

Jouko Rautava: Valtiolliset sijoitusrahastot herättävät poliittisia intohimoja

Kansainvälisen talouden viime vuosien kestoaihe ovat olleet globaalit epätasapainot. Tällä viitataan Yhdysvaltojen suureen vaihtotasealijäämään, jonka vastapainona ovat Aasian talouksien ja öljyntuottajamaiden mittavat vaihtotaseiden ylijäämät. Nämä ovat kasvattaneet ylijäämämaiden valuuttavarantoja niin, että ne ovat ylittäneet useassa maassa selvästi rajan, joka katsotaan niiden ulkomaisen maksuvalmiuden turvaamisen kannalta riittäväksi. Ylijäämämaiden päättäjät pyrkivät normaalia valuuttavarantojen hallintaa aktiivisemmalla sijoituspolitiikalla kasvattamaan niiden hallussa olevien "ylimääräisten" valuuttareservien tuottoa. Tätä tarkoitusta varten ne ovat perustaneet erillisiä valtiollisia sijoitusrahastoja (Sovereign Wealth Fund, SWF).

Viimeksi kuluneen vuoden aikana Arabimaat ja Aasian ylijäämämaat ovat sijoittaneet muun muassa 45 miljardia dollaria SWF-rahastojensa varoja läntisiin suurpankkeihin. Rahoituskriisistä kärsivien pankkien ja markkinoiden vakauden kannalta tervetulleesta rahoituksesta huolimatta Yhdysvalloissa ja Euroopassa on herännyt pelkoja valtiollisten sijoitusrahastojen tarkoituksista. Mistä tässä kaikessa on oikein kysymys?

Valtiolliset sijoitusrahastot kovassa kasvussa

SWF-rahastoille ei ole yksikäsitteistä määritelmää. Ne voidaan kuitenkin jakaa karkeasti kahteen luokkaan: (i) Raaka-ainetuloihin perustuvat rahastot ja (ii) rahastot, joihin varat on siirretty maan ylisuureksi paisuneesta valuuttavarannosta. Jälkimmäiset keskittyvät Aasiaan ja erityisesti Kiinan varantojen kasvu ja sen syyt ovat sinällään kovan talouspoliittisen kiistelyn aihe. Rahastojen avulla pyritään vakauttamaan talous- ja budjettikehitystä maissa, joissa raaka-aineiden hinnanvaihtelut tai muut syyt ovat omiaan aiheuttamaan suuria häiriöitä. Monessa tapauksessa rahaston toimintahorisontti on hyvin pitkä, mitä kuvaa eräiden rahastojen nimeäminen eläkerahastoiksi. Yhteistä rahastoille on se, että ne sijoittavat suurelta osin ulkomaisiin instrumentteihin, joiden valinnassa painaa enemmän tuotto kuin hyvä likviditeetti.

Ensimmäiset SWF-rahastot perustettiin jo 1950-luvulla, mutta kuluvalle vuosikymmenellä niiden määrä on kasvanut nopeasti. Tällä hetkellä noin 30 valtiolla on vähintään yksi SWF-rahasto ja kaikkiaan rahastoja lasketaan olevan yli 40. Näistä

SWF-rahastojen arvo ja markkinaosuus maittain vuoden 2008 alussa*

| | Mrd. USD | %-osuus |
|----------------------------|-------------|--------------|
| Öljyntuottajat | 2260 | 67,8 |
| - UEA | 875 | 26,3 |
| - Norja | 380 | 11,4 |
| - Saudi-Arabia | 300 | 9,0 |
| - Kuwait | 250 | 7,5 |
| - Venäjä | 157 | 4,7 |
| - muut öljyntuottajat | 298 | 8,9 |
| Raaka-ainetuottajat | 27 | 0,8 |
| - Chile | 16 | 0,5 |
| - Botswana | 7 | 0,2 |
| - Muut raaka-ainetuottajat | 4 | 0,1 |
| Muut SWF-rahastot | 1046 | 31,4 |
| - Singapore | 489 | 14,7 |
| - Kiina | 200 | 6,0 |
| - Hongkong | 163 | 4,9 |
| - Muut | 194 | 5,8 |
| Yhteensä | 3333 | 100,0 |

* Kaikkien maiden rahastoista ei ole tarkkaa tietoa tai tieto puuttuu kokonaan. Lähde: www.swfinstitute.org ja oma arvio.

lähes puolet on perustettu kuluvalle vuosikymmenellä. Rahastojen hallussa olevat varat ovat lisääntyneet nopeasti ja niiden hallinnoima varallisuus on noin kaksinkertaistunut vuosikymmenen alusta nykyiseen yli 3300 miljardiin dollariin. Viime vuoden lopussa öljy- ja kaasuvaroihin perustuvat rahastot kattoivat kaksi kolmasosaa SWF-rahastojen varoista, mutta muiden kuin raaka-ainerahastojen osuus on kasvamassa. Tietävästi ainakin Japani harkitsee perustavansa SWF-rahaston ja myös Kiina näyttää sijoittavan nykyistä suuremman osan valuuttavarannostaan korkeamman tuoton (ja riskin) kohteisiin. SWF-rahastojen uskotaan kasvavan nopeasti lähivuosina myös korkeiden energiahintojen siivittämänä.

Nopeasta kasvusta huolimatta valtiollisten sijoitusrahastojen varojen määrä on vielä pieni suhteessa kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kokoon. Verrattuna SWF-rahastoihin, pelkästään keskuspankkien valuuttavarantojen määrä on noin kaksinkertainen puhumattakaan siitä, että eläkerahastoilla, rahastoyhtiöillä ja vakuutuslaitoksilla on yhteensä yli kaksikymmenkertainen omaisuus sijoitettavanaan. Toisaalta SWF-rahastojen varojen määrä ylittää julkisuudessa paljon esillä olleiden korkeariskisten hedge fund -rahastojen varat, joiden määräksi arvioidaan 1900 miljardia dollaria.

Epäluulojen taustalla poliittiset syyt

Rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta SWF-rahastoihin ei liity erityisongelmia, vaikka epäilijät väittävät niiden potentiaalisesti lisäävän hintahäiriöitä markkinoilla. Rahastojen tarkoitus on hankkia sijoitusvaroilta mahdollisimman hyvä tuotto ja on vaikea nähdä, miksi juuri nämä rahastot olisivat rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta ongelmallisempia kuin muut sijoittajat. Kukaan ei ole esittänyt konkreettista näyttöä siitä, että SWF-rahastojen sijoitukset olisivat aiheuttaneet häiriöitä markkinoilla. Sen sijaan monet uskovat niiden tuovan markkinoille vakautta, koska SWF-rahastot sijoittavat omia varoja, ei velkarahaa.

Vilkkaana käytävässä keskustelussa, jossa SWF-kysymystä katsotaan usein kovin kapeasta näkökulmasta, näyttää unohtuvan kokonaiskuva. Öljytuottajamaissa ja kehittyvissä talouksissa SWF-rahastot toimivat suhdannevaihteluita ja talouskehitystä tasoittavina puskureina. Viime vuosikymmenien kansainvälisiä rahoituskriisejä ajatellen valtiollisten sijoitusrahastojen heijastelema finanssipoliittinen varovaisuus ja politiikan pitkäjänteisyys ovat tervetulleita muutoksia verrattuna aikaisempaan menoon. Tästä näkökulmasta rahastojen rooli on pikemminkin markkinoita rauhoittava kuin epävarmuutta lisäävä.

Syyt SWF-rahastoihin kohdistuviin epäluuloihin ovat perimmältään poliittisia. Öljytuottajamaiden sijoitusten osalta keskustelu olisi saattanut jäädä yksittäisistä investoinneista kiistelyksi, mutta Kiinan ja osin Venäjän voimakas esiinmarssi näyttää kiihdyttäneen keskustelun kokonaan uudelle tasolle. Ongelman ydin on se, että Yhdysvalloissa ja Euroopassa on esitetty voimakkaita epäilyksiä siitä, että SWF-rahastojen sijoitukset eivät perustu taloudellisiin tekijöihin, vaan niitä ohjaavat poliittiset motiivit ja hallitusten strategiset tavoitteet. Rahastoja omistavat maat tietysti kieltävät syytökset.

Selkeät pelisäännöt kaikkien etu

Näyttää siltä, että monet globalisaatioon länsimaissa liittyvät taloudelliset ja poliittiset epäluulot purkautuvat SWF-kysymyksessä. Rahastojen toiminnan vaikeuttaminen ei kuitenkaan ole kenenkään etu, sillä parhaimmillaan rahastot tuottavat hyvinvointia kaikille osapuolille. Poliittikkaan liittyvät epäluulot ovat kuitenkin tosiasia ja pahentuessaan ne uhkaavat rahastojen toimintaa. Tällä hetkellä

pohditaankin rahastoja koskevien nykyistä selkeämpien pelisääntöjen tarvetta, jotta niiden toiminta voisi jatkua häiriöttä ja jotta välttyttäisiin kalliin ja turhan sääntelykoneiston rakentamisesta rahastojen valvontaan. Tarpeettomalta tuntuu myös ajatus SWF-rahastojen omasta järjestöstä ajamaan niiden asiaa. Samassa yhteydessä halutaan varmistaa, että sijoituksia vastaan ottavat maat eivät harjoita protektionismia tai syrjintää omassa politiikassaan.

Norjan eläkerahasto on malliesimerkki siitä, miten maan öljyvarantoja on muutettu pitkällä aikavälillä paremmin tuottavaksi rahoitusvarallisuudeksi ilman, että asiaan liittyisi ulkopuolisten taholta poliittisia intohimoja. Avainsana Norjan mallissa on avoimuus. Rahaston tarkoitusperät on tehty selväksi oman maan kansalaisille sekä ulkopuolisille ja rahaston sijoituspolitiikasta ja valvonnasta on olemassa selkeät linjaukset.

Norjan mallin mukaisia pelisääntöjä avoimuudesta ollaan parhaillaan ajamassa IMF:n ja OECD:n piirissä, joskin sijoittaja- ja vastaanottajamaiden väliset näkemyserot ovat vielä suuret. Maaliskuussa Yhdysvallat sopi Singaporen ja Abu Dhabin kanssa kahdenkeskisesti taloudellisia lähtökohtia, avoimuutta ja tasapuolisuutta korostavista periaatteista. Eräät SWF-rahastot harkitsevat liittymistä yksityisten osakerahastojen jäsenjärjestöihin, jolloin ne sitoutuvat näiden läpinäkyvyyttä painottaviin käyttäytymissääntöihin.

Yleisellä tasolla valtiolliset sijoitusrahastot eivät edes nyky muodossaan ole ongelma, vaikka useimmilla niistä on huomattavasti parannettavaa avoimuutensa suhteen. Niitä koskeva väittely heijastaa kehittyvien markkinoiden ja erityisesti Kiinan ja Venäjän nousun myötä länsimaissa kasvaneita turvallisuuspolitiikkaan, raaka-aineiden saatavuuteen sekä teknologian ja työpaikkojen kilpailijamaihin siirtymiseen liittyviä pelkoja. Ongelman ydin on pelko poliittisen ja taloudellisen päätöksenteon sekoittumisesta tavalla, joka ei sovi kehittyneen markkinatalouden pelisääntöihin. Tässä suhteessa esimerkiksi Kiinan ja Venäjän valtionyritykset ovat kuitenkin tärkeämpiä toimijoita kuin näiden maiden rahastot. Protektionismin kasvun estämiseksi olisi kuitenkin hyvä, jos rahastoja koskevassa kysymyksessä päästään eteenpäin. Sijoituspolitiikan avoimuutta sijoittaja- ja vastaanottajamaissa korostava ratkaisu edistäisi pelisääntöjen kehittymistä myös muilla rintamilla.

Jouko Rautava on BOFITin ekonomisti.