

### III RAHA- JA VÄÄRTPABERITURG

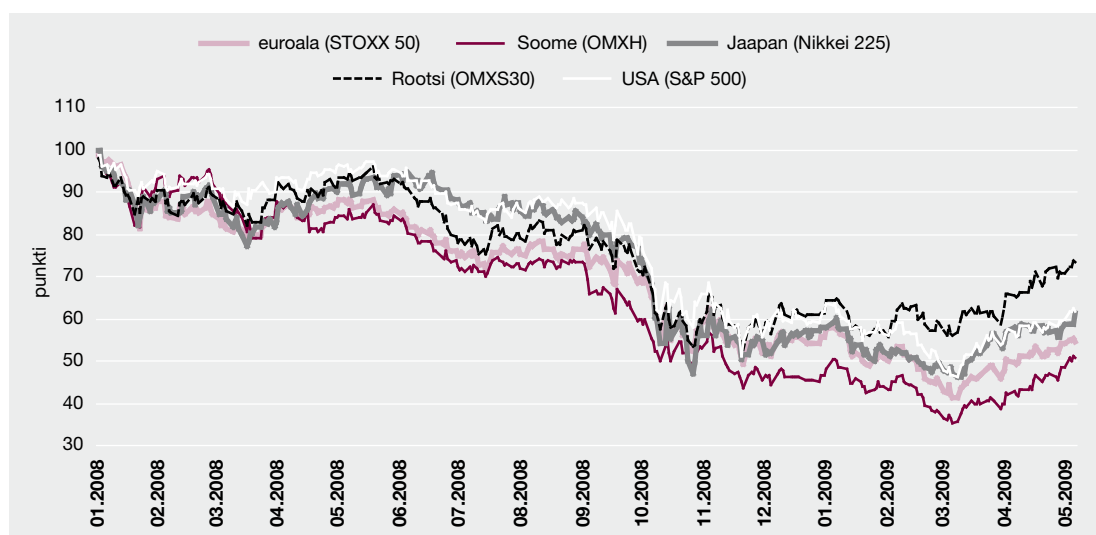
#### Rahvusvahelised finantsturud<sup>1</sup>

Peamistel **aktsiaturgudel** jätkus kuni käesoleva aasta märtsini langustrend. Lisaks finantskriisile aitas aktsiahindade alanemisele kaasa majanduslangus juhtivates tööstusriikides ja kasvuprognooside pidev vähendamine. Pärast pikaajalist pessimismi ja langust on aga hinnad globaalsetel aktsiaturgudel alates märtsist märgatavalt tõusnud. Seda on põhjustanud mitme keskpanga rakendatud jõuline rahapoliitika ning esimesed märgid majandusnäitajate stabiliseerumisest. Lisaks soodustas aktsiahindade tõusu suuretvõtete oodatust positiivsemad I kvartali majandustulemused (eeskätt finantssektoris).

Aprilli lõpuks olid peamised aktsiaturud kosunud aasta alguse taseme lähedale ning aktsiahindade volatiilsus oli finantskriisi tipphetkega võrreldes üle kahe korra alanenud. Euroala aktsiaindeks Stoxx 50 ja USA indeks S&P 500 langesid kogu vaadeldaval perioodil vastavalt 8,4% ja 9,9% võrra. Seevastu Jaapani aktsiaindeks Nikkei 225 oli aprilli lõpus oktoobri lõpuga võrreldes 2,9%

võrra suurem. Märgatavalt on kosunud ka Soome ning eriti Rootsi aktsiaturg, kus aktsiaindeksid on käesoleva aasta algusest tõusnud vastavalt 3,8% ja 15,3% võrra (vt joonis 1). Võrreldes arenenud riikidega veelgi ulatuslikuma languse läbi teinud Hiina aktsiaturul valitses kogu vaadeldaval perioodil tõusutrend: Hiina Shanghai koondindeks tõusis 43,3% võrra.

**Võlakirjaturgude** arengut mõjutas jätkuvalt juhtivate keskpankade rahapoliitika. Peaaegu kõikjal langetati **baasintressimäär** enneolematult madalale tasemele: Jaapanis 0,1%le (20 baaspunkti võrra), USA-s ja Kanadas 0,25%le (vastavalt 75 ja 225 baaspunkti võrra), Suurbritannias ja Rootsis 0,5%le (vastavalt 400 ja 325 baaspunkti võrra), euroalal 1%le (275 baaspunkti võrra), Uus-Meremaal 2,5%le (325 baaspunkti võrra) ja Austraalias 3%le (300 baaspunkti võrra). Kuna tavapärased võimalused rahapoliitika leevendamiseks on ammendunud, on mitu keskpanka<sup>2</sup> võtnud või kavatsevad võtta majanduse elavdamiseks erakordseid meetmeid ehk rakendada nn kvantitatiivse leevendamise (*quan-*



Joonis 1. USA, euroala, Jaapani, Rootsi ja Soome aktsiaindeksid (31.12.2007 = 100)

Allikas: EcoWin

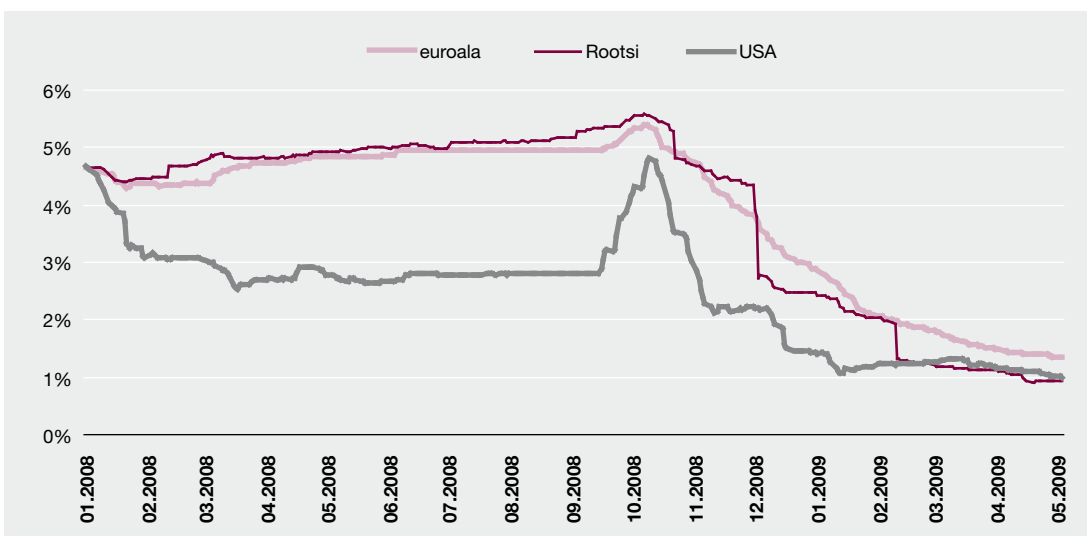
<sup>1</sup> Ülevaates käsitletakse turuarengut ajavahemikul 31.10.2008–30.04.2009.

<sup>2</sup> USA föderaalreserv ning Inglise, Šveitsi, Jaapani, Kanada ja Rootsi keskpangad.

titative easing) poliitikat. Sisuliselt on tegu rahapakkumise suurendamisega: keskpank ostab kas riiklikke või erasektori võlakirju (või mõlemaid) ja suurendab oma bilansimahtu eesmärgiga hoida ka pikemaajalised intressimäärad madalana.

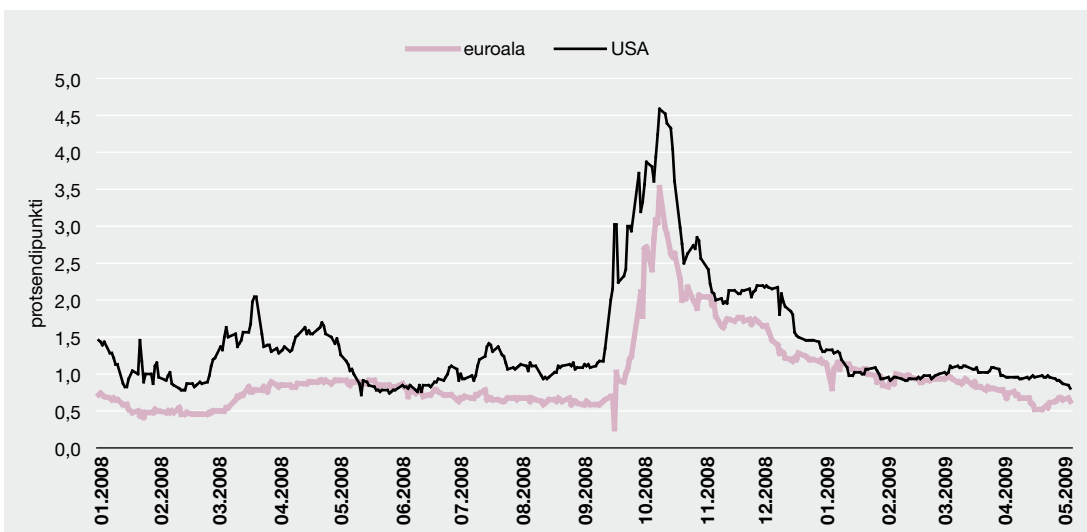
Sellise jõulise rahapoliitika mõjul langesid pankadevahelisel rahaturul **lühiajalised intressi-**

**määrad** (3 kuu LIBOR) Rootsis 376 baaspunkti võrra 0,94%le, euroalal 341 baaspunkti võrra 1,36%le ja USAs 201 baaspunkti võrra 1,02%le (vt joonis 2). Tegu on madalaimate näitajatega kogu ajaloos. Riigivõlakirjade intressimäärad alanesid samal perioodil aeglasemas tempos (Rootsis 300 baaspunkti võrra 0,35%le, euroalal 204 baaspunkti võrra 0,69%le ja USAs 32 baas-



**Joonis 2. Euroala, Rootsi ja USA riigivõlakirjade kolme kuu intressimäärad**

Allikas: EcoWin



**Joonis 3. Pankadevahelise rahaturu ja lühiajaliste riigivõlakirjade intressimäärade erinevus USAs ja euroalal**

Allikas: Bloomberg

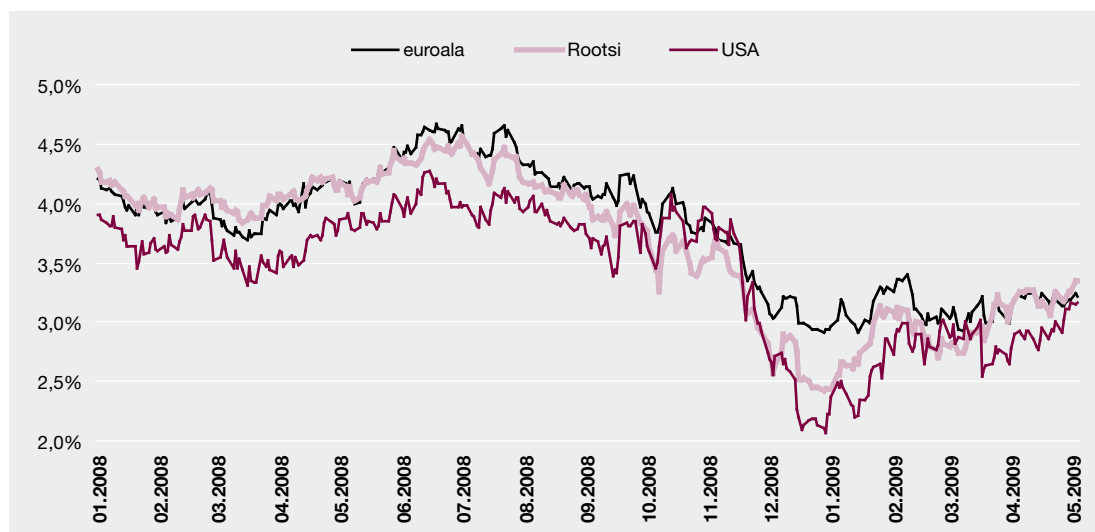
punkti võrra 0,13%le). Seetõttu vähenes märkimisväärselt ka pankadevahelise rahaturu ja riigivõlakirjade intressimäärade vahe, mis oli usalduskriisi süvenedes 2008. aasta septembris-oktoobris järsult suurenenud (vt joonis 3). Seega võis rahaturgudel täheldada likviidsusprobleemide leevenemist ning pankadevahelise usalduse tugevnemist.

**Pikaajaliste (kümneaastaste) riigivõlakirjade intressimäärad** langesid majandusnäitajate nõrgenedes 2008. aasta lõpuni, kuid pöörasid jaanuaris tõusule. Aasta algusest on kümneaastaste riigivõlakirjade intressimäärad tõusnud USAs 90, euroalal 25 ja Rootsis 83 baaspunkti võrra (vt joonis 4).

**Valuutaturgude** areng oli küllaltki selgelt seotud aktsiaturu käitumisega: aktsiaturu langus ja riskikartusest tulenev finantsvõimenduse<sup>3</sup> üldine vähenemine tõid kaasa Jaapani jeeni ja dollari tugevnemise teiste põhivaluutade suhtes. Olulist rolli mängisid keskpankade rahapoliitilised otsused. Nii tõi oodatust ulatuslikum baasintres-

simäära langetamine detsembris kaasa dollari kursi kiire languse teiste põhivaluutade suhtes. Märtsis tabas dollarit järsk nõrgenemine, kui USA föderaalreserv oli teatanud kvantitatiivse leevendamise poliitika elluviimisest.

Üldjuhul põhjustab kvantitatiivne leevendamine valuuta nõrgenemist rahapakkumise suurendamise tõttu. Sellest tulenevalt on teiste valuutade suhtes nõrgenenud ka Inglise nael ja Rootsi kroon. Märtsis-aprillis tõi investorite riskihuvi tõus taas kaasa *carry*-tehingute<sup>4</sup> osatähtsuse kasvu, mistõttu tugevnesid kõrgemate intressidega vääringud (Austraalia dollar, Uus-Meremaa dollar) ja nõrgenesid madalamate intressidega valuutad (USA dollar, Jaapani jeen). Vaadeldud perioodil tugevnes euro dollari suhtes 3,9% võrra 1,3226 tasemele ning Rootsi kroon nõrgenes euro suhtes 7,9% võrra 10,66 tasemele (vt joonis 5). Jaapani jeen nõrgenes USA dollari suhtes 0,2% võrra 98,63 tasemele. Valuutade keskmine päevane volatiilsus on viimasel poolaastal järkjärgult alanenud.

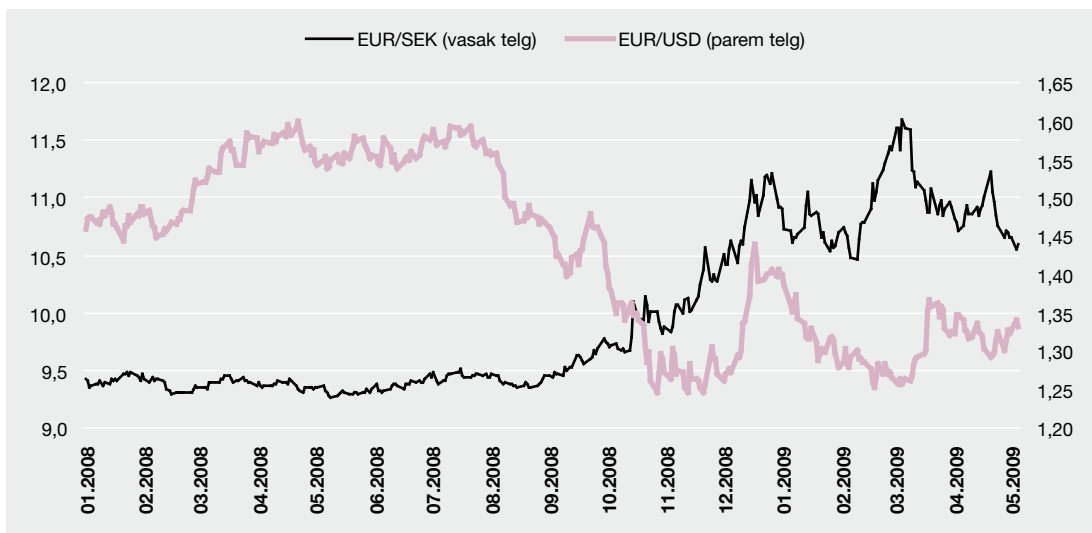


**Joonis 4. Euroala, Rootsi ja USA riigivõlakirjade kümne aasta intressimäärad**

Allikas: EcoWin

<sup>3</sup> Investeeringu väärtuse suhe laenatud kapitali.

<sup>4</sup> Kauplemissstrateegia, mille puhul kasutatakse ära kahe valuutapiirkonna intressimäärade erinevusi. Nimelt võetakse laenu madalama intressimääraga vääringus ja investeeritakse kõrgema intressimääraga vääringus ning teenitakse nii vaheltkasu (i.k. *carry*).



**Joonis 5. Euro kurss Rootsi krooni ja USA dollari suhtes**

Allikas: EcoWin

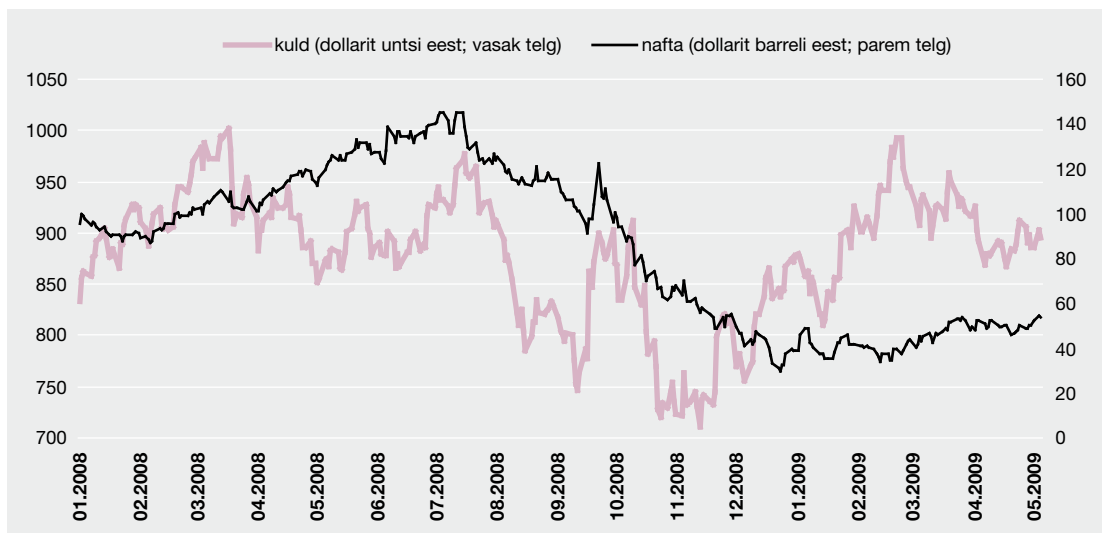
**Toormeturgudel** valitsev langus pidurdus 2008. aasta viimastel kuudel, kui toormehinnad stabiliseerusid võrdlemisi madalal tasemel. Alates märtsist on pessimismi leevenemine ning positiivne meeleolu avaldunud aktsiaturgudel toormehindade üldise tõusuna. Sellega kooskõlas on muutunud ka **toornafta** hind. Pärast detsembri keskpaigani kestnud langust ning naftabarreli hinna alanemist 31 USA dollarini nafta hind stabiliseerus. Märtsis hakkas hind tõusma, kerkides 50 dollarini barreli eest.

**Kulla** hinna areng oli seevastu üsna erinev. Üldine ebakindlus toetas kullahinna tõusu veebruarini lõpuni, seejärel tõi investorite riskihuvi tõus kaasa hinna alanemise. Kokkuvõttes kerkis kulla hind vaadeldud perioodil 22,5% võrra 885,5 dollarini untsi eest, nafta hind aga langes 26,2% võrra 50,25 dollarini barreli eest (vt joonis 6). CRB indeks, mis näitab 22 peamise toorme hinnaarengut, alanes oktoobri lõpust aprilli lõpuni vaid 1,3% võrra.

## Rahaturg

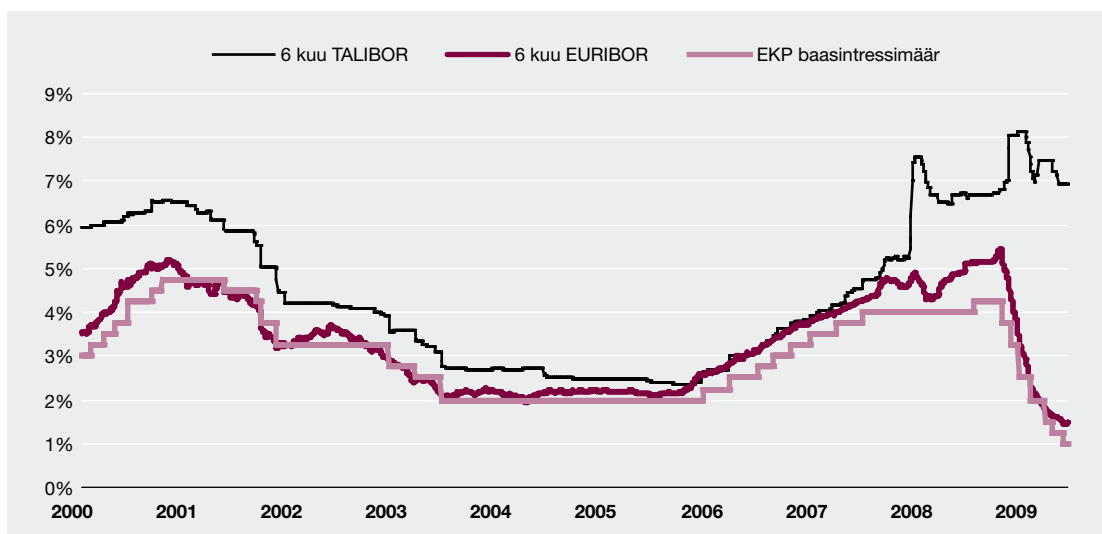
Ulatusliku majanduslanguse tõttu euroalal jätkas Euroopa Keskpank nõrga inflatsiooni-surve taustal 2009 aasta I kvartalis rahapoliitika leevendamist, mis sai alguse eelmise aasta sügisel finantskriisi mõjul. Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäär alanes eelmise aasta sügise 3,75%lt käesoleva aasta mai keskpaigaks 1%ni. Seejuures kitsendati viimase intressimäära langetamise otsusega ka varasemat kaheprotsendilist intressikoridori: alates 13. maist kehtivad euroalal hoiustamise ja laenamise püsivõimaluse intressimääradena vastavalt 0,25% ja 1,75%.

Ka euroala **rahaturu intressimäärad** on alates eelmise aasta oktoobrist järsult alanenud ning jõudnud käesoleva aasta II kvartali keskpaigaks ülimalt madalale tasemele (vt joonis 7).



**Joonis 6. Kulla ja toornafta (WTI) hind**

Allikas: EcoWin



**Joonis 7. Eesti ja euroala rahaturu intressimäärad**

Allikas: EcoWin

Kuigi mai alguseks olid **Eesti krooni rahaturu noteeringud** mõnevõrra alanenud, on TALIBORide hinnavahe EURIBORidega püsinud suhteliselt suur. See tuleneb osaliselt sellest, et TALIBOR on üldisema likviidsuskeskkonna muutuste suhtes vähem tundlik, kui ka jätkuvalt kõrge üldisest usaldamatusest Balti riikide suhtes. Pankadevahelised krooni rahaturu

tehingud on tegelikult toimunud siiski märgatavalt madalamate intressimääradega, mis on alanenud ka mõnevõrra kiiremas tempos.

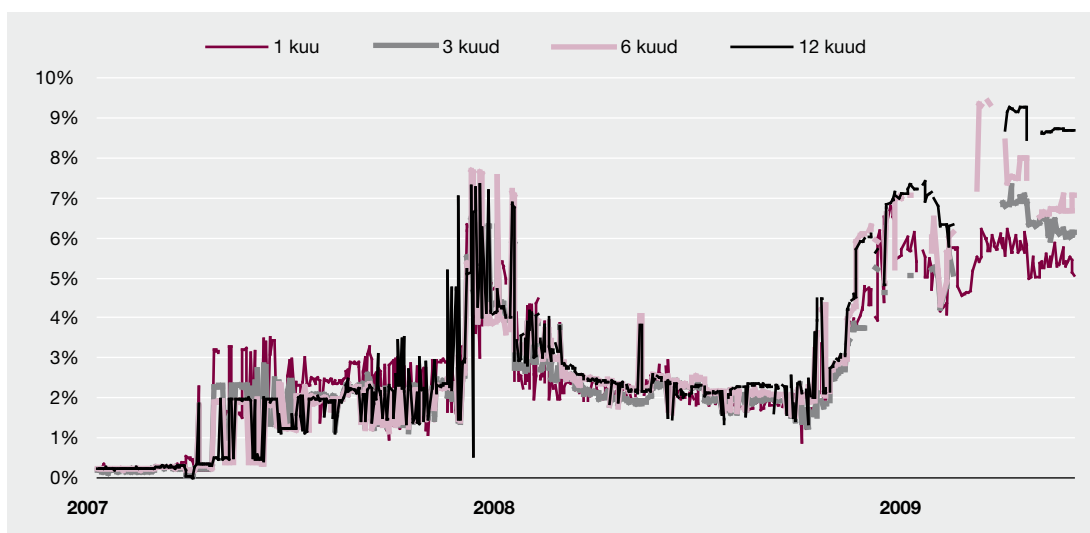
Tulenevalt tehingute vähesest arvust reageeris ka **krooni tuletistehingute turg** märtsis alanud pingete taandumisele piirkonna rahaturgudel mõningase viitajaga. Krooni ja euro tulevi-

kutehingute aluseks olevate intressinoteeringute erinevuste (forvardpreemiate) taandumise märke võis mõnevõrra selgemalt täheldada alles aprillis (vt joonis 8). Mainitud hinnanoteeringute kasv ja püsivalt kõrge tase ei ole endiselt krooni vahetuskursile mingit survet põhjustanud. Samuti ei põhjustanud sagenenud spekulatsioonid kodumaisel turul krooni suhtes märkimisväärset usaldamatuse kasvu. Krooni osakaal hoiustes ja laenudes ei lasknud ennast eelmise aasta lõpu sündmustest kuigi palju mõjutada. Osalemine vahetuskursimehhanismis ERM2 on Eesti jaoks kulgenud sujuvalt.

Eelmise aasta sügisel alanud pinged üleilmsetel raha- ja kapitaliturgudel ei toonud krooni tuletistehingute turul kaasa käibe märkimisväärset kasvu. Osalt on see tingitud ka turu väiksusest ja teise tehingupoole leidmise raskusest. Kuigi alates oktoobrist on keskmine käive mõnevõrra kasvanud, ei ole see toimunud sellises ulatuses, mida saaks pidada selgeks ilminguks Eesti rahapoliitilise raamistiku jätkusuutlikkuse suhtes kasvanud usaldamatusest (vt joonis 9). Mitte-residentide tehingud moodustasid 2009. aasta

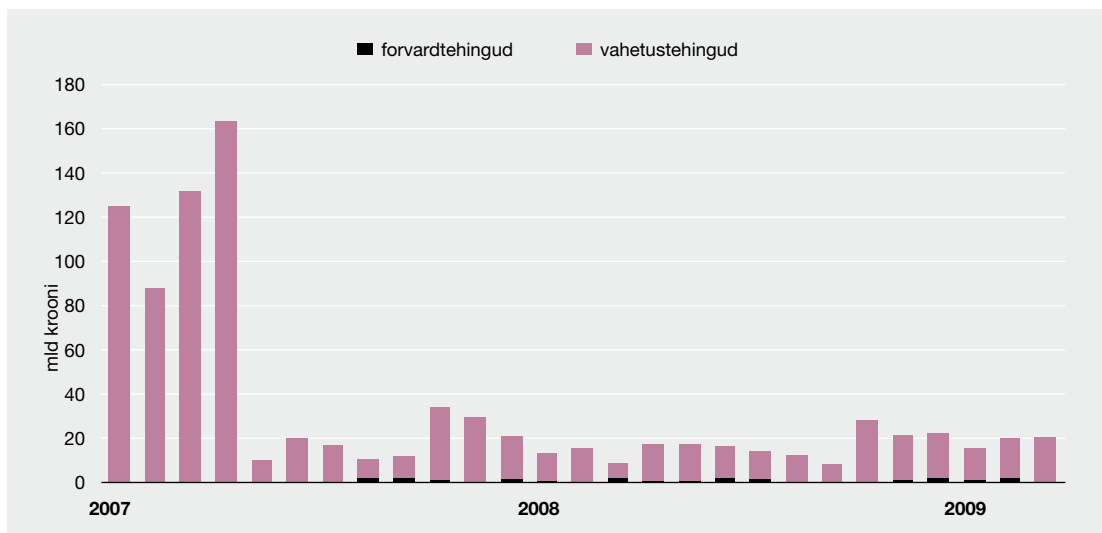
I kvartalis ligikaudu 60% valuuta tuletistehingute turu käibest. Alates eelmise aasta augustist on kommertspangad hetketehingute (*spot*) turul Eesti Panga valuutaakna kaudu kroone enam müünud kui ostnud. See tuleneb majanduse nii reaalkui ka juba nominaalmahu kokkutõmbumisest lähtuvast baasrahanõudluse vähenemisest, mis peegeldab valuutakomitee süsteemile omast automaatset kohandumist muutunud majanduskeskkonnaga.

**Lühiajaliste kroonilaenude käive** on alates 2008. aasta algusest püsinud suhteliselt suur ning kasvas 2009. aasta alguskuudel veelgi (vt joonis 10). Seda ei saa siiski pidada pankade jaoks oluliseks struktuurseks muutuseks pankade likviidsuse juhtimisel, kuna suurenenud aktiivsuse taga on viimasel ajal olnud valdavalt üks pank, kes katab rahaturu kaudu oma valutapositsiooni. Samas juhivad Eesti krediidiastutused oma likviidust endiselt valdavalt eurodes emapanga kaudu või otse välisriikidele, kasutades eurode konverteerimiseks kroonidesse keskpanga valuutaakent.

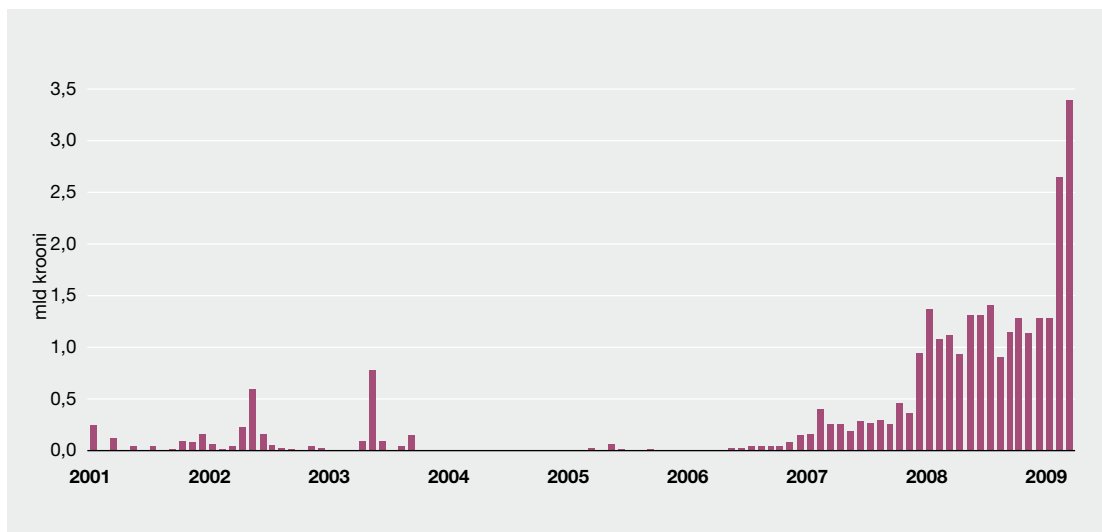


**Joonis 8. Eesti krooni forvardpreemiad euro suhtes**

Allikas: Reuters



Joonis 9. Eesti krediidasutustega sõlmitud tuletistehingud



Joonis 10. Lühiajaliste kroonilaenude käive

Eesti krooni likviidsus püsib jätkuvalt stabiilne ning finantssektori kroonilikviidsuses ei ole olulisi tõrkeid esinenud. **Pankade arvelduspuhvrid keskpangas** on kohustusliku reservi igapäevastest miinimumnõudest jätkuvalt suuremad ning selle nõude täitmine ei ole pankadele raskusi valmistanud.

#### Võlakirjaturg

Võlakirjade **esmasturu** aktiivsus vähenes viimastel kuudel varasemaga võrreldes veelgi enam, kui käibe aastakasv pöördus –52%ga üle nelja aasta negatiivseks. Viimase kuue kuuga on võlakirjade kogukapitalisatsioon vähenenud

2,8 miljardi krooni võrra. Sealjuures kahanes lühiajaliste võlakirjade kapitalisatsioon 1,7 miljardi krooni võrra. Märtsi lõpus oli võlakirjade kogukapitalisatsioon 11,3 miljardit krooni ning selle osakaal SKPs oli vähenenud 5,2%lt septembris 50 baaspunkti võrra 4,7%ni.

Viimasel poolaastal kahanes keskmine emissioonimaht kvartalis varasema poolaasta keskmisega võrreldes 43% 911 miljoni kroonini (vt joonis 11). 2008. aasta IV kvartalis oli võlakirjaturu aktiivsus üle kümne aasta madalaim – emissioonimaht oli vaid 308 miljonit krooni. 2009. aasta I kvartal oli aga taas aktiivsem, kui kogu emissioonimaht oli 1,5 miljardit krooni. Samuti emiteeriti aasta alguses üle mitme aasta taas valitsussektori võlakirju, mis kokku moodustasid 40% kõigist emissioonidest. Summalt suurima emissiooni tegi Tallinna linn – 491 miljonit krooni kolmeks aastaks hinnaga kolme kuu EURIBOR pluss 3%. Viimati toimusid valitsussektori võlakirjaemissioonid peaaegu kuus aastat tagasi, kuid seekordne valitsussektori emiteeritud võlakirjade summa oli läbi aegade suurim.

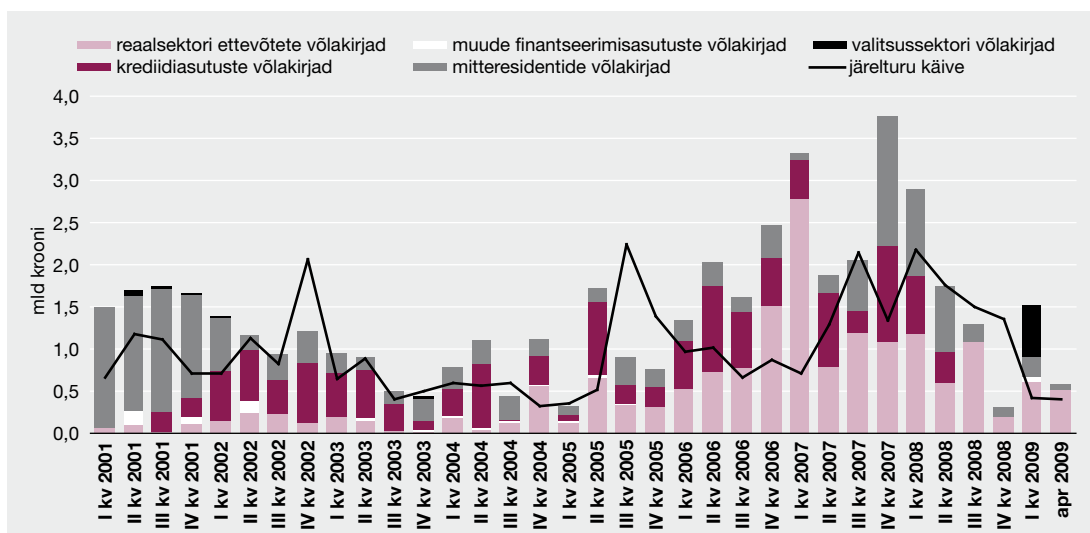
2008. aasta IV kvartali ja 2009. aasta I kvartali

kogukäibest (1,8 mld krooni) hõlmasid realsektori ettevõtete ja valitsussektori ettevõtete võlakirjad vastavalt 44% ja 34%. Residentidest emitentide suhteliselt kõrgema aktiivsuse tõttu tõusis nende osatähtsus kogukapitalisatsioonis märtsi lõpuks 86,7%le (2008. aasta septembris 76,6%; vt joonis 12).

Viimasel poolaastal vähenes krooniemissioonide osatähtsus veelgi ning poolaasta lõpuks moodustasid kvartali jooksul kroonis tehtud emissioonid keskmiselt 9% kõigist emissioonidest.

Kui varem püsis võlakirjade **järelturg** erinevalt esmasturust suhteliselt aktiivne, siis 2008. aasta lõpus ja 2009. aasta alguses oli ka järelturg vaikne. Keskmine käive vähenes möödunud poolaastaga peaaegu poole võrra ja märtsi lõpus oli päevakäive 14 miljonit krooni.

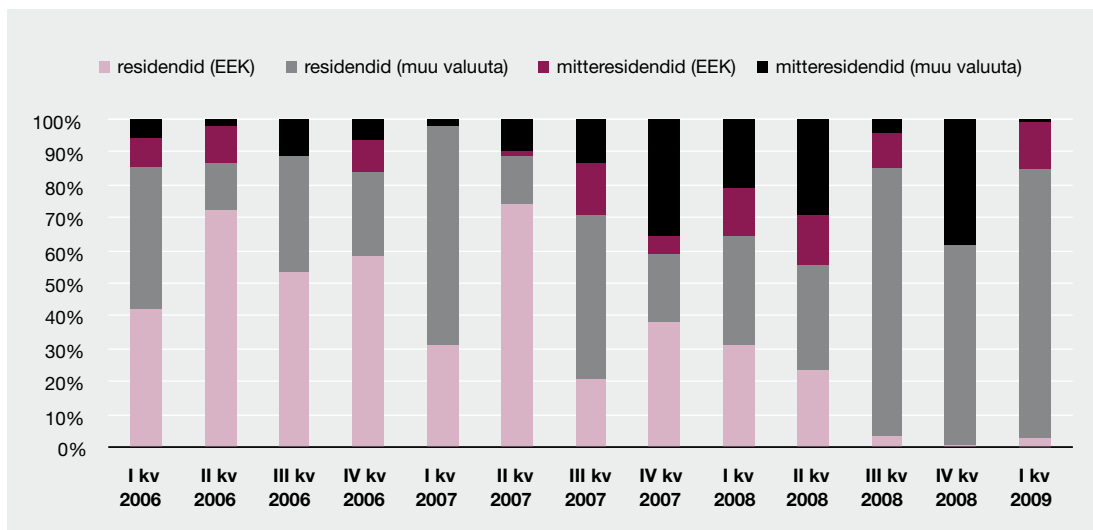
2008. aasta sügisel Tallinna Börsil noteeritud võlakirjadest on viimase kuue kuuga lunastatud nelja ettevõtte võlakirjad. Lisaks toimus vaadeldaval perioodil uue BIGBANKI võlakirjade noteerimine ning ka lunastamine. Märtsi lõpus olid börsil noteeritud kolme ettevõtte<sup>5</sup> võlakirjad



Joonis 11. Kvartali jooksul emiteeritud võlakirjade maht emitentide järgi ja järelturu käive

<sup>5</sup> SEB Pank, ABC Grupp ja LHV Ilmarise Kinnisvaraportfell.





**Joonis 12. Esmaemissioonid kvartalis residentsuse ja valuuta järgi**

kogumahuks 209 miljonit krooni, mis moodustab 1,9% võlakirjade kogukapitalisatsioonist.

Võlakirjainvestorite üldine struktuur kujunes välja 2007. aasta lõpuks ning sellest ajast alates on investorite osakaalud kõikunud vaid paari protsendipunkti ulatuses. 2009. aasta märtsi lõpus oli residentidest investorite osatähtsus ligikaudu 66% (7,5 mld krooni), millest eraisikutele kuulub umbes 2,7%. Residentidest investorite hulka kuuluvad peamiselt krediidasutused (25%), kindlustusandjad/pensionifondid (22%) ning reaalsektori ettevõtted (20%). Nii residentide kui ka kõigi investorite hulgas kokku on endiselt suure osatähtsusega grupp „määramata” – vastavalt 23% ja 19%.

### Aktsiaturg

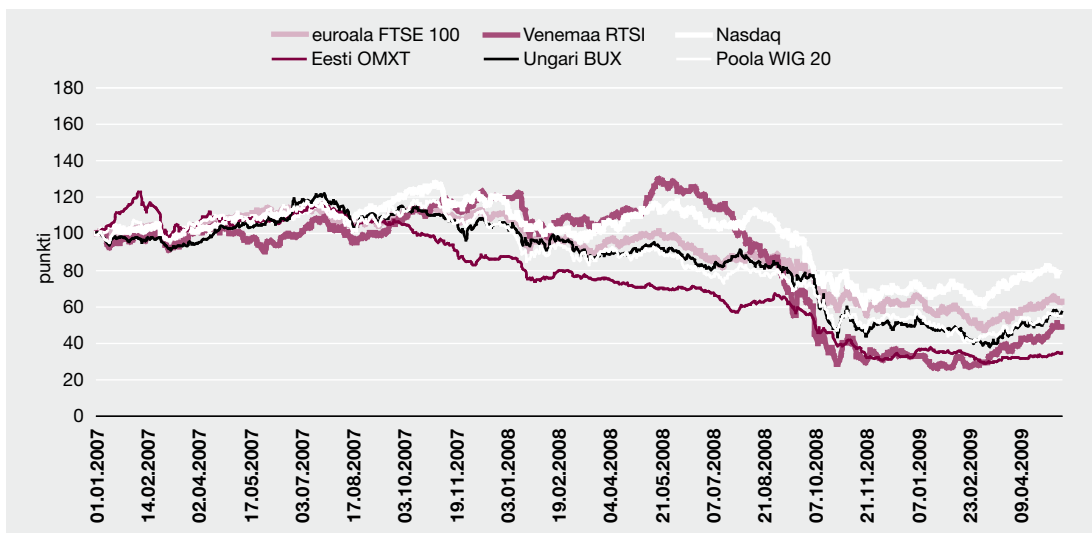
Tallinna Börsi indeksi OMXT väärtus ületas 2009. aasta alguses 300 punkti taseme. Kuigi I kvartali teises pooles indeks langes 50 punkti võrra, siis mai teiseks pooleks oli selle väärtus tõusnud taas 315 punkti juurde. Kõikudes vaadeldava perioodi vältel 250–315 punkti vahemikus, oli indeksi väärtus aastatagusest üle kahe korra madalam, olles võrdne 2004. aasta alguse tasemega, kui

börsil oli noteeritud 14 ettevõtte aktsiad kogukapitalisatsiooniga keskmiselt 50 miljardit krooni. Rahvusvahelises võrdluses on Tallinna börsiindeksi väärtus kahanenud kriisieelselt tiptasemelt enam kui euroala ning teiste valitud Kesk- ja Ida-Euroopa riikide indeksid (vt joonis 13). 2009. aasta algusest on OMXT väärtus kasvanud ligikaudu 15%, tõustes suhteliselt kiiremini nii euroala keskmisest, Rumeenia, Tšehhi, Poola kui ka Bulgaaria indeksitest.

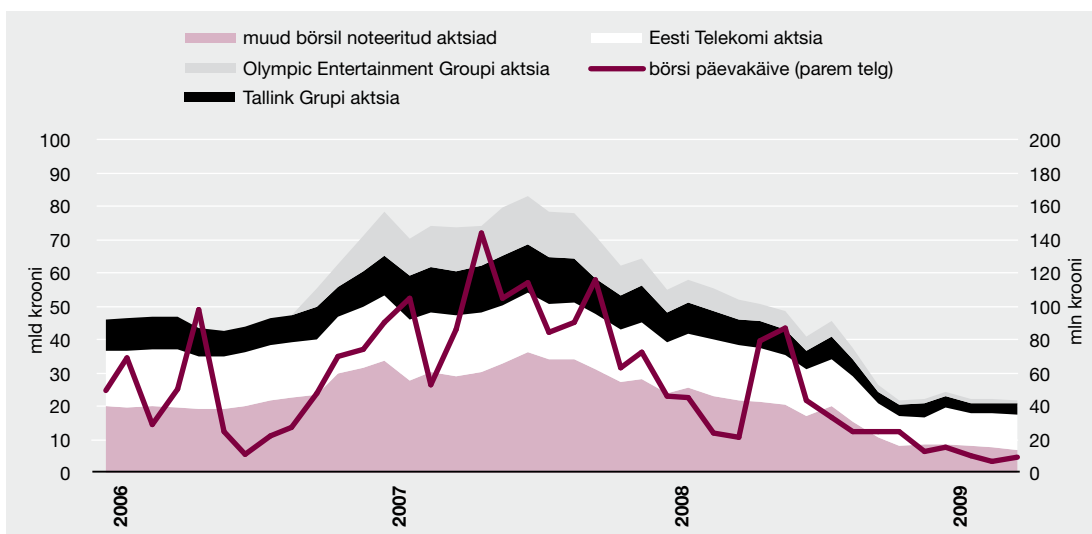
Tallinna Börsi kapitalisatsioon on viimase kahe kvartali jooksul kaotanud oma väärtusest ligikaudu 15,6 miljardit krooni (vt joonis 14). 2008. aasta lõpuks vähenes kapitalisatsioon kümne aasta tagusele tasemele ning püsis seal 2009. aasta I kvartali lõpuni, kui börsil noteeritud 18 ettevõtte<sup>6</sup> koguväärtus oli 22 miljardit krooni ning osakaal SKPs langes 80 baaspunkti võrra 9,2%le. 1. aprillil 2009 lõpetati Starmani aktsiate noteerimine börsi põhinimekirjas.

Veebruaris 2009 pikendati NASDAQ OMX Balti börside kauplemissperioodi kahe tunni võrra kella 16.00ni. Tulenevalt jätkuvast ebakindlusest finantsturgudel oli likviidsus Tallinna Börsil

<sup>6</sup> Kalevi ärinime muudeti ja selleks sai Luterma. Aprillis muutis oma ärinime ka Eesti Ehitus, uueks nimeks sai Nordecon International.



Joonis 13. Rahvusvaheliste börsindeksite areng



Joonis 14. Tallinna Börsil noteeritud aktsiate kapitalisatsioon (kuu lõpus)

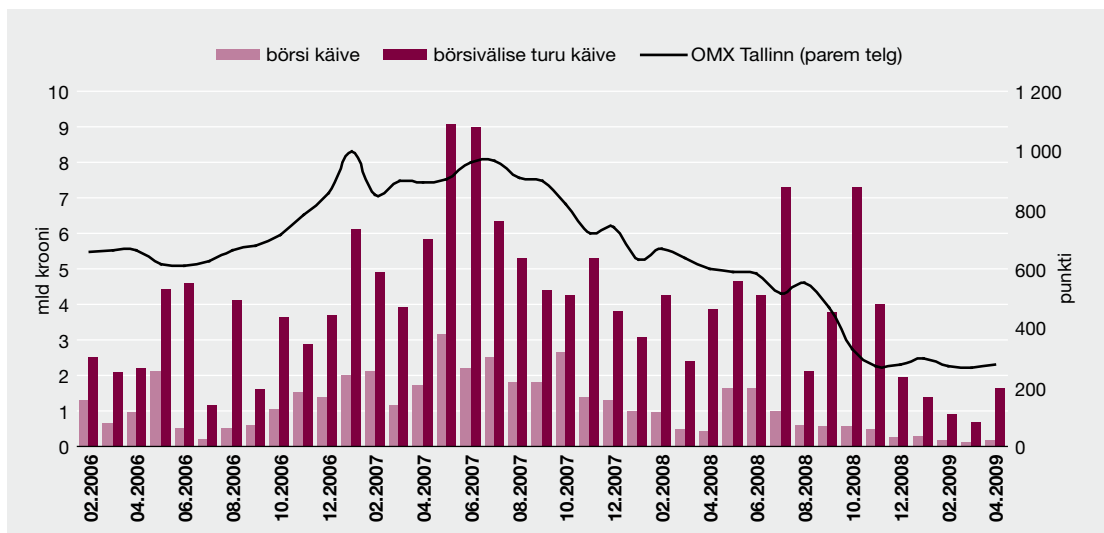
endiselt madal. Aktsiate keskmine päevakäive oli kahes viimases kvartalis 16 miljonit krooni, mis on möödunud poolaasta keskmisest kolm korda väiksem (vt joonis 15). 2009. aasta märtsis oli likviidsuse tase läbi aegade madalaim, kui keskmine päevakäive oli vaid 7 miljonit krooni.

Mahu poolest teostati Tallinna Börsil enim tehinguid Eesti Telekom, Tallink Grupi, Tallinna Vee ning Olympic Entertainment Groupi aktsiatega.

Nendega teostatud tehingud moodustasid vastavalt 25%, 19%, 15% ja 12% kogukäibest.

Tallinna Börsil tegutseb 32 liiget<sup>7</sup>, kellest kõige uuem on 2008. aasta novembris lisandunud DnB NORD Pank. Aktiivsemad börsiliikmed olid viimastes kvartalites jätkuvalt Swedbank, SEB Pank ja LHV, kelle kaudu tehti vastavalt 39%, 20% ja 17% börsitehingutest.

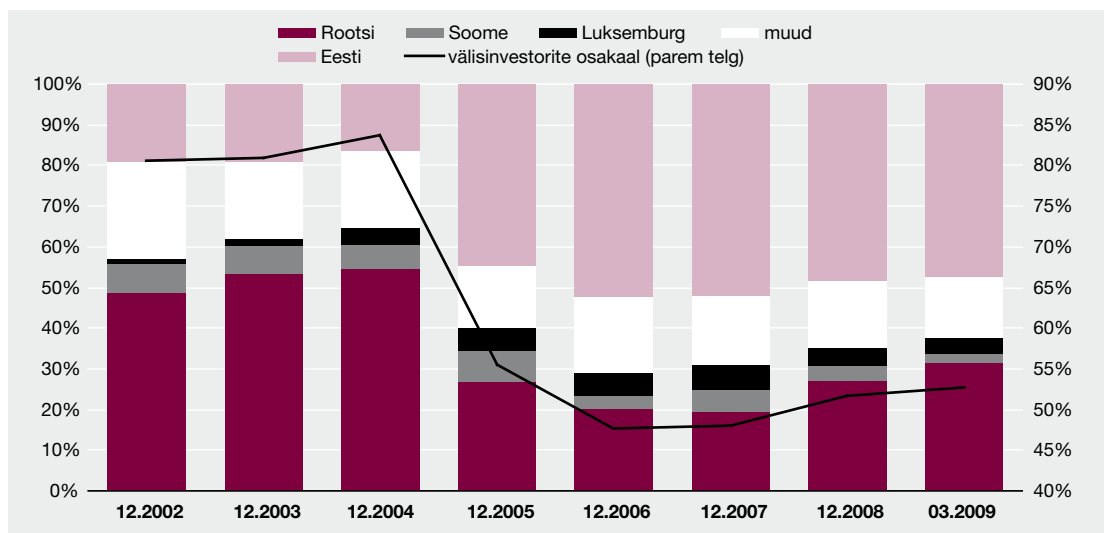
<sup>7</sup> Balti börsidel kokku 42 liiget.



**Joonis 15. Aktsiakäive Tallinna Börsil ja börsivälisel turul ning börsiindeks OMXT (kuu lõpus)**

2008. aasta lõpus tõusis välisinvestorite osakaal börsiettevõtete kapitalisatsioonis üle 50% (vt joonis 16). 2009. aasta märtsi lõpus hõlmasid välisinvestorid kogukapitalisatsioonist 53% (11,6 mld krooni), millest kaks kolmandikku

kuuluvad endiselt rootslastele. Residentidest investorite struktuur püsis üldjoontes muutumatu; eraisikutest investoritele kuulus märtsi lõpus residentide investeeringutest ligikaudu 12%.



**Joonis 16. Tallinna Börsil noteeritud aktsiate investorid residentsuse järgi ja välisinvestorite osakaal perioodi lõpus**