

Eläkerahoilla infrastruktuuri kuntoon?*

Tarmo Valkonen

Tutkimusjohtaja

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos

1. Johdanto

Työeläkevaroilta on julkisessa keskustelussa ehdotettu monenlaisia vaihtoehtoisia käyttötapoja. Ehdotusten tavoitteena on tyypillisesti kansantalouden kasvun ja työllisyyden edistäminen. Niitä ovat esittäneet ensisijaisesti poliitikot, mutta myös jotkut ekonomistit ovat puoltaneet siirtymistä Suomi-keskeiseen sijoittamiseen, jonka tavoitteena on lyödä kaksi kärpästä samalla iskulla: saada hyvä tuotto varoille ja kasvattaa palkkasummaa ja sitä kautta eläkemaksutuloa (esimerkkinä Holm ja Klander 2005). Asia on ollut esillä lisäksi yksityisalojen eläkerahastojen sijoittamista uudistavissa työryhmissä (Työryhmäraportti 2006).

Yksi lupaavimmista rahoituskohteista on yhteiskunnan infrastruktuurin parantaminen. Tarve uuteen ja paremmin toimivaan ympäristöön on ilmeinen. Esimerkkejä ovat homekoulujen korjaukset, uudet tie- ja raideliikenneinvestoinnit sekä tehokkaammat tietoliikennetytydet. Näiden investointien hyvinvointia lisääviä vaikutuksia ei voi kiistää.

Julkisen talouden vuosittainen budjetointikäytäntö häittää suurten monivuotisten hank-

keiden toteuttamista. Infrastruktuuri-investointien suunnittelun, rakentamisen ja ylläpidon on lisäksi arvioitu olevan tehokkaampaa yksityisen sektorin toteuttamana. Erityisesti ns. elinkaarihankkeissa, joissa rakentaja vastaa myös ylläpidosta, on odotettavissa tehokkuusvoittoja sen vuoksi, että kannusteet rakentamisen laadun ja aikataulun suhteen ovat kunnossa.¹

Eläkerahastot ovat tulleet mukaan infrastruktuuri-investointien rahoitukseen viime vuosina monissa maissa. Usein mainittu perustelu on, että sijoitukset tarjoavat vähäriskisen tuoton ja että tuotto ei juuri korreloi muiden markkinatuottojen kanssa, millä saadaan hajauttamishyötyä. Vakaa tuotto ja määräaikaiset

* Artikkelin perustuu pääosin katsauksiin Määttänen, Lassila ja Valkonen (2010) sekä Lassila ja Valkonen (2011).

¹ Tehtävien yhdistämistä puoltaa tilanne, jossa kohteesta rakennettaessa saadun informaation arvo on suuri ylläpidon kannalta. Toisaalta silloin voi syntyä tiedon epäsymmetria, jota yksityinen tuottaja voi käyttää voittonsa kasvattamiseen (ks. Hoppe ja Schmitz 2010).

sopimukset mahdollistavat sijoituksista saatavien tulovirtojen yhteensovittamisen eläkevas-
tuiden maksamisaikataulujen kanssa, mikä vä-
hentää rahastojen toiminnan kokonaisriskiä.

Edellä mainitut näkökohdat puoltavat sitä, että myös suomalaisilla työeläkerahastoilla voi-
si olla nykyistä suurempi merkitys kotimaisen
infrastruktuurin korjaamisessa ja rakentamises-
sa. Voidaankin perustellusti kysyä, miksi näin
ei ole. Pitäisikö yksityisalojen rahastoissa valtaa
käyttävien työmarkkinaosapuolten muuttaa til-
lanne?

Vastauksia näihin kysymyksiin valotetaan
seuraavassa kuvaamalla infrastruktuurisijoitus-
ten ominaisuuksia ja sitä millaisia eläkejärjes-
telmän tavoitteista lähteviä vaatimuksia eläke-
varojen sijoituksille asetetaan. Lisäksi pohdi-
taan riskien jakoa hankkeissa ja niiden rahoit-
uksessa.

2. Millaisia ovat sijoitukset infrastruktuuri-investointeihin?

Infrastruktuurilla tarkoitetaan rakennettua ympä-
ristöä ja toimintaverkostoja, joiden tarkoi-
tuksena on tuottaa palveluja. Palveluntuotan-
toon liittyy usein erityispiirteitä, kuten ns.
luonnollinen monopoli, tai ulkoisvaikutuksia,
joiden vuoksi katsotaan, että toiminta on pe-
rusteltua olla julkisen sektorin hallitsemaa tai
säätelemää. Esimerkkejä taloudellisesta infra-
struktuurista ovat tiet, lentokentät, sähköver-
kot ja tietoliikenneyhteydet. Yhteiskunnallista
infrastruktuuria edustavat koulut, kirjastot ja
vankilat.

Infrastruktuuriin voidaan sijoittaa joko suo-
raan, esimerkiksi omistamalla kiinteistö tai ra-
kennusprojektin tuottava yhtiö, tai epäsuorasti
rahastojen kautta. Rahastoillakin on eroja sen
suhteen kuinka paljon ne ottavat yksittäisiin

projekteihin liittyviä riskejä ja kuinka paljon
niillä on omistajia. Sijoittaminen yhteen projek-
tiin keskittyvään suljettuun rahastoon on lähel-
lä suoraa sijoittamista, kun taas sijoittaminen
suureen listattuun infrastruktuurirahastoon tai
alan yrityksen pörssinoteerattuihin osakkeisiin
on lähellä muuta osakesijoittamista. Lisäksi itse
hanke voi olla voimakkaasti velkarahoitteinen,
jolloin oman pääoman ehdoin osallistuva sijoit-
taja ottaa suuren riskin hankkeen onnistumi-
sesta.

Sijoitusten riski-tuotto-yhdistelmän kannal-
ta on siten tärkeää paitsi se, millainen itse in-
vestointi on, niin myös se, miten se on rahoitet-
tu ja millaisin välinein sijoittaja osallistuu ra-
hoitukseen. Tästä syystä on tarpeen täsmentää
yksityiskohdat puhuttaessa eläkevarojen roolista
infrastruktuuri-investointien rahoituksessa.
Suomalaisten eläkeyhtiöiden sijoitukset infra-
struktuuriin ovat vähäiset niiden sijoituspoten-
tiaaliin nähden.

Kansainvälisillä sijoitusmarkkinoilla yleistyi-
vät ennen finanssikriisiä sijoitusvälineet, joissa
korostuivat pääomasijoittamisen piirteet. Hyvät
ajat ja velkavipu mahdollistivat korkeat tuotot
ja riskien ajateltiin olevan pienet. Finanssikrii-
siin liittynyt velkarahoituksen riskipremioiden
kasvu ja yleinen markkina-arvojen aleneminen
paljastivat näiden tuotteiden riskillisyyden.
Opetteluvaiheen jälkeen ovat vähemmän riskil-
liset vaateet saaneet sijaa markkinoilla. Myös
inflaation kiihtyminen on tuonut uutta mielen-
kiintoa infrastruktuurisijoituksiin.

3. Kaksi kärpästä kerralla vai hutilyönti?

Onko mahdollista nopeuttaa kansantalouden
kasvua ja laajentaa sitä kautta työeläkejärjes-
telmän rahoitus pohjaa sijoittamalla eläkevaroja

kotimaiseen infrastruktuuripalvelujen tuotantoon? Usean ehdon on toteuduttava, jotta näin olisi.

Ensinnäkin hankkeiden on oltava kustannus-hyöty-näkökulmasta kannattavia ja silti sellaisia, joita ei toteutettaisi ilman eläkevarojen mukanaoloa. Toiseksi investointi ei saisi syrjäyttää resurssien tehokkaampaa käyttöä, kuten esimerkiksi työvoiman työllistymistä kannattavammassa hankkeissa. Kolmanneksi infrastruktuuriin tehtävien sijoitusten tuotto-riski-yhdistelmän pitäisi olla lähellä markkinatuottoa, koska muutoin alhaisempi tuotto johtaisi eläkemaksujen nousuun. Tämä saattaisi puolestaan heikentää talouden kasvuedellytyksiä.

Työeläkevarojen keskittäminen kotimaahan vähentää mahdollisuutta hyötyä nopeammin kasvavista kehittyvistä markkinoista.² Se myös lisää eläkejärjestelmän kokonaisrahoitukseen liittyvää riskiä, koska kotimaisten sijoitusten tuotto vaihtelee yleensä samansuuntaisesti maksutulon kanssa. Palkkasumman kasvattamisen ottaminen mukaan työeläkevarojen menestyksekkään sijoittamisen kriteereihin olisi jo sinällään ongelmallista. Projektikohtaisten syyseuraussuhteiden osoittaminen ja työllisyysvaikeutusten suuruuden arviointi vaatisivat mittavat resurssit. Kontrollimekanismien puuttuminen avaisi puolestaan ovet poliittisesti tarkoituksenmukaisten hankkeiden toteuttamiselle.

4. Kuka kantaa hankkeiden riskit ja millä hinnalla?

Kun kunnat tai valtio rakentavat ja ylläpitävät infrastruktuurin, investoinnit voidaan rahoittaa

lähes riskittömällä korolla. Samalla kuitenkin veronmaksajat kantavat hankkeen riskit. Kun verojen pohja on laaja ja riskejä voidaan jakaa julkisen velan avulla yli sukupolvien, yksittäiselle veronmaksajalle koituva riski on pieni. Näin ajatellen julkisen sektorin riskinkantokyky on hyvä.

Ei ole kuitenkaan selvää, että verotusoikeuteen perustuvaa ja siitä julkiselle sektorille syntyvää riskinkantokykyä pitäisi käyttää nimenomaan infrastruktuurihankkeiden rahoitukseen. Vaihtoehtona on esimerkiksi ottaa lisää velkaa ja sijoittaa varat hajautetusti osakemarkkinoille. On syytä korostaa, ettei nykyinen valtion käyttäytyminen rahoitusmarkkinoilla ole tästä hyvä esimerkki, koska osakesijoitusten hajauttaminen on vähäistä.

Kun yksityinen taho kantaa palvelujen tuottamisen ja ylläpidon riskit, ne näkyvät tuottajan saaman lainarahan hinnassa tai oman pääoman tuottovaatimuksessa. Mitä paremmin rahoitusmarkkinat toimivat ja mitä laajemmalle riskit saadaan hajautettua, sitä matalampi on vaadittava riskipremio. Riskien hinta pyritään joka tapauksessa siirtämään tilaajalle, eli lopulta veronmaksajille, esimerkiksi siten, että urakkahinta tai palvelusta perittävä vuokra on vastaavasti korkeampi.

Keskeinen kysymys on yhteiskunnan kannalta se, millä ehdoin yksityinen rakentaja ja palveluntuottaja saavat rahoitusta ja suostuvat kantamaan riskejä. Toisin sanoen vastaako julkisen sektorin maksama hinta riskin siirrosta sijoittajille tehokkaiden markkinoiden riskille asettamaa preemiota? Jos hinta on suurempi, rahoituksen kokonaiskustannus on kalliimpi ja kunnan tai valtion kannattaa rahoittaa itse projektinsa.

Oikean premion löytäminen on vaativa tehtävä, jossa onnistuminen edellyttää riittävää

² *Kansainvälisen hajautuksen etuja pitkäaikaiselle sijoittajalle ovat kuvanneet esimerkiksi Asness, Israelov ja Liew (2011).*

informaatiota riskien suuruudesta. Yksittäisten suurten ja monia erityispiirteitä omaavien projektien toteutunut tuotto ei välttämättä kerro paljonkaan riskien jaon onnistumisesta tai infrastruktuuri-investointien odotetusta tuotosta yleensä. Infrastruktuurisijoituksista on olemassa toistaiseksi vain vähän kattavaan aineistoon perustuvaa tutkimustietoa (Inderst 2009).

Yksityisen rahan hintaa saattavat nostaa riskien lisäksi rahan hankintaan liittyvät kiinteät kustannukset, jotka julkisella sektorilla suurena lainanottajana ovat alhaiset suhteessa sen hankkiman rahoituksen kokonaismäärään. Kun rajoitetaan tarkastelemaan pelkästään rahoituskustannuksia, niin on vaikea löytää olosuhteita, joissa infrastruktuurihankkeiden rahoittaminen yksityisillä varoilla olisi yhteiskunnalle edullisempi vaihtoehto.

Toisaalta on muistettava, että julkisen sektorin hankkiman rahoituksen alhainen korko perustuu siihen, että veronmaksaja kantaa projektin riskit. Optimaalinen riskien jako toteutuu silloin, kun riskien siirron kustannus yksityiselle sektorille vastaa hyötyä, joka syntyy siitä että yksityinen sektori sisäistää toiminnan tehostamisen seuraukset (Dewatripont ja Legros 2005). Riskienjakoon vaikuttaa myös se, millaisia riskejä hankkeessa on. Yleensä on tehokasta, että valtio kantaa poliittiset riskit ja yksityinen sektori markkinariskit (OECD 2008).

Julkisuudessa on ollut esillä rahoitusmalli, joka lupaa yhdistää yksityisen sektorin tehokkuuden rakentamisessa ja palvelujen ylläpidossa mataliin rahoituskustannuksiin.³ Yksinker-

taistettuna tämän mallin ajatus on seuraavanlainen: Mallissa palveluntuottajana toimivan projektityhtiön omistaa yksi tai useampi eläkerahasto. Yhtiö rahoitetaan pienellä oman pääoman osuudella (10–20 %). Loppurahoitus hoidetaan hyvin pitkäaikaisilla pankkilainoilla. Velan suuresta rahoitusosuudesta syntyy vipuvaikutus, joka moninkertaistaa sijoituksen tuoton eläkerahastolle.

Pankkilainan korko tässä mallissa saadaan matalaksi ohjaamalla tilaajan maksamasta palvelumaksusta kiinteä lainojen korot ja lyhennykset kattava osa velanhoitoon. Kun tilaajana on julkinen sektori, kassavirtaa pidetään varmana ja siten lainakorko voi vastata kuntien tai valtion oman lainanoton korkoa. Olennainen ja vähemmän mainostettu piirre ehdotuksessa on riskien jako. Rahoitusmalli on vipuominaisuuden vuoksi hyvin riskipitoinen eläkerahastoille. Mallia ei ole ainakaan toistaiseksi otettu käyttöön.

Elinkaarimallin käyttöä julkisten investointien rahoituksessa on arvioitu kriittisesti äskettäin työnsä jättäneen valtionalouden kehysjärjestelmän kehittämistä pohtineen työryhmän raportissa (Valtiovarainministeriö 2011). Sen mukaan elinkaarisopimuksilla on kierretty menokeyhksiä ja sidottu seuraavien hallitusten käsiä menojen suhteen.

Raportissa ehdotetaan, että jo hallitusohjelmaan kirjataan sekä tulevan hallituskauden infrastruktuurihankkeiden kokonaiskustannukset että se, mikä osa niistä toteutetaan ulkoistettuna. Näin hankkeet voidaan sisällyttää menokeyhksiin. Jos ne toteutetaan elinkaarimallilla, keyhksiä alennettaisiin määrällä, joka vastaa hankkeen kehyskaudelle osuvia todellisia kustannuksia.

Elinkaarimallia tai muita julkisen ja yksityisen sektorin kumpanuushankkeita ei olekaan

³ Kyseessä on konsulttiyhtiö Elronin kehittämä Kansallinen elinkaarimalli Kaira, ks. Elron (2009).

perusteltua hylätä sillä perusteella, että niitä voidaan käyttää väärin (ks. esim. Sadka 2006). Kehysten pitävyydelle voidaan löytää omat mekanisminsa.

5. Johtopäätöksiä

Edellä kuvatun perusteella sijoitukset infrastruktuuriin kuuluvat hyvin hajautettuun eläkerahaston sijoitussalkkuun. Toisaalta ei ole vahvoja perusteluja sille, että yhteiskunta kannustaisi tai jopa asettaisi velvoitteita eläkevarojen ohjaamiseksi kotimaisten infrahankkeiden rahoitukseen.

Sijoitukset infrastruktuuriin eivät ole koko eläkejärjestelmän toimivuuden kannalta mitenkään erityisasemassa. On vaikea löytää tilanteita, joissa sijoituksilla saataisiin kasvatettua pysyvästi palkkasummaa ja maksutuloa. Vaikka niin olisi, eläkejärjestelmän rahoitukselliseen kestävytyteen tällä olisi vain vähän merkitystä, koska ansiot kasvattavat tulevia eläkeoikeuksia.

Työllisyyden ja palkkasumman asettaminen sijoituskriteerien joukkoon olisi muutoinkin hankalaa vaikutusten todentamiseen liittyvien ongelmien vuoksi. Se myös hämärtäisi työnjakoa finanssipolitiikassa.

Ei ole myöskään selvää, että kunnat ja valtio hyötyisivät siitä, että työeläkelaitos on infrastruktuurihankkeessa mukana sijoittajana markkinaehtoisella rahoituksella. Sen sijaan on selvää, että eläkelaitos häviää, jos se osallistuu hankkeeseen huonommin ehdoin. Työeläkevarojen tuotto jäisi markkinatuottoa alhaisemmaksi, mistä seuraisi painetta nostaa työeläkemaksua ja mahdollisesti myös heikentää eläkeetuuksia. Näin työeläkejärjestelmän perustetävän toteuttaminen vaikeutuisi. Hankkeiden toteuttaminen voisi olla vahingollista myös talouden pitkän aikavälin kasvulle, jos näennäis-

sesti edullinen rahoitus ohjaisi kansantalouden resursseja heikosti tuottaviin hankkeisiin. □

Kirjallisuus

- Asness, C.S., Israelov, R. ja Liew, J.M. (2011), "International Diversification Works (Eventually)", *Financial Analysts Journal* 63.
- Määttänen, N., Lassila, J. ja Valkonen, T. (2010), "Työeläkesijoitukset ja palkkasumma – kokonaistaloudellinen näkökulma", raportissa Hyytiäinen, A., Lassila, J., Määttänen, N. ja Valkonen, T. (toim.), Työeläkevaroilla vauhtia talouskasvuun?, ETLA Discussion Paper No. 1224: 24–39.
- Dewatripont, M. ja Legros, P. (2005), "Public-private partnerships: contract design and risk transfer," *EIB Papers* 10: 120–145.
- Elron (2009), *Kansallinen elinkaarimalli*, loppuraportti.
- Holm, P. ja Kiander, J. (2005), "Eläkerahoilla Suomen työllisyyttä ja kasvua", *Helsingin Sanomat* 31.10.2005.
- Hoppe, E.I. ja Schmitz, P.W. (2010), "Public-private partnerships versus traditional procurement: innovation incentives and information gathering", *CEPR Discussion Paper* No. 7681.
- Inderst, G. (2009), "Pension Fund Investment in Infrastructure", *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions* No. 32.
- Lassila, J. ja Valkonen, T. (2011), "Pitäisikö työeläkevarojen sijoittamisella olla muitakin tavoitteita kuin tuottavuus ja turvaavuus?", teoksessa Johanson, J.-E., Lassila, J. ja Niemelä, H. (toim.), *Eläkevalta Suomessa*, Taloustieto, Helsinki: 52–69.
- OECD (2008), *Public-Private Partnerships: In Pursuit of Risk Sharing and Value for Money*, OECD Publishing.
- Sadka, E. (2006), "Public-Private Partnerships: A Public Economics Perspective", *IMF Working Paper* WP/06/77.

Työryhmäraportti (2006), *Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys*, Helsinki.

Valtiovarainministeriö (2011), *Kebysjärjestelmän kehittäminen*, Valtiovarainministeriön julkaisuja 17/2011, Tampere.