

I. FINANTSTURUD

RAHVUSVAHELISED FINANTSTURUD

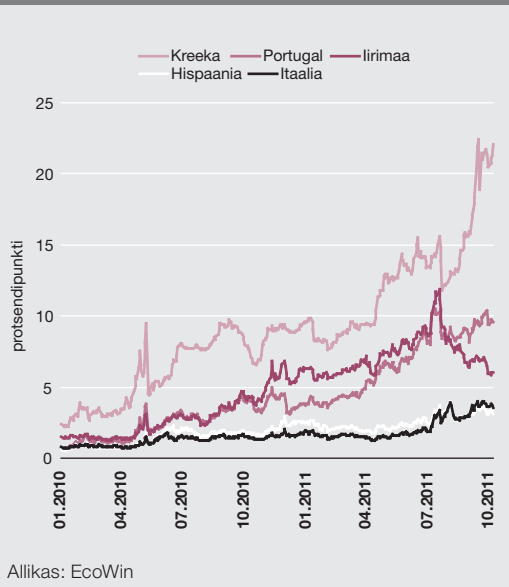
Võrreldes kevadega on euroala valitsusvõlaprobleemid süvenenud ning teistele turgudele edasi kandunud. Seda on ilmestanud Kreeka maksejõuetuse tõenäosuse kasv, kuigi juulis lepiti kokku teise abipaketi eraldamises riigile. Teiselt poolt levis kriis üha enam ka Hispaaniasse ja Itaaliasse (vt joonis 1). Septembri keskpaigaks ähvardas kriis haarata juba ka Prantsusmaad, kui reitinguagentuur Moody's alandas 14. septembril kahe sealse juhtiva panga krediidireitinguid. Oktoobri alguses sattus raskustesse Belgia-Prantsuse finantsasutus Dexia. Viimase poole aasta turuarengut ilmestas Kreeka kümneaastaste võlakirjade intressimäära erinevuse suurenemine võrreldes Saksamaa vastavate võlakirjadega üle 1200 baaspunkti võrra alates märtsi lõpust. Portugali, Hispaania ja Itaalia puhul jäi vastav tõus samal ajal 120–400 baaspunkti vahele.

Et ohjeldada võlakriisi levikut, hakkas eurosüsteem taas väärtpaberituruprogrammi¹ raames võlakirju ostma. Samuti hakkasid pangad märgatavalt rohkem kasutama keskpangas hoiustamise võimalusi (vt joonis 2). 6. oktoobril otsustas eurosüsteem hakata turule likviidsust pakkuma pikemaajaliste laenuinstrumentidega ning hakata taas ostma pankade kaetud võlakirju.

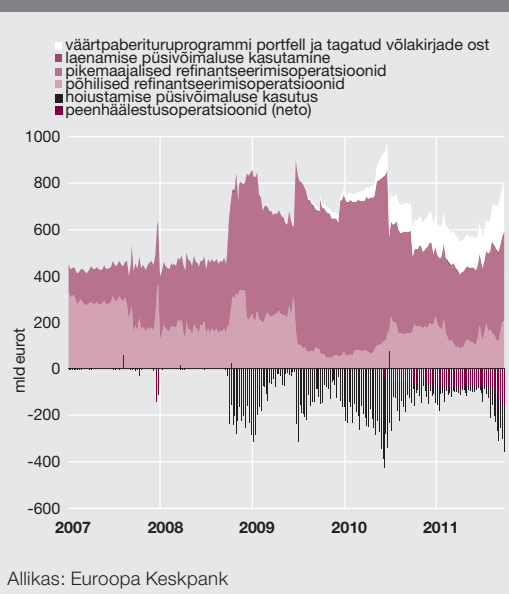
Riiklike võlakirjaturgude arengut Saksamaal ja USAs iseloomustas samal ajal intressimäärade märgatav langus üle kogu tulukövera. Selle tingis majandusaktiivsuse vähenemine ja kõrge- nend nõudlus Saksa ja USA võlakirjade järele, kuna euroala võlakriis teravnes (vt joonis 3). See toimus vaatamata USAs riigi edasise elar- vepoliitika teemal tekkinud tugevale poliitilisele vastasseisule ja sellele, et augustis alandas reitinguagentuur Standard & Poor's esmakord- selt ajaloos USA riigireitingut, tasemelt AAA tasemele AA+.

¹ Ingl Securities Markets Programme (SMP).

Joonis 1. Kreeka, Portugali, Iirimaa, Itaalia ja Hispaania kümneaastaste võlakirjade intressimäära erinevus Saksamaa vastavast võlakirjast



Joonis 2. Eurosüsteemi rahapoliitilised tehingud

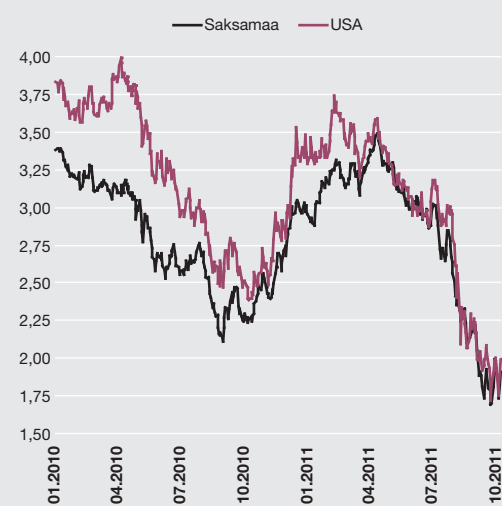


Rahaturgude areng erines riigiti märgatavalt. USAs jätkus märtsist kuni juuni lõpuni majanduse toetamine riiklike võlakirjade ostmisega (nn kvantitatiivse leevendamise teine etapp). Baasintressimäära ei muudetud ja kuna majanduskasv aeglustus, lubas keskpang augustis hoida selle muutumatuna vähemalt 2013. aastani. Seetõttu USA rahaturu intressimäärad eriti ei muutunud. Euroopa Keskpang seevastu keskendus rohkem inflatsiooni tõusule ja alustas aprillis baasintressimäära tõstmist. Juulis tõsteti baasintressimäära teist korda ning see saavutas 1,5% taseme. Samal ajal on panganduse likviidsuse toetamiseks jätkuvalt jõus keskpanga erakorralised kriisimeetmed, mida on järjest juurde võetud. Arenenud riikidest tõstsid baasintressimäära Norra keskpang (25 baaspunkti võrra 2,25%le) ja Rootsi keskpang (50 baaspunkti võrra 2%le).

Peamistel **aktsiaturgudel** valitses 2011. aasta II ja III kvartalis langustrend (vt joonis 4). Kui majandusaktiivsus hakkas märtsis nõrgenema, jäid turud ilma paranevate kasvuväljavaadete toetusest. Samal ajal süvenes euroala võlakriis ning investorite riskikartus tõusis augustis haripunkti, mistõttu aktsiaturge tabas ulatuslik müügilaine. Aasta algusega võrreldes alanesid septembri lõpuks aktsiahinnad euroalal 23%, USAs 11% ja Jaapanis 15%.

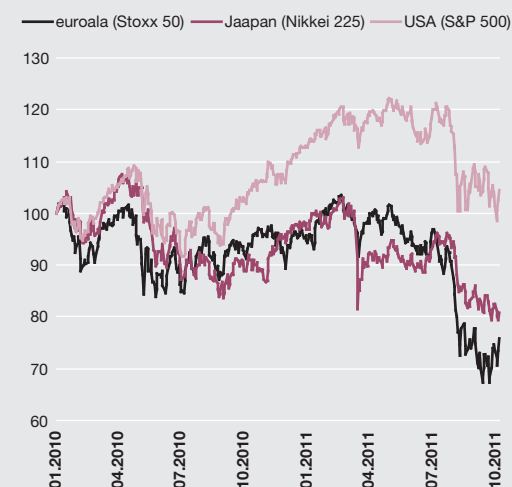
Valuutaturge iseloomustas euro nõrgenemine teiste põhivaluutade suhtes. Selle peamine põhjus oli euroala võlakriisi teravnemine, kuid perioodi lõpus ka oodatust madalamad majandusnäitajad. Euro nõrgenes kõige enam Jaapani jeeni, Uus-Meremaa dollari ja Šveitsi frangi suhtes. Septembri alguses otsustas Šveitsi keskpang ekspordisektori toetuseks seada euro ja frangi miinimumkursiks 1,20 ja teatas valmisolekust kaitsta seda piiramatus koguses välisvaluutaostudega. USA dollari suhtes nõrgenes euro vähem, sest USAs jätkus seoses leebe rahapoliitika üldine dollarikursi alanemine. Ainsana G10 valuutadest tugevnes euro Rootsi krooni suhtes.

Joonis 3. Saksamaa ja USA kümneaastaste riigivõlakirjade intressimäärad



Allikas: EcoWin

Joonis 4. Euroala, Jaapani ja USA aktsiaindeksid (1.01.2010 = 100)



Allikas: EcoWin

Rahvusvaheliste finantsturgude peamine risk on euroala võlakriis, mis ohustab finantsstabiilsust Euroopas ja mujal maailmas. Kreeka riigi pankroti tõenäosus on kasvanud ning seni rakendatud ja kavandatud kriisimeetmed ei ole peatanud investorite usalduse kiiret langust. Lisaks ähvardab kriis haarata Itaaliat ja Hispaaniat, kuid ka Prantsusmaad ja Belgia, kus krediidiriski vastu kindlustamise riskipremiad (CDS) on suurenenud. Lisaks on investorid hakanud tajuma, et ka seni turvaliseks peetud Saksamaa võlakirjad ei ole süsteemse kriisi tingimustes riskivabad, mistõttu Saksamaa viieaastase CDSi hinna vahe tõusis 40 baaspunkti võrra 85 baaspunkti ehk veidi kõrgemale tasemele, kui see oli Prantsusmaal perioodi alguses.

Erinevalt 2008/2009. aasta kriisist on keskpangade ja valitsuste võimalused kriisimeetmete rakendamiseks praegu märksa piiratumad. Eelarvepoliitika võimalusi piirab riigivõla kõrge tase, mis sunnib kärpima kulutusi, et tagada eelarvepoliitika jätkusuutlikkus keskmises ja pikemas plaanis. Rahapoliitika võimalused on samuti üsna piiratud, sest baasintressimäära märgatav alandamine, nagu tehti varasema kriisi ajal, ei ole enam võimalik.

Teiseks võib finantsturge ohustada **globaalse majanduskasvu märkimisväärne aeglustumine**. Üldise kindlustunde vähenedes võib see üle kasvada majanduslanguseks ning süvendada maailmamajanduse tasakaalustamatust. Kui varem olid majanduskasvu prognoosid 2011. aasta teise poole kohta suhteliselt positiivsed, ennustades aktiivsuse kasvu, siis viimased prognoosid on märksa pessimistlikumad. Nimelt eeldatakse suurriikidele vaid minimaalset majanduskasvu sel perioodil. Investorite ja tarbijate kindlustunne on üsna kiiresti ja järsult vähenenud. Kui see tendents jätkub, võib see viia uue majanduslanguseni. Tuleb arvestada ka seda, et kuigi majandus on mõnevõrra elavenenud, püsib tööpuudus USAs ja euroalal suhteliselt kõrge, mis piirab ostujulist nõudlust.

EESTI FINANTSTURUD

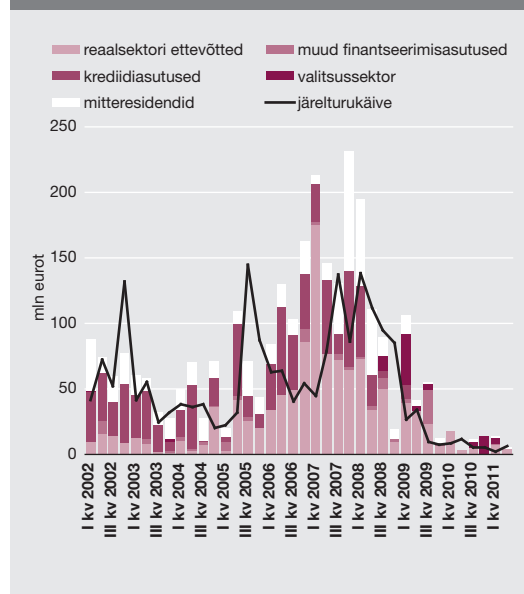
Võlakirja- ja aktsiaturg

Eesti võlakirja- ja aktsiaturg on väiksed nii mahult kui ka käibelt ning seepärast mõjutavad Eesti finantssüsteemi minimaalselt. Alates 2008. aasta teisest poolest on aktiivsus **võlakirjade** esmasturul olnud väga madal (vt joonis 5). 2011. aasta esimesel poolel emiteeriti kuus keskmiselt 3,1 mln euro väärtuses võlakirju, millest ligi kaks kolmandikku moodustasid kohalikud reaalsektori ettevõtete võlakirjad. Augusti lõpuks langes emiteeritud võlakirjade kogumaht 515 miljoni euroni ehk 3%ni SKPst.

Ka võlakirjade järelturg on püsinud passiivne. Viimasel kahel aastal moodustas kuu keskmine käive üksnes 0,25% võlakirjade kogukapitalisatsioonist.

Positiivne meeleolu **Tallinna Börsil** 2011. aasta alguses sai pöördelise lõpu märtsi keskel, kui indeks OMXT langes allapoole aasta alguse

Joonis 5. Kvartali jooksul emiteeritud võlakirjade maht emitentide kaupa ja järelturu käive



taset (vt joonis 6). Augusti alguses paljusid maailma aktsiaturge tabanud müügilaine tõi endaga kaasa OMXT pea 16% languse, millega kaasnes lühiajaliselt päevakäivate pea kolmekordistumine võrreldes 2011. aasta esimese poole keskmise päevakäibega. Börsikapitalisatsioon alanes augusti lõpuks 1,4 miljardi euronit (vt joonis 7). Välisinvestorite osakaal Tallinna Börsil ei ole võrreldes aasta algusega siiski oluliselt muutunud ning oli augusti lõpus 37%.

Likviidsus on Tallinna Börsil jätkuvalt madal. 2011. aasta augusti lõpus oli 12 kuu keskmine kuukäive 19 miljonit eurot, mis on eelmise aasta sama perioodiga võrreldes neljandiku võrra väiksem. Tallinna Börs jääb ka lähiettevaates volatiilseks, mis on tingitud ühelt poolt turu väiksusest ja madalast likviidsusest ning teisalt globaalsetel aktsiaturgudel valitsevast ebakindlusest.

Investeeringufondid

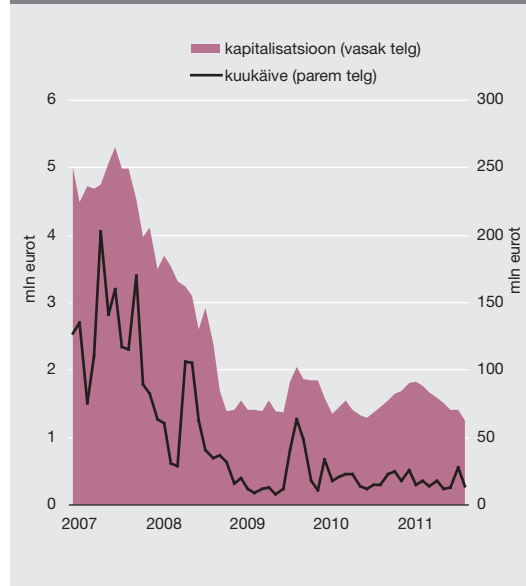
Aktsiaturgude langus augustis mõjutas märgatavalt aktsiafondide **tootlust**. Augusti lõpuks oli aktsiafondide osakute puhaskäive langenud aasta algusest keskmiselt 16,6% (vt joonis 8). Võlakirjafondide tootlus on olnud seevastu positiivne. Võlakirjafondide osakute hinnad kasvasid aasta algusest augusti lõpuks ligi 2,1%. Nagu investeerimisfondid, nii on aasta algusest positiivse tootlusega ka võlakirjadesse investeerivad pensionifondid, mille osakute puhaskäive on tõusnud keskmiselt 1,6%. Aktsiastrateegiaga pensionifondide osakute hinnad on aga aasta algusest langenud (vt joonis 9).

Investorite riskikartlikkuse tõus on viimastel kuudel vähendanud sissemaksid aktsiafondidesse. Kui 2011. aasta alguses ületasid aktsiafondide sissemaksed väljamakseid, siis alates maist on raha väljavool aktsiafondidest olnud suurem kui raha sissevool. Investeeringufondide **varade maht** kokku langes aasta algusega võrreldes juuli lõpuks 2% 522 miljoni euronit.

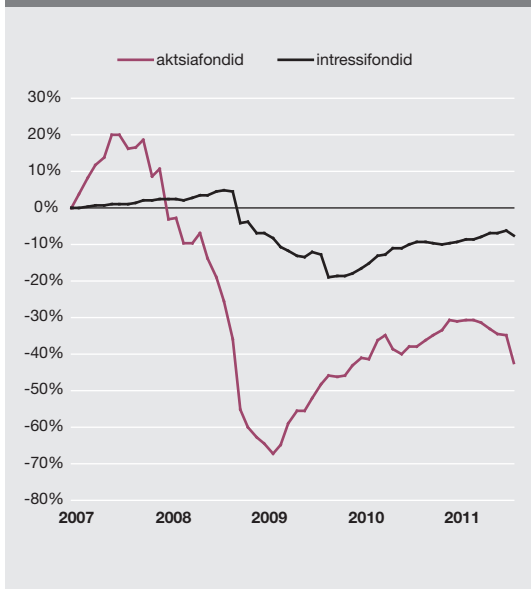
Joonis 6. Tallinna Börsi indeksi 12 kuu tootlus võrreldes teiste olulisemate aktsiaturgudega



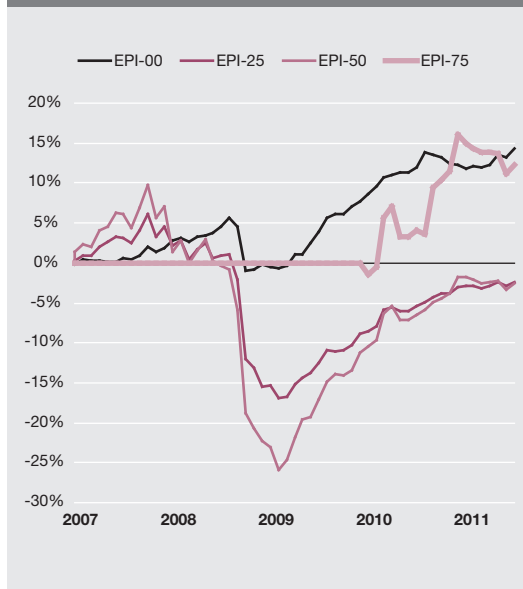
Joonis 7. Tallinna Börsil noteeritud aktsiate kapitalisatsioon ja kuukäive



Joonis 8. Investeeringufondide osakute keskmise hinna muutus 2007. aasta algusest



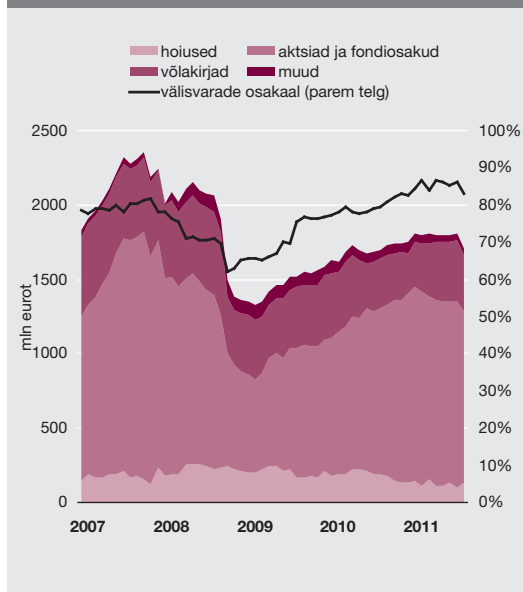
Joonis 9. EPI indeksite muutus 2007. aasta algusest



Riigipoolsete sissemaksete taastamine selle aasta alguses suurendas märkimisväärselt raha sissevoolu teise samba pensionifondidesse. Võrreldes 2010. aastaga on sissemaksete maht kasvanud ligi neli korda. Seevastu kolmanda samba pensionifondide sissemaksete maht ei ole eelmise aastaga võrreldes kuigi palju muutunud. Kokku kasvas teise ja kolmanda samba pensionifondide maht võrreldes aasta algusega 6% ning oli augusti lõpus 1,2 miljardit eurot.

Välisvarade osakaal investeerimis- ja pensionifondide investeringute struktuuris oli augusti lõpus 83%, mis võrreldes kevadega ei ole oluliselt muutunud (vt joonis 10). Aasta algusega võrreldes on aktsiate ja aktsiatesse investeerivate fondiosakute osakaal investeerimis- ja pensionifondide koguvarades mõnevõrra vähenenud, mille on tinginud aktsiahindade langus börsidel. Augusti lõpus moodustasid investeringud aktsiatesse ja fondiosakutesse 67% investeerimis- ja pensionifondide varadest.

Joonis 10. Investeeringu- ja pensionifondide varade struktuur ja välisvarade osakaal



Investeeringute geograafilises jaotuses on jätkuvalt enamik investeeringutest ehk üle kahe kolmandiku paigutatud Euroopas (v.a Eesti) registreeritud väärtpaberitesse (vt joonis 11). Augusti lõpus moodustasid probleemse riigirahandusega riikides² registreeritud väärtpaberinvesteeringud 11% investeerimis- ja pensionifondide varadest. Suurema osa nendest investeeringutest hõlmavad lirimaa aktsiatesse ja fondi-osakutesse tehtud investeeringud.

PANGAGRUPPIDE TURUPÕHINE RAHASTAMINE

Emapangagruppide finantstugevus

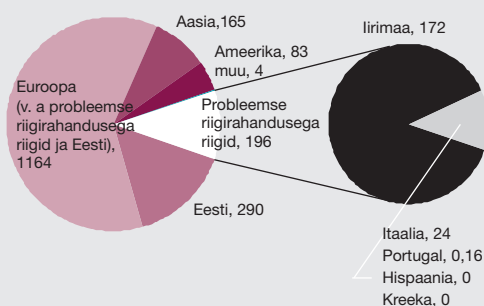
Nelja suurema Eestis tegutseva panga emapan-
gagrupi 2011. esimese poolaasta **kasumid** kas-
vasid võrreldes eelmise aasta sama perioodiga
(vt joonis 12).

Tegevuskasumite paranemist on suuresti toe-
tanud laenuprovisjonide vähenemine ning varem
suuremaid allahindlusi teinud gruppide laenu-
provisjonide tagasiarvestus. Puhas intressitulu
kasvas 2011. aasta esimesel poolel võrreldes
eelmise aasta sama perioodiga valdaval osal
pangagrupidel. Samas oli kasv pangagrupi
erinev tingituna erinevustest laenukäibes, margi-
naalides ning hoiuse- ja laenuintressimäärades.
Ka lähitulevikus mõjutab pangagruppide tule-
muslikkust positiivselt laenuprovisjonide alane-
mine. Samas võib puhtale intressitulule nega-
tiivset mõju avaldada rahastamise hinna võimalik
kallinemine, mis tuleneb süvenevast ebakindlu-
sust Euroopa pangandussektoris.

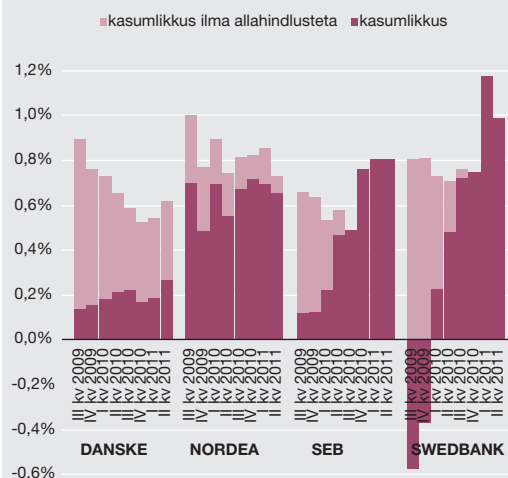
Eestis tegutsevate pankade emapankade **grup-
pide positsioonid** suure eelarvepuudujäägi ja
valitsuse võlakooormusega Euroopa maade riigi-
võlakirjades on olnud küllaltki väikesed. Seetõttu
on euroala võlakriisi otsene mõju pangagruppi-
dele väike.

² lirimaa, Kreeka, Hispaania, Portugal, Itaalia.

Joonis 11. Eesti investeerimis- ja pensionifon-
dide varade geograafiline jaotus augustis 2011
(mln eurot)



Joonis 12. Pangagruppide kasumlikkus



Allikad: pankade avalikud aruanded

Pangagruppide kapitaliseeritus on viimastes kvartalites püsinud stabiilne. Kuigi kapitali adekvaatsuse näitajad on pangagrupiti erinevad, ületab enamikul pankadel adekvaatsuse suhtarv 12% ning esmaste omavahendite suhtarv (Tier 1) 10%.

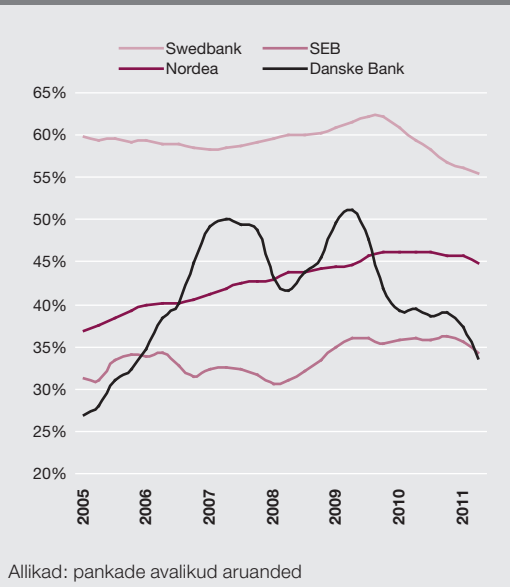
Emapankade rahastamine

Lisaks hoiustele on Põhjamaade pangagrupid kasutanud oma rahastamisvajaduste katmiseks finantsturupõhist finantseerimist (vt joonis 13). Viimasest Rootsi keskpanga finantsstabiilsuse ülevaatest³ selgub, et muudes valuutades, peamiselt USA dollaris ja euros, välja antud väärtpaberid moodustavad üle 60% finantsturupõhisest rahastamisest. Eriti kasutatakse USA dollarit lühiajalises finantseerimises, kus selle osakaal moodustab üle poole. Sellest lähtuvalt on pankade finantsturupõhise rahastamise struktuur väliskeskonna mõju suhtes haavatav.

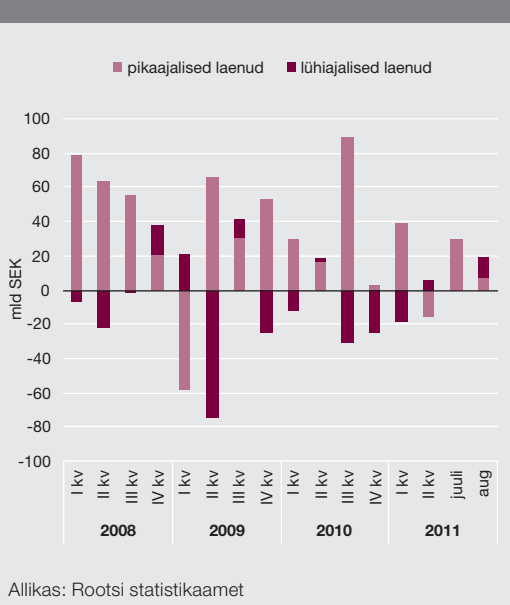
2011. aasta esimesel poolel emiteeris mitu Põhjamaade pangagruppi uusi **võlakirju**. Pankad on eelistanud jätkuvalt pikemaajalisi võlakirju lühemaajalistele ning seeläbi pikendanud kohustuste kestust (vt joonis 14).

Võlakriisi süvenemine Euroopas ja ebakindluse üleüldine kasv avaldasid negatiivset mõju turuosaliste riskihinnangutele pangandussektori suhtes. Nii Euroopa pankade kui ka Põhjamaade pankade krediidiriski vastu kindlustamise riskipreemiad (CDS) on aasta algusega võrreldes kasvanud (vt joonis 15). Vaatamata CDS-preemiade ligi kahekordsele tõusule on Põhjamaade panku jätkuvalt hinnatud teiste Euroopa pankadega võrreldes vähem riskantsiks. Keskmiselt olid Põhjamaade pankade CDS-preemiad septembri lõpus teiste Euroopa pankadega võrreldes 50 baaspunkti võrra madalamad.

Joonis 13. Pangagruppide turupõhise rahastamise osakaal väljastatud laenudes (4 kvartali libisev keskmine)



Joonis 14. Rootsi pangagruppide netolaenamine SEK instrumentides



³ Financial Stability Report, mai 2011.

Rootsi keskpank on 2011. aasta kevadest saadik tõstnud kahel korral repointressimäära kokku 50 baaspunkti võrra 2%le. Samuti on aasta algusest tõusnud olulisemad baasintressimäärad, mis lisaks turuosaliste suurenenud riskihinnangu-tele on avaldanud mõju finantsturupõhise rahastamise hinnale. Pankade **võlakirjade riskipreemiad** on võrreldes aasta algusega kasvanud keskmiselt 13 baaspunkti võrra (vt joonis 16).

Kokkuvõttes on turuosalised pidanud Põhjamaade panku võrreldes muude Euroopa pankade turvalisemaks. Seetõttu on Põhjamaade pankadel olnud lihtsam finantsturult vahendeid kaasata. Samas on Rootsi pangad finantsturupõhise rahastamise suure osakaalu ja seejuures välisvääringu kasutamise tõttu haavatavad finantsturgude ootamatute muutuste suhtes. Võlakriisi laienemine Euroopas võib emapankade jaoks muuta finantsturupõhise rahastamise kallimaks.

Joonis 15. Põhjamaade ja Euroopa pankade CDS-preemiad

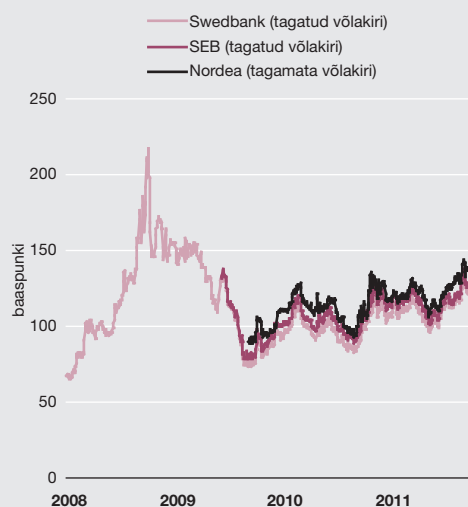


Allikas: Bloomberg

* Põhjamaade pangad: Swedbank, SEB, Nordea, Handelsbanken, Danske Bank; aritmeiline keskmine.

** Euroopa pangad: UBS, Société Générale, HSBC, Deutsche Bank, ING, Barclays, BNP Paribas; aritmeiline keskmine.

Joonis 16. Pankade 3 a võlakirja intressimäära vahe Rootsi valitsuse võlakirjaga



Allikas: Bloomberg