

## ANALYYSI

# Sijoitusrahastot ovat kasvaneet merkittävästi – sisältyykö niiden toimintaan vakausriskejä?

Rahoitusvakaus | 19.05.2016 | Topias Leino

KIRJOITTAJA



Topias Leino

Sijoitusrahastot ovat 2000-luvulla nousseet Suomessa merkittäviksi rahoituksen välittäjiksi. Tässä tehtävässään ne täydentävät perinteistä talletuspankkitoimintaa, mutta rahoitusjärjestelmän vakauden näkökulmasta rahastoihin voi liittyä myös samantapaisia riskejä kuin pankkitoimintaan. Keskeisen tällaisen riskin muodostaa sijoitusvarojen muuttuminen rahastoissa heikommin rahaksimuutettaviksi. Miksi tämä nk. likviditeetinmuunto voi pahimmillaan olla rahoitusvakausriski ja kuinka laajalti sitä esiintyy suomalaisissa sijoitusrahastoissa?



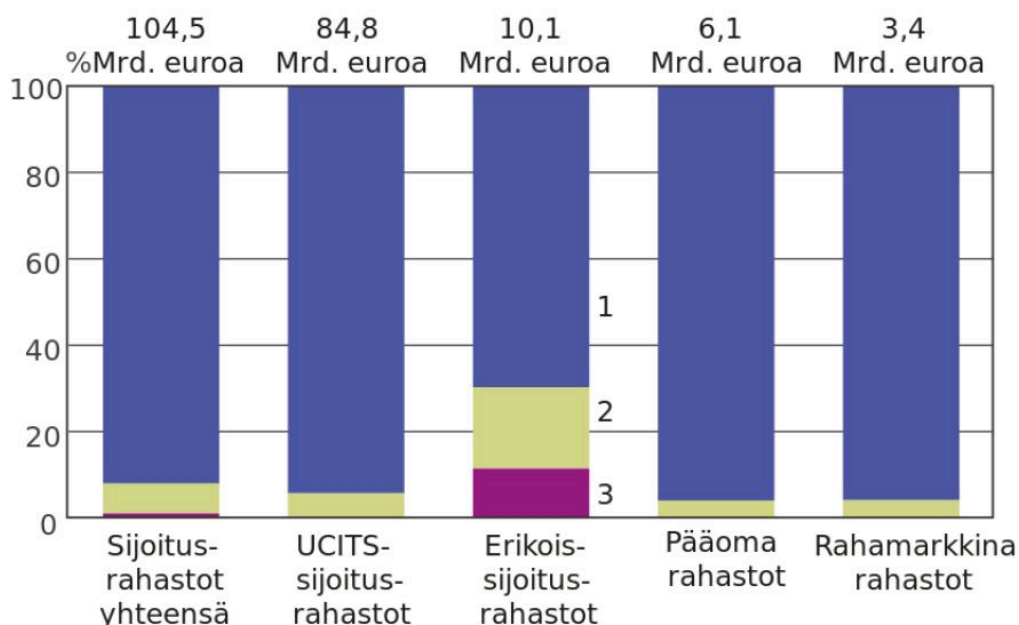
Suomeen rekisteröityneiden sijoitusrahastojen<sup>1</sup> koko on kasvanut 2000-luvulla merkittävästi. Kun vielä vuosituhannen alussa näissä rahastoissa olevan varallisuuden arvo oli 10,3 mrd. euroa, oli tämä noin kymmenkertaistunut 104,5 mrd. euroon vuoden 2015 loppuun mennessä.

Samalla sijoitusrahastot ovat nousseet merkittäviksi rahoituksen välittäjiksi perinteisen talletuspankkitoiminnan rinnalle (kuvio 1).

Kuvio 1.

## Suomessa merkittävää likviditeetinmuuttoa esiintyi vuoden 2015 lopussa suhteellisesti eniten erikoissijoitusrahastoissa

1. Ei merkittävää altistusta
2. Merkittävälle likviditeettimuunnolle altistuva pääoma (arvion ylära
3. Merkittävälle likviditeettimuunnolle altistuva pääoma (arvion alara



Lähteet: kirjoittajan laskelmat, Suomen Pankin tilastoaineistot ja Finanssivalvonnan AIFMD-tiedonkeruu.

21.4.2016  
eurojatalous.fi

## Rahastoissa raha muuttaa muotoaan

Sijoitusrahastojen, kuten pankkienkin, yhtenä keskeisenä tehtävänä taloudessa on välittää rahoitusta. Rahastot keräävät rahavaroja niitä tarjoavilta talouden toimijoilta eli ”ylijäämäsektorilta” (rahastot rahasto-osuuksina ja talletuspankit talletuksina) ja välittävät tätä rahaa sijoituksina sitä tarvitseville eli ”alijäämäsektorille”.

Rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta keskeisen riskin voi muodostaa varojen muuttuminen rahoituksen välityksen yhteydessä heikommin rahaksimuutettaviksi eli vähemmän likvideiksi.<sup>2</sup>

Sijoitusrahastoissa *likviditeetinmuunto* voi toteutua eri tavoin. Rahasto voi esimerkiksi luvata, että sen tarjoamat rahasto-osuudet ovat lunastettavissa kahden päivän kuluessa, mutta kuitenkin sijoittaa osan saamistaan varoista omaisuuseriin, joiden muuttaminen takaisin rahaksi kestää tätä pidempään.

Ongelmaksi likviditeetinmuunto muodostuu erityisesti silloin, jos sijoittajat syystä tai toisesta haluavat lunastaa varojaan rahastosta samanaikaisesti suuria määriä. Tällöin rahaston likvidit varat eivät välttämättä riitä kattamaan kaikkia lunastusvaatimuksia rahaston lupaaman lunastusajan sisällä. Tämä voi herättää epäilyjä varojaan sijoittaneiden keskuudessa ja lisätä lunastusvaatimuksia entisestään. Kasvatavat lunastusvaatimukset painostavat rahastoa myymään epälikvidejä omaisuuseriään alennettuun hintaan, mikä puolestaan heikentää jäljellä olevien sijoittajien mahdollisuuksia saada rahansa kohtuullisessa määrin lunastettua.

Mahdollinen sijoittajapako ja siihen liittyvä ”polkumyynti” voivat painaa paitsi itse sijoituskohteiden myös niihin kytköksissä olevien omaisuuserien hintoja ja siten aiheuttaa epävakautta markkinoilla.

Tärkeän – ja vaikeasti arvioitavan – tästä ilmiöstä tekee sen kytkeytyminen rahoitusvakauteen kahdensuuntaisesti. Yhtäältä rahoitusmarkkinoiden yleinen epäsuotuisa kehitys voi heikentää rahastojen sijoitusvarojen likvidiyyttä, ja toisaalta epälikvidien varojen polkumyynti voisi osaltaan vahvistaa epäsuotuisaa kehitystä.

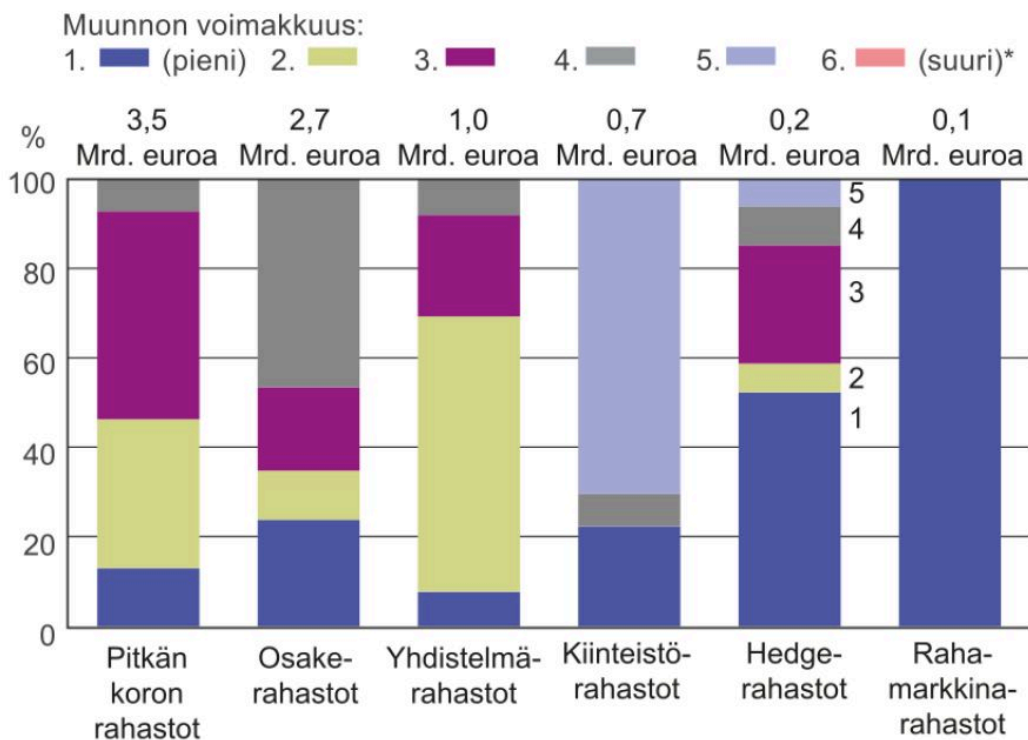
## Likviditeetinmuunto suomalaisissa sijoitusrahastoissa

Seuraavaksi tarkastellaan likviditeetinmuunnon laajuutta suomalaissa sijoitusrahastoissa rahastokohtaisia aineistoja hyödyntävän arviointimenetelmän pohjalta<sup>3</sup>. Menetelmä kuvataan tämän artikkelin [liitteessä](#). Menetelmä on jossain määrin herkkä suhteessa analyysissä tehtyihin oletuksiin, mistä syystä esitettyjä tuloksia on pidettävä suuntaa antavina.

Tulokset kuvaavat rahastoissa merkittävälle likviditeetinmuunnolle altistuvaa varallisuutta normaalissa markkinatilanteessa.

Kuvio 2.

### Arvio likviditeetinmuunnon voimakkuudesta suomalaisissa sijoitusrahastoissa rahastotyypeittäin vuoden 2015 lopussa



\*Suomessa ei tällä hetkellä ole luokkaan 6 kuuluvia rahastopääomia.

Lähteet: kirjoittajan laskelmat, Suomen Pankin tilastoaineistot ja Finanssivalvonnan AIFMD-tiedonkeruu.

21.4.2016  
eurojatalous.fi

Tulosten perusteella suomalaisissa sijoitusrahastoissa merkittävälle likviditeetinmuunnolle altistuu enintään noin 8 % (8,4 mrd. euroa) rahastopääomista. Siten 92 prosenttiin pääomista ei näytä liittyvän ainakaan merkittävää likviditeetinmuuntoa (kuvio 2).

Rahastoluokittain tarkasteltuna suhteellisesti laajinta altistus on nk. erikoissijoitusrahastoissa. Merkittävälle likviditeetinmuunnolle altistuu näissä rahastoissa arviointimenetelmästä riippuen 12–30 % rahastopääomista. Erikoissijoitusrahastot myös muodostavat lunastus- ja sijoitussääntöjensä kannalta kaikkein epäyhtenäisimmän joukon.

Euromääräisesti suurin altistus, 4,9 mrd. euroa, kohdistuu ns. UCITS-sijoitusrahastoihin eli

Euroopan unionin sijoitusrahastodirektiivin mukaisiin ja Suomen sijoitusrahastolain sääntelemiin rahastoihin.<sup>4</sup> Näissä altistusta kasvattaa yhtäältä rahastoluokan suuri koko ja toisaalta joidenkin sijoitusten kanavoituminen suhteellisen epälikvideiksi arvioituihin eriin, kuten rahasto-osuuksiin. Näiden likvidiyden arviointiin liittyy kuitenkin epävarmuutta.

Vähäisintä likviditeetinmuunto on tulosten mukaan rahamarkkinarahastoissa ja pääomarahastoissa. Siinä missä rahamarkkinarahastoissa lunastusajat ovat lyhyitä ja sijoitusinstrumentit hyvin likvidejä, asettuvat pääomarahastoissa lunastusajat tyypillisesti pitkiksi, mikä vastaa pääomarahastojen epälikvidiä sijoitusomaisuutta. Näin ollen kummassakaan rahastoluokassa osuusvelkojen ja sijoitussaamisten likvidiyden välille ei muodostu merkittävää epäsuhtaa.

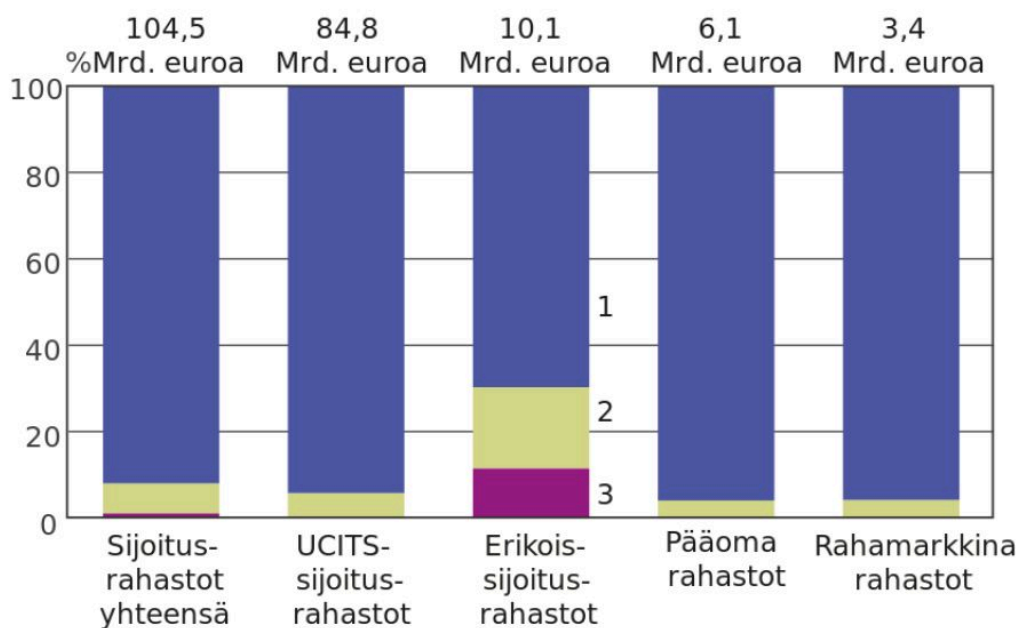
Likviditeetinmuunnon laajuus ei kuitenkaan ole yksin riittävä mittari kuvaamaan ilmiön riskillisyyttä.

Kun likviditeetinmuunnolle altistuva pääoma jaetaan edelleen kuuteen muunnon voimakkuutta kuvaavaan luokkaan<sup>5</sup>, havaitaan eroja rahastoluokkien (kuvio 3) ja rahastojen sijoituskohteita kuvaavien tyyppiluokkien (kuvio 4) välillä.

Kuvio 3.

### Suomessa merkittävää likviditeetinmuuntoa esiintyi vuoden 2015 lopussa suhteellisesti eniten erikoissijoitusrahastoissa

1. Ei merkittävää altistusta
2. Merkittävälle likviditeettimuunnolle altistuva pääoma (arvion ylära
3. Merkittävälle likviditeettimuunnolle altistuva pääoma (arvion alara



Lähteet: kirjoittajan laskelmat, Suomen Pankin tilastoaineistot ja Finanssivalvonnan AIFMD-tiedonkeruu.

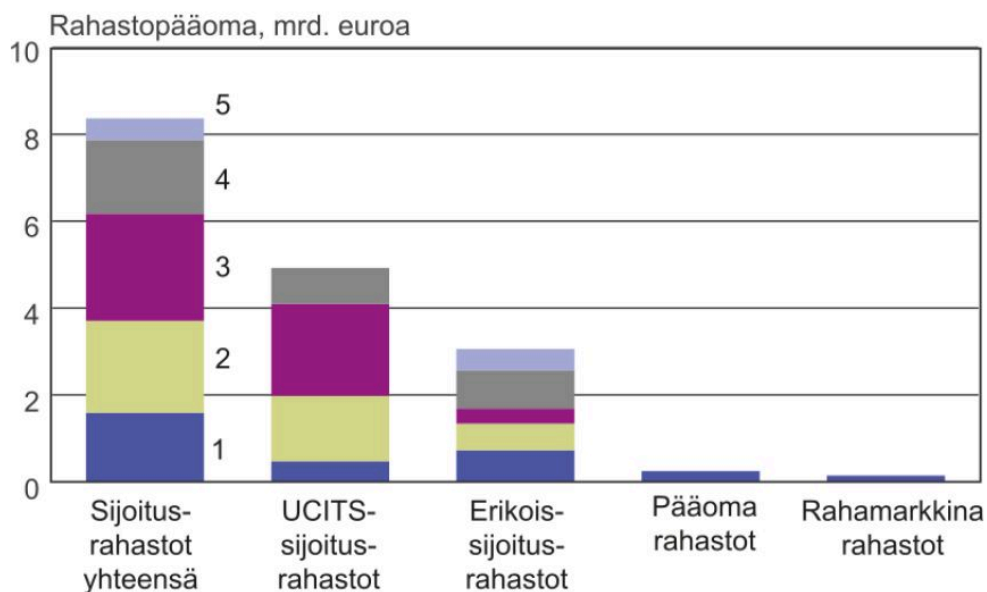
21.4.2016  
eurojatalous.fi

Kuvio 4.

### Arvio Suomessa merkittävälle likviditeetinmuunnolle altistuvasta rahastopääomasta ja muunnon voimakkuudesta rahastoluokittain vuoden 2015 lopussa

Muunnon voimakkuus:

1. ■ (pieni) 2. ■ 3. ■ 4. ■ 5. ■ 6. ■ (suuri)\*



\*Suomessa ei tällä hetkellä ole luokkaan 6 kuuluvia rahastopääomia.  
Lähteet: kirjoittajan laskelmat, Suomen Pankin tilastoaineistot ja  
Finanssivalvonnan AIFMD-tiedonkeruu.

21.4.2016  
eurojatalous.fi

Suhteellisen voimakasta likviditeetinmuuntoa esiintyy tulosten mukaan lähinnä kiinteistörahastoissa, joskin euromääräisesti altistus on niissä verrattain vähäinen. Osakerahastoissa altistuksen voimakkuutta kasvattavat lähinnä sijoitukset noteeraamattomiin osakkeisiin.

Kaikkiaan tulokset eivät osoita selviä ja rahastopääomiin suhteutettuna erityisen suuria likviditeetinmuuntoon liittyviä riskikeskittymiä suomalaisissa sijoitusrahastoissa vuoden 2015 lopussa. Koska ilmiön esiintyvyys on vahvasti kytköksissä yleiseen markkinakehitykseen, on sitä kuitenkin syytä seurata jatkossa.

Tuloksia arvioitaessa on myös syytä muistaa niiden perustuvan osin kirjoittajan omiin ja osin rahastonhoitajien kyselytutkimuksessa antamiin arvioihin. Nämä arviot voivat muuttua erityisesti markkinoiden häiriötilanteissa.

## Viitteet

1. Tässä artikkelissa sijoitusrahastoilla tarkoitetaan kansantalouden tilinpidossa sektoreihin S.123 (rahamarkkinarahastot) ja S.124 (muut yhteissijoitusyritykset) luettavia rahastoja. Tämä sisältää kaikki sijoitusrahastolain alaiset rahastot sekä vaihtoehto-, erikoissijoitus- ja pääomarahastot. ↑
2. Likvidiydellä tarkoitetaan rahoitusvaateen tai muun omaisuuserän muutettavuutta käteiseksi rahaksi. ↑
3. Aineistona ovat Suomen Pankin sijoitusrahastotilastoinnin pohjana olevat rahastokohtaiset tiedot rahastojen veloista ja saamisista sekä Finanssivalvonnan ns. AIFMD-tiedonkeruuseen kuuluvien vaihtoehtorahastojen ilmoittamat tiedot niiden rahasto-osuuksien lunastettavuudesta ja saamisten muutettavuudesta rahaksi (rahastonhoitajan arvio). Tiedot koskevat vuoden 2015 loppua. ↑
4. UCITS tulee sanoista Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities. ↑
5. Muunnon voimakkuudella tarkoitetaan tässä laskennallista eroa rahasto-osuuksien lunastamiseen ja sijoitussaamisten rahaksi muuttamiseen kuluvien päivien välillä. Voimakkuusluokkien kuvaukset ja määrittelymenetelmä on selostettu teknisessä liitteessä. ↑

## Asiasanat

rahoitusvakaus, sijoitusrahastot, varjopankkitoiminta