

TIMO LÖYTTYNIEMI

Eläkevarat ja Suomen menestyminen

Suomen eläkevaroja on hajautettu kansainvälisille markkinoille viime vuosien aikana merkittävästi. Suurin osa sijoitussalkkujen joukkolainoista on Suomen ulkopuolella ja kotimaisten osakkeiden osuus on enää vajaa kolmannes kaikista osakesijoituksista. Julkinen keskustelu eläkevarojen sijoittamisesta enemmän kotimaisiin kohteisiin on noussut otsikoihin, kun pelko tytäryhtiö-taloudesta ja Kiina-ilmioistä on kasvanut. Tahtoa löytyy siihen, että Suomi menestyisi taloudellisesti globalisoituvassa maailmassa. Miten voisimme sovittaa yhteen eläkevarojen sijoittamisen ja Suomen menestymisen? Vai onko näillä tavoitteilla mitään tekemistä toistensa kanssa?

Eläkevaroja on kerätty ja kerätään tulevia eläkemenoja varten. Eläkevarojen rahastointi on vähitellen käynnistynyt 1960-luvulta lukien ja tällä hetkellä niitä on yhteensä 83,5 miljardia euroa. Ne vastaavat 56 prosenttia bruttokansantuotteestamme ja kansainvälisessä vertailussa tämä on varsin korkea luku. Suomi on varautunut suhteellisen hyvin tulevaan suurten ikäluokkien aiheuttamaan eläkemenojen kasvuun. Suurista Euroopan maista Saksassa, Italiassa ja Ranskassa on rahastoituna vasta vähän yhteisiä eläkevaroja. Kaikille näille maille Suomi, Yhdysvallat, Japani ja muu EU-alue mukaan lukien on kuitenkin yhteistä yhä kasvavat eläkemenot sekä eläköitymiseen liittyvien muiden julkisten

menojen nousu seuraavien vuosikymmenten aikana. Suuret ikäluokat siirtyvät eläkkeelle ja suuret eläkemenot ajoittuvat 2020–2040 väliselle ajanjaksolle. Varoja tarvitaan tällöin.

Eläkevarojen hyvä tuotto on kaikkien etu. TELA:n laskelmien mukaan eläkevarojen tuotolla ja tarvittavilla eläkemaksuilla on suora yhteys. Mikäli eläkevarat tuottavat yhden prosentin enemmän, olisi eläkemaksu lähes kaksi prosenttiyksikköä alhaisempi parin vuosikymmen kuluttua. Hyvä tuotto alentaa maksutaakkaa tulevaisuudessa. Eläkevarojen huonon tuoton maksajina ovat työnantajat ja työntekijät. Eläkevarojen hyvä tuotto koskettaa suoraan tai välillisesti siis meitä kaikkia.

TIMO LÖYTTYNIEMI, toimitusjohtaja

Valtion Eläkerahasto • e-mail: timo.loytyniemi@ver.fi

Eläkevaroja on hajautettu merkittävästi

Eläkevaroja on merkittävästi hajautettu kansainvälisesti viime vuosina. Eläkeyhtiöiden joukkolainoista suurin osa on sijoitettu Suomen ulkopuolelle, muualle Eurooppaan. Näiden sijoitusten määrä on lisääntynyt euroalueen myötä. Eläkeyhtiöiden osakesijoituksista noin 29 prosenttia on vielä Suomessa, kun ne mutamia vuosia aiemmin olivat suurelta osin suuntautuneet Suomeen. Yleisesti arvioidaan, ettei luku voisi nykyisestä suuresti nousta. Pelko on myös siitä, että se laskisi yhä. Viime aikojen julkinen keskustelu eläkevarojen hajauttamisesta lienee siis paikallaan. Tuskin kukaan toivoo, että eläkeyhtiöiden osakesijoituksista suuntautuisi 0,6 prosenttia Suomeen. Tämä luku vastaisi täydellisesti hajautettua osakesalkkua, jossa Suomen paino vastaisi suomalaisten pörssiyritysten osuutta maailman kaikista pörssiyrityksistä.

Maailman osakeindeksiä suurempaa Suomi-osuutta eläkesijoittajien sijoitussalkussa voidaan perustella usealla järkeenkin perustuvalla syyllä. Suomalaiset osakkeet ovat tuottaneet hyvin usean vuoden tarkastelussa. Sijoituksia voidaan perustella myös niihin liittyvällä paremmalla informaatioedulla. Meillä on ehkä hyvä käsitys, mihin yrityksemme ovat menossa. Ehkä turvallisuuden tunnekin on suurempi Suomi-sijoituksissa kuin Etelä-Amerikkaan suuntautuvissa sijoituksissa. On luonnollista, että kotimaahan sijoitetaan enemmän kuin kaukomaille.

Myös Suomen geopoliittinen asema voi olla sijoitusten turvaa lisäävä tekijä. Ruotsalaiset AP-rahastot, jotka ovat suuria eläkesijoittajia, ovat myös sijoittaneet osakesijoituksistaan kotimaahansa saman osan kuin eläkeyhtiöt Suomessa.

Kiinteistösijoituksien osalta kansainväli-

nen hajauttaminen ei ole vielä toteutunut. Eläkeyhtiöiden kiinteistösijoitukset suuntautuvat edelleen Suomeen. Joidenkin vuosien kuluttua kansainvälisen hajauttamisen voidaan todeta olevan myös kiinteistösijoittamisessa arkipäivää. Sen mahdollistaa kansainvälisten sijoittajien kiinnostus Suomen markkinoille. Kun ulkomaiset sijoittajat ostavat Suomesta kiinteistöjä, se vapauttaa pääomia ja mahdollistaa hajauttamisen edelleen. Hyvää siinä on myös, että kiinteistöjä on täältä vaikea viedä pois. Uudenkin omistajan kiinnostus on suuri siihen, että kiinteistö on riittävän hyväkuntoinen, siinä on vuokralainen ja että se tuottaa.

Normaaleissa osakesijoituksissa on joskus vaikea erottaa pääoman kotia tai sen lopullista kohdetta. Mikäli sijoittaja ostaa pörssiyhtiön osakkeen pörssin kautta, hän tuskin tietää myyjää. Koska pörssin ulkomainen omistus on korkea, on jopa todennäköisempää, että myyjä on kansainvälinen toinen eläkerahasto kuin että se olisi suomalainen. Julkisissa osakeanneissa ja pörssiin listauduttaessa tiedetään pääoman kohde. Ainakin tiedossa on, meneekö raha omistajille vai yhtiöön.

Se, mitä yhtiö tekee saamallaan rahalla, on viisaiden yritysjohtajien päätösten varassa. Eri aikoina sijoittajat haluavat olla erittäin tietoisia pääoman käytöstä. Mikäli yritysjohto on tehnyt virheinvestointeja, ei uuden rahan saanti investointipäätökseen liene kovin helppoa. Parhaimmillaan varojen allokaatiopäätökset ohjaavat myös kansantalouden resursseja oikeaan kohteeseen.

Eläkeyhtiöiden osakesijoitukset

Eläkeyhtiöt omistavat suomalaisia pörssiyrityksiä suuruudeltaan 6,6 miljardia euron edestä. Ne ovat Suomen valtion jälkeen toiseksi suurin omistajaryhmittymä – jakautuen useaan itsenäi-

sesti toimivaan eläkeyhtiöön, -säätiöön tai -kassaan tai vastaavaan. Ne näkyvät yritysten suurimpien omistajien joukossa. Näkymä on kuitenkin jossain määrin omistuksellinen illuusio.

Suomessa on käytössä hallintarekisteriin perustuva omistusrekisteri, jossa ulkomaiset omistajat eivät näy, elleivät ne ole erikseen yrityksiin rekisteröityneet. Rekisteröitymättömien kansainvälisten sijoittajien osuus Helsingin pörssistä on noin puolet ja ilman Nokiaa tätä alhaisempi. Ulkomainen omistus on laskenut viime vuosina.

Hallintarekisterijärjestelmä korostaa kotimaisten sijoittajien asemaa todellisuuteen nähden. Kotimaisten sijoittajien korostunut asema voi olla eduksi suomalaisille yrityksille ja Suomen menestykselle. Paikallisilla eläkesijoittajilla on tyypillisesti vastuuntuntoisempi omistajapolitiikka ja pitkäaikaisempi sijoitushorisontti paikallisissa yrityksissä kuin ulkomaisilla sijoittajilla.

Pörssin ulkopuoliset sijoitukset tehdään nykyaikana suuressa määrin pääomarahastojen kautta. Näissä sijoituksissa pääoma kohdentuu varsin tarkasti haluttuun kohteeseen. Vaikka pääomarahastojen sijoitushorisontti on vain joitakin vuosia, ja vaikka ne pyrkivät myymään sijoituksensa eteenpäin, ne pystyvät merkittävästi ja tehokkaasti kehittämään yrityksiä eteenpäin. Rahastot luovat samalla uusia yrittäjiä Suomeen. Kansainvälistä ja kotimaista pääomaa on runsaasti tarjolla kypsempään vaiheeseen yrityksille.

Pienemmät kasvuyritykset ovat olleet viime vuosien aikana jälleen vaikeamman rahoituksen tilanteessa. Pörssin heikko kehitys heijastui ketjureaktiona myös aloittelevien yritysten kiinnostavuuteen. Pörssin huippuvuosina 1999–2000 pääomaa oli yllin kyllin tarjolla myös pienille kasvaville yrityksille, jotka pursusivat ideoita ja kehityshankkeita.

Pääomarahastojen kautta tehtävissä sijoituksissa yhdistyy monta tavoitetta. Ne sopivat rakenteensa puolesta eläkeyhtiölle, koska ne ovat pitkäaikaisia, mutta kuitenkin rahaksi muutettavia sijoituksia. Ne ovat myös kansantalouden kannalta kiintoisia. Kansainvälisissä selvietyksissä onkin havaittu, että pääomasijoittajien omistuksessa yritykset panostavat kasvuun ja liiketoiminnan kehittämiseen sekä luovat uusia työpaikkoja.

Työpaikkojen luominen on tärkeä asia myös Suomen tulevaisuuden kannalta. Pääomarahastot luovat myös uusia yrittäjiä. Yrittäjyyttä Suomessa on myös vähän verrattuna useaan muuhun Länsi-Euroopan maahan.

Useiden mielestä Suomen menestys nojautuisi tulevaisuudessa innovaatioihin, tietopääoman tai aineettoman omaisuuden hyödyntämiseen. Mikäli näin on, tulisi myös huolehtia kasvavien yritysten rahoitusmahdollisuuksista. Jossain vaiheessa myös eläkevaroilla on keskeinen rooli näiden yhtiöiden kehittymisessä. Eläkevaroilla ei tässä yhteydessä voi harjoittaa työntöpolitiikkaa, mutta potentiaaliset kasvuyritykset lienevät normaalioloissa kiintoisa sijoituskenttä myös eläkevaroilta.

Kasvuyritykset voivat kärsiä pääomien vähyydestä

Suuret kansainväliset yrityksemme tuskin ovat täysin riippuvaisia Suomi-sijoittajista. Katvealuita lienevät kasvuyritykset ja niiden rahoittaminen ja pienemmät pörssiyritykset. Näihin kansainvälinen pääoma ja toimivat pääomamarkkinat eivät ole täysimääräisesti vielä ulottuneet. Näillä markkinoilla lienemme pääomaköyhä. Toisaalta monesti sanotaan, että pääomasta ei ole pulaa vaan hyvistä ideoista.

Ulkomaisten sijoittajien kiinnostus sijoittaa suomalaisiin pääomarahastoihin on merkit-

tävästi estänyt niiden verokohtelu. Suomen Pääomasijoitusyhdistyksen laskelman mukaan kansainvälisten sijoittajien osuus kotimaisista pääomarahastoista oli vain 15 prosenttia vuosina 1996–2003. Tästä jo sinänsä pienestä osuudesta valtaosan muodostivat eurooppalaiset julkiset sijoittajat ja näin vain pieni osa tuli institutionaalisilta sijoittajilta. Tältä osin kansainvälisen pääoman houkuttelemisen lienee kaikkien etu.

Kiinnostava yritys houkuttelee kotimaisia ja kansainvälisiä sijoittajia. Sijoitusmarkkinoilla toimii jossain määrin myös sopulien markkinat. Joskus kotimaisten sijoittajien kiinnostus voi houkutella kansainvälistä pääomaa. Joskus kansainvälisten sijoittajien kiinnostus voi houkutella kotimaista pääomaa. Terve kilpailu pitää kaikki valveilla. Kansainvälinen pääoma ja suomalainen pääoma ovat sopivasti sekoittuneet. Varoilla ei aina ole yksiselitteistä kotimaata. Näin ei ole myöskään yrityksillä, jotka ovat moninaisten omistus- ja rakennejärjestelyjen tuloksena syntyneitä kokonaisuuksia.

On kuitenkin toivottavaa, että yritysten toiminnassa riittävästi hyödynnettäisiin kotimaisia voimavaroja. Pääoman lähde on tässä suhteessa toissijainen asia. Ehkä Suomi ei olekaan tulevaisuudessa pääomaköyhä maa. Meillä on silloin enemmän ulkomaista pääomaa. Toivotaan, että suomalaiset voimavarat sekä osaaminen ja työvoima ovat kiinnostavia.

Kotimaiset kiinteistömarkkinat ovat olleet pitkään ulkomaisten sijoittajien kiinnostuksen ulkopuolella. Viime vuosina tämä on kuitenkin muuttumassa. Eurooppaan ovat syntyneet laajat kiinteistösijoittamisen markkinat, joilla hyödynnetään kiinteistörahoja eri muodoissaan. Osa näistä arvopaperisijoituksista on jo tullut myös Suomeen.

Norja on ratkaissut asiansa omalla tavallaan. Paikallinen Petroleum Fund, josta on hy-

vää vauhtia kasvamassa Euroopan suurin eläkerahasto, ei ole saanut sijoittaa varojaan tähän asti Norjaan. Kaikki varat on hajautettu eri puolille maailmaa. Keskustelu on kuitenkin sielläkin käynnistynyt siitä pitäisikö osa varoista suunnata paikallisille markkinoille. Tässä suhteessa ratkaisujen löytäminen on tasapainon löytämistä. Liian suuret kotimaiset sijoitukset nostaisivat hintoja ja alentaisivat tuottoja. Liian vähäiset sijoitukset voivat estää tai hidastaa joidenkin hyvien hankkeiden etenemisen.

Sijoittajia houkuttelee edullisuus

Pääoma hakeutuu kiinnostaviin kohteisiin. Usein väitetään, että Suomessa arvostustaso on alhaisempi kuin muissa pörssissä. Tämä on yksi hyvä syy pitää korkea Suomi –painotus eläkevaroja sijoitettaessa. Jos Suomen markkinat ovat edulliset, kannattaa Suomeen sijoittaa enemmän kuin sen suhteellinen osuus maailman indekseissä oikeuttaisi. Voiko tämä alhaisempi arvostus muuttua tulevaisuudessa? Ainaakin ulkomaisten omistajien merkitys on keskeinen.

On helppo arvioida, että tulevaisuudessa pörssimarkkinat tulevat edelleen kansainvälistymään. Mikäli kansainvälisten sijoittajien kiinnostus jopa nykyistä enemmän suuntautuu Suomeen, myös Helsingin arvostustaso voisi parantua. Ehkä pohjoismaiden pörsien yhdistyminen voisi parhaimmillaan tuoda tähän eväitä ja uusia sijoittajia Suomeen. Ehkä Venäjän kasvu luo joitakin uusia suomalaisia tähtiyrityksiä.

Eläkevarojen ja Suomen menestys yhdistyy, kun eläkevarojen sijoittajat kiinnittävät huomiota varojen tuottoon ja sijoittavat normaalia enemmän Suomeen ainakin silloin, jos hintataso sijoituksille on täällä edullinen. Mikäli Suomesta ei löydy riittävän hyvän tuotto-odotuksen

omaavia sijoituskohteita, on yhteiskunnan etuna, että eläkevaroja tältä osin suunnataan mieluummin paremman tuotto-odotuksen omaaviin kohteisiin – vaikkapa ulkomaille. Hedelmät ovat myöhemmin suomalaisten hyödynnettävissä parempina tuottoina.

Arvopaperisijoittajat ovat hyväksi Suomelle

Eläkesijoittajille tavanomainen rooli on toimia sijoittajina eikä omistajina. Sijoittaja toimii portfolion varainhoitajana, kun omistaja toimii kohdeyritysten hallinnoijana. Siltä osin kuin kansainvälinen portfoliosijoittaja tai kotimaiset eläkesijoittajat sijoittavat suomalaisiin yrityksiin ja niiden arvopapereihin, valta voimavarojen käytöstä pysyy kotimaisen yritysjohton käsissä. Mikäli ulkomainen teollinen omistaja ostaa suomalaisen yrityksen osakekannan, valta siirtyy ulkomaille ja voidaan puhua tytäryhtiötaloudesta. Täten kansainvälisen arvopaperisijoittamiseen perustuvan sijoituspääoman houkuttelemisen parantaa Suomen pääomaresursseja säilyttäen pääasiallisen vallan suomalaisella yritysjohdolla. Näin voidaan ajatella, että myös mahdollisuudet kotimaisten voimavarojen laajamittaiseen hyödyntämiseen paranevat. Eläkevarojen suuntautuminen Suomeen olisi Suomelle eduksi. Tässä suhteessa eläkevarojen lähde voi olla Suomesta tai ulkomailta.

Kotimaiset eläkevarat voivat toisaalta tasata kansainvälisen pääoman tulon ja poistumisen heilahteluja. Väliillä on syntynyt tilanteita, joissa kansainväliset sijoittajat ovat myyneet suomalaisia arvopapereita ja markkinahinnat ovat laskeneet. Monesti on helpompi myydä kaukaisimpia omistuksia. Tällaisessa tilanteessa kotimainen pääoma ei välttämättä haluaisi käyttäytyä näin suhdanneherkästi. Tällä hetkellä on kuitenkin valitettavasti niin, että eläkeyh-

tiö voi joutua vakavaraisuussäännösten vaikutuksesta myymään osakkeita silloin, kun ne ovat laskeneet ja ostamaan kun ne ovat nousseet. Pitkänaikavälin sijoittajan tulisi toimia päinvastoin. Suomen etu olisi, että suomalaiset eläkeyhtiöt voisivat tarvittaessa hankkia arvopapereita myös markkinoiden laskiessa.

Euroopan finanssimarkkinoiden rakenne muuttuu ja uudistuu jatkuvasti. Eläkesijoittajat kohtaavat kansainvälisiä sijoituksia tehdessään eri maiden ja eri sijoituskohteiden houkuttelevuuden tai houkuttelemattomuuden. Suomella ei liene mahdollisuuksia nousta Irlannin tai Luxemburgin tasoisiksi kansainvälisen pääoman kauttakulkumaiksi. Tulisi kuitenkin arvioida, onko meillä rakenteellisia esteitä arvopaperisijoittamisen lisäämiseksi ja Suomen voimavarojen hyödyntämiseksi.

Ajankohtaisina kysymyksinä ovat kansainvälisten sijoittajien epäedullinen kohtelu suomalaisissa pääomarahastoissa sekä arvioinnissa oleva kiinteistörahastolainsäädännön kehittäminen. Suomen pääomamarkkinoita tulee jatkuvasti kehittää.

Lopuksi

Eläkevarojen sijoittamisella ja Suomen menestyksellä on yhteyksiä. Eläkevarojen tulee ainakin tuottaa riittävästi. Eläkevarojen hajauttamiseen sopii hyvin myös Suomen kohtuullisen merkittävä painoarvo sijoitussalkussa. Määrävinä tekijöinä Suomen painoarvolle sijoitussalkussa ovat markkinoiden edullisuus ja riittävän hyvien sijoituskohteiden saatavuus.

Eläkeyhtiöillä on suuri taloudellinen intressi analysoida tarkoin Suomeen suuntautuvia sijoitusehdotuksia. Kansainvälisten sijoittajien kiinnostus ja suomalaisen pääoman määrä, eivät aina ulotu jokaiseen hyvään sijoituskohteeseen saakka. Eläkevaroja sijoittavien tulee myös

DISCUSSION

jatkossa panostaa resursseihin, jotta riittävän hyvät hankkeet tulevat tarkastelluksi Suomessa. Tähän henkiseen pääomaan kannattaa panostaa, sillä se on samalla koko kansantalouden etu. Tulisi myös harkita eläkeyhtiöiden sijoitussäännösten toimivuutta eri suhdannevaiheissa.

Suomen menestys rakentuu useasta eri tekijästä. Eläkevarat ovat yksi pääoman lähde suomalaisille yrityksille ja voimavaroille. Suomen väitetty pääomaköyhyys poistuu, jos ulkomaisia arvopaperisijoituksia tulee enemmän Suomeen. Se parantaa markkinoiden toimivuutta samalla pitäen päätösvallan voimavarojen käytöstä kotimaisen yritysjohton käsissä. Hallintarekisteri korostaa kotimaisten sijoittajien merkitystä. Toivottavasti sillä on myös hyviä

vaikutuksia. Paikallisilla eläkesijoittajilla on usein suurempi vastuuntunto paikallisista yrityksistä ja pidempi sijoitushorisontti kuin ulkomaisilla sijoittajilla.

Tulevina vuosina näköpiirissä on kiinteistömarkkinoiden muuttuminen osittain kansainvälisesti omistetuksi. Tämä vapauttaa suomalaisia sijoittajia vapaasti päättämään hyvistä uusista sijoituskohteista. Toivottavasti kansainvälistä pääomaa tulee myös suomalaisiin pääomarahastoihin, joiden kautta sijoituksilla uskotaan olevan hyviä vaikutuksia yritystoiminnan kehittämiseen, yrittäjyyden edistämiseen ja uuden työvoiman lisäämiseen. Yhteinen etu on, että suomalaiset voimavarat ovat hyvässä käytössä eri muodoissaan. ■