



**JULKAISUVAPAA 25.5.2005 klo 15.00**

Pääjohtaja Erkki Liikanen  
Valtion Eläkerahasto 15 vuotta - juhlaseminaari  
25.5.2005 Helsinki

## **Ikääntyminen ja rahoitusmarkkinat**

(Kuvio 1.)

On ilo olla mukana Valtion Eläkerahaston seminaarissa. Kahdestakin syystä. Ensimmäinen ikääntymisen haasteet rahoitusmarkkinoilla ovat keskeinen aihe rahoitusmarkkinoita koskevassa keskustelussa. Toiseksi olin mukana tekemässä vuonna 1989 päätöstä Valtion eläkerahaston perustamisesta. Oli nähtävissä, että valtion eläkemenot kasvavat nopeasti. Samaan aikaan valtiontaloudessa oli suuri ylijäämä.

Ratkaisulla haluttiin vaikuttaa molempiin. Haluttiin varautua tuleviin eläkekustannuksiin ja ehkä aivan erityisesti estää, ettei ylijäämää käytetty uusiin valtion juokseviin menoihin. Siksi budjetissa siirrettiin 4.4 miljardia markkaa eläkerahastoon. Tuolloin se vastasi vajaata prosenttia bruttokansantuotteesta.

Tänään haluan kuitenkin keskittyä ensimmäiseen aiheeseen. Kaukana USA:n keskilännessä, pienessä Jackson Holen vuoristokylässä Wyomingin osavaltiossa järjestetään joka elokuu kuuluisa keskuspankkisymposium.

Symposiumia isännöi yksi USA:n alueellisista keskuspankeista, Federal Reserve Bank of Kansas City. Viime elokuun symposiumin aiheena oli "Globaali väestörakenteen muutos: taloudelliset vaikutukset ja politiikkahaasteet" ja ensimmäisenä puhujana puheenjohtaja Alan Greenspan.

Symposiumissa identifioitiin pitkä lista ikääntymisen vaikutuskanavia talouskehitykseen. Ikääntymisen todettiin vaikuttavan mm. korkotasoon, luonnolliseen työttömyysasteeseen, potentiaaliseen kasvuvauhtiin, rahapolitiikan välittymismekanismeihin, rahoitusvaateiden hintoihin ja rahoitusmarkki-

noiden vakauteen [Bean, Jackson Hole 2004]. Listan ulkopuolelle ei jäänyt montakaan keskuspankia kiinnostavaa taloudellista ilmiötä.

Symposiumin keskustelu kuvastaa sitä, että väestön ikääntymisestä on tullut pysyvä osa kansainvälistä talouspolitiikkakeskustelua. Ilmiöstä on puhuttu viime vuosina runsaasti. Silti väestöennusteita tutkiessa ikääntymisen vauhti ja globaali mittaluokka hätkähdyttää.

(Kuvio 2.)

Ilmiö koskettaa käytännöllisesti katsoen jokaista maailman maata. YK ennakoii tuoreimmassa väestöennusteessaan Euroopan väestön mediaani-ikäen nousevan vuodesta 2000 vuoteen 2050 mennessä lähes 10 vuodella. Aasiassa (ja Etelä-Amerikassa) mediaani-ikäen nousu on vielä nopeampaa: Esimerkiksi Kiinassa mediaani-ikäen ennakoitua nousevan vuosituuhannen vaihteen 30 vuodesta 45 vuoteen vuosisadan puoliväliin mennessä. Mediaani-ikäen nousu on pienin Pohjois-Amerikassa, vain noin kuusi vuotta. Koko maailman mediaani-ikä nousee juuri tällä hetkellä noin kahdeksalla päivällä joka kuukausi.

On helppo ymmärtää, että tämän suuruusluokan muutoksen väestörakenteessa täytyy vaikuttaa talouden toimintaan monella tavalla. Minkälaisia nämä vaikutukset tulevat tarkasti ottaen olemaan, on vaikeampi kysymys. Kokemusperäistä tietoa väestön ikärakenteen muutoksista on hyvin vähän. Vain hieman kärjistäen voi sanoa, että maailmanlaajuisesti on olemassa yksi havainto syntyvyyden voimakkaasta lisääntymisestä (suuret ikäluokat), yksi havainto sen kääntymisestä laskuun (50-60-luvuilta eteenpäin), ja yksi havainto elinajanodotteen trendinomaisesta noususta. Tällaisesta tilastollisesta aineistosta ikärakenteen vaikutusten aito erittely on jokseenkin mahdotonta. Siksi ilmiötä tutkittaessa joudutaan turvautumaan paljolti teoreettisiin analyyseihin ja mallilaskelmiin.

Tässä esityksessä käyn läpi muutamia ikääntymisen vaikutuskanavia rahoitusmarkkinoilla ja haarakoin vaikutusten mahdollisia suuruusluokkia. Aluksi puhun eläkesäästämisen merkityksestä rahoituksen lähteenä kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Sen jälkeen käsittelen väestön ikärakenteen muutoksen ja eläkereformien vaikutusta kansainvälisen reaalikoron muodostumiseen. Ja lopuksi muutama kommentti siitä, miten Suomen eläkejärjestelmä ja eläkeuudistus vastaavat ikääntymisen haasteisiin.

### *Eläkesäästöt rahoitusmarkkinoilla*

Vanhuusajan menoihin varautuminen on yksi merkittävimpiä säästämisen motiiveja ja keskeinen lähde rahoituksen tarjonnassa. Eläkerahastot ovat rahoitusmarkkinoiden suurimpia toimijoita. Ne ovat kuitenkin vain yksi osa ikääntymisen ilmentymä rahoitusmarkkinoilla. Eläkerahastojen ulko-

puolellakin suuri osa yksityishenkilöiden osakeomistuksista, rahastosijoituksista, pankkitalletuksista jne. heijastaa varautumista vanhuusaikaan. Kuinka suuri osa, on mahdoton arvioida. Säästämiseen voi olla monia motiiveja, eikä kunkin osuutta voi yksiselitteisesti määritellä.

Yksinkertainen ajatusleikki voi kuitenkin auttaa hahmottamaan tilannetta. Otetaan esimerkiksi kehittyneet maa, jossa syntyvyys, eläkeikä ja elinajanodote ovat sellaiset, että vanhushuoltosuhte (yli 65-vuotiaiden suhde työikäiseen väestöön) on 23 %, mikä on kehittyneiden maiden tämänhetkistä keskitasoa. Ajatellaan, että kaikki yli 65-vuotiaat ovat eläkkeellä ja kaikki työikäiset töissä. Kuvitellaan edelleen, että maassa on täysin rahastoiva eläkejärjestelmä, jonka antaman eläkkeen suuruus on 60% kunkin ajanhetken keskipalkasta. Kun lisätään muutamia tyypillisiä oletuksia tuottavuuden kasvusta, reaalikorosta ja tuotantoteknologiasta, niin voidaan arvioida, minkä suuruiseksi eläkerahastot pitkällä aikavälillä kertyisivät. Vastaukseksi saadaan noin 340 prosenttia bruttokansantuotteesta! Tämä on hurja luku. Vertailukohdaksi voi ottaa Suomen kansallisvarallisuuden arvon, joka on määritelmästä riippuen ehkä 4-5 kertaa bruttokansantuotteen arvo.

(Kuvio 3)

Lisätään sitten kuvaan mukaan väestön ikääntyminen. YK arvioi kehittyneiden maiden vanhushuoltosuhteen nousevan vuoteen 2050 mennessä 44 prosenttiin. Jos yllä kuvattu laskelma toistetaan olettaen, että vanhushuoltosuhte on 23 prosentin sijaan 44 prosenttia, nousee vaadittava eläkerahastojen määrä huimasti. Pitkällä aikavälillä rahastojen koko kasvaisi noin 640 prosenttiin bruttokansantuotteesta! Toisenlaisin oletuksin päästäisiin hieman erilaisiin tuloksiin, mutta suuruusluokat olisivat samat.

Mitä tällaiset pitkälle tyypitellyt laskelmat kertovat? Eivät kaikkea, mutta ehkä kaksi asiaa. Ensinnäkin sen, että oletetun tasoista eläketurvaa on vaikea järjestää yksinomaan rahastoivilla eläkejärjestelmillä. Kuusi kertaa bruttokansantuotteen suuruisia rahastoja ei voida ylläpitää, ei kansallisesti eikä varsinkaan globaalisti. Tuottavat sijoituskohteet loppuvat yksinkertaisesti kesken. Talous, jonka reaaliarallisuus on yli kuusi kertaa bruttokansantuotteen suuruinen, olisi vahvasti ylikapitalisoitu ja pääoman tuotto mitätön. Siksi on selvää, että suuri osa eläkkeisiin käytettävistä varoista tullaan väistämättä kattamaan jakojärjestelmien kautta.

Toiseksi laskelmien viesti on, että vaikka eläkevastuut hoidettaisiin pääosin jakojärjestelmien kautta ja vain pieni osa rahastoitaisiin, eläkerahastojen volyymit olisivat joka tapauksessa erittäin suuria. Johtopäätöksenä voi todeta että se, miten eläkkeiden hoito järjestetään rahastoivien ja jakojärjestelmien välillä, on yksi keskeisimpiä rahoitus- ja pääomamarkkinoiden tulevaisuutta muokkaavia tekijöitä.

## *Suuret ikäluokat ja "financial market meltdown"*

Joitain vuosia sitten rahoitusmarkkinoiden kehitysnäkymiä koskevaan keskusteluun tuli termi "financial market meltdown" – rahoitusmarkkinoiden luhistuminen. Sillä tarkoitetaan vaikutusta, jonka sodanjälkeisten suurten ikäluokkien eläkkeelle jääminen synnyttää joidenkin laskelmien mukaan rahoitusmarkkinoilla. Kun suuret ikäluokat eläkkeelle siirtyessään lopettavat eläkesäästämisen ja ryhtyvät kuluttamaan karttunutta varallisuuttaan, rahoitusmarkkinoiden tasapaino järkkyy: markkinoilta katoavat ostajat, kun eläkerahastot ryhtyvät realisoimaan varallisuuttaan. Varallisuus-esineiden hinnat romahtavat ja niiden myötä katoaa eläkesäästöjen arvo - näin siis argumentti kulkee.

Viimeaikainen tutkimus päättyy pääosin vähemmän dramaattiseen tulevaisuudenkuvaan. Mainitse massani Jackson Holen symposiumissa johtopäätös oli, että ikärakenteen muutos tulee näkymään rahoitusmarkkinoilla pikemminkin erityyppisten rahoitusinstrumenttien kysynnän vaihteluina kuin yleisenä hintaromahduksena. Esille tuli erityisesti vakuutusyryppisten instrumenttien kysynnän kasvu.

(Kuvio 4.)

Suurten ikäluokkien eläkkeelle jäännin rahoitusmarkkinavaikutuksia pehmentää ainakin kolme tekijää. Ensinnäkin on kiinnitetty huomiota siihen seikkaan, että eläkeläisten tosiasiallinen kulutuskäyttäytyminen ei näytä vastaavan mallien olettamaa: eläkeläiset eivät realisoi varallisuuttaan läheskään sillä nopeudella, mitä teoreettiset mallit antaisivat odottaa. Rahoitusvarallisuus kyllä vähenee eläkkeellä, mutta väheneminen on hidasta, ja merkittävä osa rahoitusvarallisuudesta säilyy elämän loppuun asti. Kun tämä havainto otetaan laskelmissa huomioon, pienentyy ikääntymisen ennakoitu rahoitusmarkkinavaikutus huomattavasti. Vaikutukset saattavat jäädä siinä määrin pieniksi, että vaikutusten erottaminen rahoitusmarkkinoiden normaalista volatilitteetista voi olla vaikeaa.

Toinen äkillisiä hintaliikkeitä ehkäisevä tekijä on se, että suurten ikäluokkien eläkkeelle jäänti on hyvin ennakoitavissa oleva asia. Ennakoitavat tekijät eivät rationaalisilla rahoitusmarkkinoilla aiheuta romahduksia, vaan ne heijastuvat hintoihin vähitellen. Siten jos suurten ikäluokkien eläkkeelle jäämistä nähdään muuttavan rahoitusvaateiden kysynnän ja tarjonnan tasapainoa, markkinat hinnoittelevat sen vähittäin, jo vuosia ennen suurien ikäluokkien eläkkeelle jäämistä.

Kolmas rahoitusmarkkinoiden vastustuskykyä parantava seikka on se, että ainakin niissä maissa, joissa eläketurva perustuu merkittävältä osin yksityiseen säästämiseen, suurten ikäluokkien eläkkeelle jäämistä ja varallisuus-esineiden hintojen välisissä yhteyksissä on kyseessä kaksisuuntainen, itseään korjaava prosessi. Jos odotus suurten ikäluokkien eläkkeelle jäämisestä alkaa yllä kuvatulla tavalla

kasata myyntipaineita varallisuusesineiden markkinoilla ja alentaa osakkeiden, joukkolainojen ja asuntojen hintoja, suurten ikäluokkien varallisuuden arvo laskee. Moni eläkesäästäjä joutuu tilanteeseen, jossa pienentynyt eläkevarallisuus ei enää mahdollista halutun tasoista elintasoa eläkkeellä. Osa eläkkeelle jääntä suunnitelleista joutuu jatkamaan työssä oloa aiottua pitempään. Eläkesäästämisen määrä lisääntyy, eläkkeen kuluttajien määrä vähenee. Tasapaino rahoitusmarkkinoilla kohenee, eikä hintaromahdusta tule.

Suomen Pankissa hiljattain valmistunut, VTT Tuomas Saarenheimon tekemä tutkimus<sup>1</sup> ikääntymisen vaikutuksista kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla tuo vielä yhden, kansainvälisessä keskustelussa vähemmälle huomiolle jääneen näkökulman. Koko rahoitusmarkkinoiden luhistumista koskeva keskustelu perustuu pitkälti ikääntymisen yhden elementin – syntyvyyden ja ikäluokkien pienentymisen – osittaiseen tarkasteluun. On tutkittu, minkälaisia vaikutuksia on sillä, kun pienentyvät ikäluokat kulkevat läpi *muuttumattomana säilyvän* elinkaaren. Käytetyissä malleissa, kohortti toisensa jälkeen käy läpi elämän, jossa lapsuus, työikä ja eläkeikä seuraavat toisiaan ennalta määrättyinä ja pituudeltaan muuttumattomina.

Tällainen lähestymistapa kattaa vain osan ikääntymisproblematiikasta, sillä väestön ikääntymisessä ei ole kysymys vain syntyvyyden pienenemisestä. Yhtä tärkeä osatekijä on elinkaaren muutos, tarkemmin sanoen elinajanodotteen ja erityisesti eläkkeellä vietettävän ajan kasvu. Vuodesta 1950 nykyhetkeen 60-vuotiaan elinajanodote kasvoi noin viidellä vuodella 22 vuoteen. Vuoteen 2050 mennessä sen ennakoitaan kasvavan edelleen noin viidellä vuodella. Kehitys on jokseenkin sama kaikkialla lukuun ottamatta AIDS:sta voimakkaimmin kärsiviä Afrikan maita.

Erityisesti julkisten eläkejärjestelmien kestokyvyn näkökulmasta olisi toivottavaa, että osa pidentyvistä elinkaaresta kanavoituisi työuran pidentymiseen. Tähän asti näin ei ole kuitenkaan käynyt. Luultavaa onkin, että jatkossakin suurin osa lisävuosista pidentää eläkkeellä oloaikaa. Eläkkeellä vietettävän ajan voidaan lähivuosikymmeninä odottaa pidentyvän jopa neljänneksellä.

On selvää, että tämän suuruinen lisäys elinkaaren loppupäähän lisää tarvetta varautua eläkkeiden rahoitukseen. Yli kaksikymmentä eläkkeellä vietettyä vuotta maksaa enemmän kuin viisitoista. Osa lisääntyneistä kustannuksista tulee (erityisesti Manner-Euroopassa) rahoitettua julkisten jakojärjestelmien kautta, mutta myös tarve ja halu yksityiseen eläkesäästämiseen lisääntyvät.

Suomen Pankissa laaditun tutkimuksen perusteella säästämisen lisääntyminen on merkittävää. Tutkimus ennakoi, että tyypillisen 62-vuotiaan, työuransa loppua lähestyvän eurooppalaisen säästämisaste, joka mallin perusteella on nyt runsaat 30 % käytettävissä olevasta tulosta, kasvaa elinajanodotteen

lisääntymisen seurauksena vuoteen 2050 mennessä noin 40 prosenttiin. Tämä siitä huolimatta, että julkiset eläkejärjestelmät kattavat suurimman osan eläkkeellä olon kustannuksista. Mikäli julkisia eläke-etuuksia leikataan kestävämmälle tasolle, säästämisasteen nousu voi olla vielä selvästi voimakkaampi.

Globaalia säästämistä muokkaa siis kaksi vastakkaisiin suuntiin vaikuttavaa tekijää. Yhtäältä ikäluokkien pieneneminen vähentää eläkesäästäjien määrää suhteessa eläkkeellä oleviin, säästöjä kuluttaviin ikäluokkiin. Toisaalta elinkaaren pidentyminen nostaa työikäisten säästämisalttiutta. Yllä mainitut laskelmat viittaavat siihen, että jälkimmäinen vaikutus olisi ainakin seuraavien parin vuosikymmenen ajan voimakkaampi. Vasta vuoden 2030 tienoilla ikäluokkien pienenemisen säästämistä alentava vaikutus alkaisi dominoida. Silloinkin vaikutus olisi vähittäinen, ja näkyisi lähinnä rahoitusmarkkinoille tulevien uusien sijoitusvarojen kasvun hidastumisena, ei romahduksena.

Tällaisiin laskelmiin ei tietenkään pidä suhtautua ennusteina. Talouskehityksen ennustaminen vuosikymmenien horisontilla ei ole realistista, eikä siihen Suomen Pankissa tehdyissä laskelmissa ole pyrittykään. Tarkoituksena on ollut eritellä tiettyjen demografisten, jo nyt suhteellisen hyvin ennakoitavissa olevien trendien vaikutuksia talouteen taloustieteen valtavirtaa edustavassa mallikehikossa.

Eläkesäästämistä lisäävien tekijöiden listaan voi lisätä vielä yhden, spekulatiivisemmän motiivin. Ihmisten suhtautuminen eläkeaikaan näyttää olevan muuttumassa. Aikanaan työelämästä jäätiin pois, kun työkyky oli alentunut niin, ettei tuottavaan työhön ollut enää edellytyksiä. Nyt odotukset ovat muuttuneet. Yhä useammalla ihmisellä on työelämän jälkeen edessään vielä monta tervettä vuotta. Monet näkevät nyt eläkeajan mahdollisuutena nauttia vapaa-ajasta tavalla, johon työelämässä ei ollut mahdollisuuksia. Toisin sanoen odotukset eläkeajan kulutustasosta näyttävät olevan nousussa. Lisääntyvä kulutushalukkuus tarkoittaa lisääntyviä tarpeita eläkesäästämiseen. Miten suuriksi tällaisen asennemuutoksen vaikutukset rahoitusmarkkinoilla muodostuvat, on vaikea arvioida, mutta vaikutuksen suunta lienee selvä.

Tämän keskustelun voi siis tiivistää toteamukseen, että ikääntyminen ja erityisesti suurten ikäluokkien eläkkeelle jäänti hidastaa rahoitusmarkkinoiden volyymin kasvua, mutta nykyarvioiden valossa kasvu jatkuu, eikä äkillisiä tai voimakkaita hintahäiriöitä tarvitse pelätä.

---

<sup>1</sup> Tuomas Saarenheimo: "Ageing, interest rates and financial flows". Bank of Finland Research Discussion Papers, 2/2005.

## *Ikääntyminen, reaalikorot ja julkiset eläkejärjestelmät*

Vaikka varallisuusesineiden hintojen romahdusta ei ole näköpiirissä, vaikuttaa ikääntyminen silti moniin asioihin taloudessa ja rahoitusmarkkinoilla. Työvoiman kasvu kehittyneessä maailmassa hidastuu ja kääntyy - ilman voimakasta maahanmuuttoa - työvoiman supistumiseksi. Työvoiman tarjonnan vähentyminen heikentää investointien kannattavuutta ja pienentää investointeja. Siten pääomakannan kasvu hidastuu. Kun työvoima supistuu ja pääomakannan kasvu hiipuu, jää myös koko talouden tuotannon kasvu vaatimattomaksi. Kaikki nämä tekijät vaikuttavat tasapainokoron muodostumiseen rahoitusmarkkinoilla – siis sen reaalisen korkotason, joka tasapainottaa investoinnit ja säästämisen ja on sopusoinnussa hintavakauden ja tasapainoisen kasvun kanssa.

Tällaisten korkovaikutusten suuruusluokkaa on arvioitu monissa tutkimuksissa, myös Suomen Pankin yllä mainituissa laskelmissa. Jokseenkin poikkeuksetta tutkimuksissa havaitaan, että ikääntyminen alentaa sekä säästämisalttiutta että investointialttiutta. Reaalikoron muodostumisen kannalta keskeinen kysymys on, kumpi reagoi voimakkaammin, säästäminen vai investoinnit. Kattavimmissa laskelmissa tulos on yleensä, että investointialttiuden alentuminen on voimakkaampaa kuin säästämisalttiuden, jolloin talouden tasapainokorko alentuu. Esimerkiksi Suomen Pankin laskelmissa päästään alan tutkimuskirjallisuuden valossa melko tyypilliseen tulokseen, jonka mukaan demografiset muutokset alentaisivat globaalia reaalikorkoa – *ceteris paribus* – noin 0,7 prosenttiyksiköllä seuraavan neljännesvuosisadan aikana.

Julkisilla eläkejärjestelmillä on näissä projektioissa keskeinen ja mielenkiintoinen rooli. Kuten alussa totesin, se, missä määrin eläkkeiden maksuun varaudutaan rahastoimalla (ensimmäisen, toisen tai kolmannen pilarin kautta) ja missä määrin turvaudutaan julkisiin jakojärjestelmiin, on rahoituksen tarjonnan kannalta aivan keskeistä. Tällä hetkellä julkisten jakojärjestelmien osuus on hallitseva erityisesti Euroopassa. Jakojärjestelmien tulevaisuus on kuitenkin epäselvä. Tiedetään varmasti, että jos eläkejärjestelmiä ei radikaalisti uudisteta, tulevat jakojärjestelmien eläkemaksut jatkossa nousemaan rajusti. Suomen Pankin laskelmien mukaan Euroopassa eläkemaksut nousisivat nykyisestä noin 16 prosentista palkkasummasta vuoteen 2040 mennessä noin 28 prosenttiin palkkasummasta. Japani, jossa lähtötaso on matalampi, päätyisi samalle tasolle. Jopa Yhdysvalloissa, jossa ikääntyminen on selvästi hitaampaa, eläkemaksuprosentti nousisi 11:stä lähes 20:een.

(Kuvio 5.)

Toteutuessaan tällainen eläkemaksujen nousu tarkoittaisi ennennäkemättömän suurta sukupolvien välistä verotuksellista tulonsiirtoa. Samaan aikaan vanhusväestön hoivamenojen kasvu tuo paineita muun verotuksen kiristämiseen. On syytä epäillä, voivatko eläkemaksut todellisuudessa nousta näin paljoo, erityisesti kun työntekijöiden ja pääoman kansainvälisen liikkuvuuden jatkuva kasvu vähentää kansallisvaltion verotuksellista liikkumavaraa. Verokilpailun kiristymiseen on kiinnittänyt huomiota moni asiantuntija, mm. professori Börsch-Supan Suomen eläkeuudistuksesta laatimassaan arvioissa.

Eläkejärjestelmien saattaminen kestävämmälle pohjalle on ollut keskeinen osa talouspoliittista agendaa kaikkialla kehittyneessä maailmassa. Suomessa tässä hankkeessa on jo edetty melkoisesti, monissa muissa maissa on enemmän tehtävää.

Rahoitusmarkkinoiden kannalta eläkeuudistusten merkittävin yhteinen piirre on ollut pyrkimys pienentää jakojärjestelmän osuutta vanhusväestön toimeentulon järjestämisessä. Tämä ei välttämättä tarkoita rahastoinnin lisäämistä julkisten eläkejärjestelmien sisällä. Makrotaloudelliselta kannalta samaan tulokseen voidaan päästä myös yksinkertaisesti leikkaamalla jakojärjestelmien etuuksia tai rajoittamalla niiden saatavuutta. Tällaiset uudistukset merkitsevät tulevilta sukupolvilta nykyisille sukupolville perittävien tulonsiirtojen pienentämistä. Niiden seurauksena nykyisten sukupolvien odotettu tulovirta alentuu, kansalaisten halu hankkia korvaavaa yksityistä eläketurvaa kasvaa ja koko kansantalouden säästämisaste nousee. Jokainen tietää, mitä poliittisia haasteita sellaiset reformit merkitsevät.

Kuten edellä todettiin, julkisten eläkejärjestelmien rahoitusvolyymit ovat niin valtavia, että niihin kohdistuvilla reformeilla voi olla suuria makrotaloudellisia vaikutuksia. Suomen Pankin yllä mainitussa tutkimuksessa haarukoitiin näiden vaikutusten suuruusluokkia laskelmalla, jossa oletettiin, että julkisten eläkejärjestelmien eläkemaksut jäädytetään kaikkialla maailmassa vuodesta 2010 eteenpäin. Tämän ajankohdan jälkeen väestön ikääntyminen näkyi laskelmassa eläkejärjestelmien maksamien etuuksien selvänä alentumisena. Laskelman mukaan tällainen toimi jyrkentäisi reaalikorkojen laskua seuraavan neljännesvuosisadan aikana yli puolella prosenttiyksiköllä: Nyt korkotaso laskisi 2030-luvulle saakka 0,7 prosenttiyksikön sijaan 1,3 prosenttiyksiköllä. Voidaan puhua jo mittavasta reaali-tuottojen alentumisesta.

Paitsi eläke-etuuksia leikkaamalla, eläkejärjestelmien kestävyyttä voidaan tietysti kohentaa myös myöhentämällä eläkkeelle jäämistä, siis lisäämällä maksajia ja vähentämällä edunsaajia. Mielenkiintoista on, että eläkeiän nostamisen vaikutukset rahoitusmarkkinoiden tasapainoon ovat juuri päinvastaiset kuin etuuksien leikkaamisen. Eläkkeelle jäämisen lykkääminen hidastaisi eläkekustannusten kasvua, lisäisi työvoiman tarjontaa, kohentaisi investointien tuottoa ja kiihdyttäisi talouskasvua.



Lopputuloksena korkotason lasku jäisi pieneksi tai sitä ei tapahtuisi lainkaan. Yllä mainitussa laskelmassa noin neljän vuoden lisäys työuran loppupäähän (koko maailmassa) riittäisi neutraloimaan ikääntymisen reaalikorkoa alentavan vaikutuksen.

Nämä laskelmat ovat luonteeltaan ajatusharjoituksia, eikä niitä kannata ottaa kirjaimellisesti. Selvää silti on, että eläkesäästämisen ja julkisten eläkejärjestelmien kehitys on keskeisimpiä rahoituksen tarjontaa ja rahoitusmarkkinoiden tulevaisuutta muokkaavia tekijöitä.

### *Eläkejärjestelmien läpinäkyvyys ja uskottavuus*

Riippumatta siitä, missä määrin tulevat eläkkeet päädytään rahastoimaan, tasapainoisen talouskehityksen kannalta eläkejärjestelmiltä vaaditaan kahta ensiarvoisen tärkeää ominaisuutta: läpinäkyvyyttä ja uskottavuutta.

Läpinäkyvyys tarkoittaa sitä, että eläkejärjestelmään kuuluvat ymmärtävät, minkälaisen turvan eläkejärjestelmä heille antaa ja mitkä ovat sen kustannukset heille. Eläkejärjestelmän pitää olla ymmärrettävä – se ei saa eksyttää asiakkaitaan yli- tai aliarvioimaan eläketurvansa tasoa. Tämä on tietysti selvää jo inhimillisestä ja sosiaalisesta näkökulmasta, mutta se on tärkeää myös kokonaistaloudelliselta kannalta: ennemmin tai myöhemmin väärinkäsitykset selviävät, ja silloin seurauksena saattaa olla äkillisiä, rahoitusmarkkinoita heiluttavia muutoksia ihmisten säästämisen- ja sijoituskäyttäytymisessä.

Tähän seikkaan kiinnitti huomiota myös professori Börsch-Supan arviossaan Suomen eläkeuudistuksesta: uudistuksella on monta hyvää puolta, mutta sen jäljiltä järjestelmä on hyvin monimutkainen ja vaikeasti hahmotettavissa. Esimerkkinä voi ottaa vaikkapa elinaikakertoimen. Kyseessä on innovatiivinen, eläkejärjestelmän oikeudenmukaisuuden ja kestävyuden kannalta tärkeä elementti, mutta ymmärtävätkö ihmiset sen merkityksen? Elinajanodote on yksityiselle ihmiselle aika etäinen ja abstrakti käsite. Käykö niin, että parin vuosikymmen kuluttua eläkkeelle jäävät tyrmistyvät odottamattoman pienestä eläkkeestään, kun taas eläkeikää lähestyvät säikähtävät ja ryhtyvät nopeasti lisäämään säästämistään? Ehkä yllätykset pystytään välttämään tehokkaalla valistuksella – muussa tapauksessa voi olla syytä järjestelmän yksinkertaistamiselle.

Uskottavuus tarkoittaa järjestelmän kykyä kaikissa tilanteissa vastata lupauksistaan. Jos eläkejärjestelmän rahoitus perustuu hyvin voimakkaaseen eläkemaksujen nousuun, herää kysymys, löytyykö järjestelmälle tosiasiallisia maksajia myös tulevaisuudessa, vai joudutaanko jossain vaiheessa turvautumaan hätäjarrutukseen. On ilmeistä, että monet eurooppalaiset eläkejärjestelmät kärsivät tällaisesta uskottavuusongelmasta. Ikääntymisen ja sen taloudellisten seurausten nousu otsikoihin ja politiikka-ajendalle on ollut toivottua ja välttämätöntä, mutta tieto on lisännyt myös tuskaa. Monet

eurooppalaiset ovat ymmärtäneet, että ne eläkelupaukset, joiden varaan he ovat elämänsä suunnitelleet, ovat merkittävältä osin vailla katetta. Ja ikävä kyllä näyttää siltä, että vielä useammalla tämä oivallus on yhä edessäpäin.

On selvää, että tällainen oivallus järkyttää ihmisten turvallisuudentunnetta ja vaikuttaa heidän taloudellisiin päätöksiinsä. Usein seurauksena on ylireagointi: usko julkiseen eläketurvaan romahtaa ja kansalaiset ryhtyvät säästämään enemmän kuin olisi taloudellisesti perusteltua. Jotain tällaista voi nähdä Saksan nykytilanteessa.

Eläkejärjestelmän uskottavuuteen liittyy myös toinen tärkeä näkökulma, joka liittyy julkisten eläkemaksujen luonteeseen ja kannustinvaikutuksiin. Uskottavassa, aktuaarisesti reilussa eläkejärjestelmässä eläkemaksut kerryttävät täysimääräisesti edunsaajan henkilökohtaista eläkevarallisuutta ja ovat siinä mielessä hänen kannaltaan säästämistä. Tällaisilla eläkemaksuilla ei ole niitä epäsuotuisia kannustinvaikutuksia, joita veroihin liittyy. Eläkemaksut alkavat saada veron piirteitä vasta kun tästä ideaalista poiketaan. Mitä kauemmas uskottavasta, aktuaarisesti reilusta eläkejärjestelmästä erkaannutaan, sitä enemmän eläkemaksut lähestyvät luonteeltaan verotusta.

Tätä kautta usko eläkejärjestelmän kestävyYTEEN tulevaisuudessa kytkeytyy työnteon tämänhetkisiin kannusteisiin. Jos kansalaisten usko siihen, että he saavat eläkemaksuilleen kohtuullisen vastineen, horjuu, he alkavat kokea eläkemaksut veroina. Kannustimet työnteokoon heikkenevät, voittaja on harmaa talous.

Näiden pohdintojen ohje eläkeuudistuksien valmisteluun on selvä: tavoitteena täytyy olla selkeä ja pitkällä tähtäimellä kestävä eläkejärjestelmä. Osittaiset reformit, joilla lykätään järjestelmän kriisiytymistä muutamalla vuodella, vain korostavat ongelmien syvyyttä ja pelästyttävät kansalaisia. Ne aiheuttavat enemmän ongelmia kuin ratkaisevat.

Ilmeistä on, että Suomen eläkejärjestelmän uskottavuus parani uudistuksen myötä. Onko uskottavuus taattu pysyvästi, onkin jo vaikeampi kysymys. Nyt kun aitoa tietoa uuden järjestelmän toiminnasta alkaa kertyä, on tärkeää jatkaa vaikutusten arviointia. Seuraavien parin- kolmen vuoden aikana pitää pystyä muodostamaan realistinen arvio siitä, missä määrin uudistus tosiasiallisesti pystyy patoamaan eläkemaksujen nousua. Jos havaitaan, että asetetut tavoitteet eivät täyty, tai tullaan mahdollisesti siihen tulokseen, että tavoitteet olivat alun perin asetettu liian vaatimattomiksi, on löydettävä kykyä uusiin toimiin. Yhtäältä tulee taata järjestelmän pitkän tähtäimen kestävyys, ja toisaalta kansalaisille tulee tarjota henkilökohtaisen elämänsuunnittelun pohjaksi selkeä ja kaunistelematon kuva heidän julkisen eläketurvansa tasosta.

On selvää, että ikääntymisen ja kansalaisen vaurastumisen myötä halu ja tarve yksityiseen eläke- ja pitkäaikaissäätämiseen kasvaa myös Suomessa. Tällaisen säästämisen verotuksellista kohtelua on viime vuosina pohdittu erilaisissa työryhmissä. On tärkeää, että järjestelmä on luonteeltaan sellainen, että se tarjoaa verokohtelun ja käytössä olevien instrumenttien osalta yksityiselle säästämislle joustavat edellytykset täyttää niitä aukkoja eläketurvassa, joita julkinen eläkejärjestelmä väistämättä jättää. Näihin kysymyksiin tullaan varmasti palaamaan myös jatkossa.

### *Johtopäätökset*

Ikääntymisen vaikutuksista tehdyistä laskelmista voi vetää erilaisia johtopäätöksiä. Selvää kuitenkin on, että maailma on muutosten edessä, ja näiden muutosten vaikutukset talouteen ja rahoitusmarkkinoihin muodostuvat mittaviksi. Yhtäältä työvoiman kasvun pysähtyminen ja kääntyminen laskuun monissa maissa vaikuttaa alentaa investointikysyntää. Toisaalta väestörakenteen muutos pyrkii supistamaan säästämismahdollisuuksia ja rahoituksen tarjontaa. Samalla pidentyvä elinkaari, erityisesti työelämän jälkeisten vuosien lisääntyminen lisää tarvetta omaehtoiseen eläketurvan rahoitukseen.

Tällä hetkellä näyttää todennäköiseltä, että näiden eri suuntaan ohjaavien voimien yhteisvaikutus rahoitusmarkkinoihin jää vähittäiseksi ja ehkä odotettua pienemmäksi. Varallisuushintojen romahdus tai muita äkillisiä häiriöitä ei ole näköpiirissä. Suurin odotettavissa oleva muutos on pääoman reaalituottojen vähittäinen alentuminen.

Ikääntymisen kansantaloudellisten ja sosiaalisten seuraamusten hallinnassa tarvitaan kolmea toisiaan tukevaa elementtiä. Eläkkeiden rahoitukseen tarvittavat volyymit edellyttävät ensinnäkin, että järjestelmän pohjana tulee aina olemaan julkinen jakojärjestelmä. Sen päälle tarvitaan tukeva rahastoiva elementti, joka tasaa häiriöitä, jakaa taakkaa sukupolvien välillä ja siten edesauttaa talouden sopeutumista demografian muutoksiin. Kolmanneksi pilariksi tarvitaan selkeät edellytykset yksityiselle eläkesäästämislle, joka mahdollistaa yksilötason elämänsuunnittelun ja paikkaa julkiseen järjestelmään jääviä aukkoja.

Eläkejärjestelmän julkisen pilarin uskottavuus pitkällä aikavälillä on elintärkeä. Kestävyydeltään kyseenalaiset, katteettomia lupauksia jakavat eläkejärjestelmät synnyttävät epävarmuutta ja ovat häiriöiden lähde taloudessa ja rahoitusmarkkinoilla. Tämä tosiasia on laajalti ymmärretty, ja toimiin on monessa maassa jo ryhdytty. Suomi on tällä matkalla kärkijoukossa ja kelpaa monessa suhteessa esimerkiksi. Luultavaa silti on, että aivan perille ei täälläkään ole vielä päästy