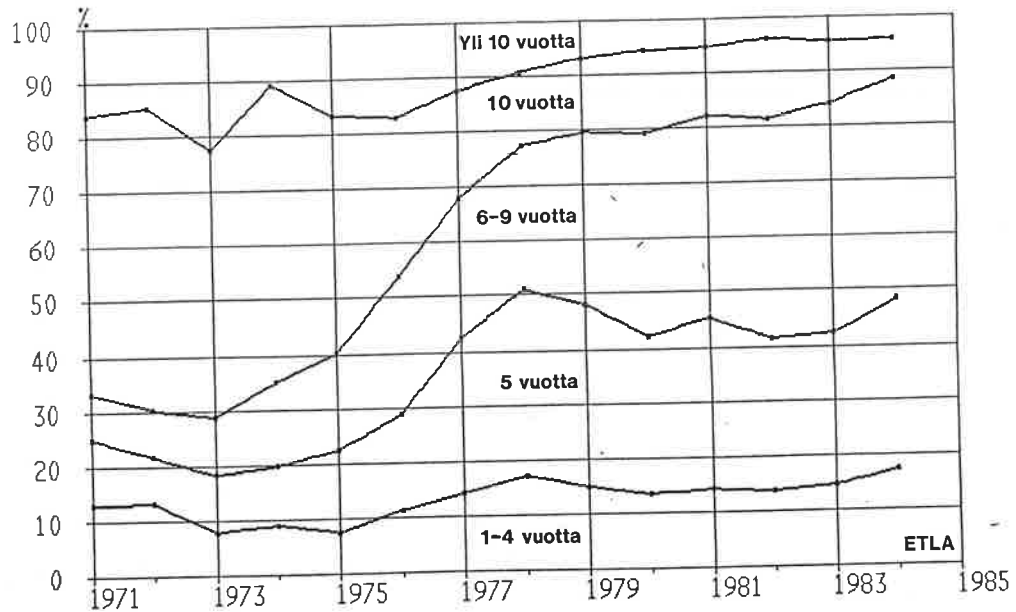
Teollisuuden osuus vakuutusyhtiöiden yrityssektorille myöntämistä luotoista on noin puolet. Osuus on säilynyt tarkasteluajanjaksolla lähes ennallaan. Kaupan osuus luotoista on noin neljännes.

Kappalemäärän mukaan valtaosa uusista sijoituslainoista on vuosina 1976-1984 mennyt pienyrityksille, jotka työllistävät 1-30 henkeä. Markkamääräisesti suurin osuus on mennyt yli 500 henkeä työllistäville yrityksille. Vakuutusyhtiöiden sijoituslainojen lainasummat ovat yhteydessä vakuutusmaksutuloon siten, että tietyin kertoimin voidaan määritellä paljonko eri yritykset saavat lainaa suhteessa vakuutusmaksuihin.

6.4. Vakuutusyhtiöiden sijoituslainojen ehdot

Vakuutusyhtiöiden luottojen laina-ajat ovat jatkuvasti lyhentyneet. Vuonna 1966 myönnettyjen luottojen keskimääräinen laina-aika oli 13.5 vuotta. Vuosina 1971-1976 keskimääräinen maturiteetti vaihteli yhdeksän ja kymmenen vuoden välillä. Vuosina 1978-82 keskipituus oli noin seitsemän vuotta, mistä se viime vuoteen mennessä on laskenut alle seitsemään vuoteen. Maturiteettirakenteessa muutos on näkynyt siten, että valtaosa luotoista myönnetään nykyisin 6-9 vuodeksi, kun suurin ryhmä kymmenen vuotta sitten oli 10 vuoden luotot. Alle kuuden vuoden luottojen osuus on samalla kasvanut 25 prosentista noin puoleen luotoista. Lainoista pitkäaikaisimpia ovat asuntotuotantoon myönnetyt ja lyhytaikaisimpia yrityksille myönnetyt lainat. Vakuutusyhtiöryhmittäin tarkasteltuna luottojen keskipituus on pisin eläkevakuutusyhtiöissä ja lyhyin vahinkovakuutusyhtiöissä.

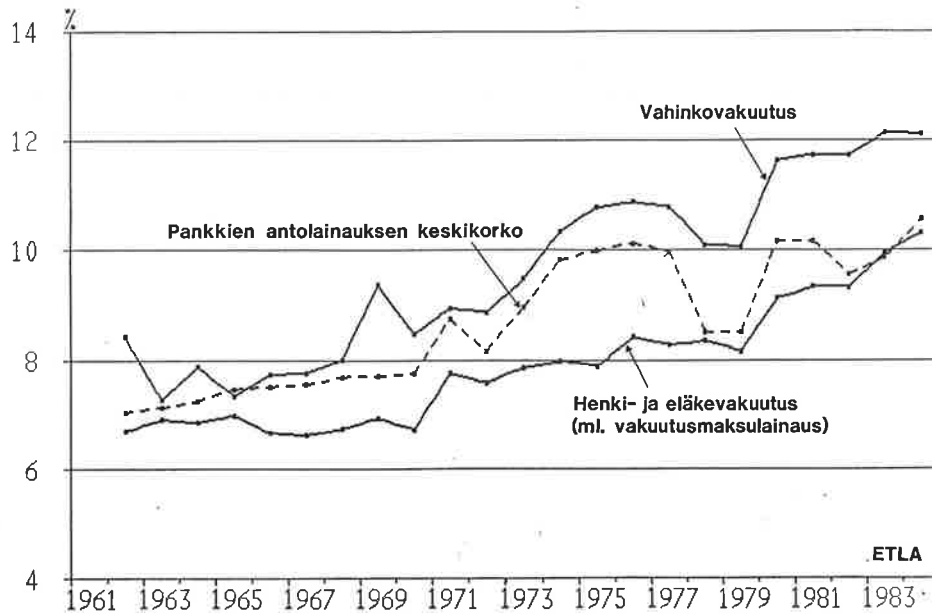
KUVIO 12. Vakuutusyhtiöiden uusien sijoituslainojen maturiteettijakauma vuosina 1971-1984



Vakuutusyhtiöiden sijoitusluottojen korot ovat keskimäärin olleet jonkin verran korkeampia kuin pankkien antolainauksen keskikorko. Korkoeroa on perusteltu vakuutusyhtiöluottojen pitkäaikaisuudella ja matalakorkoisten asuntoluottojen pienemmällä osuudella vakuutusyhtiöiden luototuksessa. Toisaalta vakuutusyhtiöiden lainakustannuksia alentavasti ja siten päinvastaiseen suuntaan vaikuttaa vakuutusyhtiöiden tiukoista katemääräyksistä johtuva luottotappioiden vähyys verrattuna pankkien luottotappioihin. Eläkevakuutusyhtiöiden keskimääräistä luottokorkoa laskee vakuutusmaksulainauksesta peritty alhainen korko.¹⁾ Vakuutusyhtiöt saavat edelleen vähäisiä lisätuottoja lainojen indeksikorotuksista. Tuotot perustuvat ennen vuotta 1968 myönnettyihin lainoihin, joiden lyhennysten yhteydessä maksetaan lainoille aiemmin kertyneitä indeksikorotuksia. Näitä indeksikorotuksia ei huomioida lainojen tasearvoissa.

1) Koron määrää Sosiaali- ja terveysministeriö.

KUVIO 13. Vakuutusyhtiöiden lainojen laskennalliset korkotuotot vuosina 1962-1984

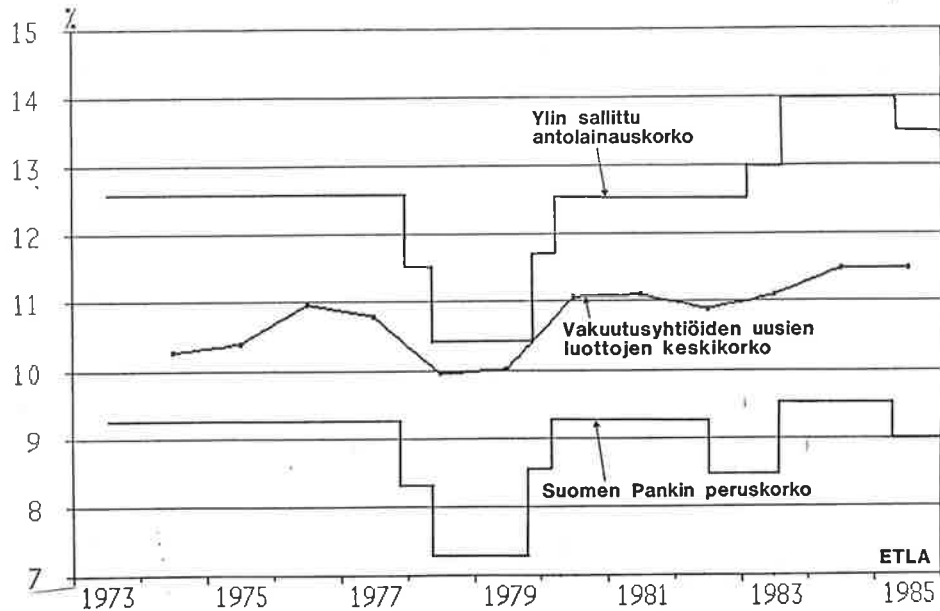


Kuviossa 13 on esitetty vakuutusyhtiöiden saamia korkotuottoja lainoista ja saamisista omilta kiinteistöyhtiöiltä. Vakuutusmaksulainauksen koron nousu on nostanut myös henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden korkotuotot lähelle pankkien antolainauksen keskikorkoa.

Uusien sijoituslainojen keskikorko näyttää loivasti myötäilevän Suomen Pankin peruskoron muutoksia. Tosin aivan viime vuosina ero sijoituslainojen keskikoron ja peruskoron välillä näyttää kasvaneen samalla tavoin kuin pankkien antolainauksessa. Luotonsaajaryhmittäin luottojen korot vaihtelevat siten, että korkeimmat korot ovat kuntien ja kaupan lainoista, alhaisimmat korot puolestaan asuntotuotantoon myönnettyissä lainoissa. Vakuutusyhtiöiden teollisuusyrityksille myöntämien luottojen korot eivät toisin kuin pankkiluottojen korot merkittävästi vaihtele yritysten koon mukaan.¹⁾

1) Teollisuuden rahoitus selvitys (1984).

KUVIO 14. Vakuutusyhtiöiden uusien sijoituslainojen keskikorko vuosina 1974-1984

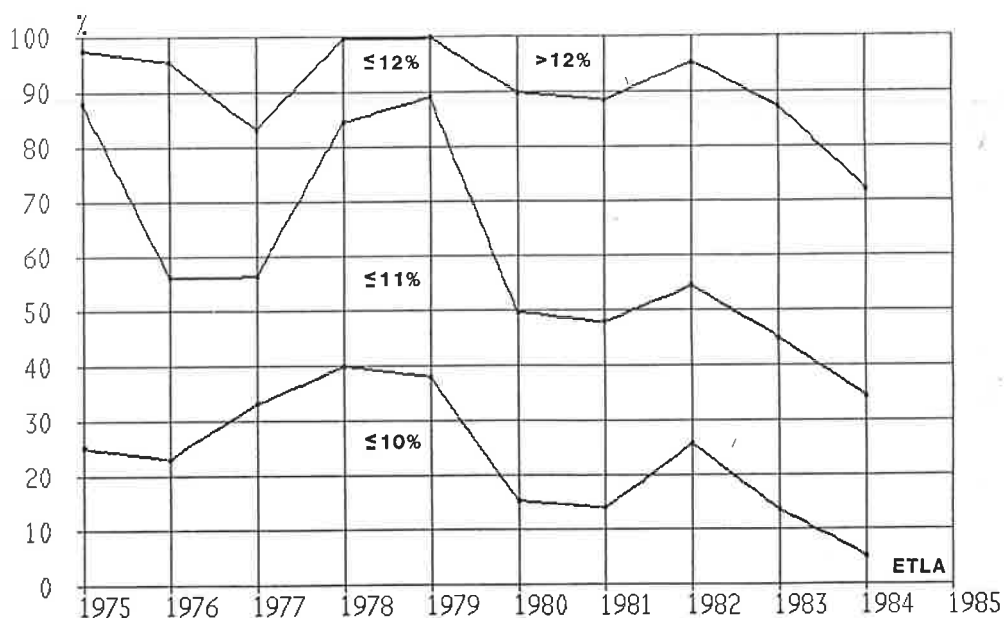


Uusien lainojen korkojakauma on vaihdellut viimeisen kymmenen vuoden aikana voimakkaammin kuin peruskoron muutokset edellyttävät.

Erytisesti vuosina 1978-79 peruskorkojen ollessa alhaalla korkojen hajonta supistui selvästi myönnettyjen lainojen koron keskittyessä suositeltuun ylärajaan. Luottojen, joiden korko on 11 % tai enemmän osuus uusista luotoista on kasvanut runsaasta kymmenesosasta noin kahteen kolmasosaan kymmenessä vuodessa.

Vakuutusmaksulainauksen korko, joka 1970-luvun puoleenväliin asti oli selvästi peruskorkoa alempana, on noussut tasaisesti suhteessa peruskorkoon siten, että se kesäkuussa 1986 oli 3 % peruskorkoa korkeampi. Myös muita vakuutusmaksulainauksen ehtoja on kiristetty.

KUVIO 15. Vakuutusyhtiöiden uusien sijoituslainojen korkojakauma vuosina 1975–1984



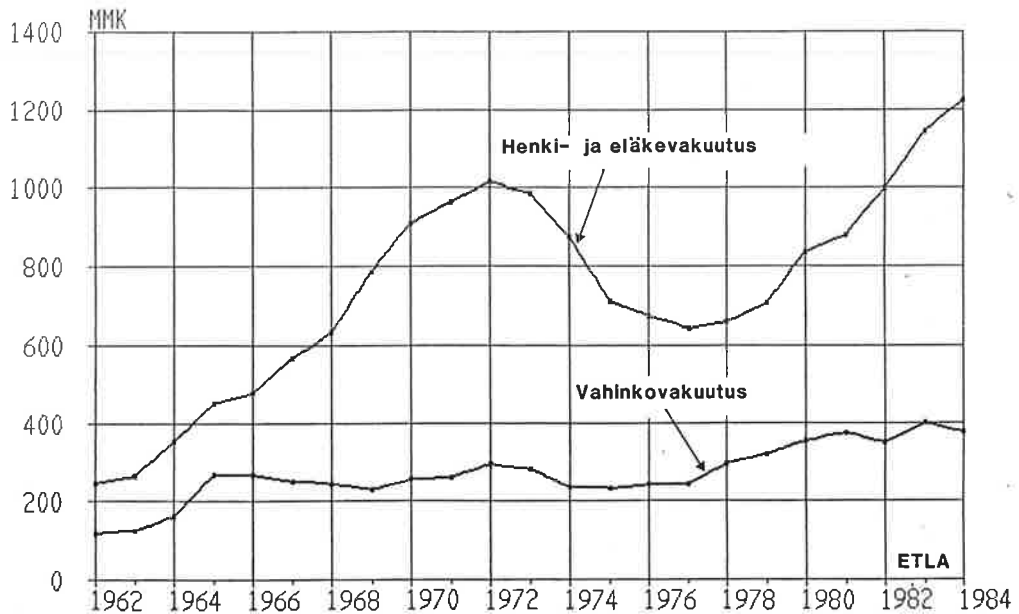
Keskeinen luottoehto vakuutusyhtiölainauksessa on ollut riittävät vakuudet. Lainat, joilla ei ole vakuutusyhtiölaissa määriteltyjä vakuuksia, eivät kelpaa luetteloituun vastuvelan katteeseen. Pankkitakaus on vakuutusyhtiöiden luotoissa eniten käytetty vakuus. Myös vahinkovakuutusyhtiöiden myöntämä luottovakuutus kelpaa luetteloituun katteeseen laskettavien lainojen vakuudeksi. Eläkevakuutusyhtiöiden myöntämien lainojen osalta luottovakuutuksia myöntää Eläketurvakeskus. Kiinteistökiinnityksen osuus vakuutena on vähentynyt selvästi.¹⁾

6.5. Joukkovelkakirjalainat

Vakuutusyhtiöiden joukkovelkakirjamuotoisista lainoista pääosa on ollut valtion obligaatioita. Muiden joukkovelkakirjojen vähäinen osuus sijoituksista on johtunut lähinnä tarjonnan puutteesta.

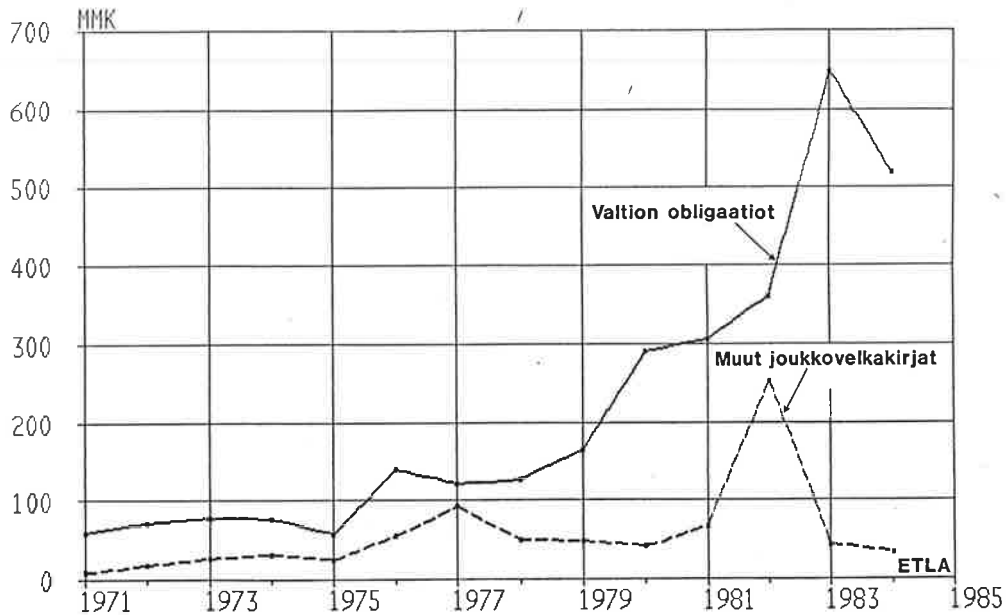
1) Porkka (1985).

KUVIO 16. Vakuutusyhtiöiden joukkovelkakirjalainojen kannat vuosina 1962–1984 vuoden 1980 hintoihin



Yhtiöryhmittäin tarkasteltuna henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden osuus joukkovelkakirjojen lainakannasta on ollut hallitseva, mikä johtuu näiden yhtiöiden strategiasta sijoittaa pitkäaikaisiin vaateisiin. Vakuutusyhtiötilaston mukaisen sijoituskannan seuranta ei tosin enää 1980-luvulla ole antanut oikeaa kuvaa keskimääräisistä lainakannoista. Tilanne aiheutuu siitä, että vakuutusyhtiöt käyttävät joukkovelkakirjojen termiinkauppoja likviditeettitilanteensa tasoittamiseen. Likviditeettitilanne on kireimmillään vuoden vaihteessa, mistä johtuen joukkovelkakirjojen taseisiin merkityt kannat eivät kuvaa vuoden keskimääräisiä lainakantoja. Ennakkotietojen mukaan henki- ja eläkevakuutusyhtiöillä oli vuoden 1985 lopussa joukkovelkakirjasijoituksia 2 270 mmk ja vahinkovakuutusyhtiöillä 726 mmk. Vahinkovakuutusyhtiöiden joukkovelkakirjalainoista 231 mmk oli ulkomaisia sijoituksia.

KUVIO 17. Vakuutusyhtiöiden uudet joukkovelkakirjasijoitukset vuosina 1971–1984

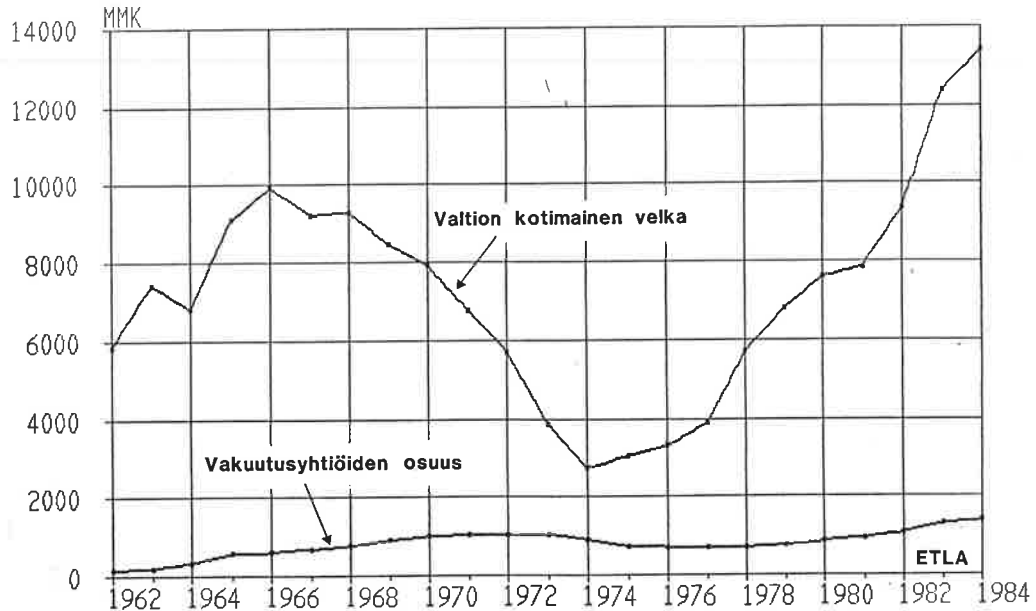


Vakuutusyhtiöiden uudet sijoitukset valtion obligaatioihin määräytyvät vuosittaisissa neuvotteluissa valtiovarainministeriön kanssa.

Vakuutuslaitoslainojen lisäksi eläkevakuutusyhtiöt ovat merkinneet 1970-luvun alussa voimalaitos- ja työllisyysobligaatiolainoja. Näiden tilalle ovat vuodesta 1976 tulleet eläkelaitoslainat.

Vakuutusyhtiöiden hallussaan pitämien valtion obligaatioiden kannan muutokset ovat olleet vähäisiä koko kotimaisen valtion velan määrän muutoksiin verrattuna, mistä voidaan päätellä valtion velanottotarpeen vaikuttavan vain vähän neuvotteluissa vakuutusyhtiöiden obligaatio-kiintiöistä. Vuoden 1985 lopussa vakuutusyhtiöiden obligaatiosijoitukset vastasivat 11,8 prosenttia valtion kotimaisesta velasta.

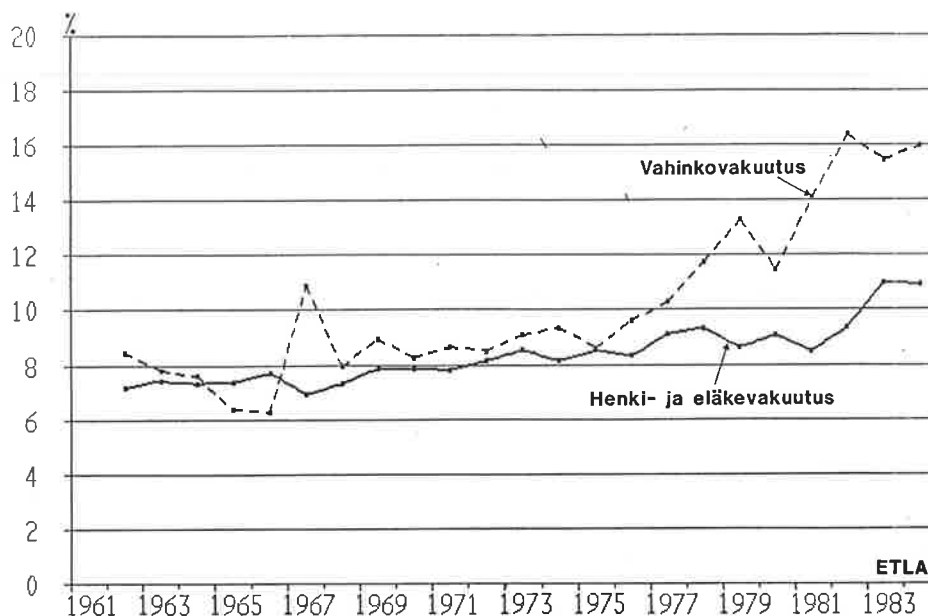
KUVIO 18. Kotimainen valtionvelka ja valtion obligaatiot vakuutusyhtiöillä vuosina 1962-1984 vuoden 1980 hinnoin



Vakuutusyhtiöt ovat yleensä olleet haluttomia lisäämään obligaatio-sijoituksiaan, koska sijoitukset obligatioihin vähentävät vakuutusyhtiöiden mahdollisuuksia rahoittaa vakuutusasiakkaitaan. Tosin viime aikojen alenevat korko-odotukset ovat lisänneet vakuutusyhtiöiden kiinnostusta kiinteäkorkoisiin joukkovelkakirjoihin.

Valtion obligaatiolainojen korot ovat seuranneet vakuutusyhtiöiden myöntämien uusien lainojen keskikorkoa. Kuviossa 19 on esitetty vakuutusyhtiöryhmien joukkovelkakirjoista saamia laskennallisia korkotuottoja. Korkotuotot eivät 1980-luvulla ole vertailukelpoisia aiempiin, koska osa korkotuotoista tulee nykyisin joukkovelkakirjojen terminikaupoista. Lisäksi lainakantojen pienuus vuoden vaihteessa aiheuttaa tuottoprosenteissa harhaa ylöspäin.

KUVIO 19. Vakuutusyhtiöiden joukkovelkakirjalainojen laskennalliset korkotuotot vuosina 1962–1984



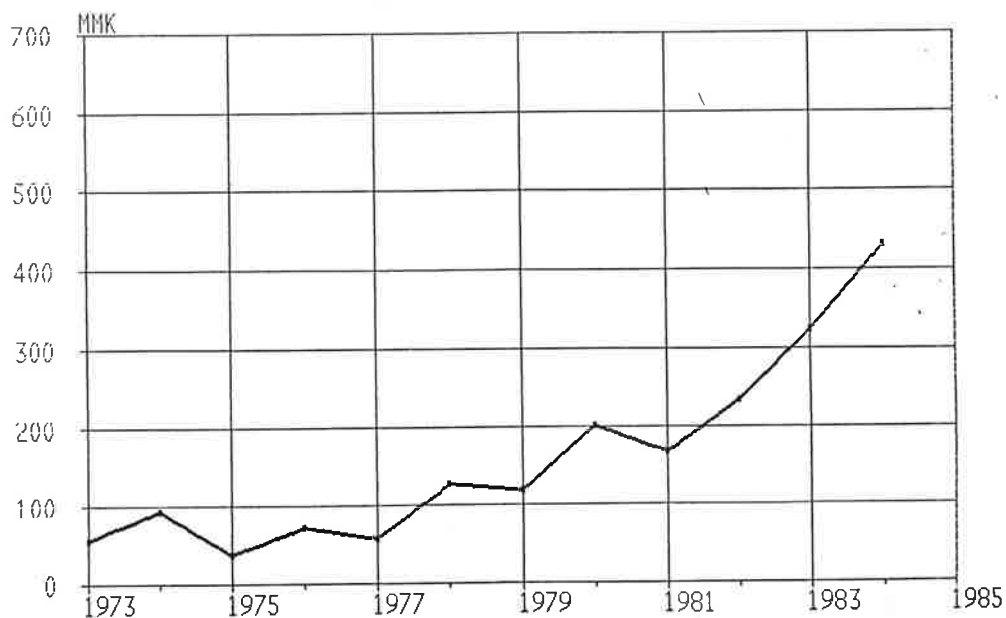
Korkotulojen lisäksi vakuutusyhtiöt saavat vanhoista joukkovelkakirjoista edelleen indeksituottoja. Vuonna 1984 indeksikorotusten osuus henki- ja eläkevakuutusyhtiöillä oli noin 8 % ja vahinkovakuutusyhtiöillä enää alle 2 % joukkovelkakirjoista saaduista tuloista.

6.6. Osakkeet ja osuudet

Osakkeiden ja osuuksien osuus vakuutusyhtiöiden sijoituksista on edelleen vähäinen vaikkakin kasvava. Osakkeiden hankinta on perinteisesti tapahtunut asiakasyritysten osakeantien yhteydessä, jolloin vakuutusyhtiöt ovat merkinneet uusia osakkeita entisten

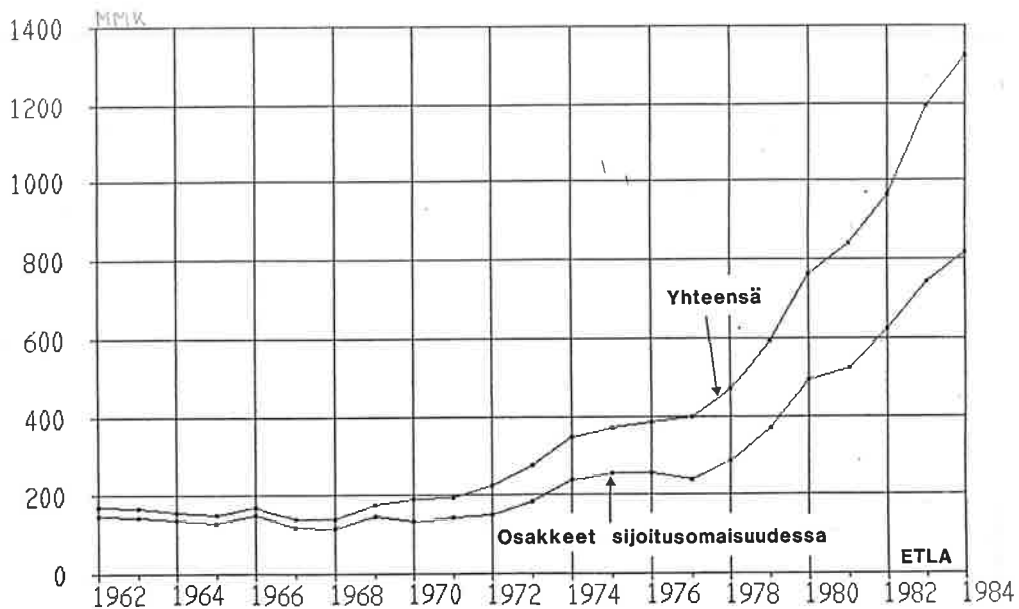
omistusosuuksien suhteessa. Käytäntö on johtanut vakuutusyhtiöiden osakesalkkujen kasvuun osakeantien viimeaikaisen lisääntymisen vuoksi. Asiakassuhteeseen perustuvien osakesijoitusten ohella on kasvava määrä uusista osakesijoituksista perustunut puhtaasti tuotto-odotuksiin. Aleneva korkotaso yhdessä pörssiyritysten hintaan verrattuna korkeiden substanssiarvojen kanssa on lisännyt osakesijoitusten houkuttelevuutta.

KUVIO 20. Vakuutusyhtiöiden uudet sijoitukset osakkeisiin ja osuuksiin vuosina 1973-1984



Vuoden 1984 lopussa vakuutusyhtiöiden yhteenlaskettu osakkeiden ja osuuksien kirjanpidollinen arvo oli 2955 mmk, mistä käyttöomaisuuteen kuuluvia osakkeita ja osuuksia oli 1008 mmk:n arvosta. Pörssiyritysten osakepääomasta vakuutusyhtiöillä oli noin 13 %.

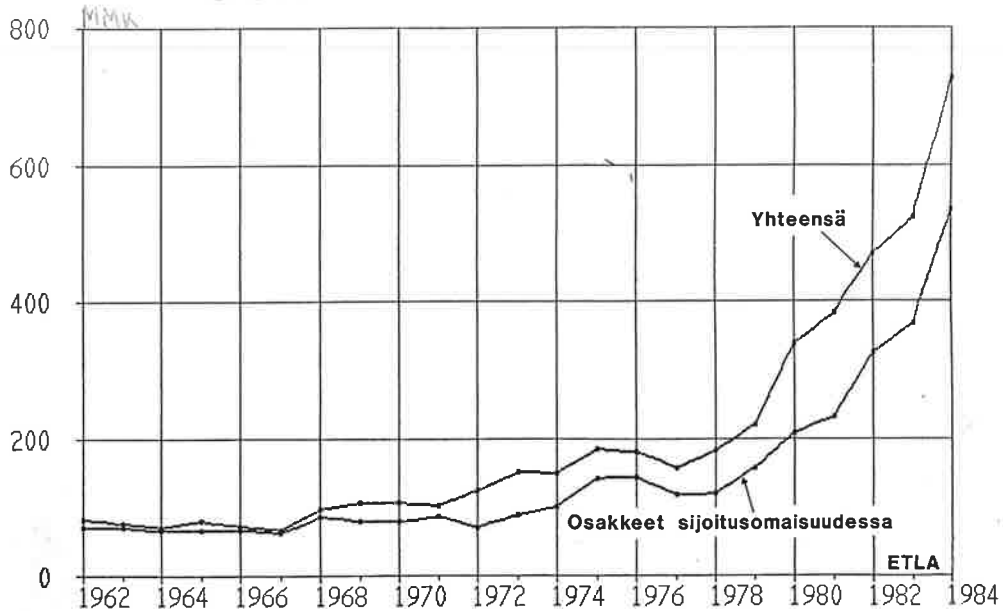
KUVIO 21. Vahinkovakuutusyhtiöiden osakkeiden ja osuuksien kannat sijoitus- ja käyttöomaisuudessa vuosina 1962–1984 vuoden 1980 hintoihin



Vahinkovakuutusyhtiöiden osuus vakuutusyhtiöiden osakesijoituksista on noin kaksi kolmasosaa. Yhtiöiden sijoitusomaisuudesta osakkeita oli vuonna 1984 jo runsaat 11 %, kun niiden osuus vielä vuonna 1977 oli 4.2 %.

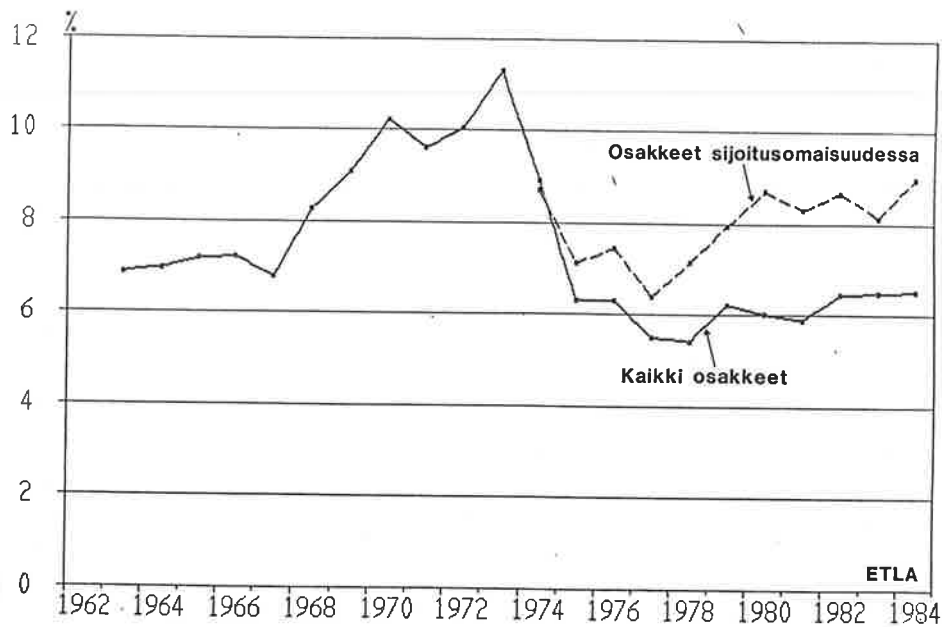
Henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden sijoitusomaisuudesta osakkeita ja osuuksia on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut keskimäärin 2.5 %. Vuoden 1984 loppuun mennessä osuus oli noussut 4.3 prosenttiin.

KUVIO 22. Henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden osakkeiden ja osuuksien kannat sijoitus- ja käyttöomaisuudessa vuosina 1962–1984 vuoden 1980 hintoihin

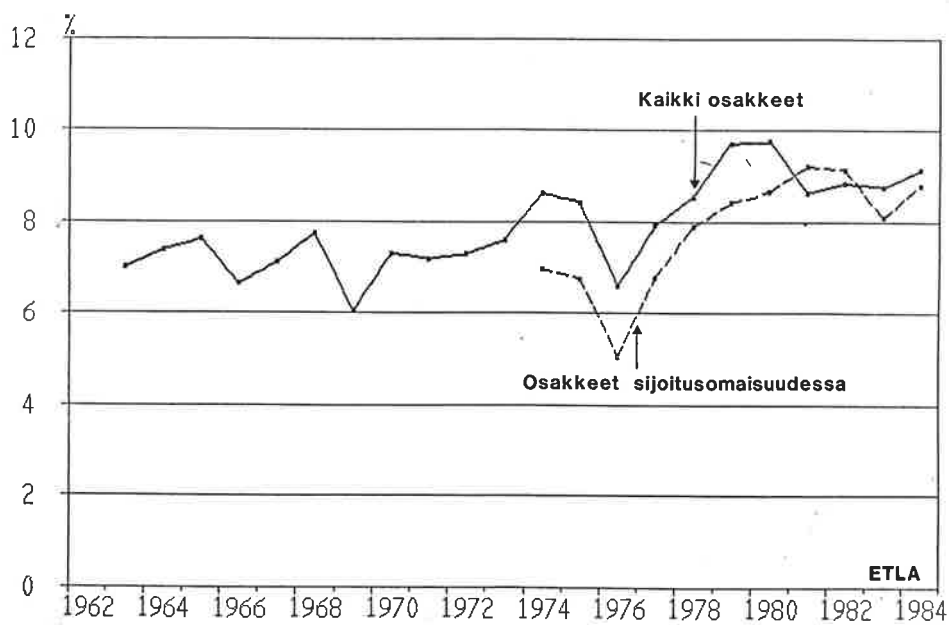


Vakuutusyhtiöt hankkivat osakkeita lähinnä niiden arvonnousun vuoksi. Osinkotuottojen osuus tuotoista on suomalaisten yritysten osingonjakokäytännöstä johtuen ollut alhainen. Seuraavissa kuvioissa on laskelmia vakuutusyhtiöiden osinkotuotoista vakuutusyhtiötilaston mukaan. Osingot on suhteutettu edellisen vuoden lopun kirjanpöytäkirjaan osakkeiden ja osuuksien kantaan. Aliarvostuksesta johtuen osinkotuotot ovat ylöspäin harhaiset.

KUVIO 23. Vahinkovakuutusyhtiöiden laskennalliset osinko- ja osuuskorkotuet sijoitus- ja käyttöomaisuudesta vuosina 1963-1984



KUVIO 24. Henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden laskennalliset osinko- ja osuuskorkotuet sijoitus- ja käyttöomaisuudesta vuosina 1963-1984



6.7. Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet

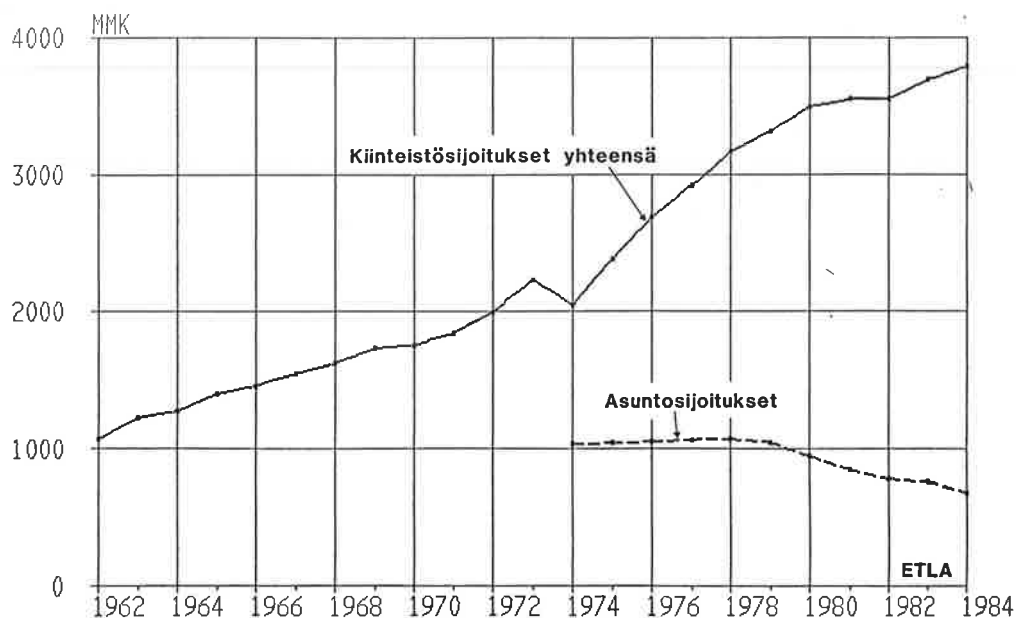
Vakuutusyhtiöiden kiinteistösijoitusten päätarkoitus on turvata vastuuvelan reaaliarvon säilyminen. Erityisen tärkeää tämä on indeksiin sidotuissa vakuutuksissa, kuten henkivakuutuksessa. Pääpaino vakuutusyhtiöiden kiinteistösijoituksissa oli 1970-luvun alkuun asti asuntosijoituksissa. Asuntosijoitusten nettotuottojen väheneminen vuokrasäännöstelyn ja asuntokannan vanhenemisen vuoksi, sekä vuokrasuhteen purkamisen vaikeutumisesta ja aravalainoitettujen asuntojen myyntirajoituksista johtuva asuntosijoitusten likviditeetin väheneminen ovat johtaneet vakuutusyhtiöt pidättäytymään uuden asuntotuotannon rahoituksesta ja myymään vanhoja asuntokiinteistöjään. Vuoden 1984 lopussa vakuutusyhtiöiden omistuksessa oli enää runsaat 19 000 asuntoa, kun vielä 1970-luvun puolivälissä niitä oli noin 21 000.¹⁾

Vakuutusyhtiöiden teollisuus- ja liikekiinteistöjen omistus on kasvanut tasaisesti. Näiden kiinteistöjen osalta käytännöksi on tullut, että vakuutusyhtiö rakennuttaa kiinteistöjen vuokraajien toivomusten mukaiseksi. Myös valmiiden kiinteistöjen osto ja vuokraus takaisin yrittäjälle on yleistynyt.

Vakuutusyhtiöiden omistamien kiinteistöjen todellista arvoa on vaikea arvioida, sillä taseisiin merkityt kirjanpitoarvot eivät vastaa käypiä arvoja.

1) Pihlava (1986).

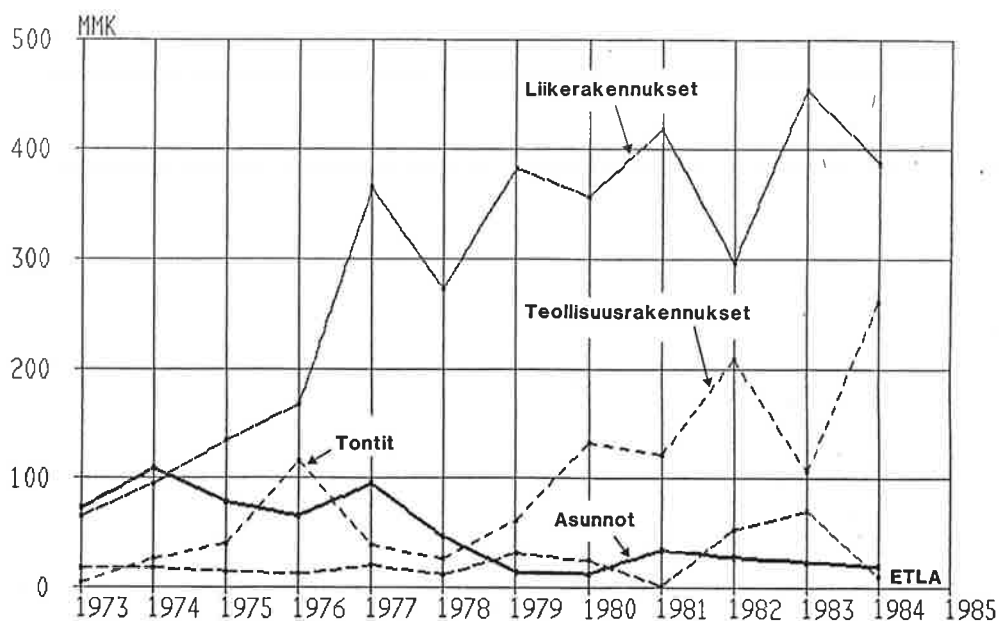
KUVIO 25. Vakuutusyhtiöiden kiinteistösijoitukset käyttö- ja sijoitusomaisuudessa vuoden 1980 hintoihin



Asuntosijoitusten suosion väheneminen näkyy myös uusien kiinteistösijoitusten jakaumaa tarkasteltaessa. Asuntosijoitusten keskimääräinen osuus uusista sijoituksista vuosina 1978–84 oli enää alle 2 %.

Teollisuus- ja liikekiinteistöjen tuotto on voitu turvata sitomalla vuokrat indeksiin. Indeksisidonnaisuus on sallittua, kun vuokrasopimus on pitkäaikainen.

KUVIO 26. Vakuutusyhtiöiden uusien kiinteistösijoitusten jakautuminen vuosina 1973-1984



Kuviossa 27 on suhteutettu vakuutusyhtiöryhmien kiinteistösijoitusten nettotuottoja kirjanpidollisiin kiinteistöjen arvoihin. Nettotuottoja laskettaessa poistoja ei ole otettu huomioon. Vaikka tuottoprosentit eivät kiinteistöjen aliarvostuksesta johtuen kuvaa tasoltaan todellisia tuottoja, voidaan havaita vakuutusyhtiöiden kiinteistöistään saamien nettotuottojen nousseen nopeasti. Käsitystä vahvistaa se, että vakuutusyhtiöt ovat viime vuosina tulostaan tasatakseen lisänneet kiinteistösijoitustensa kirjanpitoarvoa arvonnkorotuksin aiempaa enemmän, mikä on vähentänyt aliarvostuksen määrää.

KUVIO 27. Vakuutusyhtiöiden kiinteistösijoitusten laskennalliset nettotuotot vuosina 1962–1984



Henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden saamiset omilta kiinteistöyhtiöiltään ovat olleet korkeimmillaan vuonna 1979, jolloin niitä oli 565 mmk. Vuoteen 1984 kiinteistöyhtiöiden velka oli laskenut 265 miljoonaan markkaan.

Vahinkovakuutusyhtiöiden saamiset omilta kiinteistöyhtiöiltään olivat vuonna 1984 515 mmk.

6.8. Ulkomaiset sijoitukset

Vakuutusyhtiöiden valuuttamääräiset ulkomaiset sijoitukset liittyvät läheisesti vakuutustoiminnan harjoittamiseen ulkomailla.

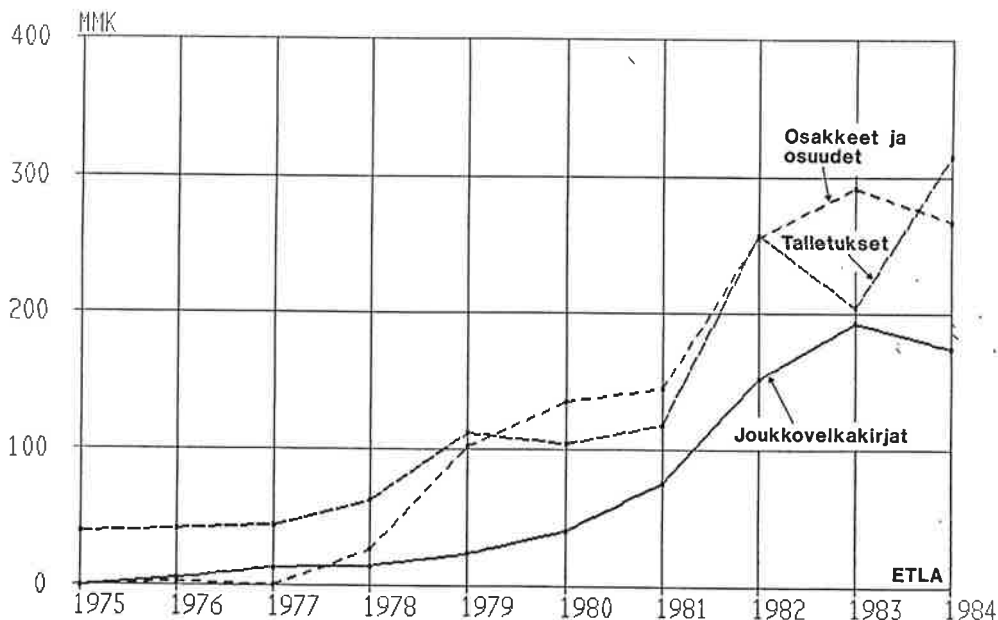
Vakuutusliikkeen hankkimiseksi tehdään sijoituksia tytä- ja osakkuusyhtiöosakkeisiin ja ns. agentuuritalletteisiin.

Agentuuritalletteet ovat paikallisten viranomaisten vaatimia

harjoitetun liikkeen katteeksi tehtyjä sijoituksia. Sijoitukset tehdään pankkitalletuksina tai arvopapereina, yleensä obligaatioina. Joissakin maissa on erityisiä sijoitusyhtiöitä, joiden osakkeita voidaan käyttää vastuuvelan katteisiin. Vastuuvelan katteeksi tehdyt osake- ja obligaatiosijoitukset sisältyvät vakuutusyhtiöiden käyttöomaisuuteen ja talletukset rahoitusomaisuuteen. Lisäksi itse vakuutusliikkeen harjoittamiseen sitoutuu muita talletteita.¹⁾

Vakuutusyhtiöiden ulkomaisia sijoituksia ei ole taseissa eroteltu erikseen ja niistä on vaikea muutenkaan saada tietoa. Jonkinlaisen kuvan sijoitusten kehityksestä antaa koko vakuutuslaitossektorin saamiset ulkomailta rahoitusmarkkinatilaston mukaan.

KUVID 28. Vakuutuslaitossektorin ulkomaiset sijoitukset vuosina 1975-1984

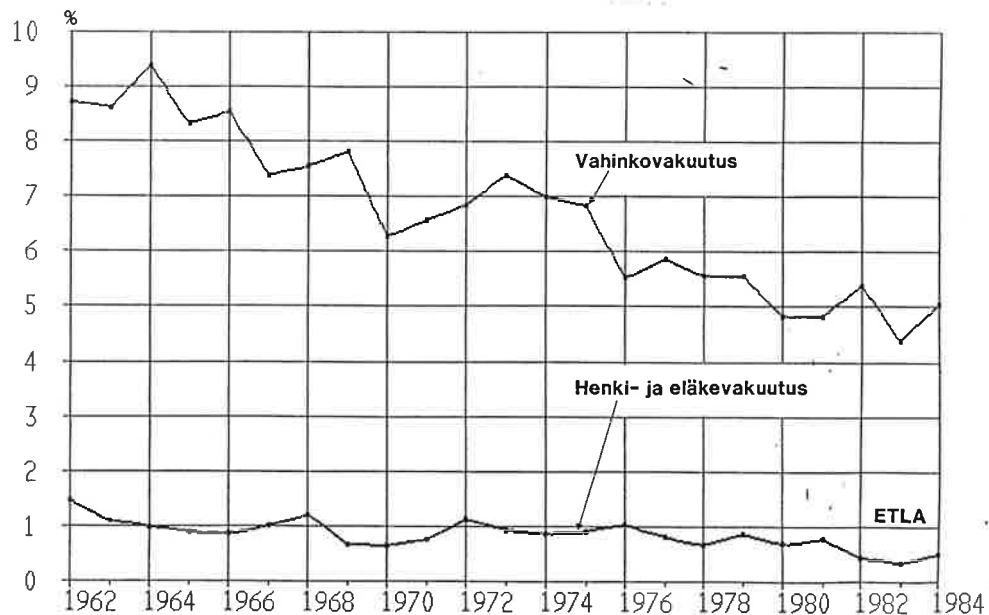


1) Lehikoinen (1983).

6.9. Lyhytaikaiset sijoitukset

Vakuutusyhtiöiden lyhytaikaiset sijoitukset perustuvat likviditeetin säätelytarpeeseen, joka puolestaan aiheutuu vakuutusmaksutulojen ja korvausmenojen vuoden sisäisistä vaihteluista. Kun lyhytaikaisten talletusten reaalityttö on useimmiten ollut negatiivinen, on selvää että vakuutusyhtiöt pyrkivät pitämään pankkitalletusten osuuden likvideistä varoista minimissään. Varsinkin vahinkovakuutusyhtiöissä näyttää kuvion 29 mukaan pankkisaamisten suhde vastuuelkaan jatkuvasti alenevan. Osan kehityksestä selittää tosin vakuutusyhtiöiden fuusioituminen.

KUVIO 29. Vakuutusyhtiöiden pankkisaamiset suhteessa vastuuelkaan vuosina 1962–1984



Sosiaali- ja terveysministeriön ohjeet rajaavat tarkoin vakuutusyhtiöiden käytettävissä olevat lyhyen rahan sijoitusmuodot. Vakuutusyhtiöt eivät saa ilman ministeriön lupaa sijoittaa varojaan pankkeihin muille kuin pankkien normaaleille talletustileille. Lainojen myöntäminen pankkeille on sallittu vakuutusmaksulainauksen lisäksi vain poikkeustapauksissa. Myöskään pankkien notariaatti- tai muun välitystoiminnan käytettäviksi eivät vakuutusyhtiöt saa ilman lupaa asettaa varojaan. Vakuutusyhtiöiden tulee lisäksi sopeuttaa harjoittamansa liikkeen laajuus siten, että se on mahdollista ilman lainanottoa. Yhtiöiden maksuvalmiuksen hoitamiseksi voidaan näistä määräyksistä notariaattivälitystä ja talletuksia lukuunottamatta poiketa. Tällöin vakuutusyhtiön tulee tarvittaessa pystyä osoittamaan, että kyse on nimenomaan maksuvalmiuden hoitoon tarvittavista toimenpiteistä.

Ainakin talletusten suhteen näitä määräyksiä on menneinä vuosina kierretty, sillä vakuutusyhtiöt ovat pystyneet neuvottelemaan talletuksilleen normaalia paremmat korot ja irtisanomisehdot.¹⁾ Talletusten lisäksi vakuutusyhtiöt käyttävät likviditeetin hoitoon pääasiassa lyhytaikaisia lainoja, sijoitustodistuksia ja obligaatioiden termiinikauppoja. Uutena hyväksyttynä välineenä ovat tänä keväänä tulleet yritystodistukset.

Alle vuoden sijoituslainojen yhteismäärä oli korkeimmillaan vuonna 1982, jolloin niitä myönnettiin vajaan 1.7 mrd. markan arvosta. Tarkkaa tietoa lyhytaikaisten sijoituslainojen kannasta ei ole saatavissa, koska pääosa luotoista on pituudeltaan muutamasta päivästä muutamaan kuukauteen. Vuoden 1984 alusta poistettiin vakuutusyhtiöiden lyhytaikaisilta luotoilta korkokatto, mikä nosti lievästi lyhyt-

1) Nyman (1982).

aikaisten luottojen korkotasoa. Korot ovat tämän jälkeen alentuneet markkinarahan koron kehitystä seurailleen.

Obligaatioiden termiinkauppa on joukkovelkakirjojen korkotuottoja esittävän kuvion 19. mukaan alkanut 1970-luvun lopulla. Käytännössä luotonanto tapahtuu siten, että vakuutusyhtiö ostaa luotonottajalta joukkovelkakirjoja, jotka luotonottaja sitoutuu ostamaan takaisin korkeammalla hinnalla sovitusajan päästä. Pääosa termiinkaupoista keskittyy muutamiiin suuriin vahinkovakuutusyhtiöihin.

Sijoitustodistukset ovat pankkien vuodesta 1982 liikkeellelaskemia velkakirjoja, joiden haltijalle pankit ovat sitoutuneet maksamaan tietyn summan todistuksessa mainittuna eräpäivänä. Sijoitustodistus voi olla koroton, jolloin tuotto muodostuu liikkeellelaskukurssin ja eräpäivänä maksetun summan erotuksesta. Sijoitustodistuksille on luotu jälkimarkkinat, missä pankit noteeraavat päivittäin maturiteetiltaan eri pituisten velkakirjojen hinnat. Sijoitustodistusten liikkeellelasku on luvanvaraista ja liikkeellelaskua rajoittavat tietyt pankkien oman pääoman määrään liittyvät säännökset. Vakuutusyhtiöiden kannalta sijoitustodistukset ovat kätevin ja eniten käytetty lyhyen rahan sijoitusmuoto. Sijoitustodistuksia oli vuoden 1985 lopulla liikkeellä noin 1.4 mrd. markan edestä.

Tämän vuoden maaliskuusta on lyhyen rahan markkinoilla ollut uusi rahoitusvaade, yritystodistukset, jotka ovat yritysten liikkeelle laskemia velkakirjoja. Yritystodistusten liikkeellelaskuun ei tarvita lupaa. Pankit toimivat yritystodistusten välittäjinä ja markkinoiden muodostajina noteeraamalla päivittäiset osto- ja myyntikurssit samalla tavoin kuin sijoitustodistuksille. Liikkeelle laskettujen yritystodistusten arvo on kasvanut parissa kuukaudessa n. 400 milj. markkaan.

VII. YHTEENVETO

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta perustuu tulevien korvausten varalle kerättyjen vakuutusmaksuvarojen sijoittamiseen edelleen rahoitusmarkkinoille. Sijoitustoimintaan käytetään periaatteessa kertynyttä vakuutusteknisen vastuun lisäystä vastaava määrä. Käytännössä sijoitustoimintaan käytettävissä olevat varat määräytyvät vuosittain vakuutus- ja sijoitustoiminnasta nettomääräisenä kertyvän tulojäämän mukaan.

Lähes puolet vakuutusmaksutuloista kertyy työeläkevakuutuksesta. Muita suuria vakuutuslajeja ovat ulkomainen jälleenvakuutus sekä lakisääteiset liikennevakuutus ja tapaturmavakuutus.

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan lähtökohtana on tehtyjen sijoitusten tuottavuus ja turvaavuus. Tavoitteet ovat jossakin määrin ristiriitaiset, käytännössä paino on asetettu turvallisuudelle. Vakuutusyhtiöiden sijoitukset poikkeavat jossakin määrin toisistaan harjoitetun vakuutustoiminnan mukaan. Pitkäaikaisessa henki- ja eläkevakuutuksessa tärkeintä on sijoituksen pääoma-arvon säilyvyys. Vahinkovakuutuksessa osan sijoituksista tulee olla likvidejä vahinkomäärien vaihteluiden vuoksi.

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan kohdistumisesta ja ehdoista on käyty viime aikoina vilkasta keskustelua. Suunnitteilla olevien lakiehdotusten tarkoituksena on korjata mahdollisia epäkohtia, kuten vakuutusyhtiöiden asuntosijoitusten vähäisyyttä, osakesijoitusten keskittymistä ja eläkevakuutusyhtiöiden sijoitusten riippuvuutta koko vakuutus konsernin sijoituspolitiikasta.

Julkisen vallan vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaan kohdistama sääntely liittyy pääosin vakuutusyhtiölain ja sen soveltamisohjeiden mukaisiin rajoituksiin vakuutusteknisen vastuun katteeksi kelpaavasta omaisuudesta. Kun sijoitettavista varoista vähennetään automaattisen vakuutusmaksulainauksen osuus, pääosa vakuutusyhtiöiden jäljelle jäävästä vapaasta sijoituspotentiaalista jää kuitenkin katemääräysten ulkopuolelle.

Suomen Pankin vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaan kohdistama sääntely perustuu lähinnä lainakorkoja koskeviin sopimuksiin ja ulkomaisen sijoitustoiminnan rajoittamiseen. Vakuutusyhtiöille annettu vapaus itse määrätä lainakoroistaan on lisääntynyt yleisen rahamarkkinoiden säännöstelyn vähenemisen myötä. Samoin ulkomaisia sijoituksia koskevat rajoitukset ovat lieventyneet vakuutusyhtiöiden ulkomaisen toiminnan laajentuessa.

Eniten vakuutusyhtiöiden valinnan mahdollisuuksia sijoitustoiminnan suhteen on rajoittanut rahoitusvaateiden erilaisesta verotuskohtelusta, luotonsäännöstelystä ja hallinnollisesta koronasetannasta johtunut rahoitusmarkkinoiden yksipuolistuminen. Alhainen korkotaso, verovähennysoikeudet ja inflaatio ovat tehneet lainoista kysytyimmän rahoitusmuodon. Toisaalta lainoista saadut tuotot eivät ole riittäneet reaalisesta vakuutusturvan ylläpitämiseen nopean inflaation aikoina. Tämä on merkinnyt tulonsiirtoa niiltä vakuutusasiakkailta, joilla ei ole ollut lainaa vakuutusyhtiöiltä niille, joilla sitä on ollut.

Lainojen lisäksi vakuutusyhtiöt ovat sijoittaneet varoja joukkovelkakirjoihin, osakkeisiin ja osuuksiin sekä kiinteistöihin. Suurin osa joukkovelkakirjalainoista on ollut valtion obligaatioita.

Yritysten debentuurien osuus on kasvanut, vaikka todellisten sijoituskantojen selvittäminen on termiinikauppojen vuoksi mahdotonta.

Kiinteistösijoitusten kehitys on kaksijakoinen. Uusien asuntosijoitusten määrä on vähentynyt vuosi vuodelta, asuntosijoitusten määrä vuonna 1984 oli enää alle puoli prosenttia varsinaisista sijoituksista. Muiden kiinteistösijoitusten määrä sen sijaan on kasvanut tasaisesti. Näin yhteenlaskettu kiinteistösijoitusten osuus vakuutusyhtiöiden uusista sijoituksista on pysynyt lähes ennallaan.

Vakuutusyhtiöiden omistusten kasvu osakemarkkinoilla on pääosin ollut seurausta osakeantien määrän kasvusta ja vakuutusyhtiöiden asiakassidonnaisesta ostopolitiikasta. Tosin myös puhtaasti tuottotarkoituksessa tehtyjen osakesijoitusten määrä on kasvanut.

Rahoitusmarkkinoilla tapahtumassa olevat muutokset vaikuttavat voimakkaasti myös vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaan. Rahoitusmarkkinat ovat siirtymässä kohti vaihetta, missä korot ja muut lainakustannukset säätelevät lainojen kysyntää enemmän kuin lainojen saatavuus. Inflaation nopean hidastumisen myötä reaalikorot ovat nousseet poikkeuksellisen korkeiksi, mikä vähentää vakuutusyhtiöiden sijoituslainojen kysyntää lähivuosina.

Luotonsäännöstelyn purkautuminen asettaa vakuutusyhtiöt uuteen asemaan pankkeihin nähden. Aiemmin vakuutusyhtiöt olivat pankkien hyväksymien lainojen lisärahoittajia ja pankit kilpailuttivat vakuutusyhtiöitä keskenään lisärahoituksen määrän suhteen.¹⁾ Uudessa tilanteessa vakuutusyhtiöt tulevat olemaan pankkien kilpailijoita lainamarkki-

1) Henttu (1986).

noilla. Kilpailu alentanee vakuutusyhtiöiden uusien sijoituslainojen korot (muiden ehtojen ollessa samat) lähemmäksi pankkiluottojen korkoja.

Vakuutusyhtiöiden kannalta luotonsäännöstelyn purkautuminen merkitsee myös sitä, että niiden on vaikeampaa käyttää luotonantoa kilpailukeinona markkinaosuuksista, mikä kiristää vakuutusmaksuilla ja muilla vakuutusehdoilla käytävää kilpailua.

Luottojen kysynnän väheneminen lisää selvästi vaihtoehtoisten sijoituskohteiden merkitystä. Ongelmana on, että sekä kiinteistö- että osakemarkkinat ovat pienet vakuutusyhtiöiden sijoituspotentiaalia ajatellen. Tässä tilanteessa olisi tärkeää päästä yksimielisyyteen asuntosijoituksille kohtuulliseksi katsotun tuoton määrästä, jotta lainoilta vapautuvasta sijoituspotentiaalista osa ohjautuisi asuntotuotantoon.

Sijoitustoimintaan käytettävissä olevat varat kasvavat edelleen vaikkakin hidastuvaa vauhtia. Työeläkerahastot ovat vasta kasvunsa puolivälissä ja muutkin lakisääteiset vakuutukset tulevat edelleen lisääntymään työllisten määrän kasvaessa. Työeläkerahastojen kasvu on kansainvälinen ilmiö. On arvioitu, että maailman yksityiset eläkerahastot kasvavat 6.5 biljoonasta markasta vuonna 1982 24 biljoonaan markkaan vuoteen 1992 mennessä.¹⁾ Toinen myös Suomessa näkyvä trendi on, että vakuutusrahastojen herkyys siirtyä korkeimman tuoton antaviin sijoituskohteisiin, on lisääntynyt.

1) Ollikainen (1985).

LÄHTEET

- Alho K. (1980): "Pääoman tuottoaste, korko ja kansantalouden pääomanmuodostus", ETLA sarja B:26.
- BOHM A-M. (1981): "Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta Suomessa vuosina 1970-79" pro gradu-työ Helsingin kauppakorkeakoulussa.
- Dodds J. (1979): "The Investment Behaviour of British Life Insurance Companies", Surrey.
- Henttu E. (1986): "Vakuutusyhtiöiden profiili luotonantajina nousussa", haastattelu Kauppalehdessä 2.4.1986.
- Kanniainen V. (1979): "Rahoitusmarkkinoiden kehittämistä ja toiminnasta Suomessa", Kansantaloudellinen Aikakauskirja 1/1979.
- Korpelainen L. - Leppänen S. (1969): "Vakuutussektori rahoitusmarkkina-tarkastelun valossa", Suomen Pankki sarja A:32.
- Kostamo (1984): "Valtion kouraa ei saa päästää palkansaajien eläkekukkarolle", haastattelu sanomalehti Keskisuomalaisessa 24.4.1985.
- Lahikainen P. (1983): "Rahoitusjärjestelmämme kehittäminen vakuutusyhtiöiden näkökulmasta", Kansantaloudellinen Aikakauskirja 2/1983.
- Lahikainen P. (1984): "Vakuutusyhtiöt yritysten rahoittajina", Unitas 3/1984.
- Lahikainen P. (1985): "Vakuuttaminen taloudellisena toimintana", Taloustiedon julkaisu no. 65, Helsinki.
- Lehikoinen M. (1983): "Ulkomaisesta jälleenvakuutusliikkeestä vakuutus-toiminnan osana ja siihen liittyvät erityisongelmat", pro gradu-työ Helsingin kauppakorkeakoulussa.
- Mikkola T. (1983): "Sijoitustoiminta vahinkovakuutusyhtiön taloudellisten toimintaedellytysten osatekijänä", pro gradu-työ Helsingin kauppakorkeakoulussa.
- Nyman J. (1982): "Vakuutusyhtiöiden lyhyen rahan sijoitusongelmat", haastattelu Vakuutussanomalehdessä 9/1982.
- Ollikainen H. (1985): "Sattuma uhkaa sijoittajaa", Talouselämä 6/1985.
- Pasma (1986): "Työmarkkinajärjestöt Tapaturmavakuutuslaitosten Liiton hallitukseen", artikkeli Pasma-lehdessä 4/1986.
- Paunio J. (1973): "Rahoitus- ja rahapolitiikan perusteiden tarkastelua", Kansantaloudellinen Aikakauskirja 1/1973.
- Pentikäinen T. (1984): "Vakuutusoppi", Vakuutustutkinnon oppikirja 40, Porvoo.

Pihlava K. (1986): "Sijoitustoiminta tukee vakuutustoimintaa", haastattelu Vakuutussanomat-lehdessä 3/1986.

Rantala J. (1986): "Esteellisyys rajataan uudessa mallissa", haastattelu Fakta-lehdessä 4/1986.

Reini J. (1985): "Monta mieltä palkansaajarahastoista", haastattelu Vakuutussanomat-lehdessä 9/1985.

Sosiaali- ja terveysministeriön yleiskirje 1449/450/80.

Sveriges Riksbank (1986): "Penning- och valutamarknaden 1985".

Talonen P. (1985): "Vakuuttaminen pääasia, mutta rahat sijoitettava turvaavasti", haastattelu Pasma-lehdessä 5/1985.

Tehdasteollisuuden rahoituskustannukset 1984, julk. Teollisuuden Keskusliitto (1985).

Vakuutuslaji Försäkringsgren Insurance class	Laitosten lukumäärä Antal anstalter Number of institutes	Vakuutusmaksut Premier Premiums 1 000 mk
Henkivakuutus — Livförsäkring — <i>Life assurance</i>	10	679 091
Työntekijäin ryhmähenkivakuutus — Arbetstagarnas grupplivförsäkring — <i>Employees' group life assurance</i>	8	89 991
Muu eläkevakuutus kuin lakisääteinen — Annan pensionsförsäkring än lagstadgad — <i>Other pension insurance than insurance provided by law</i>	11	76 811
Lakisääteinen työeläkevakuutus — Lagstadgad arbetspensionsförsäkring — <i>Employment pension insurance provided by law</i>	8	7 132 263
Tapaturmavakuutus (Lakisäät.) — Olycksfallsförsäkring (Lagstadgad) — <i>Workmen's compensation</i>	18	1 210 836
Tapaturmavakuutus (Muu) — Olycksfallsförsäkring (Annan) — <i>Other accident</i>	19	233 213
Liikennevakuutus — Trafikförsäkring — <i>Compulsory motor third party</i>	14	1 135 778
Autovakuutus — Bilförsäkring — <i>Motor vehicle</i>	15	671 368
Kaskovakuutus — Kaskoförsäkring — <i>Hull</i>	18	166 679
Tavaravakuutus — Varuförsäkring — <i>Goods</i>	20	401 283
Palovakuutus — Brandförsäkring — <i>Fire</i>	19	526 844
Yhdistelmäpalovakuutus — Kombinerad brandförsäkring — <i>Combined fire</i>	18	837 921
Keskeytysvakuutus — Avbrottsförsäkring — <i>Loss of profits</i>	6	142 891
Metsävakuutus — Skogsförsäkring — <i>Forest</i>	15	16 569
Vastuuvakuutus — Ansvarsförsäkring — <i>Third party</i>	20	120 936
Luottovakuutus — Kreditförsäkring — <i>Credit</i>	19	61 729
Eläinvakuutus — Djurförsäkring — <i>Live stock</i>	6	22 040
Muu ensivakuutus — Annan direktförsäkring — <i>Other direct insurance</i>	22	95 994
Kotimainen jälleenvakuutus — Inhemsk återförsäkring — <i>Domestic reinsurance</i>	43	570 610
Ulkomainen vakuutus — Utländsk försäkring — <i>Foreign insurance</i>	28	2 317 855
Yhteensä — Summa — <i>Total</i>	49	1) 16 510 702
Ulkomaiset yhtiöt — Utländska bolag — <i>Foreign companies</i>	2	41 726
Palovakuutusyhdistykset — Brandförsäkringsföreningar — <i>Fire insurance associations</i>	203	199 842
Eläinvakuutusyhdistykset — Kreatursförsäkringsföreningar — <i>Live stock insurance associations</i>	1	—
Kalastusvakuutusyhdistykset — Fiskeriförsäkringsföreningar — <i>Fishing tackle insurance associations</i>	6	1 495
Liikennevakuutusyhdistys — Trafikförsäkringsföreningen — <i>Motor Insurers' Bureau</i>	1	3 628
Eläketurvakeskus — Pensionsskyddscentralen — <i>The Central Pension Security Institute</i>	1	2) 45 488
Avustuskassat — Understödkassor — <i>Benefit funds</i>	255	1 109 205
Työttömyyskassat — Arbetslöshetskassor — <i>Unemployment funds</i>	75	3) 111 053
Kunnallinen eläkelaitos — Kommunala pensionsanstalten — <i>Municipal pension fund</i>	1	4) 1 819 740
Merimieseläkekassa — Sjömanspensionskassan — <i>Seamen's Pensions Fund</i>	1	5) 136 079
Kansaneläkelaitos — Folkpensionsanstalten — <i>Social Insurance Institution</i>	1	6) 13 346 000
Eläkesäätiöt — Pensionsstiftelser — <i>Pension foundations</i>	313	7) 2 636 391
Työeläkekassa — Arbetspensionskassan — <i>Employment pension fund</i>	1	1 037 707
Maatalousyrittäjien eläkelaitos — Lantbruksföretagarnas pensionanstalt — <i>Farmers' Pensions Institute</i>	1	8) 203 300

1) Tästä annettu edelleen jälleenvakuutusmaksuina 1 006 756 000 mk. Härav överlåtet som återförsäkringspremier 1 006 756 000 mk. — *From this ceded as reinsurance premiums 1 006 756 000 mk.*

2) Luottovakuutusmaksut. — Kreditförsäkringspremier. — *Credit insurance premiums.*

3) Jäsenmaksut. — Medlemsavgifter. — *Membership fees.*

4) Jäsenyhteisöjen maksuosuudet. — Medlemsamfundens betalningsandelar. — *Payment shares of membership communities.*

5) Lisäksi valtion osuus eläkkeistä ja kuluista. — Därutöver statens andel av pensioner och kostnader. — *In addition the state share of pensions and expenses.*

6) Tästä on kansaneläkelain mukaisia maksuja 8 845 000 000 mk ja sairausvakuutuslain mukaisia maksuja 4 501 000 000 mk. Lisäksi valtion ja kuntien osuudet tukiosuorituksiin. Härav premier i enlighet med folkpensionslagen 8 845 000 000 mk och premier i enlighet med sjukförsäkringslagen 4 501 000 000 mk. Därutöver statens och kommunernas andelar i understödsdelarna. — *From this charges according to National Pensions Act 8 845 000 000 mk and charges according to Sickness Insurance Act 4 501 000 000 mk. In addition the shares of the state and the municipalities for the supporting payments.*

7) Työnantajan kannatusmaksut. — Arbetsgivarens understödsavgifter. — *Contributory payments.*

8) Lisäksi valtion osuus eläkemenaista. Dessutom statens andel av pensionskostnaderna. — *In addition the state share of pension costs.*

Lähde: Vakuutusyhtiötilasto (1984)

ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS (ETLA)
The Research Institute of the Finnish Economy
Lönrotinkatu 4 B, SF-00120 HELSINKI Puh./Tel. (90) 601 322

KESKUSTELUAIHEITA - DISCUSSION PAPERS ISSN 0781-6847

- No 193 KARI ALHO, An Analysis of Financial Markets and Central Bank Policy: A Flow-of-Funds Approach to the Case of Finland. 15.01.1986. 44 p.
- No 194 PAAVO OKKO, Julkisen rahoitustuen tehokkuus ja sen kohdentuminen eteläsuomalaisiin teollisuusyrityksiin. 15.01.1986. 46 s.
- No 195 JUSSI KARKO, The Measurement of Productivity and Technical Change at Industry Level: An Application of Micro-Data to Industry Analysis. 16.01.1986. 40 p.
- No 196 MARKKU RAHIALA, Teollisuusyritysten tuotantosuunnitelmien toteutumiseen vaikuttavat tekijät suhdannebarometriaineiston valossa tarkasteltuina. 20.01.1986. 53 s.
- No 197 ERKKI KOSKELA, Taxation and Timber Supply under Uncertainty and Liquidity Constraints. 31.01.1986. 24 p.
- No 198 PEKKA YLÄ-ANTTILA, Metsäteollisuuden kannattavuusvaihteluiden kokonaistaloudellisista vaikutuksista. 13.02.1986. 14 s.
- No 199 JUHA KETTUNEN, Kansaneläke- ja sairausvakuutuksen rahoituksesta. 10.03.1986. 28 s.
- No 200 JUKKA LESKELÄ, Välitysvaluutat ja ulkomaankaupan laskutus. 10.03.1986. 22 s.
- No 201 VESA KANNIAINEN - HANNU HERNESNIEMI, Asset Structure, Indebtedness, and the Rate of Return on Capital in a Sample of Finnish Manufacturing Firms in 1961 - 1983. 11.03.1986. 31 s.
- No 202 ANTTI RIPATTI, Teollisuus- ja ulkomaankauppatilaston yhdisteen hyödyntäminen. 20.03.1986. 31 s.
- No 203 SYNNÖVE VUORI, Returns to R & D in Finnish and Swedish Manufacturing Industries. 20.03.1986. 23 p.
- No 204 VESA KANNIAINEN, On the Effects of Inflation: The Debtor-Creditor Hypothesis Reconsidered. 20.03.1986. 15 p.
- No 205 PEKKA ILMAKUNNAS, Aggregation of Micro Forecasts. 01.04.1986. 17 p.

- No 206 JUSSI RAUMOLIN, Recent Trends in the Development of the Forest Sector in Finland and Eastern Canada. 04.04.1986. 40 p.
- No 207 VESA KANNIAINEN - JUHA VEHVILÄINEN, On Instability of a Keynesian Macro Model: Some Notes. 08.04.1986. 14 p.
- No 208 PEKKA YLÄ-ANTTILA, Investment Structure, Productivity and Technical Change - Implications for Business Organizations and Management. 17.04.1986. 19 p.
- No 209 JUHA AHTOLA, Consequences from Improper Use of Ordinary Least Squares Estimation with Time Series Data. 12.05.1986. 11 p.
- No 210 TIMO AIRAKSINEN, Vertaileva analyysi pääomatulojen verotuksesta Suomessa ja Ruotsissa vuonna 1986. 29.05.1986. 36 s.
- No 211 JUSSI RAUMOLIN, Kaivos- ja metallituotteiden maailmantalous. 18.06.1986. 40 s.
- No 212 TARMO VALKONEN, Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan puitteet ja sijoitusten jakautuminen Suomessa vuosina 1962-1984. 19.06.1986. 68 s.

Elinkeinoelämän Tutkimuslaitoksen julkaisemat "Keskusteluaiheet" ovat raportteja alustavista tutkimustuloksista ja väliraportteja tekeillä olevista tutkimuksista. Tässä sarjassa julkaistuja monisteita on rajoitetusti saatavissa ETLAn kirjastosta tai ao. tutkijalta.

Papers in this series are reports on preliminary research results and on studies in progress; they can be obtained, on request, by the author's permission.