

Keskustelupuheenvuoro

Jako- vai rahastoiva eläkejärjestelmä? Pohdintaa poliittisen talouden näkökulmasta

Niko Väänänen, yhteiskuntatieteiden maisteri, väitöskirjatutkija, UCLouvain

Abstrakti

Eläkejärjestelmissä on kyse valtavien rahavirtojen ohjaamisesta työssäkäyviltä pääomamarkkinoille ja eläkeläisille. Tässä puheenvuorossa esittelen rahoitustavoista käytyä viimeaikaista kansainvälistä keskustelua ja pohdin argumentteja rahoitustapojen riskeistä. Rahastoivassa järjestelmässä eläkkeet rahoitetaan pääomamarkkinoiden kautta, kun jakojärjestelmässä eläkeläisille jaetaan suoraan osa palkkasummasta. Kumpikaan rahoitustapa ei ole immuuni väestörakenteen ikääntymiselle, mutta rahastoinnin tuotto on ollut korkeampaa. Maahanmuutolla voidaan vahvistaa jakojärjestelmän rahoitusta, kun taas rahastoinnissa varallisuuseriä voidaan ostaa ulkomailta. Blokkiutuvassa ja ilmastonmuutoksen paineistamassa maailmassa rahastointiin liittyy uudenlaisia riskejä, kun taas jakojärjestelmää uhkaa etenkin työmarkkinoiden kehitys. Euroopan komissio haluaa edistää rahastoitua lisäeläketurvaa mutta sen lisääntyminen Euroopassa edellyttäisi verokannusteita, vahvaa ohjausta tai pakollista lisäeläkesäästämistä. Molempiin rahoitustapoihin kohdistuvat paineet tulevat kasvamaan tulevaisuudessa. On oletettavaa, että erot rahoitustavoissa Euroopan maiden välillä tulevat säilymään.

Avainsanat: jakojärjestelmät, rahastoivat eläkejärjestelmät, sukupolvet, sosiaalipolitiikka, vastavuoroisuus
<https://doi.org/10.51810/pt.163537>

Johdanto

2000 luvun alusta lähtien keskustelu eläkejärjestelmien rahoituksellista kestävydestä on kiihtynyt. Erityisesti väestön ikääntyminen, joka on yhdistelmä syntyvyyden alenemista ja eliniän pitenemistä, on nostanut eläkkeiden rahoitusta koskevan keskustelun pinnalle Euroopassa (da Costa Cabral ja Rodrigues 2019). Puheenvuoroissa on kyseenalaistettu toisen maailmansodan jälkeen luotujen jakojärjestelmällä rahoitettujen julkisten eläkejärjestelmien kestävyys. On nähty, että rahoitus on rakennettu erilaisen väestö- ja työmarkkinarakenteen oloissa. Ajatuksena on, että tarvitaan lisää yksityistä eläkesäästämistä ja rahastointia, jotta tulevat eläkkeet ovat turvatumalla pohjalla (Maailmanpankki 1994). Euroopassa keskustelua on ylläpitänyt myös se, että mantereella on vähemmän rahastoitua eläketurvaa kuin Yhdysvalloissa.¹

Etenkin Euroopan komissio on pyrkinyt jo 2000-luvun alusta alkaen ohjaamaan jäsenmaita kohti rahastoivampia eläkejärjestelmiä. Vuoden 2025 alussa käynnistetty säästö ja investointiunionin strategia tavoittelee rahastoitujen lisäeläkkeiden yleistymistä (Euroopan komissio 2025). Taustalla ei ole ensisijaisesti huoli eläkkeiden riittävydestä vaan tavoite ohjata lisäeläkesäästöjä eurooppalaisen yrityssektorin rahoitukseen ja Euroopan pääomamarkkinoiden kehittämiseen, joka voisi samalla nostaa joidenkin eläkkeiden tasoa ja parantaa eläkkeiden riittävyttä. Tällä hetkellä Euroopassa rahastoitua lisäeläketurvaa on etenkin Skandinavian maissa, Alankomaissa, Irlannissa, Isossa-Britanniassa ja Sveitsissä. Suomessa julkinen eläkejärjestelmä on osittain rahastoitu. Komission tavoite on, että rahastoidun eläketurvan osuus lisääntyisi myös muualla Euroopan unionissa (EU).

Tarkastelen tässä puheenvuorossa kriittisesti eläkkeiden rahoitustapojen etuja ja heikkouksia koskevaa tieteellistä keskustelua. Aihe on tärkeä, sillä eurooppalainen keskustelu eläkkeiden rahoituksesta on kiihtymässä mutta suomenkielistä kirjallisuutta aiheesta on toistaiseksi niukasti. Koska uusklassinen taloustiede on hallinnut eläkkeiden rahoitusta koskevaa tutkimusta, myös tämä keskustelupuheenvuoro nojaa pääosin sen piirissä luotuihin malleihin, jotka selittävät rahastoinnin ja jakojärjestelmän tuoton muodostumista ja eroja. Pohdin näiden mallien pohjalta, millaisia riskejä rahoitustapoihin liittyy kansainvälisen politiikan ja työmarkkinoiden kehitysnäkymien valossa. Esitän, että blokkiutuva maailma kasvattaa rahastointiin liittyviä riskejä. Vastaavasti

työmarkkinoiden muutos uhkaa jatkossakin heikentää jakojärjestelmän rahoitus pohjaa. Euroopassa ja Suomessa onkin syytä keskustella siitä, miten eläketurvan rahoitus pohjaa voitaisiin laajentaa.

Molemmilla rahoitustavoilla on puolustajansa

Perinteisesti eläkkeiden kahdella eri rahoitustavalla, jakojärjestelmällä ja rahastoivalla järjestelmällä, on ollut omat vankat kannattajansa. Osa taloustieteilijöistä on puolustanut jakojärjestelmää sen ennakoitavuuden ja selkeyden takia (Barr 2021; Barr ja Diamond 2009; Samuelson 1958). Jakojärjestelmän rahoitus perustuu siihen, että työssäkäyvät jakavat osan palkastaan eläkeläisille. Sen rahoitus on hyvin ennustettava, koska palkkasumman kehitykseen vaikuttavat työllisten lukumäärä ja palkat harvoin muuttuvat äkillisesti väestötasolla. Hallinnointikuluiltaan jakojärjestelmä on myös halvempi kuin rahastoiva järjestelmä. Eläkemaksut ohjautuvat suoraan eläkkeiden maksuun, koska ei ole sijoitustoimintaa eikä siihen liittyviä palkkiokuluja.

Jakojärjestelmä mahdollistaa paremmin myös solidaarisen eläketurvan eli sen, että eläkkeen ei tarvitse vastata yksilön tai sukupolven aiempia työtuloja tai eläkemaksuja. Näin se pystyy myös tasoittamaan sukupolvien tai sosioekonomisten ryhmien välisiä eroja. Eläkkeitä voidaan tarvittaessa ryhtyä maksamaan heti, kun järjestelmä luodaan. Talouskriisien tai sotien koettelemien sukupolvien eläkkeet voidaan nostaa paremmalle tasolle kuin mitä ne puhtaasti sukupolven omiin säästöihin perustuen olisivat. Näin tapahtui Euroopassa toisen maailmansodan jälkeen, kun laajat julkiset eläkejärjestelmät luotiin (Blackburn 2002). Maksujen ja eläke-etuuksien ei tarvitse olla yhtä tiukasti sidoksissa toisiinsa kuin rahastoivassa järjestelmässä, jossa maksut pitää ensin sijoittaa finanssimarkkinoille vuosikymmenten ajaksi ennen kuin ne voidaan muuttaa eläkkeiksi. Jakojärjestelmässä maksussa olevien eläkkeiden tasoa voidaan säätää poliittisella päätöksellä ja muutos astuu voimaan tarvittaessa heti.

Rahastoivan järjestelmän kannattajat korostavat taas sen parempaa tuotopotentiaalia ja historiallisesti parempia toteutuneita tuottoja (Holzmann ja Hinz 2005; Feldstein 1996; Piñera 1994). Rahastoivassa järjestelmässä työssäkäyvien eläkemaksut sijoitetaan finanssimarkkinoille, josta syntyy eläkepääomaa.² Myöhemmin eläkkeelle siirryttäessä pääoma myydään

eläkkeen rahoittamiseksi. Samalla eläkemaksulla rahastointi on usein tuottanut korkeamman eläkkeen kuin jakojärjestelmä. Tämän lisäksi rahastoinnin kautta syntyvää pääomaa voidaan käyttää investointien rahoittamiseen, joita taloudellisen kasvun ylläpitäminen edellyttää. Monet vetoavat myös rahastoivan järjestelmän sukupolvikohtaiseen autonomiaan. Rahastoivassa mallissa sukupolvi säästää itse oman eläketurvansa, eikä järjestelmä perustu sukupolvien välisiin suoriin tulonsiirtoihin. Tämä vähentää poliittista riskiä sille, että luvataan taloudellisesti kestävämpiä eläkkeitä. Rahastoivan järjestelmän on myös esitetty sopeutuvan paremmin väestön ikääntymiseen, koska tuottoa voidaan hakea maailmanlaajuisesti (ks. esim. Maailmanpankki 1994).

Eläkkeissä on kyse osuudesta tulevaan tuotantoon

Taloustieteellisesti tarkasteltuna rahoitustapojen välinen ero ei ole niin jyrkkä kuin usein kuvitellaan, koska eläkejärjestelmässä on lopulta kyse tulevaan kulutukseen varautumisesta. Yksilön kohdalla kyse on siitä, millä tavalla voi varmistaa mahdollisuutensa kuluttaa tuotteita ja palveluita, kun työtulot loppuvat. Nicholas Barr (2021) tiivistää asian seuraavasti: eläkeaikaiseen kulutukseen voi valmistautua kahdella tavalla, joko varastoimalla nykyistä tuotantoa tai luomalla vaateita tulevaan tuotantoon.

Ensimmäinen vaihtoehto ei ole realistinen eikä järkevä. Tulevia palveluita, kuten ravintola-annoksia, hiustenleikkuuta tai terveydenhuoltoa, ei voi varastoida. Myöskään kulutustavaroiden varastointi ei ole mielekästä teknologian ja tuotteiden nopean kehityksen vuoksi. Tänä päivänä varastoitu puhelin tai muu kulutustuote olisi auttamatta vanhentunut neljänkymmenen vuoden päästä. Siksi eläkkeet perustuvat väistämättä tulevaisuuden tuotantoon kohdistuviin vaateisiin. (Barr 2021.) Vaade voidaan toteuttaa kahdella tavalla:

1. Jakojärjestelmässä työssäkäyvät jakavat osan palkastaan eläkeläisille luottaen, että seuraava sukupolvi toimii samoin. Työuran aikaiset siirrot (eläkemaksut) synnyttävät oikeuden osuudesta seuraava sukupolven tuotantoon.

2. Rahastoivassa järjestelmässä eläkemaksuilla ostetaan työuran aikana finanssivarallisuutta, joka voidaan myöhemmin myymällä muuntaa eläkeaikaiseksi kulutukseksi.

Kummassakin tapauksessa eläkkeen arvo perustuu siihen, että tulevaisuudessa on olemassa tuotantoa, jota kuluttaa. Eläkkeet ovat lupausperusteisia sitoumuksia (eräänlaisia *promissory note* -velkakirjoja), jotka antavat oikeuden kulutusosuudesta tulevaisuuden tuotannosta. Jos ei ole palveluita tai tuotantoa, joita kuluttaa, ei eläkelupauksella ole taloudellisessa mielessä mitään arvoa. Eläkeläiset, rahoitustavasta riippumatta, ovat aina riippuvaisia muiden tuottamista palveluista ja tuotteista. Eläkkeiden irrottaminen eläkeaikaisesta tuotannosta on siis täyttä utopiaa. Eikä kukaan siis maksa tässä mielessä itse omaa eläkettään.

Jakojärjestelmä perustuu luottamukseen jatkuvuudesta

Rahoitustapojen välillä on kuitenkin merkittäviä eroja. Jakojärjestelmä perustuu aina pakkoon. Käytännössä se on uskottavasti järjestettävissä vain valtion toimesta, koska valtio on luonteeltaan jatkuva. Valtioon liittyvät jatkuvasti uusia jäseniä syntyvyyden ja maahanmuuton kautta, vaikka aiemmat jäsenet ikääntyvät ja kuolevat pois. Näin valtio on ajalliselta luonteeltaan avoin, eikä sille edellytetä loppumisajankohtaa kuten ei eläkejärjestelmälle. Yritykset taas voivat mennä konkurssiin tai niiden toimiala voi supistua tai loppua kokonaan, joten ne eivät voi uskottavasti luvata jakojärjestelmäperusteista eläkettä. Jakojärjestelmän on oltava aikahorisontiltaan avoin ja perustuttava luottamukselle riittävästä määrästä motivoituneita maksajia.

Valtio voi lainsäädäntöoikeutensa kautta pakottaa ihmiset osallistumaan eläkejärjestelmään ja sen rahoitukseen. Valtiokytköksestä seuraa, että se on alttiimpi suorille poliittisille riskeille (Barr ja Diamond 2009). Etuuksia ja rahoitusta voidaan muuttaa poliittisilla päätöksillä ilman sitoutumista järjestelmän pitkäjänteiseen kestävyYTEEN. Riski toteutuu esimerkiksi silloin, kun poliitikot lupaavat taloudellisesti kestäättömiä eläkkeitä tavoitellakseen äänestäjien suosiota. Toinen riski liittyy sukupolvien väliseen luottamukseen. Jos nuoremmat sukupolvet eivät usko saavansa eläkkeitä tulevaisuudessa,

he voivat kapinoida ja kieltäytyä osallistumasta sen rahoitukseen (ks. esim. Brandstedt 2023). Tällöin jokin sukupolvi voisi jäädä ilman sitä eläkettä, jonka se oli odottanut saavansa. Tätä riskiä on pyritty lieventämään sillä, että Euroopan ihmisoikeussopimuksessa eläkkeet tulkitaan omaisuudensuojan piiriin kuuluviksi (ks. esim. Hartmann–Cortés 2023). Mahdollinen ”sukupolvikapina” ja kieltäytyminen jatkaa jakojärjestelmän rahoittamista on tehty juridisesti vaikeaksi, jotta luottamus ja ennustettavuus järjestelmään säilyisi. Tämän lisäksi maat pyrkivät eläkeuudistuksillaan ylläpitämään nuorten motivaatiota rahoittaa eläkkeitä. Esimerkiksi eläkemaksun taso on haluttu pitää Euroopan maissa tietyn rajojen puitteissa, koska ajatellaan, että tietyn tason ylittävä eläkemaksu olisi epäreilu nuoremmille syntymäkohorteille (ks. esim. Vidlund ym. 2022).

Jakojärjestelmä edellyttää epäsuoraa vastavuoroisuutta ja jatkuvasti uusiutuvaa yhteisöä. Jokaisen sukupolven pitää luottaa siihen, että on seuraava sukupolvi, joka jatkaa vastavuoroisesti eläkkeiden rahoittamista (Gosseries 2017). Moraalisena perusteluna jakojärjestelmälle on, että näin myös aiempi sukupolvi kohteli sitä edeltänyttä sukupolvea, eikä vastavuoroisuudelle oleteta loppupistettä. Sukupolvien välisellä yhteistyöllä ja riskienjaolla voidaan parantaa jokaisen sukupolven asemaa, koska riskejä ja hyötyjä voidaan jakaa ajassa eri-ikäisten ihmisten kesken.

Rahastointi edellyttää ostavaa vastapuolta

Rahastoivassa järjestelmässä puolestaan sukupolvi säästää omaa tulevaa eläkettään varten, eikä järjestelmä perustu samanlaiseen yhtä suoraan sukupolvien väliseen vastavuoroisuuteen. Tosin myös rahastoinnissa eläkkeen realisointuminen edellyttää kuitenkin vastapuolta. Eläkeajalle myytävälle pääomalle täytyy löytää ostaja, jotta säästöt voidaan muuntaa kulutukseksi. Ostajan usein oletetaan olevan esimerkiksi säästämisvaiheessa oleva nuorempi sukupolvi. Ajatuskokeena voi miettiä, että jos vauraiden maiden kaikki suuret ikäluokat myisivät eläkevaransa samanaikaisesti, myyntipaine romahduttaisi varallisuuserien hinnat, koska nuoria ostajia on paljon vähemmän. Tätä ”*asset market meltdown*” -hypoteesia on esitetty aika ajoin (ks. Brooks 2000; Santoro 2009), mutta osa tutkimuksesta (esim. Poterba 2001) kyseenalaistaa

oletuksen jyrkästä romahduksesta, eikä hypoteesi ole toistaiseksi toteutunut, vaikka suuria ikäluokkia on jo eläköitynyt. Usein myös huomautetaan, että väestörakenteeltaan nuoremmat taloudet (esim. maat Afrikassa ja Latinalaisessa Amerikassa) voisivat toimia eläkevarallisuuden ”ostajina”, kun ikääntyvä väestö myy sitä Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa, joissa on erityisen paljon rahastoitua eläkevarallisuutta. Käytännössä kuitenkin näiden alueiden rahoitusmarkkinoiden rajoittuneisuus sekä institutionaaliset syyt rajoittavat niiden kykyä imeä mittavia pääomavirtoja pohjoiselta pallonpuoliskolta.

On muistettava, että eläkevaroja on kasautunut valtavat määrät. Vuonna 2024 eläkerahastoissa oli maailmanlaajuisesti varallisuutta arviolta 60 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria, josta lähes kaksi kolmannesta oli yhdysvaltalaisen eläkerahastojen hallussa (OECD 2024). Laajamittainen eläkerahastointi on keskittynyt käytännössä muutamiin kymmeneen maihin Amerikassa, Euroopassa, Aasiassa ja Oseaniassa. Tutkimusten mukaan rahastovien järjestelmien kasvu muualla maailmassa voisi syventää pääomamarkkinoita ja parantaa kansainvälisen hajauttamisen mahdollisuuksia (Stewart ym. 2017). Toisaalta, jos rahastointi yleistyy laajasti, kilpailu tuotoista voi kiristyä. Tämä voi laskea tuotto-odotuksia, jos globaali säästöylijäämä kasvaa suhteessa investointikysyntään (Börsch-Supan ym. 2005). Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö OECD (2024) on todennut, että rahastoinnin laajentuminen on nykyisille rahastoiville maille siten kaksiteräinen miekka: se parantaa hajautusmahdollisuuksia mutta voi samalla pienentää rahastoinnin tuotto-odotuksia.

Miten väestön ikääntyminen vaikuttaa rahoitustapoihin?

Joskus esitetään ajatuksia, jonka mukaan rahastoiva eläketurva on paremmin suojassa väestön ikääntymisen aiheuttamilta haasteilta kuin jakojärjestelmä. On kuitenkin syytä tarkastella tätä väitettä tarkemmin ja kysyä, että onko rahastoiva järjestelmä todellakin paremmin suojassa väestörakenteen muutoksilta kuin jakojärjestelmä.

Jos väestörakenteen muutos johtuu eliniän pitenemisestä, on selvää, ettei rahastoiva järjestelmä tarjoa sen parempaa suojaa kuin jakojärjestelmäkään. Mikäli ihmiset elävät pidempään ja halutaan säilyttää ennallaan sekä eläketaso että eläkeikä, on eläkkeitä rahoitettava aiempaa suuremmilla maksuilla

rahoitustavasta riippumatta. Pidempi eläkeaika vaatii kasvattamaan säästöastetta molemmissa rahoitustavoissa. On selvää, etteivät rahastoiva järjestelmä ja jakojärjestelmä eroa toisistaan, kun kyseessä on eliniän pitenemisen aiheuttama rahoitusvaje.

Entä sitten toinen aiemmin mainittu ilmiö eli alentunut syntyvyys ja siitä seuranneet peräkkäisten sukupolvien kokoerot? Alentunut syntyvyys on hidastanut työikäisen väestön kasvua, mikä on johtanut siihen, että eläkeläisten suhde työssäkäyviin on kasvanut. On totta, että rahastoivaan järjestelmään kohdistuvat haasteet eivät ole yhtä suoraviivaisia, koska eläkemaksuilla ei suoraan rahoiteta edeltävän sukupolven eläkkeitä vaan ne sijoitetaan sukupolven tulevia omia eläkkeitä varten. Intuitiivisesti ajateltuna sukupolvien kokoerot eivät tällöin ole niin oleellisia, koska jokainen sukupolvi rahoittaa omaa eläkettään. Päättely on kuitenkin puutteellinen. Rahastoiva järjestelmä ei ole immuuni väestörakenteen muutokselle. Selitys tälle on se, että suurin osa bruttokansantuotteesta (BKT) muodostuu työpanoksesta, joten pääoma tuottaa vain, jos se voidaan yhdistää riittävään määrään työvoimaa. Kun työvoima vähenee, myös pääoman tuotto voi heikentyä. Tämä johtuu siitä, että hidastuva työvoiman kasvu vähentää investointitarvetta ja samalla kysyntää pääomalle. (Blanchet 2023.)

Molempien rahoitustapojen kytkös väestörakenteeseen riippuu lopulta yksinkertaisesta asiasta. Eläkerahoituksen keskeinen periaate on, että eläkkeet rahoitetaan lopulta työpanoksella riippumatta siitä, käytetäänkö rahastointia vai jakojärjestelmää. Periaatteen vahvuus riippuu siitä, kuinka hyvin työ ja pääoma voivat korvata toisiaan. Mikäli pääoma (laitteet ja tuotantoteknologia) ei voi korvata työvoimaa, väite pätee erityisen vahvasti. Toisaalta, jos teknologia mahdollistaa työvoiman korvaamisen, esimerkiksi jos koneet kykenevät itseensä tuotantoon ilman mitään tarvetta ihmistyövoimalle, voivat investoinnit pääomaan aidosti vähentää riippuvuutta seuraavien sukupolvien työpanoksesta. Tällaisessa tilanteessa, josta ollaan ymmärtääkseni vielä kaukana, perättäisten sukupolvien kokoero ei ole samanlainen haaste rahastoivalle järjestelmälle kuin se on jakojärjestelmälle.

Tilanteessa, jossa pääoma korvaa työvoiman, esimerkiksi täyden automatisoinnin tai robotiikan myötä, rahastoiva eläkejärjestelmä on vähemmän riippuvainen väestörakenteen kehityksestä. Tällöin eläkkeitä voitaisiin rahoittaa pääoman tuotoilla, vaikka palkkatulot supistuisivat voimakkaasti. On tietenkin selvää, että samalla nousisi esiin täysin uusia kysymyksiä. Miten eläkkeitä

karttuisi, jos palkkatyö vähenisi merkittävästi tai katoaisi kokonaan? Ja missä määrin nykyisen kaltainen eläkejärjestelmä olisi ylipäättään tarpeellinen tilanteessa, jossa robotit tekisivät kaiken työn?

Mikäli pääoma ja työvoima ovat tuotannossa täydellisiä komplementteja, eli niitä on käytettävä kiinteässä suhteessa toisiinsa esimerkiksi niin, että yksi työntekijä käyttää yhtä konetta. Jos työvoima vähenee tilanteessa, jossa nämä kaksi tuotantopanosta (pääoma ja työvoima) ovat alun perin tehokkaassa suhteessa toisiinsa, pääoman rajatuotto putoaa nolnaan.³ Tässä asetelmassa yksi lisäkone ei tuota mitään lisäystä tuotantoon, koska sitä ei ole kukaan käyttämässä. Toisin sanoen lisäpääomasta saatava tuotto putoaa nolnaan ja osa pääomasta jää toimettomaksi. Tällaisessa, varsin teoreettisessa, esimerkissä rahastoiva järjestelmä on yllättäen herkempi väestörakenteen muutoksille. (Blanchet 1998.)

Tapauksessa, jossa työvoima ja pääoma eivät ole täydellisiä substituutteja mutteivat myöskään täydellisiä komplementteja, rahastointi ja jakojärjestelmä kärsivät molemmat työvoiman vähenemisestä. Tämä tilanne vastaa todellisuutta enemmän kuin edeltävät ääriesimerkit. Näin voidaan olettaa, vaikka tulevaisuutta ennustaneet tutkimukset ovat antaneet erilaisia tuloksia automaation näkymistä. On oletettavaa, että pääoma ja ihmistyö täydentävät toisiaan myös tulevaisuudessa, vaikka tekoäly kehittyy nopeaa tahtia ja muutosta on vaikea arvioida. Carl Benedikt Frey ja Michael A. Osborne (2017) arvioivat, että merkittävä osa (45 %) ammateista Yhdysvalloissa on alttiita automaatiolle, ja paine kohdistuu erityisesti rutiinitehtäviin. Melanie Arntz ym. (2016) taas näkevät, että OECD-maissa alle 10 % töistä on automatisoitavissa. Laura Tyson ja John Zysman (2022) ennustavat, että automaatio ja tekoäly uudelleenjäsentävät työnjakoa. Ne syrjäyttävät ihmisiä nykytehtävistä mutta samalla luovat kysyntää uusille tehtäville. Automaation lisääntyminen kannustaa miettimään uusia rahoituslähteitä eläkkeiden turvaamiseksi, jos työtulojen osuus pienenee. OECD (2024) onkin selvittänyt, kuinka sosiaaliturvan rahoituspohjaa voisi tasapainottaa ja vahvistaa ei-työtuloihin perustuvilla lähteillä (kuten kulutus- ja varallisuusveroilla sekä ympäristöveroilla).

Kaiken edellä esitetyn perusteella voidaan todeta, että rahastoiva järjestelmä ei ole yhtä suoraan riippuvainen väestörakenteesta kuin jakojärjestelmä mutta ei myöskään immuuni muutokselle. Toisaalta jos työvoiman ja palkkasumman kasvu hidastuu, pääoman tuotto heikkenee erityisesti tilanteessa, jossa säästämistä pysyy korkeana mutta investointimahdollisuudet vähenevät.

Molemmissa tavoissa rahoitusta voi vahvistaa kansainvälisesti

Edellä vertailtiin rahoitustapoja suljetussa ympäristössä. Kansallisten eläkejärjestelmien rahoitusta on mahdollista kuitenkin vahvistaa kansainvälisesti. Rahastoinnin etuna pidetään sitä, että pääoman tuottoa voidaan hakea globaalisti. Rahastoiva järjestelmä ulkoistaa rahoitukseen liittyvät riskit finanssimarkkinoille, eivätkä niiden tarvitse olla kotimaiset. Sijoituksia voidaan ohjata maihin ja maanosiin, missä talouskasvu on vahvaa. 1980-luvun lopulta lähtien pääoman liikkuvuutta on vapautettu ja rahoitusmarkkinoiden sääntelyä purettu. Nykypäivänä pääoman liikkuvuus onkin suurta ja vaivatonta. Tämä mahdollistaa hajauttamisen alueille, joissa pääomalle on suurempi kysyntä. Tosin kuten aiemmin kuvattu, tämä edellyttää riittävän vankkoja rahoitusmarkkinoita ja instituutioita kohdemaissa.

Samalla globaali hajautus tarkoittaa, että eläkevaroja sijoitetaan ulkomaisiin yrityksiin. Käytännössä työntekijöiden säästöillä voidaan rahoittaa yrityksiä, jotka kilpailevat kotimaisen tuotannon ja työpaikkojen kanssa. Tätä argumenttia on käytetty ay-liikkeen puheenvuoroissa, erityisesti Ranskassa, missä eläkerahastoja ja rahastointia on ajoittain vastustettu näyttävästi. Esimerkiksi yhdysvaltalaisen varainhoitoyhtiön, BlackRockin Pariisin-toimisto vallattiin eläkeuudistusmielenosoitusten yhteydessä (Jabkhiro ja Trompiz 2023). Ranskassa onkin ollut vallalla poliittinen kulttuuri, joka on suhtautunut varsin kielteisesti rahastoivaan eläketurvaan, koska sen nähdään heikentävän kansallista solidaarisuutta. Poikkeuksellisesti jopa maan pakollinen lisäeläkejärjestelmäkin toimii ensisijaisesti jakojärjestelmäperiaatteella. (Väänänen ja Liukko 2023.)

On totta, että rahastoivaan järjestelmään verrattuna jakojärjestelmä on sidottu yhteen poliittiseen yhteisöön, tyypillisesti valtioon, ja sen talouteen, etenkin palkkasummaan. Maahanmuuton lisääminen on jakojärjestelmässä verrannollinen ulkomaita hyödyntävä tuotonhakustrategia. Jakojärjestelmän rahoitusta voi vahvistaa lisäämällä työikäisten maahanmuuttoa, joka kasvattaa rahoituksen pohjaa eli palkkasummaa.

Nämä kaksi tuotonhakustrategiaa, sijoittaminen ulkomaille sekä maahanmuutto, ovat verrannollisia. Ensin mainitussa luotetaan pääoman liikkuvuuteen, jälkimmäisessä työvoiman liikkuvuuteen. Teoriassa maahanmuutto tarjoaa väylän vastata väestön ikääntymisen aiheuttamiin rahoitusongelmiin

jakojärjestelmässä. Käytännössä sen hyödyntäminen ei ole kuitenkaan suoraviivaista.

Vauraisiin maihin suuntautuva muuttoliike on herättänyt huolta niin sanotusta *brain drain* -ilmiöstä, jossa lähtömaiden koulutettu työvoima vähenee, kun koulutetut siirtyvät työskentelemään rikkaampiin maihin (Docquier ja Rapoport 2012). Ilmiötä on kritisoitu köyhempien maiden hyväksikäytönä. Pitkällä aikavälillä maahanmuuton vaikutusta rahoituspoljaan hillitsee se, että maahanmuuttajien syntyvyys laskee yleensä syntyperäisen väestön tasolle (Sobotka 2008; Adserà ja Ferrer 2015). Jos Euroopan maat puolestaan paikkaavat työvoimapulaa tuomalla työntekijöitä muista EU-maista, kyse on koko unionin tasolla nollasummapelistä. Alenevan syntyvyyden maailmassa maahanmuuton lisääminen ei siis ole yksiselitteinen eikä pysyvä ratkaisu jakojärjestelmän kestävyYTEEN, vaikka sillä on kiistattomia myönteisiä puolia. Se lisää yksilöiden vapautta hakeutua korkeamman tulotason ja usein parempien sosiaali- ja ihmisoikeuksien maihin.

Rahoitustapojen rajat ovat samat

Haasteista huolimatta molemmat ratkaisut, olipa kyse pääomaan sijoittamisesta tai työvoiman liikkuvuudesta, palautuvat lopulta samaan ydinongelmaan. Eläkkeiden rahoittaminen edellyttää riittävää määrää työikäisiä. Rahastoiva järjestelmä voi ohjata pääomia väestörakenteeltaan nuoriin maihin, kun taas jakojärjestelmässä voidaan pyrkiä houkuttelemaan työikäistä väestöä nuoremmista maista muuttoliikkeen keinoin.

Maapallon rajat tulevat molemmissa rahoitustavoissa vastaan. Vaikka väestön ikääntyminen ja väestönkasvun hidastuminen etenevät eri tahtiin eri puolilla maailmaa, demografisen siirtymän teoria (Kirk 1996) ennustaa, että nämä kehityskulut koskettavat lopulta kaikkia maita. Kumpikaan rahoitustapa ei tarjoa pysyvää tai rakenteellisesti kestävää ratkaisua ikääntyvään väestörakenteeseen.

Asian voi esittää myös teknisesti. Jakojärjestelmän tuotto perustuu kansantalouden kasvuvauhtiin eli $n + g$:hen, jossa (n) kuvaa työikäisen väestön kasvua ja (g) tuottavuuden kasvua. Järjestelmä on kestäväällä pohjalla, kun molemmat komponentit kasvavat vahvasti. Tuottavuuden kasvu näkyy työssäkäyvien

kasvavina palkkoina, ja vastaavasti työssäkäyvien määrän lisääntyminen kasvattaa eläkkeitä rahoittavaa joukkoa. Tässä tilanteessa palkkasumma kasvaa vahvasti. Näin oli Länsi-Euroopassa toisen maailmansodan jälkeen aina 1970-luvun öljykriisiin asti. Jos jompikumpi heikkenee, rahoituspohja kaventuu. Työväestön kehitys voi jopa kääntyä negatiiviseksi.

On kuitenkin oleellista ymmärtää, että myös jakojärjestelmässä eläkemaksulle saadaan tuottoa, vaikka maksua ei rahastoidakaan. Yksilön maksama eläkemaksu muuttuu oikeudeksi tulevaan eläkkeeseen, ja maksulle saatava tuotto kasvaa maksupohjan (työllisten määrä $\times$ keskipalkka) kehityksen mukana. Jakojärjestelmän rahoittaminen voidaan näin myös ymmärtää säästämiseksi, koska maksetun eläkemaksun saa aikanaan ulos maksettuna eläkkeenä, jolle on tullut tuottoa (Samuelson 1958). Tämä usein unohtuu julkisessa keskustelussa, kun jakojärjestelmää kuvataan pyramidihuijaukseksi, jossa maksut ovat välitöntä kulutusta. Jakojärjestelmässä tuotto on kytköksissä kansantalouden kasvuvauhtiin. Toisen maailmansodan jälkeinen vahva väestön- ja talouskasvu loivat suotuisan ympäristön, jossa jakojärjestelmät kehittyivät laajenevan maksupohjan varassa. Tällaisessa ympäristössä jakojärjestelmä oli erityisen vahva eläkkeiden rahoitustapa.

Rahastoivassa järjestelmässä tuotto määräytyy pääoman tuottoasteen (r) mukaan, joka on vaihdellut aikakausittain ja alueittain. Vaikka rahastoiva järjestelmä hyödyntää sijoitusvarojen tuottoa (r), myös pääoman tuottoaste on osittain riippuvainen talouskasvusta eli väestönkasvusta (n) ja tuottavuuden kasvusta (g). Mikäli työikäisen väestön määrä laskee globaalisti, myös (r) voi heikentyä. Tämä havainto haastaa yksinkertaiset perustelut rahastoinnin puolesta.

Tämän vuoksi rahastointia on yhä useammin perusteltu sen rakenteellisella etulyöntiasemalla (Mylonas ja Maisonneuve 1999; Maailmanpankki 1994). Ajatuksena on, että vaikka (r) ja ($n + g$) lähentyisivät toisiaan, rahastoiva järjestelmä voi silti tuottaa korkeampia eläkkeitä samoilla maksuilla. Pääoman parempaa tuottoa ylläpitää esimerkiksi se, kun voittoja ei investoida uudelleen tuotantoon tai kun yhteiskunnan kokonaisinvestointiaste on liian matala. Tällöin rahastoiva järjestelmä hyötyy rakenteellisesti niukasta pääomasta ja siten korkeammasta tuotosta. (Blanchet 2023.) Rahastointi edellyttää toimivia pääomamarkkinoita ja sitä, että työpanoksen saatavuus säilyy riittävänä myös kansainvälisesti. Näin tulkittuna rahastointi ei ole suojassa väestörakenteen

muutokselta, mutta se voi tietyin institutionaalisin edellytyksin vastata väestön ikääntymisen aiheuttamiin haasteisiin tehokkaammin juuri paremman tuotto-odotuksensa ansiosta.

Rahoitustapojen tuottoeroista

Pääoman eli varallisuuserien tuotto voi olla rakenteellisesti korkeampi kuin talouden kasvuvauhti. Thomas Pikettyn vuoden 2013 teos osoitti historiallisen aineiston avulla, että varallisuuserien tuotto on ollut keskimäärin 0–4 prosenttiyksikköä korkeampi kuin talouden kasvuvauhti – lukuun ottamatta poikkeuksellisia ajanjaksoja kuten sotavuosikymmeniä, joita 1900-luvulle sattui useita.

Pikettyn havaintoja tukee Òscar Jordàn ym. (2019) laaja tutkimus, jonka mukaan edistyneissä talouksissa varallisuuserien reaalityttö on viimeisten 150 vuoden aikana systemaattisesti ylittänyt talouskasvun. Tutkimuksessa mitattiin osakkeista, joukkovelkakirjoista, lyhytaikaisista sijoituksista ja asunnoista koostuvan salkun keskimääräistä reaalityttöä. Tulosten mukaan varallisuuserien keskimääräinen reaalityttö oli noin 6,1 prosenttia vuodessa, kun taas BKT:n reaalityttö oli keskimäärin 3,1 prosenttia. Tämä tuotti keskimääräisen tuottoeron varallisuuserien ja talouden kasvuvauhdin välillä, joka oli noin 3 prosenttiyksikköä.

Sama tutkimus vahvisti myös sen, että osakkeiden reaalityttö on keskimäärin selvästi korkeampi kuin riskittömien sijoitusten, kuten valtion joukkovelkakirjojen. Riskipremio eli lisääntyneestä riskistä johtuva tuottoero näiden välillä oli noin 4 prosenttia ennen ensimmäistä maailmansotaa, negatiivinen suuren laman aikana ja nousi 1950-luvulla jopa 14 prosenttiin. Vuoden 2000 jälkeen premio on palannut noin 4 prosentin tasolle. Maiden välillä on eroja, ja esimerkiksi Suomessa vuosina 1980–2015 riskillisten sijoitusten reaalityttö oli 13,1 prosenttia ja riskittömien 4,2 prosenttia, mikä tarkoitti 8,9 prosentin riskipremiota. Italiassa vastaavat luvut olivat 5,2 ja 4,1 prosenttia, eli riskipremio jäi vain 1,1 prosenttiin. (Jordà ym. 2019.)

On huomioitava, että eri sijoitusluokat ovat eri tavalla alttiita inflaation vaikutuksille, joka on keskeinen huomioitava asia eläkkeiden rahoituksessa. Ihmisille on tärkeää, että eläkkeillä voi ostaa tavaroita ja palveluja, vaikka

hinnat nousisivat, joten eläkkeiden reaaliarvo (eli ostovoima) on keskeistä. Inflaatioon sitomattomiin joukkovelkakirjoihin sijoittaminen altistaa pitkäkestoiselle inflaatiolle. Tämä voi heikentää säästöjen reaaliarvoa. Näin kävi maailmansotien yhteydessä. Osakkeisiin tai inflaatioon sidottuihin velkakirjoihin sijoittaminen puolestaan pienentää inflaatoriskiä. Inflaation vaikutus osakkeisiin ei kuitenkaan ole neutraali, jos inflaatio on epävakaata tai odotukset sopeutuvat hitaasti. Esimerkiksi Yhdysvalloissa vuosina 1975–1985 osakkeiden reaalityttö ja inflaatio korreloivat negatiivisesti, jolloin osakkeet eivät tarjonneet suojaa inflaatiolta. Näinä aikoina inflaatoriskiä hallittiin parhaiten inflaatioon sidotuilla velkakirjoilla. (Lavigne 2025.)

Toisin sanoen rahastointi ei poista väestörakenteen muutoksista aiheutuvia haasteita. Normaalitylanteessa se tarjoaa kuitenkin tehokkaamman tavan rahoittaa eläkkeitä kuin jakojärjestelmä, koska sen tuotto on parempi. Tilanne muuttuu päinvastaiseksi suurten taloudellisten shokkien aikakausina. Sotien, rahoitusmarkkinakriisien tai korkean ja epävakaan inflaation oloissa rahastoinnin reaalitytöt voivat heiketä huomattavasti tai kääntyä negatiivisiksi

Rahastointiin liittyvät riskit

On tietenkin virhe argumentoida rahastoinnin puolesta pelkästään väitteellä, että pääoman keskimääräinen tuotto on ollut korkeampi kuin palkkasumman (Barr ja Diamond 2009). Olennaista on, että reaalitymaailmassa rahastojen kokonaistuotto koostuu useasta eri r :stä (sijoituslajikohtaisista tuotoista), ja siksi on tärkeää huomioida riskikorjattu r , instituutionaalinen toimintaympäristö sekä eri rahoitustapoihin liittyvät kustannukset.

Olisi tärkeä tarkastella tarkemmin rahastointiin liittyvää tuotto–riski–suhdetta. Vaikka jakojärjestelmä on suoraan alttiimpi (yhteisön) väestöriskeille, rahastoitu järjestelmä altistuu finanssimarkkinoihin liittyville riskeille. Finanssimarkkinoilla varallisuuserien arvot heilahtelevat. Eläkkeitä maksetaan vuosittain tasaiseen tahtiin, jolloin varallisuuserien arvon vaihtelut ovat ongelmallisia. Esimerkiksi vuosien 2008–2009 finanssikriisissä eläkerahastojen varat supistuivat lyhyessä ajassa jopa 25 prosentilla (Casey 2014).

Ehkä edellä mainittua riskiä vielä merkittävämpiä ovat poliittiset riskit, joita rahastointiin liittyy. Matalien korkojen ja COVID-19-pandemian

seurauksena monien valtioiden julkinen velka on noussut korkealle tasolle. Euroopan keskuspankin määrällinen elvytys ja pandemia ajan osto-ohjelma ovat olleet keskeisesti muokkaamassa rahastoidun eläketurvan tuotto-riski ympäristöä. Laajat valtionlainojen osto ohjelmat painoivat pitkät korot alas, mikä laski turvallisten sijoitusten odotettuja tuottoja. Samalla alhaiset korot auttoivat jäsenvaltioita pitämään velanhoitomenot kurissa. Matalat korot ovat velalliselle hyödyksi mutta eläkesäästäjälle myrkkyä: ne heikentävät varmana pidettyjen sijoitusten tuottoja. Matalan korkotason pitkittyminen oli yksi keskeinen syy siihen, että Alankomaat käynnisti laajan rahastoivaa työmarkkinaeläkejärjestelmää koskevan uudistuksen. Tavoitteena oli vähentää matalien korkojen aiheuttamaa painetta ja siirtyä joustavampaan, markkinaehtoisin tuottoihin sidottuun malliin (Westerhout ym. 2024). Toisin sanoen uudistuksessa luovuttiin tiukasta eläketason lupauksesta etukäteen.

Onkin kasvanut riski sille, että valtiot turvautuvat finanssirepressioon⁴ pitääkseen velanhoitomenot matalina. Finanssirepressiosta on historiallisia kokemuksia. Toisen maailmansodan jälkeen valtioiden velkataakat kevenivät huomattavasti vuoteen 1980 mennessä, mikä selittyy merkittävilta osin finanssirepressiolla, ei pelkästään vahvalla talouskasvulla (Reinhart ja Sbrancia 2015). Tuolloin vallinnut Bretton Woods järjestelmä kiinteine valuuttakursseineen, laajoine pääomanliikkeiden rajoituksineen ja mittavine julkisine interventioineen piti korot ja tuotot matalina. Tämän laski pääomalle saatavaa tuottoa, mutta seuraukset eläketurvalle olivat silloin pienemmät. Rahastoidut eläkejärjestelmät olivat kehittymättömiä, ja väestöstä vain pieni osa oli eläkeläisiä, joiden toimeentulo oli riippuvainen eläkerahastoista. Nyt tilanne olisi toisenlainen.

Nykyisessä ympäristössä, jossa rajat ylittävät pääomavirrat ovat laajoja, korkokattojen tai laaja alaisten pääomakontrollien paluu vaikuttaa epätodennäköiseltä, vaikka maailmantalouden mahdollinen blokkiutuminen voi lisätä niiden käyttöä. Todennäköisempää on, että päätöksentekijät pyrkivät ohjaamaan kansallisia eläkevaroja suuremmin julkisen talouden ja kotimaisten investointien rahoitukseen, mikä laskee odotettuja tuottoja (Davis ym. 2021).

Toisaalta rahastot ovat houkutteleva kohde velkaisille hallituksille. Euroopassa selkeimmät esimerkit nähtiin itäisessä Keski-Euroopassa vuoden 2008 finanssikriisin jälkimainingeissa. Budjettialijäämien kasvaessa useat alueen hallitukset leikkasivat tai purkivat rahastoituja eläkepilareitaan. Purkaessaan

eläkevaroja Unkari kansallisti käytännössä yksityiset eläkerahastot vuonna 2010 ja käytti varoja valtion budjettiaukkojen paikkaamiseksi. (Casey 2014; Altiparmakov ja Nedeljkovic 2022.)

Vaikka kansalliset hallitukset eivät uhkaisikaan eläkevaroja pitkällä aikavälillä, kansainvälinen sijoittamisen riskit on huomioitava. Sijoitukset ovat aina määräysvallan alaisia sen maan lainsäädännölle ja viranomaisille, johon varat on sijoitettu. Varojen oikeudellinen suoja vaihtelee maailmalla ja riippuu myös valtioiden välisistä suhteista. Venäjän hyökkäys Ukrainaan konkretisoi tämän riskin. Ulkomaalaisten sijoittajien omistuksia Venäjällä jäädytettiin tai menetettiin kokonaan, kun valtioiden väliset pakotteet astuivat voimaan ja Venäjän markkinoille pääsy estyi.

Tämän lisäksi ilmastonmuutos tuo uusia riskejä sijoituksille. Ilmastosiirtymään liittyvä niin sanottu *stranded assets* -ilmiö voi tehdä osasta varallisuuseriä taloudellisessa mielessä arvottomia. Esimerkiksi fossiilisiin polttoaineisiin tai niitä palvelevaan infrastruktuuriin sitoutunut pääoma voi menettää arvonsa sääntelyn tai markkinakysynnän muuttuessa nopeasti. Samoin ilmastosiirtymään liittyvät korvausvaatimukset ovat mahdollisia. Myös yritysten toiminnan eettisyyttä voi olla vaikea arvioida maan rajojen ulkopuolella. Tällöin riskinä on se, että tuotto perustuu työvoiman tai ympäristön hyväksikäyttöön, joka ei ole moraalisesti hyväksyttävää. Sijoituksiin voidaan kohdistaa rajoituksia, pakkotoimia tai sääntelymuutoksia, jotka heikentävät sijoitusten arvoa tai estävät niiden kotiuttamisen. Alueellisesti jakautuvassa ja geopoliittisesti jännittyneessä maailmassa nämä riskit ovat kasvussa.

Alankomaiden keskuspankki varoittikin maan eläkerahastoja vuonna 2024, että niiden tulee ennakoivasti identifoida geopoliittisia riskejä, sanktioista kyberiskuihin, ja ylläpitää tarvittavia rahoituspuskureita. Näin rahastot ovat varautuneita, mikäli kansainvälinen politiikka aiheuttaa äkinäisiä taloudellisia shokkeja. Avoimessa taloudessa eläkerahastot hyötyvät mahdollisuudesta investoida globaalisti, mutta geopoliittisten kriisien aikana tästä avoimuudesta tulee haavoittuvaisuus. (De Nederlandsche Bank 2024.)

Benjamin Braunin (2022) mukaan lisääntynyt eläkerahastointi on *“asset manager -kapitalismin”* polttoainetta, sillä varainhoitotoiminta on kasvanut ja keskittynyt. Tämä kehitys vie yhteiskunnallista valtaa varainhoitajille ja lisää talouden järjestelmäriskejä. Mitä keskittyneempi varainhoitotoiminta on, sitä enemmän eläkkeet altistuvat muutamien toimijoiden päätöksille ja

käytännöille. Finanssikapitalismin kasvu on tehnyt voittojen uudelleensi-jottamisesta paikalliseen, liikkumattomaan tuotantopääomaan vähemmän houkuttelevaa, ja tuottoja on haettu likvideistä rahoitusinstrumenteista.

Rahastointi tuskin lisääntyy ilman pakkoa tai vahvaa ohjausta

Euroopan komissio on strategiassaan linjannut, että eläketurvan rahastoinnin tulisi lisääntyä Euroopassa (Euroopan komissio 2025). Käytännössä tämä tarkoittaa lisäeläketurvan yleistymistä Euroopassa. Ei ole uskottavaa, että velkaiset hallitukset pystyisivät uskottavasti luomaan eläkereservirahastoja julkisten jakojärjestelmien tueksi tai että niillä olisi erityistä halukkuutta tai mahdollisuutta nostaa veroja tällaisen rahoittamiseen. Myös laajaa suosiota nauttivien julkisten eläkejärjestelmien yksityistäminen vaikuttaa käytännössä mahdottomalta ajatukselta. Ottaen huomioon, että edes George W. Bush ei onnistunut presidenttikaudellaan viemään ajatusta läpi edes hyvinvointivaltio-rakenteeltaan poikkeavassa Yhdysvalloissa (ks. esim. Weiner 2007). Euroopan komissio ei ole myöskään tällaista missään suositellut tai esittänyt.

Vaihtoehdoksi jää tällöin lisäeläketurvan kasvattaminen. Huomioiden käyt-täytymistaloustieteen (Thaler ja Sunstein 2021) viimeaikaiset havainnot eläke-säästämisestä on epätodennäköistä, että lisäeläkesäästäminen lisääntyy ilman jonkinlaista vahvaa ohjausta tai pakkoa, vaikka julkisen eläketurvan tarjoama taso heikkeneekin tulevaisuudessa. Skandinaviassa ja Alankomaissa rahastoitu kollektiivinen työmarkkinaeläketurva on yleistynyt työmarkkinaosapuolten yhteistyöllä ja sopimuksilla. Rahastoitu työmarkkinaeläketurva on yleistynyt sillä, että lisäeläkkeistä on sovittu osana työehtosopimuksia. Tämän lähesty-mistavan vahvuutena on se, että kattavuus saadaan korkeaksi ja kulut mataliksi (OECD 2024). Toisaalta Sveitsi on onnistunut lisäämään rahastoitua kollektiivista lisäeläketurvaa ilman työmarkkinaosapuolten aktiivista roolia.

Komissio pyrkii strategiassaan edistämään yleiseurooppalaisia lisäeläk-keitä. Se on esittänyt ajatuksen yleiseurooppalaisesta työmarkkinaeläkkeestä. Ay-liikkeet kuitenkin ovat pääsääntöisesti suhtautuneet nihkeästi ajatuksiin ylikansallisista työmarkkinaeläkkeistä. Ne näkevät Euroopan laajuiset hank-keet kilpailijoiksi kansallisille ala- tai työpaikkakohtaisille työmarkkinaeläk-keille. Joten on epäselvää, että mikä taho lähtisi ajamaan yleiseurooppalaista

kollektiivista lisäeläketurvaa, vaikka komissio aloitteita tekisikin. Lisäksi on huomioitava, että makrotaloudellisesti tarkasteltuna eläkesäästämisen lisääminen ei ole aina ollut houkuttelevaa. Lisääntynyt säästäminen voi vähentää kulutusta ja heikentää kotimaista kysyntää, erityisesti jos varat eivät kanavoidu tuottaviin investointeihin. Kulutusvetoisessa taloudessa tämä voi jopa hidastaa talouskasvua. (Blanchet 2023.)

Rahastoivan eläketurvan asemaa on pyritty vahvistamaan lisäeläkkeiden valinnanvapauteen liittyvällä retoriikalla. Lisäeläkkeitä on perusteltu yksilöllisten ratkaisujen tarpeella – erityisesti niille, jotka eivät enää luota julkisen jakojärjestelmän kykyyn turvata riittävää korvaustasoa. Tämä on koskenut etenkin ylempiä tuloluokkia, koska monissa maissa julkinen eläketurva kattaa palkkatulot vain tiettyyn rajaan asti. Loppu jää työnantajan tai yksilön itsensä vakuutettavaksi. (Blanchet 2023.)

Täysin yksilöllinen lisäeläketurva tuskin lisääntyy ilman verokannusteita tai muita lainsäädännöllisiä kannustimia. Tämän lisäksi puhtaasti markkinaehtoisessa, yksityisessä rahastoinnissa r ja vakuutetun saama tuotto voivat poiketa toisistaan merkittävästi. Itäisissä Keski-Euroopan maissa yksilöllistä eläkerahastointia yritettiin tietoisesti lisätä 2000-luvun alussa. Rahastointi ei kuitenkaan tuottanut toivottua tulosta, koska sijoitussäännöt olivat konservatiiviset, mikä rajoitti tuottoja, hallintokulut olivat korkeat ja vuonna 2008 alkanut finanssikriisi romahdutti eläkerahastojen tuotot. Rahastot eivät pärjänneet tuotossa jakojärjestelmälle. Myöhemmin näitä eläkeuudistuksia peruttiinkin (Bielawska ym. 2017).

Lopuksi

Eläkkeiden rahoituksessa on kyse valtavien rahavirtojen ohjaamisesta ja lupauksesta osuuteen tulevaisuuden tuotannosta. Tulevaisuuteen liittyy aina epävarmuutta ja erilaisia riskejä. Rahastointi on pitkällä aikavälillä tarjonnut paremman tuoton kuin jakojärjestelmä. Eläketurvan rahoitustapojen erot konkretisoituvat erityisesti niiden riskeissä. Oleellista rahoitustapojen vertailussa on siten huomioida riskit sekä se institutionaalinen rakenne, jota ne edellyttävät. Jakojärjestelmä edellyttää aina valtiokytköstä, joten yksityistämällä julkinen eläkejärjestelmä voidaan saavuttaa keskimäärin korkeampia tuottoja

suuremmalla heilahtelulla mutta menetetään samalla kaikki jakojärjestelmän hyödyt. Toisaalta rahastoitua lisäeläketurvaa on saatu tehokkaasti edistettyä etenkin työmarkkinaosapuolten yhteistyöllä ja sopimuksilla. Rahoituksellisesti kestävin rahoitusmalli on oletettavasti yhdistelmä molempia. Tällöin jakojärjestelmä toimii eläkerahoituksen vakaana ankkurina, ja rahastointi toimii hajautettuna täydentäjänä.

Huolimatta komission aloitteista Euroopassa ei olla nähty siirtymää kohti rahastoivampia eläkejärjestelmiä, vaikka taloudellisen tehokkuuden argumentti tätä puoltaisi. Osittain tämä johtuu eläketurvan polkuriippuvuudesta ja siitä, että lisärahastointi edellyttäisi lisätulojen kaivamista jostain samaan aikaan, kun valtioiden julkinen velka on noussut. Tähän vaikuttaa myös se, että maissa ollaan kiintyneitä nykyisiin järjestelmiin, jotka koetaan hyvinvointivaltioiden peruskiviksi.

Keskusteluissa rahoitustavoista on huomioitava, että tuottoon vaikuttaa se, millä tavalla globalisaatiota jatkossa hallitaan. On oletettavaa, että blokkiutuvassa maailmassa, jossa raja-aitoja eri blokkien välille nostetaan, myös pääomaan kohdistuu enemmän riskejä kuin aiemmin, jolloin pääoman liikkeitä pyrittiin helpottamaan. Muuttuneessa ympäristössä rahastoivan järjestelmän etu tuoton hakemisesta ulkomailta muuttuukin haavoittuvuudeksi. Kehitys voi sitoa pääomaa yhä vahvemmin siihen yhteisöön, jonka alueelle sijoittaminen nähdään turvalliseksi. Tällä on vaikutusta myös tuottoon, koska eläkevarat ovat ensisijaisesti keskittyneet vauraisiin länsimaihin, jotka ikäänntyvät käytännössä samaa tahtia.

Toisaalta jakojärjestelmää uhkaa työmarkkinoiden kehitys. Palkkatulojen merkitys eläkkeiden ja koko sosiaaliturvan rahoituksessa voi pienentyä, koska palkkojen osuus arvonlisäyksestä on laskenut keskimäärin OECD-maissa 1980-luvulta alkaen (Karabarounis ja Neiman 2014). Teknologinen murros ja automaatio vähentävät työvoiman suhteellista merkitystä vaurauden luomisessa. Tämän lisäksi globalisaatio ja teknologinen kehitys ovat ohjanneet markkinaosuuksia superyrityksille, joille ominaisia ovat korkeat katteet ja pieni työvoiman osuus arvonlisäyksestä (Autor ym. 2020). Eläketurvan rahoitus on perustunut työtuloihin, jolloin rahoitusvastuu kasaantuu työvoimavaltaisille toimialoille, kun taas vähäisen työllistävyyden alojen osuus rahoituksesta on pieni. Tämän vuoksi useat maat ovat laajentaneet eläkkeiden rahoitus pohjaa myös välillisen verotuksen tuottoihin (OECD 2024).

Kansainvälisen politiikan muutos ja talouden rakenteen kehitys haastavat eläketurvan rahoituksen kestävyyttä. Muutokset edellyttävät laajempaa keskustelua eläkkeiden rahoitustavoista ja myös rahoituspohjan uudistamisesta, etenkin kun myös EU:ssa eläkkeiden rahoitus on noussut yhä vahvemmin agendalle. Suomessa rahoitustavoista käytävää keskustelua on kuitenkin ollut hyvin vähän. Tämä on valitettavaa, ja uskon, että poliittisen talouden tutkijoilla on paljon annettavaa tähän teemaan.

Viitteet

- 1) Kiitän lehden toimituskuntaa käsikirjoitusta parantaneista kommentteista ja korjausehdotuksista sekä kielenhuollosta.
- 2) Romaanisissa kielissä rahastoivaa järjestelmää kutsutaankin usein pääomitetuksi eläkejärjestelmäksi (ranskaksi *système de capitalisation*, espanjaksi *sistema de capitalización*).
- 3) Rajatuotto tarkoittaa lisätuottoa, joka saadaan yhdestä lisäyksestä (esim. yksi lisäkone).
- 4) Hallituksen toimet, joilla pyritään ohjaamaan finanssivaroja hallituksen haluamiin kohteisiin sen sijaan, että ne ohjautuisivat puhtaan markkinaehtoisesti.

Lähteet

- Adserà, Alicia ja Ferrer, Ana. 2015. Immigrants and demography: Marriage, divorce, and fertility. Teoksessa Barry R. Chiswick ja Paul W. Miller (toim.), *Handbook of the economics of international migration, vol. 1*. North Holland, 315–374. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53764-5.00007-4>
- Altiparmakov, Nikola ja Nedeljković, Milan. 2022. 25 years of averting the old age crisis in Eastern Europe. *Global Social Policy*, 22:1, 84–102. <https://doi.org/10.1177/14680181211014152>

- Arntz, Melanie, Gregory, Terry ja Zierahn, Ulrich. 2016. *The risk of automation for jobs in OECD countries: A comparative analysis*. OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 189. Pariisi: OECD. <https://doi.org/10.1787/5jlz9h56dvq7-en>
- Autor, David, Dorn, David, Katz, Lawrence F., Patterson, Christina & Van Reenen, John. 2020. The fall of the labor share and the rise of superstar firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 135:2, 645–709. <https://doi.org/10.1093/qje/qjaa004>
- Barr, Nicholas. 2021. Pension design and the failed economics of squirrels. *LSE Public Policy Review*, 2:1, 5. <https://doi.org/10.31389/lseppr.40>
- Barr, Nicholas ja Diamond, Peter. 2009. *Pension reform: a short guide*. Oxford: Oxford University Press.
- Bielawska, Kamila, Chłóń Dominiczak, Agnieszka ja Stańko, Dariusz. 2017. *Retreat from mandatory pension funds in countries of the Eastern and Central Europe in result of financial and fiscal crisis: causes, effects and recommendations for fiscal rules*. Varsova: Warsaw School of Economics / MPRA. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/83345/>
- Blanchet, Didier. 1998. Le débat répartition capitalisation: un état des lieux. Teoksessa Olivier Davanne, Jean-Hervé Lorenzi ja François Morin (toim.), *Retraites et épargne*. Pariisi: Conseil d'analyse économique, 93–106.
- Blanchet, Didier. 2023. Individualisme et solidarisme dans le système de retraite : que reste t il du débat répartition capitalisation ? *Regards*, 62:2, 59–68. <https://doi.org/10.3917/regar.062.0059>
- Blackburn, Robin. 2002. *Banking on death; or, investing in life: the history and future of pensions*. Lontoo: Verso.
- Brandstedt, Eric. 2023. The assurance problem for transfers between generations and the necessity of economic growth. Teoksessa Andrés Garcia, Mattias Gunnermyr ja Jakob Werkmäster (toim.), *Value, morality and social reality*. Lund: Lund University, 55–70. <https://doi.org/10.37852/oblu.189.c513>
- Braun, Benjamin. 2022. Fueling financialization: the economic consequences of funded pensions. *New Labor Forum*, 31:1, 70–79. <https://doi.org/10.1177/10957960211062218>
- Brooks, Robin. 2000. *What will happen to financial markets when the baby boomers retire?* IMF Working Paper WP/00/18. Kansainvälinen valuuttarahasto.

- Börsch Supan, Axel, Ludwig, Alexander ja Winter, Joachim. 2006. Ageing, pension reform and capital flows: A multi country simulation model. *Economica*, 73:292, 625–658. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2006.00526.x>
- Casey, Bernard H. 2014. From pension funds to piggy banks: (Perverse) consequences of the Stability and Growth Pact since the crisis. *International Social Security Review*, 67:1, 27–58. <https://doi.org/10.1111/issr.12029>
- da Costa Cabral, Nazaré ja Rodrigues, Nuno Cunha. (toim.). 2019. *The future of pension plans in the EU internal market: coping with trade offs between social rights and capital markets*. Cham: Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-29497-7>
- Davis, Richard Mark, Stewart, Fiona ja Knaack, Peter. 2021. *Pension funds and financial repression. World Bank. Equitable growth, finance & institutions insight*. Washington, DC: Kansainvälinen jälleenrakennus- ja kehityspankki / Maailmanpankki.
- De Nederlandsche Bank (DNB). 2024. Resilience in turbulent times: Geopolitical risks and financial institutions. <https://www.dnb.nl/media/h5ajasv4/resilience-in-turbulent-times.pdf> [Luettu 19.8.2025]
- Docquier, Frédéric ja Rapoport, Hillel. 2012. Globalization, brain drain, and development. *Journal of Economic Literature*, 50:3, 681–730. <https://doi.org/10.1257/jel.50.3.681>
- Euroopan komissio. 2025. Savings and investments union strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses. https://finance.ec.europa.eu/publications/savings-and-investments-union-strategy-enhance-financial-opportunities-eu-citizens-and-businesses_en [Luettu 27.10.2025]
- Feldstein, Martin. 1996. The missing piece in policy analysis: Social security reform. *American Economic Review*, 86:2, 1–14.
- Frey, Carl Benedikt ja Osborne, Michael A. 2017. The future of employment: how susceptible are jobs to computerisation? *Technological Forecasting & Social Change*, 114, 254–280. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2016.08.019>
- Gosseries, Axel. 2017. Three models of intergenerational reciprocity. Teoksessa Lukas H. Meyer (toim.), *Intergenerational justice*. Abingdon: Routledge, 255–282. <https://doi.org/10.4324/9781315252100-13>

- Hartmann Cortes, Kevin. 2023. *Pension reforms and human rights: Bridging the gap between current and future retirees*. Väitöskirja. Ottignies-Louvain-la-Neuve: UCLouvain. <http://hdl.handle.net/2078.1/282098>
- Holzmann, Robert ja Hinz, Richard. 2005. *Old age income support in the 21st century: an international perspective on pension systems and reform*. Washington, DC: Maaailmanpankki.
- Jabkhiro, Juliette ja Trompiz, Gus. 2023. Pension reform protesters briefly invade Paris BlackRock building. *Reuters* 6.4.2023. <https://www.reuters.com/world/europe/pension-reform-protesters-briefly-invade-paris-blackrock-building-2023-04-06/> [Luettu 4.11.2025]
- Jordà, Òscar, Knoll, Katharina, Kuvshinov, Dmitry, Schularick, Moritz ja Taylor, Alan M. 2019. The rate of return on everything, 1870–2015. *The Quarterly Journal of Economics*, 134:3, 1225–1298. <https://doi.org/10.1093/qje/qjz012>
- Karabarbounis, Loukas ja Neiman, Brent. 2014. The global decline of the labor share. *The Quarterly Journal of Economics*, 129:1, 61–103. <https://doi.org/10.1093/qje/qjt032>
- Kirk, Dudley. 1996. Demographic transition theory. *Population Studies*, 50:3, 361–387. <https://doi.org/10.1080/0032472031000149536>
- Lavigne, Anne. 2025. *Économie des retraites*. Pariisi: La Découverte.
- Maaailmanpankki. 1994. *Averting the old age crisis: policies to protect the old and promote growth*. Washington, DC: Maaailmanpankki.
- Mylonas, Paul ja de La Maisonneuve, Christine. 1999. *The problems and prospects faced by pay as you go pension systems: a case study of Greece*. OECD Economics Department Working Papers, No. 215. Pariisi: OECD. <https://doi.org/10.1787/286670310381>
- OECD. 2024. *OECD pensions outlook 2024*. Pariisi: OECD. <https://doi.org/10.1787/51510909-en>
- Piketty, Thomas. 2013. *Le capital au XXIe siècle*. Pariisi: Seuil.
- Piñera, José. 1994. Empowering workers: the privatization of social security in Chile. *Cato Journal*, 15:2, 155–166.
- Poterba, James M. 2001. Demographic structure and asset returns. *Review of Economics and Statistics*, 83:4, 565–584. <https://doi.org/10.1162/003465301753237650>

- Samuelson, Paul A. 1958. An exact consumption loan model of interest with or without the social contrivance of money. *Journal of Political Economy*, 66:6, 467–482. <https://doi.org/10.1086/258100>
- Santoro, Marika. 2009. *Will the demand for assets fall when the baby boomers retire?* The Congress of the United States.
- Sobotka, Tomáš. 2008. Overview chapter 7: the rising importance of migrants for childbearing in Europe. *Demographic Research*, 19:9, 225–248. <https://doi.org/10.4054/DemRes.2008.19.9>
- Stewart, Fiona, Despalins, Romain ja Remizova, Inna. 2017. *Pension funds, capital markets, and the power of diversification*. World Bank Policy Research Working Paper, No. 8136. World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-8136>
- Thaler, Richard H. ja Sunstein, Cass R. 2021. *Nudge: the final edition*. Lontoo: Penguin.
- Tyson, Laura D. ja Zysman, John. 2022. Automation, AI and work. *Daedalus*, 151:2, 256–271. https://doi.org/10.1162/daed_a_01914
- Vidlund, Mika, Mielonen, Antti, Väänänen, Niko, Kesälä, Meeri ja Lavigne, Anne. 2022. *Pension contribution levels and cost sharing in statutory and occupational pensions: A cross national study of eight European countries*. Reports 97/22. Helsinki: Finnish Centre for Pensions. <https://urn.fi/URN:ISBN:978-951-691-352-3>
- Väänänen, Niko ja Liukko, Jyri. 2023. Justifying a financially and socially sustainable pension reform: a comparative study of Finland and France. *International Journal of Sociology and Social Policy*, 43:5/6, 507–520. <https://doi.org/10.1108/IJSSP-04-2022-0091>
- Weiner, Terry. 2007. Touching the third rail: explaining the failure of Bush's social security initiative. *Politics and Policy*, 35:4, 872–897. <https://doi.org/10.1111/j.1747-1346.2007.00087.x>
- Westerhout, Ed, Ponds, Eduard ja Zwaneveld, Peter. 2024. Reforming the Dutch pension system to ensure sustainability. *International Social Security Review*, 77:3, 99–122. <https://doi.org/10.1111/issr.12368>