Eesti pensionifondide panus Eesti majanduse rahastamisse

TEEMAPABERID

Eesti Pank
EUROSÜSTEEM

4/2026

Koostanud: Taavi Raudsaar
Toimetanud: Villu Känd
Kujundanud: Urmas Raidma

DOI: 10.23656/24613800/042026/0240
ISBN 978-9916-710-47-0 (pdf)
Eesti Pank. Teemapaberid, ISSN 2461-3800; 4/2026 (pdf)

SISUKORD

EESSÕNA 4

EESTI PENSIONIFONDIDE INVESTEERINGUD EESTISSE 5

VÕRDLUS TEISTE RIIKIDEGA, EELKÕIGE VALITUD LÄHIRIIKIDE JA SARNASTE RIIKIDEGA 11

VARASEMATE UURIMISTÖÖDE ÜLEVAADE: PENSIONIFONDIDE INVESTEERINGUTE MÕJU KAPITALITURULE JA MAJANDUSELE NING NENDEGA SEOTUD RISKID 14

- Mõju kapitaliturule 14
- Mõju majanduskasvule ja tootlikkusele 14
- Koduriiki investeerimise riskid 15

KOKKUVÕTTEKS 17

EESSÕNA

Eesti kogumispensionisüsteemi esmane eesmärk on tagada pensionikogujatele pensionieas võimalikult suur sissetulek ja aidata säilitada nende elatustaset. Kogumispension täiendab riiklikku pensioni ja toetab pensionisüsteemi pikaajalist jätkusuutlikkust. See on eriti oluline rahvastiku vananedes ning töötajate ja pensionäride suhtarvu halvenedes. Kogumispensioni tähtsust suurendab ka Eesti pensionide suhteliselt madal tase võrreldes pensionieelse sissetulekuga, mistõttu aitab täiendavate säästude kogumine parandada inimeste tulevast pensionisissetulekut. Kuna esimese samba pension sõltub otseselt Eesti majanduse ja tööturu arengust, võimaldab kogumispensioni vara rahvusvaheline investeerimine vähendada ka pensioni sõltuvust ühe riigi majanduskeskkonnast.

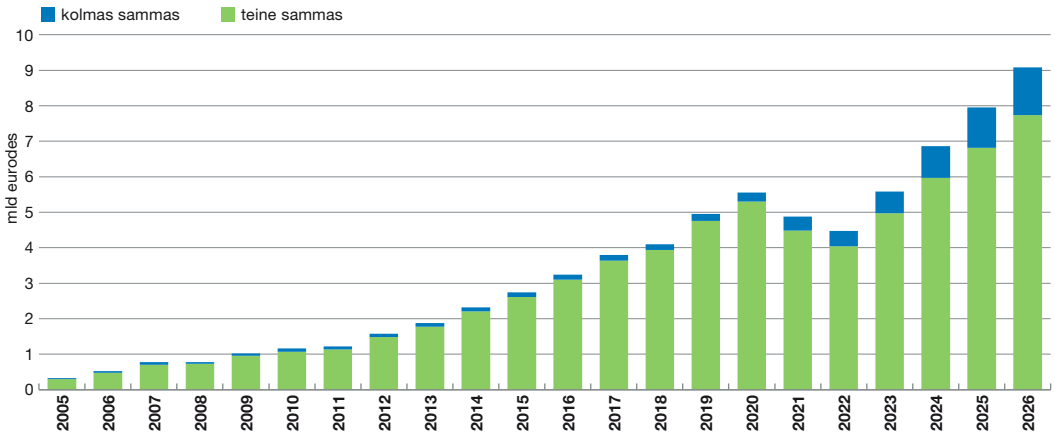
Kogumispensionisüsteem mõjutab ka finantssüsteemi ja majandust. Pensioniks kogumine suurendab pikaajaliste säästude mahtu ja investeeritava kapitali hulka, mida pensionifondid paigutavad oma investeerimisstrateegia kohaselt nii kodu- kui ka välismaale. Kapitali vaba liikumise tingimustes ei ole pensionivara investeerimine kodumaale eesmärk omaette: Eesti pensionifondid investeerivad teistesse riikidesse ja samal ajal investeerivad välismaised investorid Eestisse. Selline piiriülene kapitali liikumine võimaldab investeeringuid rahvusvaheliselt hajutada ning suunata kapitali sinna, kus selle kasutamiseks on sobivad võimalused. Investeeringute hajutamine koduriigi ja välismaa vahel on eriti oluline väikeriikide puhul.

Teisalt on pensionifondid Eestis ühed vähesed kohalikud institutsionaalsed investorid, kes pakuvad pikaajalist kapitali, ning nende roll võib seetõttu suurem olla kui pensionifondidel paljudes teistes riikides. Lisaks otsesele rahastamisele võivad nad kohalike investeeringute puhul täita ankurinvestori rolli, aidates kaasata ka välismaiseid investoreid. Sobivate investeerimisvõimaluste korral võib osa pensionifondide hallatavast pikaajalisest kapitalist jõuda Eesti ettevõtetesse ja teistesse kohalikesse varadesse, toetades seeläbi Eesti majandust. Seda võib käsitleda kogumispensionisüsteemi olulise positiivse kõrvalmõjuna. Siinne analüüs annab ülevaate Eesti pensionifondide investeeringute panusest Eesti majanduse rahastamisse ja võrdleb seda teiste riikide kogemusega.

EESTI PENSIONIFONDIDE INVESTEERINGUD EESTISSE

Eesti pensionifondide varade maht on viimase 20 aasta jooksul uute sissemaksete ja investeerimistootluse toel tempokalt kasvanud. 2026. aasta teise kvartali lõpuks ületas teise ja kolmanda samba pensionifondide varade maht 9 miljardit eurot. Varade maht vähenes üksnes aastatel 2021–2022 pärast teise samba vabatahtlikuks muutmist, mil väljamaksed ületasid märkimisväärselt sissemakseid.[1] Viimastel aastatel on varade mahu kiire kasv jätkunud (vt joonis 1).[2]

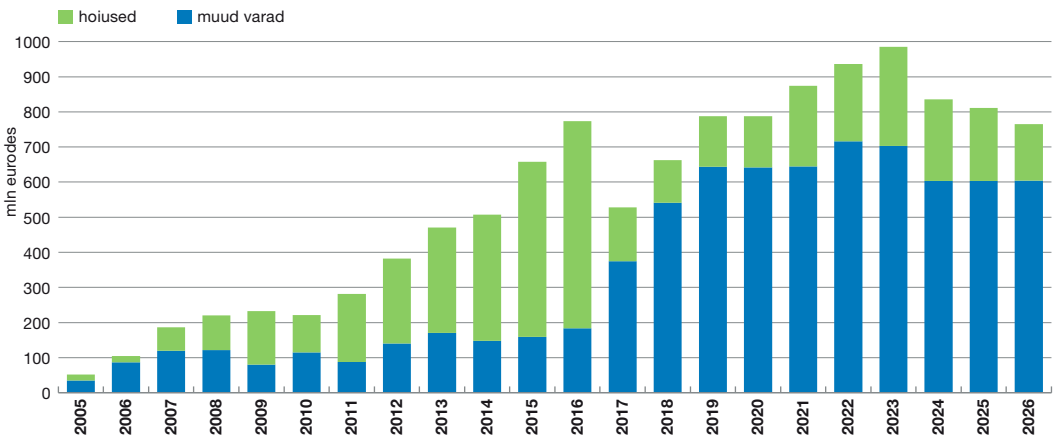
Joonis 1. Eesti pensionifondide varad



Allikas: Eesti Pank.

Koos koguvarade mahu suurenemisega on pikemas vaates kasvanud ka Eestisse tehtud investeeringud. 2026. aasta teise kvartali lõpuks oli Eestisse paigutatud varade väärtus 765 miljonit eurot ehk ligikaudu 8% fondide koguvaradest (vt joonis 2). Eestisse paigutatud varade osatähtsus

Joonis 2. Eesti pensionifondide Eestisse paigutatud varad



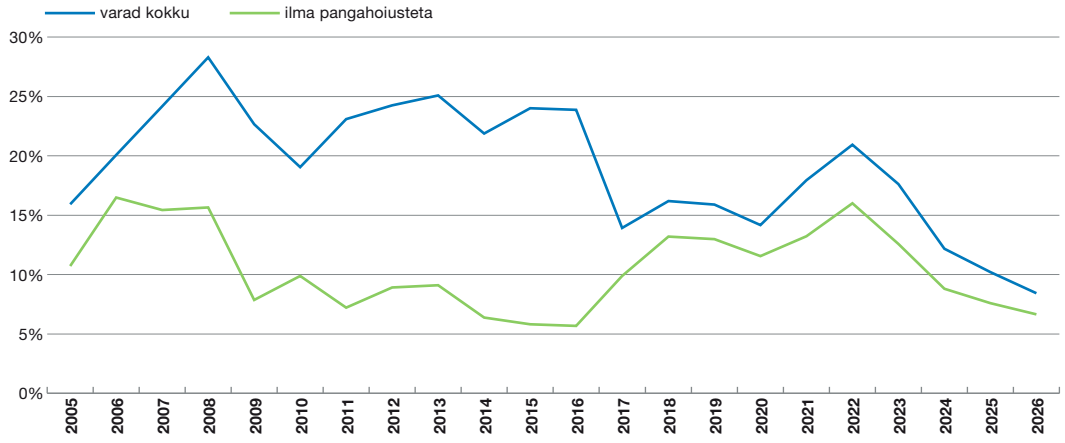
Allikas: Eesti Pank.

koguvarades oli suurim majandusbuumi ajal aastatel 2006–2008 ja uuesti aastatel 2018–2023, kuid on viimastel aastatel hakanud vähenema (vt joonis 3). Suhtena SKPsse olid pensionifondide investeeringud Eestisse suurimad aastatel 2019–2021. Seejärel on nende osakaal vähenenud, kuid on endiselt märksa

1 Lühiajaline varade vähenemine toimus ka 2008. aasta lõpus üleilmse finantskriisi ajal, kui fondiosakute väärtus järsult vähenes, kuid uute sissemaksete toel jäi see langus vaid kahe kvartali pikkuseks.

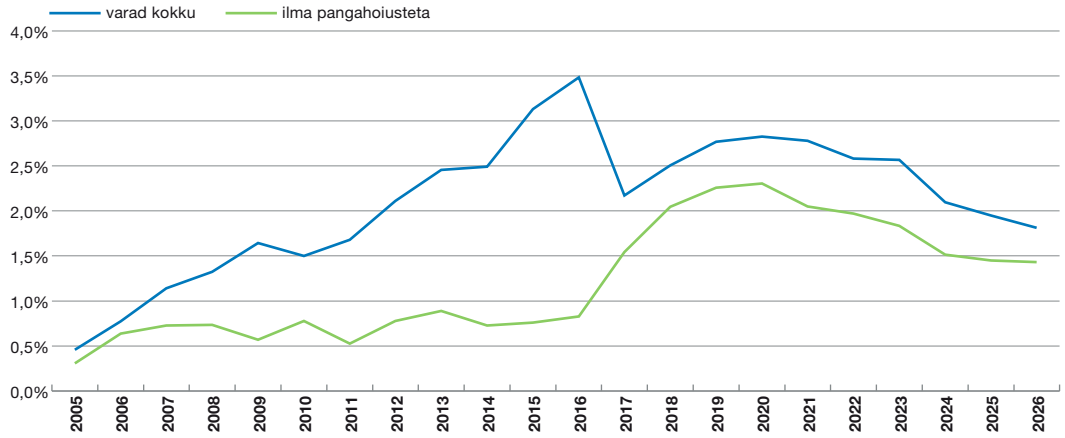
2 2026. aasta tähendab selle dokumendi joonistel läbivalt 2026. aasta II kvartali lõpu seisu.

Joonis 3. Eesti pensionifondide Eestisse paigutatud varade osakaal koguvaradest



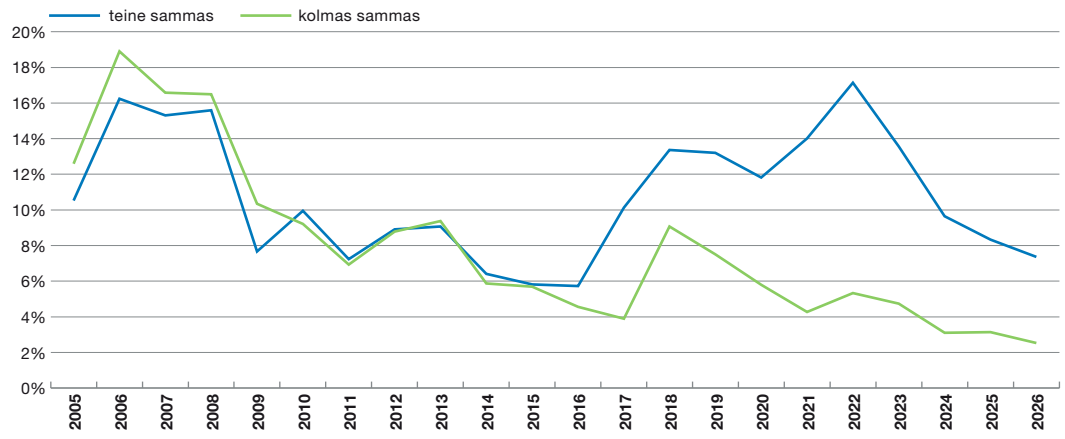
Allikas: Eesti Pank.

Joonis 4. Eesti pensionifondide Eestisse paigutatud varade osakaal SKPst



Allikad: Eesti Pank, statistikaamet.

Joonis 5. Eesti pensionifondide Eestisse paigutatud varade (ilma hoiusteta) osakaal koguvaradest



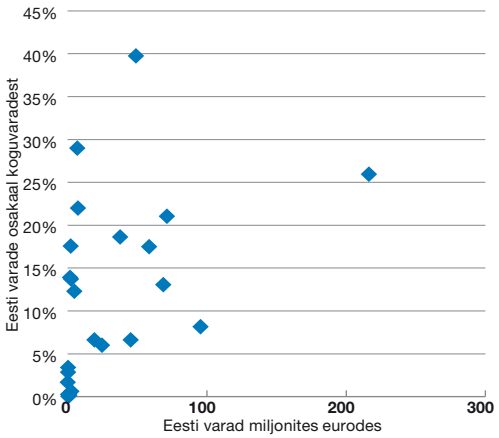
Allikas: Eesti Pank.

suurem kui enne eelmise kümnendi keskpaika (vt joonis 4).

Teise samba fondidest on Eestisse investeeritud nii mahult kui ka osakaalult rohkem kui kolmanda samba fondidest (vt joonis 5). Kolmanda samba fondide puhul võisid Eestisse investeerimist

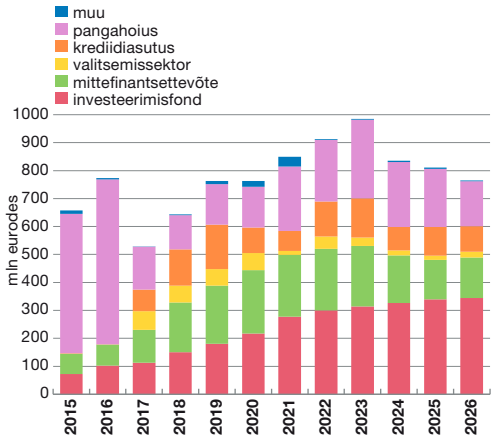
raskendada nii nende väiksem maht kui ka asjaolu, et need on algusest peale olnud vabatahtlikud ja neist on olnud võimalik suhteliselt kiiresti väljuda. Samas, nagu nähtub jooniselt 5, ei takistanud see praktikas kuni 2015. aastani kolmanda samba fondidel investeerida Eestisse suhteliselt sama palju kui teise samba fondidel. Kolmanda samba Eetsisse tehtud investeeringute osakaal hakkas teise samba omale selgelt alla jääma alles 2016. aasta lõpus, mil turule tulid indeksfondid, kes Eestisse ei investeeri.[3] Kolmanda samba fondide seas on indeksfondide varade osakaal palju suurem kui teise samba fondide hulgas (62% võrreldes 34%ga 2026. aasta teise kvartali lõpu seisuga).

Joonis 6. Teise samba fondide Eestisse paigutatud varad fondide kaupa



Allikas: Eesti Pank.

Joonis 7. Pensionifondide Eestisse tehtud investeeringud emitendi järgi



Allikas: Eesti Pank.

Fondide vahel erineb Eestisse tehtud investeeringute osakaal väga suurel määral, ulatudes 0%st 40%ni (vt joonis 6). Fondivalitsejatest oli 2026. aasta teise kvartali lõpu seisuga Eestisse kõige vähem investeerinud Tuleva (alla 1 miljoni euro ehk 0,1% koguvaradest) [4] ja kõige rohkem LHV (340 miljonit eurot ehk 21% koguvaradest).

Suurim osa Eestisse tehtud investeeringutest on läinud investeerimisfondidesse. 2026. aasta teise kvartali lõpu seisuga olid pensionifondid investeerinud Eestis registreeritud investeerimisfondidesse ligi 350 miljonit eurot (vt joonis 7). Eesti Panga statistika ei kajasta aga investeerimisfonde, mis on registreeritud välismaal (nt Luksemburgis), aga on tegelikult seotud Eestiga ja investeerivad muuhulgas Eestisse. Sellistesse fondidesse tehtud investeeringuid on kokku ligikaudu 90–140 miljonit eurot.[5] Ligikaudu kaks kolmandikku investeerimisfondidesse tehtud investeeringutest on tehtud kinnisvarafondidesse ja kolmandik era- ja riskikapitalifondidesse.

Pensionifondide investeeringutel on suur roll Eesti kinnisvarafondide ning eriti era- ja riskikapitalifondide kiires kasvus. Seeläbi on nad tugevalt panustanud varases faasis olevate ettevõtete kasvu. Eesti investeerimisfondide varade maht on viimasel kümnendil kiiresti kasvanud. Sealjuures on suurenenud ka nende Eestisse tehtud investeeringute osakaal (vt joonis 8). Eesti riskikapitaliturg on kasvanud eriti kiiresti, pakkudes varases arengujärgus olevatele ettevõtetele suurt tuge omakapitaliinvesteeringute kaudu. Euroopa Komisjoni andmetel paistab Eesti riskikapitaliinvesteeringutega silma ka Euroopa võrdluses ja siinsete riskikapitalifondide investeeringute maht suhtena SKPsse on üks Euroopa suurimaid.[6] Sellesse on omakorda väga tugevalt panustanud pensionifondid. Kui Euroopa pensionifondid investeerivad komisjoni hinnangul[7] riskikapitali keskmiselt

3 Kui Eestisse tehtud investeeringute hulka lugeda ka Eestis tegutsevates pankades hoitavad hoiused, ületas teise samba Eestisse tehtud investeeringute osakaal kolmanda samba oma alates 2009. aastast.

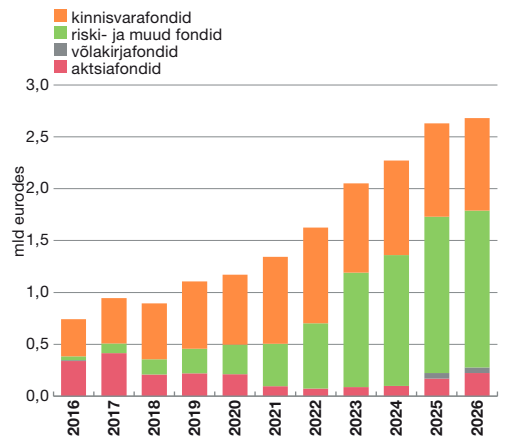
4 Tuleva valitsetavad fondid on kõik indeksfondid ja nende investeerimispoliitikast tulenevalt on Eestisse paigutatud varade osakaal olnud algusest peale nullilähedane ja kajastab üksnes Eestis registreeritud pankades olevaid hoiuseid.

5 Pensionifondide aruanded.

6 Vt lähemalt.

7 Venture & growth capital in Europe – mapping pension funds' attitudes.

Joonis 8. Eesti investeerimisfondide varade maht



Allikas: Eesti Pank.

vaid ligi 0,1% varadest, siis Eestis on see osakaal hinnanguliselt vähemalt 10 korda suurem.[8] Kohalike ankurinvestoritena annavad pensionifondid teistele investoritele olulise signaali, ja ilma pensionifondide osaluseta oleks teiste investorite kaasamine märksa keerulisem. Eestis on pensionifondide roll eriti tähtis, kuna avaliku sektori investorite (EIF, SmartCap jne) kõrval napib teisi institutsionaalseid investoreid.[9]

Pensionifondid investeerivad ka otse Eesti reaalsektori ettevõtetesse, aga need investeeringud on alates 2021. aastast vähenenud (vt joonis 7). 2026. aasta teise kvartali lõpu seisuga olid pensionifondid investeerinud otse mittefinantsettevõtetesse 144 miljonit eurot. Sellest 56 miljonit eurot oli investeeritud omakapitali, 51 miljonit võlakirjadesse ja 37 miljonit eurot välja antud laenudena. Aktsia- ja võlakirjainvesteeringud on tehtud valdavalt Tallinna börsi kaudu. Ehkki pensionifondidele kuulub vaid väike osa Tallinna börsi väärtpaberitest, on nad ühed vähestest kohalikest institutsionaalsetest investoritest, kes Tallinna börsil tegutsevad. Börsil mittekaubeldavatesse ettevõtetesse investeerimine nõuab pensionifondidelt rohkem ressursse ja sellised investeeringud on väga väikese likviidsusega. Tallinna börsi väiksuse tõttu on vähene likviidsus probleemiks aga ka seal. Pensionifondide aktsia- ja võlakirjainvesteeringute maht on viimase viie aastaga peaaegu kaks korda vähenenud, väljastatud laenude maht aga natukene kasvanud.

Pensionifondide investeeringud pankade ja valitsemissektori väärtpaberitesse on nende kogumahuga võrreldes väikesed, kuid mõne üksiku panga jaoks võivad pensionifondid olla olnud olulised investorid. Pensionifondid on investeerinud pankade väärtpaberitesse ligi 100 miljonit eurot, sealhulgas 90 miljonit eurot võlakirjadesse ja 10 miljonit aktsiatesse. Pankade emiteeritud võlakirjade või aktsiate kogumahuga võrreldes on need väikesed summad. Mõne viimase viie aasta jooksul kiiresti kasvanud ja selleks erinevaid kapitaliinstrumente emiteerinud panga jaoks on pensionifondid olnud aga väga olulised investorid.[10] **Seeläbi on nad aidanud suurendada konkurentsi Eesti pangandusturul ja parandada pangalaenude kättesaadavust.** Valitsemissektori võlakirjadesse on Eesti pensionifondid investeerinud vähe, ligikaudu 20 miljonit eurot. See summa jaguneb üsna võrdselt Eesti riigi ja omavalitsuste võlakirjade vahel.[11]

Pensionifondide Eesti pankades hoitav hoiuste maht on alates 2017. aastast olnud suhteliselt tagasihoidlik, kajastades eelkõige investeerimise ootel uusi sissemakseid või väljamaksete tegemiseks olevat raha. Seda kinnitab ka asjaolu, et suur osa sellest rahast on arvelduskontodel ja märksa vähem tähtajalistel hoiustel. 2026. aasta teise kvartali lõpus oli hoiuste kogumaht 160 miljonit eurot, millest 86% oli arvelduskontodel. Fondide koguvaradest on hoiuste osakaal viimastel aastatel olnud ligikaudu 2% ja ka Eestis tegutsevate pankade kõikidest hoiustest moodustavad need vaid ligikaudu 0,5%. Mõnevõrra teistsugune oli olukord aastatel 2013–2016, kui pensionifondide hoiused ulatusid tipphetkel üle 700 miljoni euro ehk üle viiendiku fondide koguvaradest ja 5%ni pankade kõigist hoiustest. Sel ajal oli mõne fondivalitseja teadlik otsus hoida turukorrektsiooni kartuses väga suurt likviidsust.

2019. aastal jõustunud muudatused kogumispensioni ja investeerimisfondide regulatsioonis toetasid Eestisse investeerimise kasvu. Regulatsioon ei sätesta otseselt, kui palju võib koduriiki

8 USAs on see hinnanguliselt Eestist veel vähemalt kümme korda suurem. Üldiselt on hinnatud, et suurematel fondidel on kergem (ja nad ka teevad seda rohkem) riskikapitali investeerida.

9 Eesti era- ja riskikapitalifondide rahastamisest on pikemalt kirjutatud konkurentsivõime eksperdikogu raportis riigikogule „Eesti majanduse olukord ja väljavaated 2025“, ptk 6 „Fookuses: ettevõtete omakapitali rahastamine“.

10 Mõnest allutatud võlakirja emissioonist on nad üle poole ära ostnud ja omavad mõne panga puhul kõigist allutatud võlakirjadest ka vähemalt paarkümmend protsenti.

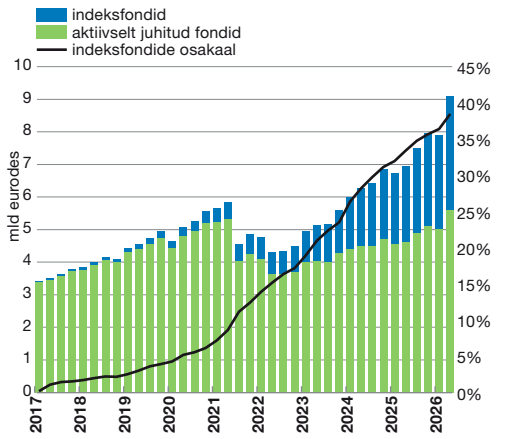
11 Tartu linna puhul on pensionifondide roll suurim.

investeerida, aga väikese turu tõttu tuleb pensionifondidel Eestis sageli investeerida avalikul finantsturul mittekaubeldavatesse ja vähem likviidsetesse varadesse. Muudatuste tulemusel leevendati mitmeid varaklassipõhiseid investeerimispiiranguid, lihtsamaks muutus investeerimine erakapitali- ja riskikapitalifondidesse ning avardusid võimalused investeerida taristusse ja kinnisvarasse. See langeb kokku ajaga, mil Eesti pensionifondide investeeringud Eestisse hakkasid suurenema, eelkõige investeerimisfondidesse tehtud investeeringute arvel. Rahandusministeeriumi 2024. aasta analüüsi järgi on Eesti pensionifondide investeerimispiirangud vähem jäigad kui Lätis ja Leedus.[12] Samas võivad Rootsi tööandjapensionifondid ja Soome vabatahtlikud pensionifondid investeerida kinnisvarasse ja laenudesse veelgi rohkem kui Eesti pensionifondid. **Kokkuvõttes võimaldaksid kehtivad investeerimispiirangud enamikul Eesti pensionifondidel investeerida Eestis kättesaadavatesse varadesse rohkem, kui nad seda praegu teevad.**[13]

Teise pensionisamba vabatahtlikuks muutmine 2021. aastal raskendas vähem likviidsetesse varadesse ja seeläbi ka Eestisse investeerimist. Seadusemuudatus võimaldas võtta teisest sambast raha välja enne pensioniiga. Ehkki samal ajal kehtestati etteteatamistähtaeg, mis aitab fondidel likviidsusriski paremini hallata, ei ole vähem likviidseid investeeringuid selle aja jooksul siiski võimalik müüa. Kui enne muudatust kasvasid Eestisse tehtud investeeringute maht ja osakaal pensionifondide varades, siis pärast seda on nii nende maht kui ka osakaal hakanud vähenema (vt joonised 2 ja 3).[14] Samas tuleb arvestada, et enamik soovijatest on praeguseks ajaks ilmselt juba teisest sambast lahkunud. Lisaks oli pensionikogujatel ka enne 2021. aasta muudatusi võimalik fondi üsna kergesti ja kiiresti vahetada.

Indeksfondide populaarsus ja hea tootlus on vähendanud Eestisse investeerimise atraktiivsust. Passiivne investeerimine väärtpaberiindeksitesse on kogunud populaarsust nii maailmas kui ka Eestis. Eesti pensionifondide koguvaradest moodustavad indeksfondid praeguseks 38% (vt joonis 9). Teise samba fondide puhul on see osakaal 34% ja kolmanda samba fondide puhul 62%. Võrdluseks: viis aastat tagasi olid vastavad osakaalud 13% ja 35% ning 10 aastat tagasi olid indeksfondid Eesti turul alles tekkimas. Indeksfondide osakaalu kasvu on soodustanud nende madalad tasud ja senine parem tootlus võrreldes aktiivselt juhitud fondidega (sh kõrge riskitasemega fondidega), samuti nendesse fondidesse koguvate inimeste arvu kasv. Eestisse ei investeeri ükski indeksfond. Seetõttu mõjutab indeksfondide osakaalu suurenemine tugevalt ka Eestisse tehtud investeeringute mahtu.

Joonis 9. Pensionifondide varade jaotus investeerimisstateegia järgi



Allikas: Eesti Pank.

Edaspidi peaks pensionifondide varade kasv suurendama ka nende võimet Eestisse investeerida. Sotsiaalministeeriumi pensionimudeli järgi võiks Eesti pensionifondide varade maht kasvada 2050. aastaks ligikaudu 55–60%ni SKPst ja sajandi lõpuks üle 70%ni. Kui sellest investeeritaks ka edaspidi ligikaudu 10% Eestisse, suureneks Eestisse investeeritud varade ja SKP suhtarv praeguselt 1,5%-lt 2050. aastaks ligikaudu 6%ni. Lisaks näitab mõne teise riigi kogemus (vt järgmised peatükid), et varade mahu suurenedes on võimalik investeerida

12 Pensionifondide tasude ja investeeringute analüüs 2024. Rahandusministeerium.

13 Erandiks võib olla mõni konservatiivne pensionifond, millele kehtivad rangemad piirangud. Lisaks võib piirav ja mittevajalik olla fondidele laenuandmiseks kehtestatud 10% piirmäär. Sisuliselt pole vahet, kas tegemist on laenu või turuvälise võlakirjaga, kuid viimasele kehtib 50% piirmäär.

Teoreetiliselt võib investeerimispiirangute asemel piiravaks olla hoopis valitsemistasu piirmäär, sest Eestisse tehtavate börsiväliste investeeringute hindamine on kallim ja valitsemistasu ei pruugi seda katta. Praktikas piiraks see siiski vaid väga väikese varade mahuga fonde, sest maksimaalne valitsemistasu arvutatakse osakaaluna fondi varade mahust.

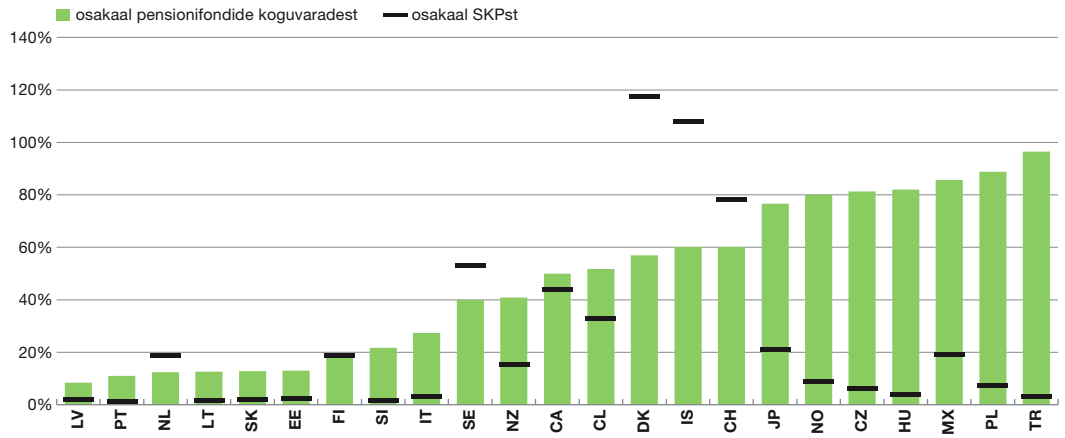
14 Esialgu järgnes veel väike tõus, eriti osakaaluna mõõdetuna, sest varem tehtud otsused Eestisse investeerida viidi lõpule ja teisest pensionisambast lahkujatele väljamakse tegemiseks tuli müüa välismaiseid likviidseid varasid.

suhteliselt suurem osa varadest ka vähem likviidsetesse varadesse. Seega võib pensionifondide varade kasvades suureneda ka Eestisse investeeritud varade osakaal. **Stabiilne majanduspoliitiline ja eelkõige pensionifondide regulatiivne keskkond soodustaks samuti Eestisse investeerimist.** See muudaks pensionifondide rahavood paremini prognoositavaks ja vähendaks vajadust hoida suurt osa varadest likviidsena, võimaldades teha rohkem pikaajalisi ja vähem likviidseid investeeringuid Eestisse.

VÕRDLUS TEISTE RIIKIDEGA, EELKÕIGE VALITUD LÄHIRIIKIDE JA SARNASTE RIIKIDEGA[15]

Võrreldes enamiku teiste OECD riikidega on Eesti pensionifondide koduriiki tehtud investeeringute osakaal väike. Vaadeldavates OECD riikides on koduriiki tehtud investeeringute osakaal väga erinev (vt joonis 10). Euroopa riikidest investeerivad enamiku varast oma koduriiki näiteks Rumeenia, Poola, Tšehhi ja Ungari pensionifondid. Balti riigid koos Slovakkia, Portugali ja Hollandiga on aga teises äärmuses. Välisinvesteeringute suurt osakaalu mõjutab tihti kohaliku kapitalituru väiksus võrreldes pensionifondide vara mahuga. Seetõttu on väikeriikide jaoks optimaalne koduriiki investeerimise määr tõenäoliselt madalam kui suuremates riikides. Mõnes riigis mõjutavad välisinvesteeringute mahtu ka investeerimispiirangud, näiteks Mehhikos on lubatud välismaale investeerida kuni 20% ja Peruus kuni 50% varadest.[16] Euroopa Liidu riikides, kus kehtib kapitali vaba liikumise nõue, ei ole sellised piirangud

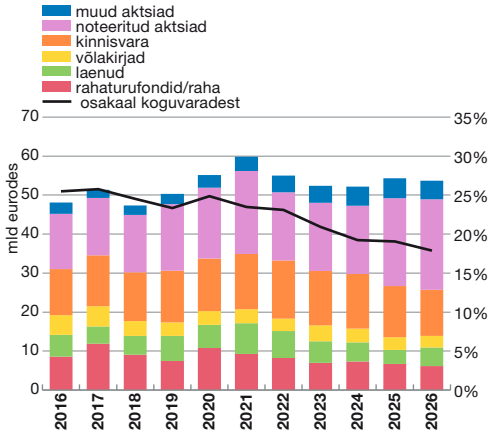
Joonis 10. Pensionifondide koduriiki tehtud investeeringud 2024. aasta lõpu seisuga



Allikas: OECD.

siiski lubatud. Nii mõneski riigis investeerivad pensionifondid küll suure osa varadest koduriiki, aga kuna fondid on majanduse mahuga võrreldes väikesed, on nende mõju majandusele üsna tagasihoidlik.

Joonis 11. Soome pensionifondide investeeringud Soome



Allikas: TELA.

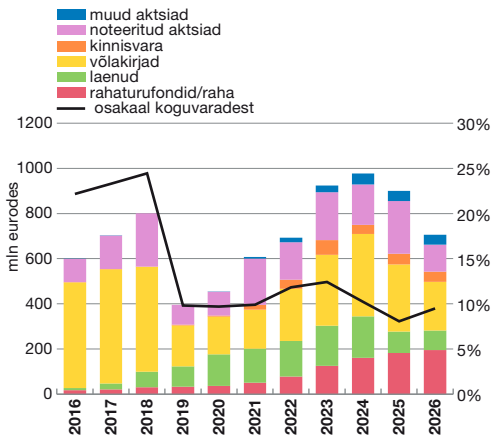
Ehkki Soome pensionifondid investeerivad koduriiki suurema osa varadest kui Eesti omad, tuleneb nende suurem mõju majandusele eelkõige pensionifondide palju suuremast mahust. Soome pensioniasutuste katuseorganisatsiooni (TELA) andmetel ulatus Soome pensionifondide varade maht 2026. aasta teise kvartali lõpus 300 miljardi euroni ehk 106%ni SKPst. See osakaal on 5 korda suurem kui Eestis. Soome tehtud investeeringute väärtus on viimase kümne aasta jooksul püsinud 50 miljardi euro lähedal, kuid nende osakaal pensionifondide koguvarades ja

15 Selle peatüki võrdluste juures tuleb arvestada, et need andmed ei pruugi olla alati üksüheselt võrreldavad, sest riikide andmete kvaliteet on ebaühtlane ja pensionisüsteemid erinevad.

16 Pensionifondide tasude ja investeeringute analüüs 2024. Rahandusministeerium.

SKPs on vähenenud vastavalt 18% ja 19%ni.[17] Enim on Soomes investeeritud börsil kaubeldavatesse aktsiatesse ja kinnisvarasse, aga ka börsivälisesse omakapitali ja laenudesse (vt joonis 11).

Joonis 12. Leedu pensionifondide investeeringud Leetu



Allikas: Leedu Pank.

Leedu pensionireform vähendas Leetu tehtud investeeringuid. Leedu teise ja kolmanda samba pensionifondide varade maht ulatus 2025. aasta lõpus 10,8 miljardi euroni, aga kahanes 2026. aasta teise kvartali lõpuks 7,4 miljardi euroni. Vähenemise põhjus oli möödunud aastal heaks kiidetud pensionireform, mille järgi saavad teise samba pensionikogujad aastatel 2026–2027 fondidest lahkuda.[18] Samal ajal vähenes Leetu tehtud investeeringute väärtus ligikaudu 900 miljonilt eurolt 700 miljoni euroni (vt joonis 12). Leetu tehtud investeeringute osakaal on viimastel aastatel püsinud 10% lähedal ehk ligikaudu samal tasemel kui Eestis. Kuna Leedu pensionifondide varade maht on SKP suhtes ligi 2,5 korda väiksem kui Eestis, on ka koduriiki tehtud investeeringute osakaal SKPs ligikaudu sama palju väiksem. Võrreldes Eesti fondidega on Leedu fondid investeerinud suhteliselt enam valitsemissektori võlakirjadesse ning mõnevõrra vähem investeerimisfondidesse ja otse ettevõtetesse. **Leedu reformil on mõningane negatiivne mõju ka Eestis tegutsevatele investeerimisfondidele, sest need fondid tegutsevad enamasti Balti riikide üleselt ja kaasavad Eesti pensionifondide kõrval raha ka Leedu fondidelt.**

Leedu pensionireformi mõju koduriiki tehtavatele investeeringutele võib mõnevõrra erineda Eesti reformi mõjust. Erinevalt Eestist lõpetati Leedus uute tööturule sisenejate automaatne liitmine teise pensionisambaga (st liitumiseks tuleb esitada avaldus). See pidurdab võrreldes Eestiga tulevikus pensionifondide varade kasvu ja ühtlasi vähendab võimalusi koduriiki investeerida. Lisaks motiveerib inimesi teisest sambast lahkuma tõenäoliselt asjaolu, et Leedus saab seda enne pensioniiga teha vaid 2027. aasta lõpuni (erinevalt Eestist, kus sellist piirangut pole).[19] Teisalt tähendab selline piirang, et pärast 2027. aastat muutub pensionifondidel rahavoogude prognoosimine ja vähem likviidsete investeeringute tegemine taas lihtsamaks.

Näide suhteliselt väikesest Kesk- ja Ida-Euroopa riigist, mille pensionifondid investeerivad väga suure osa (80%) oma varast koduriiki, on Tšehhi. **Ehkki Tšehhi pensionifondid investeerivad suure osa varadest koduriiki, toimub see peamiselt riigivõlakirjade kaudu, mitte niivõrd kohalike ettevõtete otserahastamise teel.** Tšehhi pensionifondid investeerivad konservatiivselt: ligi 60% kõigist investeeringutest on tehtud võlakirjadesse, millest omakorda üle 90% on Tšehhi päritolu ja valdava osa neist moodustavad riigivõlakirjad.[20] Kodumaistesse riigivõlakirjadesse investeerimist lihtsustab ka asjaolu, et pensionifondide varade maht on võrreldes kodumaise riigivõlakirjaturu või SKPga üsna väike. Lisaks võlakirjadele on üsna suur osa varast paigutatud kodumaistesse pangahoiustesse. Seega ei tähenda pensionifondide investeeringute suur kodumaine osakaal automaatselt suurt mõju ettevõtete rahastamisele ja kapitali kättesaadavusele.[21]

17 Andmed sisaldavad nii era- kui ka valitsemissektori (*asset-backed*) pensionifonde. OECD ja EBRD andmetel moodustavad Soome pensionifondide varad ligikaudu 65% SKPst ja koduriiki on investeeritud kuni 30% varadest. Nendes andmetes on arvesse võetud mõnevõrra kitsam vaade pensionifondidele.

18 Ainult teise samba fondide maht vähenes 10,3 miljardilt 6,7 miljardile. Fondidest võeti välja *ca* 4 miljardit eurot, aga vahepeal tehti ka uusi sissemakseid ja finantsturgude positiivses tuules kasvas fondiosakute väärtus.

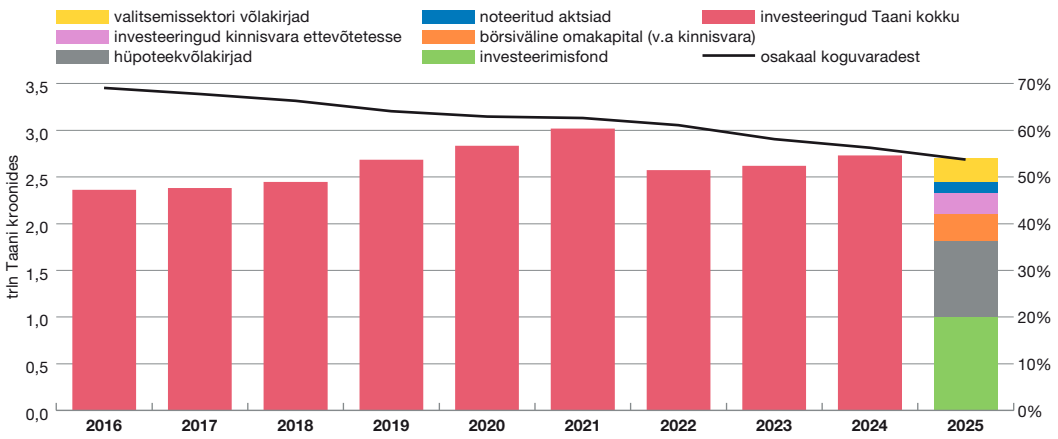
19 On teatud erandid raske haiguse, töövõime kaotuse jms korral.

20 Commentary on the quarterly aggregated balance sheet of pension funds - Czech National Bank.

21 KIE riikide pensionifondidest investeerivad ka Ungari ja Poola väga palju koduturule. Ungari pensionifondide investeeringute struktuur sarnaneb Tšehhi omaga ehk väga suur osa investeeringutest läheb koduriigi riigivõlakirjadesse. Poola pensionifondid investeerivad seevastu palju kodumaisele aktsiaturule.

Taani pensionifonde peetakse sageli maailma üheks edukamaks näiteks, sest neis on ühendatud väga suur varade maht, pikk investeerimishorisont ja valmisolek investeerida alternatiivsetesse varadesse. Taani pensionisüsteem on viimastel aastakümnetel liikunud kindlaksmääratud hüvitisega (*defined benefit*) toodetelt kindlaksmääratud sissemaksetega (*defined contribution*) süsteemile. Ühtlasi on vähenenud pensionifondide investeeringud võlakirjadesse ja suurenenud investeeringud aktsiatesse, börsivälistesse ettevõtetesse ja kinnisvarasse.[22] Taani pensionisäästud ulatusid 2025. aasta lõpus ligikaudu 163%ni SKPst, mis on OECD riikide seas üks kõrgemaid näitajaid. Sellest ligikaudu 54%[23] ehk ligikaudu 86% SKPst oli Taani keskpanga andmetel investeeritud koduriiki (vt joonis 13).

Joonis 13. Taani pensionifondide investeeringud Taani



Allikas: Taani keskpank.

Taani pensionifondid paistavad silma sellega, et nende kodumaistest investeeringutest moodustavad n-ö traditsioonilisemad investeeringud suhteliselt väikese osa. Nii näiteks investeerivad Taani pensionifondid otse riigi võlakirjadesse ja börsiettevõtetesse suhteliselt vähe. Küll aga paigutavad nad märkimisväärse osa varast koduriigi hüpoteekvõlakirjadesse. **Eelkõige on Taani pensionifondid siiski tuntud selle poolest, et investeerivad suhteliselt palju börsivälistesse ettevõtetesse, kinnisvarasse ja taristusse.**[24] Seda tehakse nii otse, aga ka investeerimisfondide kaudu. Investeerimisfondide kategooria sisaldab nii era- ja riskikapitalifonde, kinnisvara- ja taristufonde kui ka traditsioonilisemaid aktsia- ja võlakirjafonde.

22 Vt lähemalt.

23 2,7 triljonit Taani krooni ehk ligikaudu 360 miljardit eurot.

24 Nt tuulepargid, energiavõrgud, sadamad jms.

VARASEMATE UURIMISTÖÖDE ÜLEVAADE: PENSIONIFONDIDE INVESTEERINGUTE MÕJU KAPITALITURULE JA MAJANDUSELE NING NENDEGA SEOTUD RISKID

Varasemates uuringutes käsitletakse enamasti pensionisüsteemide ja pensionifondide varade kogumahu mõju majandusele ning kapitaliturgudele, eeldades, et osa investeeringutest tehakse niikuinii koduturule. Vähem on uuritud konkreetselt seda, kuidas mõjutavad pensionifondide kodumaised investeeringud majandust võrreldes olukorraga, kus kodumaale ei investeerita. Seda küsimust on käsitletud pigem investeerimisriskide, sealhulgas koduturu eelistamise (home bias) vaatenurgast. Lisaks on uuringutes kirjeldatud kanaleid, mille kaudu pensionifondid võivad mõjutada kapitaliturgu arengut, investeeringuid ja majanduskasvu.

MÕJU KAPITALITURULE

Cataláni, Impavido ja Musalemi uuring, mis hõlmas OECD ja teisi valitud riike, leidis, et pensionifondide areng mõjutab kodumaise aktsiaturu arengut ja vastupidi. Põhjuslik seos kulgeb siiski sagedamini selles suunas, et suuremad pensionifondid ja pikaajaliste säästude suurem maht soodustavad kapitaliturgude arengut. Eelkõige avaldus mõju aktsiaturu kapitalisatsiooni kasvus ja vähemal määral likviidsuse suurenemises.[25]

Alda García ja Marco Sanjuán (2017) leidsid kaheksa Euroopa riigi andmete põhjal pensionifondide ja aktsiaturu arengu vahel kahesuunalise põhjusliku seose.[26] Nende tulemuste järgi soodustavad arenenumad aktsiaturud pensionifondide arengut, samas kui kodumaistesse aktsiatesse investeerivate pensionifondide kasv toetab omakorda aktsiaturu arengut. Kodumaistesse aktsiatesse investeerivate pensionifondide suurem osakaal oli seotud suurema turukapitalisatsiooni, parema likviidsuse, aktiivsema kauplemise, suurema tootluse ning väiksema volatiilsusega. Positiivne mõju oli tugevam lühiajaliselt, kuid ilmnes ka pikaajaliselt.

Positiivset ja kahesuunalist seost on täheldatud ka teistes uuringutes. Babalose ja Stavroyiannise 29 riigi paneelandmetel põhinevas uuringus leiti, et pensionifondide investeeringud aktsiatesse toetavad aktsiaturu arengut, kuid seos on kahesuunaline: pensionifondid aitavad turgu arendada ning arenenum turg omakorda soodustab pensionifondide investeerimist.[27] Sarnaste tulemusteni jõudsid ka Bayar ja Kilic 18 OECD riigi andmete põhjal.

IMFi 2025. aasta uuringu järgi on kogumispensionisüsteemide areng positiivselt seotud kodumaiste aktsiaturgude arenguga. Autorite hinnangul aitavad pensionifondid pakkuda ettevõtetele pikaajalist omakapitali, parandades kapitali kättesaadavust ning toetades investeeringuid, innovatsiooni ja tootlikkuse kasvu. Riikidevaheline empiiriline analüüs ja juhtumiuuringud viitavad sellele, et laialdase osaluse ja suure varade mahuga kogumispensioniskeemid võivad soodustada kapitaliturgude arengut ning toetada selle kaudu pikaajalist majanduskasvu.[28]

MÕJU MAJANDUSKASVULE JA TOOTLIKKUSELE

Pensionifondide mõju majanduskasvule on varasemates uuringutes mõnevõrra vähem ühene kui mõju kapitaliturgude arengule.

Davis ja Hu (2008) analüüsisid kuni 38 OECD ja OECD-välise riigi andmeid ning leidsid pensionifondide varade ja majanduskasvu vahel positiivse seose. Autorite hinnangul suurendavad pensionifondid

25 Contractual Savings or Stock Market Development – Which Leads?

26 The importance of domestic equity pension funds on stock Market.

27 Pension funds and stock market development in OECD countries: novel evidence from a panel VAR.

28 Pension Reform and Stock Market Development.

pikaajalise kapitali pakkumist, parandavad ettevõtete rahastamisvõimalusi ning aitavad suunata sääste tootlikumatesse investeeringutesse. Positiivne seos ilmnes nii OECD riikides kui ka areneva majandusega riikides, kuigi viimaste puhul oli mõju tugevam. Autorid põhjendavad seda eelkõige asjaoluga, et vähem arenenud finantssüsteemides võib pensionifondide kasv anda suurema panuse kapitaliturgude arengusse ja parandada ettevõtete juurdepääsu pikaajalisele rahastamisele. Arenenud riikides on kapitaliturud ja pikaajalise rahastamise võimalused juba paremini välja kujunenud.[29]

Morina ja Grima uurisid OECD riike aastatel 2002–2018 ning jõudsid samuti järeldusele, et pensionifondide varade kasv on seotud kiirema majanduskasvuga.[30]

Zandbergi ja Spierdijki 54 riiki hõlmanud uuringus seevastu ei leitud pensionifondide varade kasvu lühiajalist mõju majanduskasvule ning pikaajalised tulemused sõltusid kasutatud mudelist.[31]

Arvestades Taani pensionivarade suurt mahtu ning pensionifondide investeeringuid börsivälistesse ettevõtetesse, väärib tähelepanu hiljutine Taani andmetel põhinev uuring. Beetsma, Jensen, Pinkus ja Pozzoli (2025) uurisid pensionifondide kodumaiste aktsiainvesteeringute mõju Taani ettevõtete tootlikkusele, ühendades üksikasjalikud omandiandmed ettevõtete registriandmetega. Autorid leidsid, et pensionifondi lisandumine noteerimata ettevõtte omanike hulka oli seotud ettevõtte 3–5% võrra suurema tootlikkusega järgnevatel aastatel. Mõju oli tugevam väiksemate ettevõtete, suuremate osaluste ja pikema investeerimisperioodi korral. Lisaks oli pensionifondi investeering seotud täiendavate investorite lisandumisega ettevõtte omanike hulka. Börsiettevõtete puhul seevastu sarnast mõju tootlikkusele ei leitud. Autorite hinnangul viitavad tulemused sellele, et pikaajaliste investoritena võivad pensionifondid parandada ettevõtete juurdepääsu kapitalile ja toetada tootlikkust suurendavaid investeeringuid.[32]

OECD 2023. aasta uuringus leiti laiemalt, et suurema institutsionaalse omandiosalusega ettevõtted on keskmiselt tootlikumad. Positiivne seos ilmnes eelkõige pika investeerimishorisondiga investorite puhul, mis viitab sellele, et pikaajaline institutsionaalne kapital võib toetada ettevõtete tootlikkuse kasvu.[33]

KODURIIKI INVESTEERIMISE RISKID

Kuigi pensionifondide kodumaised investeeringud võivad toetada kapitaliturgude arengut ja ettevõtete rahastamist, rõhutatakse uuringutes, et kodumaiste investeeringute suure osakaaluga kaasnevad ka märkimisväärsed riskid.

Kõige sagedamini tuuakse esile **koduturu eelistamist** (*home bias*) ja sellest tulenevat **investeeringute hajutatuse vähenemist**. Rahvusvahelise hajutamise üks peamisi eeliseid on võimalus vähendada sõltuvust ühe riigi majanduse, finantsturu või poliitilise keskkonna arengust. Euroopa Keskpanga analüüsi järgi aitavad piiriülesed investeeringud riske paremini hajutada ja investeerimisfondid võivad vähendada investorite liigset keskendumist koduturule.[34]

Uuringutes käsitletakse ka **tootluse ja riski suhte võimalikku halvenemist**. Pensionifondide suur nõudlus suhteliselt piiratud kodumaisel kapitaliturul võib kaasa tuua varade hinnatõusu, investeeringute suurema kontsentratsiooni ja väiksema oodatava tootluse. Seetõttu rõhutavad Maailmapanga ja OECD analüüsid, et pensionifondide peamine eesmärk peaks olema pakkuda pensionikogujatele piisavalt hajutatud investeerimisportfelli ning kodumaiste investeeringute suurendamine ei tohiks toimuda riski ja tootluse suhte halvenemise arvelt.[35]

29 Does funding of pensions stimulate economic growth?

30 The Performance of Pension Funds and Their Impact on Economic Growth in OECD Countries.

31 Funding of pensions and economic growth: are they really related?

32 Equity Financing and Economic Growth: Does Pension Fund Equity Investment Boost Firm Productivity?

33 Institutional shareholding, common ownership and productivity: A cross-country analysis.

34 Is the home bias biased? New evidence from the investment fund sector.

35 Pension Funds, Capital Markets, and the Power of Diversification.
Liberalising Foreign Investments by Pension Funds | OECD.

Lisaks võivad kodumaised investeeringud noteerimata ettevõtetesse, kinnisvarasse ja erakapitalifondidesse suurendada likviidsusriski, sest selliseid investeeringuid on raskem kiiresti müüa ning nende väärtust keerulisem hinnata. IMF ja Rahvusvaheline Arvelduspank (BIS) on oma analüüsides rõhutanud, et pensionifondide investeeringute suunamine vähem likviidsetesse varadesse võib suurendada nende haavatavust turušokkidele.[36]

36 Global pension asset allocations and debt markets. Pension Funds and Financial Stability.

KOKKUVÕTTEKS

Eesti pensionifondid on kujunenud oluliseks Eesti majanduse rahastajaks. 2026. aasta teise kvartali lõpuks oli Eestisse investeeritud ligikaudu 765 miljonit eurot ehk umbes 8% pensionifondide varadest. Kuigi see osakaal on rahvusvahelises võrdluses pigem tagasihoidlik, on pensionifondide mõju Eesti kapitaliturule ja ettevõtete rahastamisele märkimisväärne, arvestades kohaliku turu väiksust ja teiste pikaajalist kapitali pakkuvate institutsionaalsete investorite vähesust.

Suurim osa Eesti investeeringutest on tehtud investeerimisfondide kaudu, eelkõige kinnisvara-, era- ja riskikapitalifondidesse. Pensionifondide roll on olnud eriti oluline kohaliku era- ja riskikapitalituru arengus, kus nad on tegutsenud ankurinvestoritena ning aidanud fondidel kapitali kaasata. See on omakorda toetanud ettevõtete, eriti varases arengufaasis olevate ettevõtete rahastamisvõimalusi.

Pensionifondide otseinvesteeringud Eesti ettevõtete aktsiatesse ja võlakirjadesse on viimastel aastatel vähenenud, kuid pensionifondid on endiselt ühed vähesed kohalikud institutsionaalsed investorid Tallinna börsil. Pensionifondide investeeringud mõne kiiresti arenenud panga kapitaliinstrumentidesse on aidanud neil pankadel kasvada ja suurendada konkurentsi Eesti pangandusturul.

Pensionifondide investeeringuid Eestisse on toetanud 2019. aasta regulatiivsed muudatused, mis laiendasid võimalusi investeerida vähem likviidsetesse varaklassidesse. Samas on Eestisse investeerimist viimastel aastatel vähendanud teise pensionisamba vabatahtlikuks muutmine, mis suurendas fondide vajadust hoida vara likviidsemates välismaistes investeeringutes, ning indeksfondide kiire kasv.

Teiste riikide kogemus näitab, et pensionifondide mõju majandusele ei sõltu ainult kodumaale investeeritud vara osakaalust, vaid ka pensionivarade kogumahust ning sellest, kas raha suunatakse ettevõtete rahastamisse või näiteks riigivõlakirjadesse. Pensionifondidel on eriti oluline roll ettevõtetele pikaajalise kapitali pakkumisel. Uuringud viitavad sellele, et pensionifondid toetavad üldiselt kapitaliturgude arengut ja majanduskasvu. Eriti väikeriikides ei pruugi aga kodumaiste investeeringute väga suur osakaal olla optimaalne, sest see vähendab investeeringute hajutatust, suurendab sõltuvust koduriigi majanduse käekäigust ja võib halvendada riski ja tootluse suhet.

Ettevaates suureneb pensionifondide panus Eesti majanduse rahastamisse tõenäoliselt koos pensionivarade kasvuga. Mida suuremad on pensionifondid, seda paremad on nende võimalused pakkuda pikaajalist rahastust ettevõtetele ja taristuprojektidele ning toetada kapitaliturgu arengut. Selle potentsiaali realiseerimiseks on oluline stabiilne pensionisüsteem ja prognoositav regulatiivne keskkond.

Eesti Panga Teemapaberid (Occasional Paper Series) 2026

Nr 1
Ilmar Lepik. Eesti sisemajanduse koguprodukti 100 aastat

Nr 2
Tairi Rõõm, Sünne Korasteljov, Annika Laarmaa ja Jaanika Meriküll. Eesti leibkondade varad ja kohustused: 2024. aasta uuringu tulemused

No 3
Mohammed Chahad (editor), Matteo Mogliani (editor), Chryso Aristidou, Marta Bańbura, Dmitry Kulikov, Carlos Montes-Galdón, Bettina Landau, Baptiste Meunier, Florens Odendahl, Claudia Pacella, Joan Paredes, Antoine Sigwalt, Paulo Rodrigues, Markus Roth, Anastasia Theofilakou. Macro-at-Risk in the euro area Expert Group on Macro-at-Risk Time-Series Workstream