

## Kestävyyssvaje-laskelmia

YLE:n A-studion toimittaja Mikko Sauli pyysi talouspolitiikan arviointineuvostolta 28.8.2017 kestävyyssvaje-laskelmia erilaisilla sijoitusomaisuuteen ja sijoitustuottoihin liittyvillä oletuksilla. Laskelmat toteutettiin Valtiovarainministeriön käyttämän kestävyyssvaje-laskennan mukaisesti. Kestävyyssvaje-arviointiin liittyy luonnollisesti merkittävää epävarmuutta, sillä laskelma on herkkä käytetyille oletuksille tulevasta kehityksestä. Talouspolitiikan arviointineuvosto havainnollisti taustaoletusten vaikutusta kestävyyssvaje-arviointiin vuoden 2016 raportissaan. Epävarmuudesta huolimatta laskelma tarjoaa kuitenkin johdonmukaisen tavan tarkastella julkisen talouden edessä olevia haasteita ja keinoja niiden ratkaisemiseksi.

Tässä muistiossa talouspolitiikan arviointineuvosto ei ota kantaa erilaisten taustaoletusten realistisuuteen. Muistion tarkoituksena on kuvata erilaisten oletusten vaikutusta kestävyyssvaje-indikaattoriin. Tässä muistiossa havainnollistetaan myös eläkevarojen sijoitusallokaation merkitystä kestävyyssvajeeseen. Tulosten mukaan allokatiolla on merkitystä vain, kun osakkeiden ja velkakirjojen pitkän aikavälin tuotto-odotukset poikkeavat toisistaan.

### 1. Kestävyyssvaje

Yleisessä keskustelussa kestävyyssvajeella tarkoitetaan ns. S2-indikaattoria. Indikaattori koostuu neljästä osasta, lähtöhetken julkisen velan korkomenojen nykyarvosta, julkisen talouden rakenteellisesta perusjäämästä, omaisuustulojen muutoksista sekä tulevista ikäsidonnaisten menojen, eli käytännössä lähinnä eläkkeiden ja terveydenhuoltomenojen, muutoksesta. Kaikki termit suhteutetaan bruttokansantuotteeseen. Laskelmissa muiden kuin edellä mainittujen julkisen talouden tulojen ja menojen oletetaan pysyvän vakiona bruttokansantuotteeseen suhteutettuna.

Valtiovarainministeriön edellinen arvio kestävyyssvajeesta julkaistiin keväällä 2017. Sen mukaan kestävyyssvaje oli noin 3 % bruttokansantuotteeseen suhteutettuna. Valtiovarainministeriön mukaan kestävyyssvaje jakaantuu neljään osatekijään alla olevan taulukon mukaisesti. Tässä muistiossa tarkasteltavan osatekijän, omaisuustulojen muutoksen, lisäksi kestävyyssvaje muodostuu pääasiassa ikäsidonnaisten menojen tulevasta kasvusta sekä julkisen talouden velan tulevasta hoitokuluista.

Kestävyyssvaje-laskelma on luonteeltaan painelaskelma, joka kuvaa talouden kehitystä pitkällä aikavälillä, kun taloutta ohjaavan politiikan oletetaan pysyvän muuttumattomana.

*Taulukko 1. VM:n kestävyyssvaje-arviointien jako osatekijöihin*

Lähtöhetken julkisen velan korkokustannusten nykyarvo	0,9
Julkisen talouden rakenteellinen perusjäämä lähtöhetkellä	-0,0
Ikäsidonnaisten menojen muutoksesta syntyvän vastuuvelan nykyarvo	1,4
Omaisuustulojen muutoksesta syntyvän vastuuvelan nykyarvo	0,6
Kestävyyssvaje	2,8

*Taulukon luvut ovat pyöristettyjä, eivätkä siten summaudu.*

### 2. Omaisuustulot kestävyyssvaje-laskelmissa

Kestävyyssvaje-laskelmissa oletetaan että bruttokansantuote kasvaa pitkällä aikavälillä tasaisella nopeudella. Tämän oletuksen myötä julkisen talouden nykyinen rahoitusvarallisuus pienenee suhteutettuna

bruttokansantuotteeseen. Tällöin myös omaisuustulot, suhteessa bruttokansantuotteeseen pienenevät. Mikäli rahoitusvarallisuus ja omaisuustulot haluttaisiin pitää vakiona bruttokansantuotteeseen suhteutettuna, jouduttaisiin omaisuutta kasvattamaan, mikä nostaisi menoja ja kasvattaisi kestävyysvajetta.

Euroopan komission laskelmissa oletetaan että julkisen sektorin omistuksessa olevien osakkeiden arvo säilyy ennallaan suhteessa bruttokansantuotteeseen. Sen sijaan muun rahoitusvarallisuuden osuus pienenee bruttokansantuotteen kasvaessa.

Komission kestävyysvajelaskelma sopii huonosti Suomen kaltaiselle maalle, jonka eläkerahastoissa on osakkeiden lisäksi paljon muuta rahoitusvarallisuutta. Eläketurvakeskuksen pitkän aikavälin laskelmissa eläkevarallisuus säilyy ennallaan suhteessa bruttokansantuotteeseen.

Valtiovarainministeriön kestävyysvajelaskelmissa työeläkelaitosten ylijäämä sijoitetaan takaisin pääomamarkkinoille, mikä vastaa Komission menetelmää paremmin suomalaista käytäntöä. Laskelmassa työeläkevarat, suhteessa bruttokansantuotteeseen, pidetään pitkällä aikavälillä nykyisellä tasollaan.

Valtiovarainministeriön laskelmissa eläkevarojen reaalityoton oletetaan olevan pitkällä aikavälillä 3,5 %. Oletus vastaa Eläketurvakeskuksen käyttämää eläkevarojen reaalityotto-oletusta. Samaa pitkän aikavälin tuotto-oletusta sovelletaan myös muullekin julkiselle rahoitusvarallisuudelle. Koska laskelmissa eläkeyhtiöiden varallisuus, suhteutettuna bruttokansantuotteeseen, pidetään vakiona, omaisuustulojen muutos kertoo valtion ja paikallishallinnon rahoitusvarallisuuden supistumisesta. Näillä sektoreilla omaisuustulot käytetään kestävyysvajelaskelmassa perusjäämän pienentämiseen.

### **3. Vaihtoehtoiset oletukset**

Talouspolitiikan arviointineuvosto on suorittanut kestävyysvajelaskelmat neljällä vaihtoehtoisella oletuksella; muutamme rahoitusvarallisuuden jakautumista osakkeiden ja muun rahoitusvarallisuuden välillä, sekä muutamme varallisuuserien tuotto-odotuksia ja julkisen velan korkokustannuksia.

#### **Laskelma 1**

Valtiovarainministeriön laskelmissa työeläkelaitosten rahoitusvarallisuuden jako osakkeisiin ja muuhun rahoitusvarallisuuteen perustuu rahoitustilinpäivän tarkkaan tulkintaan. Osakeomaisuudeksi tulkitaan vain suorat osakeomistukset. Rahasto-osuudet, jotka sisältävät myös osakerahastoja, tulkitaan muuksi rahoitusvarallisuudeksi. Tällöin osakevarallisuuden osuus työeläkevaroista on alle viidennes. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n tilastojen mukaan osakkeet ja osaketyyppiset sijoitukset muodostavat työeläkelaitosten varallisuudesta yli puolet.

Laskelmassa osakeomistuksiksi tulkitaan TELA:n arvion mukaisesti puolet eläkejärjestelmän varallisuudesta. Valtion ja kuntien osakeomistuksiksi katsotaan edelleen vain suorat osakeomistukset, kuten valtiovarainministeriön laskelmissa.

Osakepainon kasvattamisella on kestävyysvajelaskelmassa vain pieni vaikutus, koska laskelman oletusten mukaan sekä osakkeiden että muun rahoitusvarallisuuden tuotto on sama. Osakepainon kasvattaminen vaikuttaa kestävyysvajeeseen vain johtuen erosta osakkeiden ja muun rahoitusvarallisuuden tuoton muodostumisesta. Osakevarallisuuden tuotto muodostuu osakkeen arvon noususta, 1 prosenttiyksikkö, ja osingosta, 2,5 prosenttiyksikköä. Muun rahoitusvarallisuuden tuotto koostuu ainoastaan korkotulosta, 3,5 %. Kokonaisuudessaan osakepainon kasvattaminen nostaa kestävyysvajetta alle 0,1 prosenttiyksiköllä. Kestävyysvajeen jakautuminen osatekijöihin on kuvattu taulukossa 2.

*Taulukko 2. Kestävyyssvaje arvio osatekijöittäin, kun työeläkejärjestelmän osakeomaisuus on puolet sektorin koko varallisuudesta*

Lähtöhetken julkisen velan korkokustannusten nykyarvo	0,9
Julkisen talouden rakenteellinen perusjäämä lähtöhetkellä	-0,0
Ikäsidonnaisten menojen muutoksesta syntyvän vastuuvelan nykyarvo	1,4
Omaisuuksien muutoksesta syntyvän vastuuvelan nykyarvo	0,7
Kestävyyssvaje	2,8

*Taulukon luvut ovat pyöristettyjä, eivätkä siten summaudu.*

## Laskelma 2

Toisessa laskelmassa osakeomaisuuden määritelmä vastaa ensimmäisen laskelman määritelmää, minkä lisäksi eläkeyhtiöiden osakeomaisuudelle oletetaan pitkän aikavälin 5 % reaalityttö, joka jakautuu arvonnousuun, 1 prosenttiyksikkö, ja osinkoon, 4 prosenttiyksikköä. Oletusten myötä eläkejärjestelmän reaalityttö nousee 3,5 prosentista noin 4,5 prosenttiin. Oletettu korkeampi tuotto lisää eläkeyhtiöiden omaisuustuloja ja siten uudelleen sijoitettavaa ylijäämää. Laskelmien oletusten mukaisesti sekä veroaste että eläkeyhtiöiden varallisuus, suhteessa bruttokansantuotteeseen pidetään ennallaan pitkällä aikavälillä. Täten eläkejärjestelmän omaisuuden kasvu kumotaan alentamalla työeläkemaksuja lyhyellä aikavälillä, mikä mahdollistaa valtion ja kuntahallinnon verotulojen kasvun vastaavalla määrällä. Muutosten seurauksena kestävyysvaje laskee 2,1 prosenttiin suhteessa bruttokansantuotteeseen. Tulokset on esitetty taulukossa 3.

*Taulukko 3. Kestävyyssvaje arvio osatekijöittäin, kun työeläkejärjestelmän osakeomaisuus on puolet sektorin koko varallisuudesta ja eläkejärjestelmän osakevarallisuuden tuotto-oletus on korkeampi kuin laskelmassa 1.*

Lähtöhetken julkisen velan korkokustannusten nykyarvo	0,9
Julkisen talouden rakenteellinen perusjäämä lähtöhetkellä	-0,0
Ikäsidonnaisten menojen muutoksesta syntyvän vastuuvelan nykyarvo	1,4
Omaisuuksien muutoksesta syntyvän vastuuvelan nykyarvo	-0,0
Kestävyyssvaje	2,1

*Taulukon luvut ovat pyöristettyjä, eivätkä siten summaudu.*

## Laskelma 3

Kolmannessa laskelmassa osakeomaisuuden määritelmä vastaa ensimmäisen laskelman määritelmää, minkä lisäksi kaikkien sektoreiden rahoitusomaisuudelle oletetaan pitkän aikavälin 2,5 % reaalityttö, joka jakautuu osakkeiden osalta arvonnousuun, 1 prosenttiyksikkö, ja osinkoon, 1,5 prosenttiyksikköä.

Myös julkisen velan korkokustannusten oletetaan olevan prosenttiyksikköä pienempi kuin ensimmäisessä laskelmassa. Oletusten myötä kaikkien sektoreiden varallisuustulot pienenevät. Eläkejärjestelmän maksuja joudutaan korottamaan, mikä puolestaan pienentää muiden sektoreiden tuloja. Ensimmäiseen laskelmaan verrattuna julkisen velan hoitokulut ovat alhaisemmat, millä on kestävyysvajetta kohentava vaikutus. Julkisen velan korkoa käytetään laskelmassa diskonttokorkona, joten sen pienennys nostaa tulevien maksujen nykyarvoa ja siten syventää kestävyysvajetta. Tulokset on koottu taulukkoon 4.

*Taulukko 4. Kestävyyssvaje arvio osatekijöittäin, kun työeläkejärjestelmän osakeomaisuus on puolet sektorin koko varallisuudesta ja kaiken rahoitusvarallisuuden tuotto-oletus on matalampi kuin laskelmassa 1.*

Lähtöhetken julkisen velan korkokustannusten nykyarvo	0,3
Julkinen talouden rakenteellinen perusjäämä lähtöhetkellä	- 0,0
Ikäsidonnaisten menojen muutoksesta syntyvän vastuuvelan nykyarvo	1,5
Omaisuuksien muutoksesta syntyvän vastuuvelan nykyarvo	1,9
Kestävyyssvaje	3,6

*Taulukon luvut ovat pyöristettyjä, eivätkä siten summaudu.*

#### **Laskelma 4**

Neljännessä laskelmassa osakeomaisuuden määritelmä vastaa ensimmäisen laskelman määritelmää, minkä lisäksi kaikkien sektoreiden rahoitusomaisuudelle oletetaan pitkän aikavälin 3,5 % reaalityttö, joka jakautuu osakkeiden osalta arvonnousuun, 1 prosenttiyksikkö, ja osinkoon, 2,5 prosenttiyksikköä. Julkisen velan korkokustannusten oletetaan olevan prosenttiyksikköä pienempi kuin ensimmäisessä laskelmassa. Oletusten myötä velanhoitomenot pienenevät. Tulokset on koottu taulukkoon 5. Korkokustannusten pieneminen kohentaa kestävyyssvajetta. Koska julkisen velan korkoa käytetään laskelmassa diskonttokorkona, sen pienennys nostaa tulevien maksujen nykyarvoa, mikä osaltaan syventää kestävyyssvajetta. Ensimmäiseen laskelmaan verrattuna kestävyyssvaje pienenee vain noin 0,1 prosenttiyksikön verran. Laskelman tulokset vastaavat valtiovarainministeriön kestävyyssvajelaskennan menetelmäkuvauksessa esitettyjä tuloksia.

*Taulukko 5. Kestävyyssvaje arvio osatekijöittäin, kun työeläkejärjestelmän osakeomaisuus on puolet sektorin koko varallisuudesta ja julkisen velan hoitomenot ovat pienemmät kuin laskelmassa 1.*

Lähtöhetken julkisen velan korkokustannusten nykyarvo	0,3
Julkinen talouden rakenteellinen perusjäämä lähtöhetkellä	- 0,0
Ikäsidonnaisten menojen muutoksesta syntyvän vastuuvelan nykyarvo	1,5
Omaisuuksien muutoksesta syntyvän vastuuvelan nykyarvo	0,9
Kestävyyssvaje	2,7

*Taulukon luvut ovat pyöristettyjä, eivätkä siten summaudu.*

#### **4. Lopuksi**

Vaikka kestävyyssvajeen laskenta on hyvin määritelty, liittyy laskennan taustaoletuksiin luonnollisesti epävarmuutta. Muistiossa on kuvattu rahoitusomaisuuteen ja omaisuustuottoihin liittyvien taustaoletusten vaikutusta arvioihin kestävyyssvajeesta. Oletuksia muuttamalla kestävyyssvaje arvio on vaihdellut välillä 2,1 % - 3,6 %.

Kestävyyssvajelaskelmien tulokseen vaikuttavat lisäksi erityisesti oletukset julkisen sektorin tuottavuuden kasvusta ja työllisyyden muutoksista sekä luonnollisesti lähtövuoden alijäämä. Kestävyyssvajelaskennan muihin taustaoletuksiin liittyvää epävarmuutta on kuvattu tarkemmin arviointineuvoston vuoden 2016 raportissa.