

RAHAPOLIITIKA

EESTI RAHAPOLIITILISE RAAMISTIKU SUJUVA TOIMIMISE TAGAMINE

Eesti rahasüsteemi põhjooned

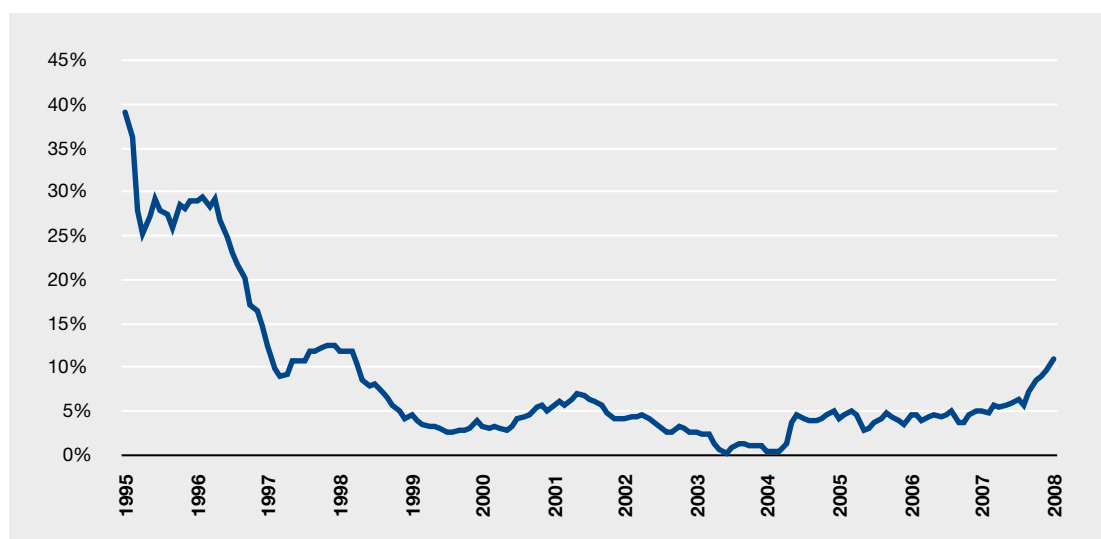
Nii nagu paljudes teiste riikide keskpankades, on ka Eesti Panga missiooniks hinnastabiilsuse tagamine. Stabiilne, madal ja kergesti prognoositav inflatsioonitase loob kõige soodsamad tingimused pikaajaliseks majanduskasvuks. Juba alates 1992. aastast tagatakse Eestis hinnastabiilsus **valuutakomiteel põhineva fikseeritud vahetuskursisüsteemi** vahenditega. Peaaegu 16 aastat põhijoontes muutumatuna kehtinud rahapoliitiline raamistik toetab jätkuvalt Eesti majandusarengut.

2007. aasta novembri lõpus ilmnis Eesti rahaturul teatud pingeid, mis lähtusid eelkõige mõne välisettevõtte soovist katta oma kroonipositsioone. Ilmselt tunti ebakindlust selle suhtes, kuidas Eesti majandus läbib aasta alguses alanud langustsükli. Selle tagajärjel kerkinud rahaturu intressimäärad jäid siiski suhteliselt madalale tasemele ning 2008. aasta jaanuaris hakkas Eesti rahaturg ilmutama rahunemise märke ning **Eesti kroon on säilitanud usaldusväarsuse** nii kodumaiste kasutajate kui ka välisinvestorite silmis (vt joonis 1).

Eesti krooni range seotus maailma ühe võimsaima majanduspiirkonnaga, euroala vääringuga ohjeldab inflatsiooniootusi ning toetab majanduskeskkonna stabiilsust. Kuna valuutakomiteel põhinev rahapoliitika on Eestis ennast igati õigustanud, on Eesti võtnud enesele ühepoolse kohustuse jätkata valuutakomitee süsteemi ja keskkursiga kuni euro kasutuselevõtuni.

Arvestades Eesti rahasüsteemi seotust euroga on ootuspärane, et meie laiema rahapoliitilise keskkonna kujunemisel mängivad olulist rolli Euroopa Keskpanga otsused. 2007. aasta esimesel poolel tõstis Euroopa Keskpank rahapoliitilisi intressimäärasid ning see kandus kiiresti ja täielikult Eesti laenuuru intressimääradesse, mõjutades finantsvahendite hinda Eestis.

Eesti Pank tagab rahasüsteemi sujuva toimimise **rahapoliitika vahenditega ning aktiivse osalusega majanduspoliitilises diskussioonis**. Keskpanga peamine rahapoliitika vahend on krediitdiastutustele pakutav **välisvaluuta ostu-müügi püsivõimalus** (valuutaaken). Valuutaakna kaudu on pankadel võimalik täiendada oma Eesti krooni reservi, müües selleks keskpangale soovitud kogu-



Joonis 1. Eesti inflatsioon

Allikas: Statistikaamet



sele ekvivalentse koguse välisvaluutat, ja vastupidi – osta Eesti krooni eest välisvaluutat. Eesti Panga kasutada olevate rahapoliitika vahendite seas on oluline roll **kohustusliku reservi nõudel**, millega kohustatakse pankasid hoidma osa oma varadest puhvritena Eesti Panga või kvaliteetsetes välisvarades. Rakendades omalt poolt konservatiivset reservipoliitikat ja järelevalvemeetmeid, juhib keskpank regulaarselt avalikkuse ja valitsuse tähelepanu makromajanduskeskkonna riskidele. Eesti rangelt fikseeritud vahetuskursil põhineva rahasüsteemi edukat toimimist toetavad tasakaalustatud **eelarvepoliitika ja paindlikud turud**.

Rahapoliitika 2007. aastal

2007. aastal hakkas Eesti sisenõudlus kiiresti jahtuma, laenukasv pidurdus ja palgakasv hakkas aeglustuma. Aasta lõpupoole hakkas paranema ka välistasakaal. (Aasta kokkuvõttes kujunes palgakasv siiski kiiremaks kui 2006. aastal ja jooksevkonto puudujääkki oli suurem kui eelneval aastal.) Samas tugevnes aasta jooksul märkimisväärselt hinnatõusu surve ning palgafondi kasv ületas jätkuvalt tootlikkuse oma. Seega muutusid aasta jooksul rahapoliitika seisukohast olulised rõhuasetused.

Kuigi laenumahu kasv on hoogsalt raugemas ja laenukoormuse suhe majapidamiste kasutatavasse tulusse on stabiliseerumas, on laenukoormuse kiire kasvuga seotud riskid endiselt suhteliselt kõrged. Seetõttu otsustas Eesti Pank tõsta 2008. aastaks krediitiasutuse ja krediitiasutuse konsolideerimisgrupi usaldatavusnormatiivide rakendamise ja arvutamise korras (Basel II) eluasemelaenude riskikaalu 35%lt 60%ni (loe lähemalt peatükis „Finantsstabiilsuse tagamine” lk 44).

2007. aasta alguses jõustunud määruse järgi kaotati arvelduskonto igapäevase miinimumi nõue, ajakohastati kohustusliku reservi nõude mittetäitmisel rakendatavat trahviintressi ning täpsustati reservinõuete muudatuste kehtima hakkamise korda.

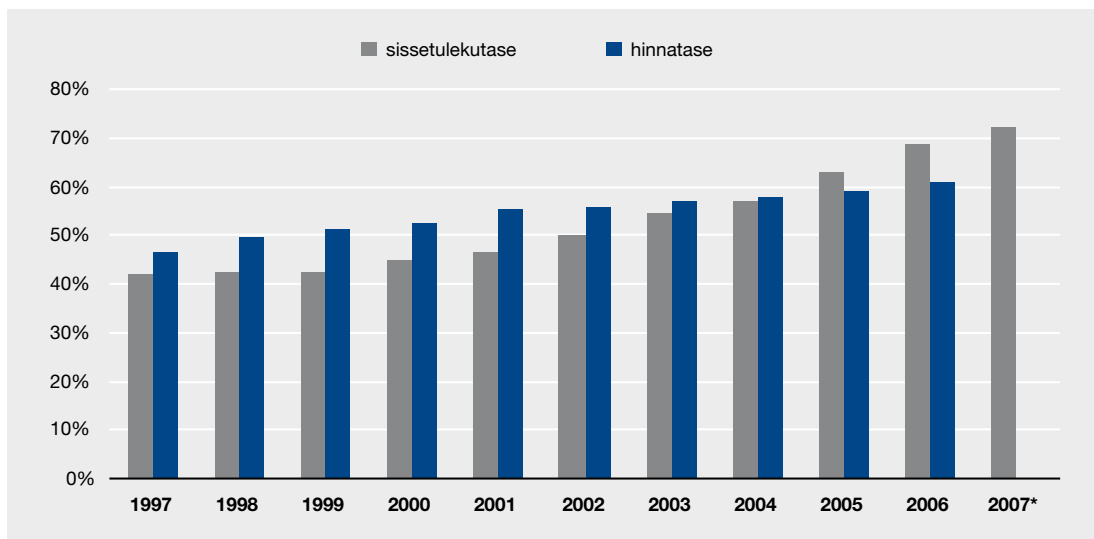
Laenumahu kasv küll aeglustub ning ka väliskeskonna tasakaalustamatus on pigem stabiliseeru-

mas, kuid **pankade kohustusliku reservi määr** jäeti 2007. aastal siiski muutumatuks 15% tasemele. Selle põhjuseks on endiselt väga suur majanduse tasakaalustamatus ning kõrge inflatsioonitase.

Eduka majanduspoliitika eelduseks on **raha ja eelarvepoliitika kooskõla**. Seetõttu kutsus keskpank valitsust üles astuma samme majanduse sujuva kohandumise ja tasakaalu toetamiseks eelarvepoliitika kaudu. Eelkõige on see võimalik koondeelarvet ülejäägis hoides. Eesti Panga esindajad suhtlesid tihedalt valitsusasutustega ning ülejäägis riigieelarve hoidmise vajadus leidis kõikidelt osapooltelt vastastikust mõistmist. 2007. aasta riigieelarve ülejääk jäi esialgsetel andmetel 3% lähedale sise-majanduse koguproduktist (SKP). 2008. aastaks kavandatud eelarve lähtus liiga optimistlikest kasvuootustest ning tasakaalu saavutamine, toetamaks aeglustumisfaasi sujuvat läbimist, eeldab kulude kärpimist 1,0–1,5% ulatuses SKP suhtes.

Eesti 2007. aasta **hinnakasv kajastas varasematel perioodidel toimunud sisenõudluse ülekuumenemist** ning ulatus aasta kokkuvõttes 6,6%ni. Selles, et hinnakasv kujunes nii kiireks, oli oluline osa väliskeskonnast lähtunud ootamatutel toiduainete ja kütuse hinnatõusudel ning nimelt nende komponentide suhteliselt suurel osakaalul Eesti tarbijahinnaindeksi (THI) arvutamisel kasutatavas „korvis”. Kui toidu- ja kütusehindade järsk tõus välja arvata, võib 2007. aasta hinnakasvu pidada ootuspäraseks, arvestades mõningast viit aega hinnatõusu surve ilmnemisel ning Eesti majandus- ja Euroopa jõukamate riikide majandusliku lähenemise koosmõju. (2008. aasta esimesel poolel on oodata ka hinnakasvu lae saavutamist ja edasist mõõdukat alanemist.)

Samal ajal jätkus Eesti majandusnäitajate lähene- mine Euroopa Liidu keskmisele tasemele, millega kaasnes Euroopa Liidu keskmisest märgatavalt kiirem sissetulekute ja ka hindade kasv (vt joonis 2). Eesti sissetuleku- ja hinnatase on Euroopa Liidu madalamaid. Erinevuste vähendamiseks peaksid sissetulekud ja hinnad kasvama Eestis



Joonis 2. Eesti sissetuleku- ja hinnatase võrreldes Euroopa 27 liikmesriigi keskmisega

Allikas: Eurostat
* Esialgsed andmed.

mõnevõrra kiiremini kui Euroopa Liidu keskmiselt. Tasakaalustatud majandusarengu tagamiseks peab Euroopa Liidu keskmisest kiirema sissetulekute kasvuga kaasnema tootlikkuse kiirem kasv. Tootlikkuse kasvuga kooskõlas sissetulekute kasv piiraks ka liiga hoogsat hinnatõusu ning aitaks saavutada mõõduka inflatsioonitempo.

Kiiresti arenevate ja jõukamate maade majandusele lähenevate riikide kasvunäitajaid tuleb käsitleda nende riikide üldise majandusarengu kontekstis, mitte piirduda mõne üksiku majandusnäitaja riikidevahelise võrdlusega. Jõukamates riikides on üldjuhul nii tulu- kui ka hinnatase suhteliselt kõrgem ning vastavalt ka majanduskasv ja inflatsioonitempo madalam. Suhteliselt aeglase majanduskasvuga riikides peetakse hinnastabiilsusega kooskõlas olevaks inflatsioonitempoks märksa madalamat hinnatõusu kui näiteks Eestis. Kiire majanduskasvuga arenevas riigis on arenenud riikidega võrreldav hinnatõus pigem erandlik kui ootuspärane. Hoogsalt Euroopa Liidu keskmise taseme suunas arenevate maade puhul oleks pelgalt inflatsiooninäitajate võrdluse asemel majanduslikult sisukam hinnata inflatsioonitempo kooskõla teiste

majandusnäitajatega, sh võttes arvesse tootlikkuse kasvu.

Viimasel ajal on Eesti majanduses suurenenud riskid, mis võivad ohustada jätkusuutlikku majandusarengut. Muu hulgas võivad need tuua kaasa pikemaajalise majandusseisaku tootlikkuse kasvu ületava palgatõusu kaudu.

Väliskeskkond on alates sügisest Eesti jaoks jätkuvalt halvenenud. Ebakindlus maailma juhtivate majanduspiirkondade kasvuväljavaadete suhtes kasvas ka 2008. aasta esimestel kuudel. Samuti jätkus kõikjal impordihindade tõus. Intressitaseme ootused on samas Eesti jaoks stabiilsemad. Sisemised riskid olid eelkõige seotud tootlikkuse ületava palgatõusu ja kinnisvaraturu jahtumisega. Lisaks pingestus 2007. aastal veelgi tööturu olukord, millega kaasnes mõnes sektoris tööjõu nappus ja kiire palgakasv. Palgakasv ületas tootlikkuse oma, mis suurendas ohtu, et kiire palgakasv hakkab mõjutama inflatsiooni või vähendama Eesti ettevõtete konkurentsivõimet välisurgudel. Viimane on senise statistika järgi küll säilinud, kuid riskidest ei saa mööda vaadata.



Endiselt on ebaselge eluasemeturu jahtumise mõju ehitussektori toodetavale lisandväärtusele. 2007. aasta lõpus veel selgeid surutise ilminguid ei avaldanud. 2008. aastal võib ehitussektoris eeldada siiski tagasilööke nii hõivele kui ka investeringutele.

Eesti majanduspoliitiline olukord oli korduvalt arutluses suhtluses rahvusvaheliste organisatsioonidega, sh Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF), Euroopa Keskpanka (EKP), Euroopa Komisjoni ning reitinguagentuuridega (Moody's, Fitch, Standard & Poor's). Välispartnerid hindasid kõrgelt Eesti edukat raha- ja eelarvepoliitikat ning kiiret arengut Euroopa Liidu keskmise taseme suunas, kuid toonitasid sisenõudluse kiire kasvuga kaasnevate riskide ohjamise vajadust. Nii IMF kui ka teised rahvusvahelised organisatsioonid hoiatasid majanduse ülekuumenemise ja sellega kaasneva võivate riskide eest. Kõik rahvusvahelised organisatsioonid leidsid, et eurole ülemineku lühiajaline edasilükkumine ei ohusta Eesti majandust, kuid rõhutasid, et tugev eelarvepoliitika ja finantsjärelevalve on äärmiselt olulised majanduse sujuva kohandumise toetamisel. Lisaks toonitati, et majanduse konkurentsivõime hoidmiseks tuleks kindlasti ühtlustada palga ja tootlikkuse kasvu.

Eesti Pank jätkas Euroopa Keskpankade Süsteemi liikmena osalemist euroalaväliliste ELi liikmesriikide majandus- ja rahanduspoliitika küsimusi käsitlevates komiteedes ja töögruppides. Aruteluteemaks olid muu hulgas majanduse tasakaalustatud arengut ohustavad riskid. Eesti Pank selgitas EKP komiteede ja töögruppide koosolekul Eesti majanduse arengusuundumusi ning valuutakomitee süsteemi tasakaalustavat rolli üldises majandusraamistikus. Eraldi vaatluse all oli Euroopa vahetuskursimehhanismi ERM2 kuuluvate riikide majandusareng, hindamaks ERM2s osalvate riikide valmisolekut euroalaga liitumiseks. Nii EKP kui ka Euroopa Komisjon leidsid, et Malta ja Küpros täidavad lähenemiskriteeriume ning mõlemad riigid otsustati võtta euroala liikmeks.

Ettevalmistused Eesti rahasüsteemi vastavusse viimiseks euroalaga liitumisel esitatavate nõuetega

Eesti rahapoliitiline raamistik on väga sarnane euroala raamistikuga, mis võimaldab olemasolevat süsteemi euroalaga liitumisel kiiresti kohendada. Euroalaga ühinemine ei too kaasa olulisi majanduspoliitilisi muudatusi. Eestis toimivad juba täna euroala liikmesriikidele iseloomulikud rahapoliitika ülekandemehhanismid, millega Eesti majandus on valuutakomitee tingimustes aastate jooksul kohenenud. Eesti Pank ja valitsus on seadnud eesmärgiks võtta euro kasutusele niipea, kui on täidetud kõik selleks vajalikud eeltingimused.

Rahapoliitika raamistiku lõplik ühtlustamine euroala omaga on suhteliselt väikesemahuline ega eelda pikemaajalist järkjärgulist kohandamist. Nõutavad muudatused suudetakse vajadusel ellu viia ka vahetult enne euro kasutuselevõttu. Euroalaga liitumise ettevalmistusperioodil kohandab Eesti Pank rahapoliitika raamistikku vastavalt majanduskeskkonna vajadustele, vältides näiteks majandusaktiivsuse kõrgseisus lisalikviiduse tekitamist.

Eesti kroon jätkab osalemist Euroopa Liidu vahetuskursimehhanismis ERM2, mis on üks euro kasutuselevõtu eeltingimusi. Eesti jätkab vahetuskursimehhanismis osalemist kuni euro kasutuselevõtni, säilitades seni kehtinud rahapoliitilise raamistiku, sh fikseeritud vahetuskursi euro suhtes tasemel 1 euro = 15,6466 krooni. Eesti kroon on vahetuskursimehhanismis osalemise perioodil ootuspäraselt säilitanud oma stabiilsuse, mis on toetanud usalduse säilimist Eesti majanduse vastu.

MAJANDUSANALÜÜS, -PROGNOOS JA -UURINGUD KUI RAHA- JA FINANTSPOLIITILISTE OTSUSTE PÕHISTAMISE ALUS

Seiretegevus

Rahapoliitiliste otsuste langetamine eeldab toimivat majandusarengu seire ja prognoosimise süsteemi, mida omakorda toetavad pikemaajalisi protsesse käsitlevad ühekordsed uuringud. Sellesse protsessi on kaasatud kõik keskpanga rahapoliitilisi otsuseid ettevalmistavad osakonnad.

Majandusarengu seire katab eelkõige Eestit ja Euroopa Liidu maid, kuid ka üleilmse majandusarengu seisukohalt olulisi suurriike. Väikese avatud majandusega riigi jaoks on väliskeskkonnas toimuva mõistmine väga tähtis, mistõttu ka Eesti arengut mõtestatakse Eesti Pangas alati välisriikide majanduses toimuva taustal. Eesti majanduse seire võib tinglikult jagada kaheks: reaalmajanduse ja finantssektori arengu jälgimine. Selle protsessi väljundiks on pangasiseseks kasutuseks mõeldud igakuised ülevaated, mille põhjal valmivad vajadusel pressiteated ja avalikud kommentaarid.

Majandusülevaated

Kuus korda aastas kommenteerib Eesti Pank majanduse olukorda ja arengut. Alates 2007. aastast koostab ja avaldab keskpank kaks korda aastas ka lühiperioodi majanduskommentaari. Lisaks avaldab keskpank aastas kaks majandusülevaadet, mis sisaldavad prognoosi, ja kaks finantsstabiilsuse ülevaadet. (vt ka „Eesti Panga 2007. aasta majandusprognooside põhisõnumid“ lk 118). Eesti majandusarengut eelseisva eurole ülemineku kontekstis analüüsitakse alates 2007. aastast kord poolaastas avaldatavas euro eduaruandes. Majasisese analüüsi tarbeks koostatakse ülevaateid kord kuus.

Fikseeritud vahetuskursi tingimustes on eriline tähtsus tööturu paindlikkusel. Tulutaseme sujuv ühtlustumine jõukamate riikide omaga eeldab tootlikkuse kasvul põhinevat paindlikku palgakujundust.

Tööturu toimimine on aastaid olnud ühekordsete uurimisprojektide teemaks. Nendest kasvas välja kaks korda aastas pangasiseseks kasutamiseks koostatav **tööturu ülevaade**, mida hakati Eesti Panga veebilehel avaldama alates 2006. aastast.

Prognoos

Eesti Pank avaldab prognoose kaks korda aastas: kevadprognoosi mais ja sügisprognoosi novembris (vt „Eesti Panga 2007. aasta majandusprognooside põhisõnumid“ lk 118). Prognoosi tarvis analüüsitakse jooksva aasta majandusarengut ning kahe järgmise aasta ettevaadet. Lisaks põhistsenaariumile kuulub prognoosi juurde enamasti kaks riskistsenaariumit. Põhjalikuma ülevaate Eesti Panga majandusprognooside sõnumitest võib leida keskpanga veebilehelt.

Kiired muutused majandusstruktuuris eeldavad makroprognoosi alusmudeli pidevat täiendamist ja uuendamist. See ülesanne on keskpangas jagatud majandusuuringute osakonna ja rahapoliitika osakonna vahel. Majandusuuringute osakond töötab välja kvartaalse majandusmudeli, mille abil koostatakse rahapoliitika osakonnas kaks korda aastas majandusprognoose. 2007. aastal oli makroprognoosi alusmudeli arendustegevuse keskmes eeskätt mudeli finantssektori ploki täiendamine. Arendustegevuse teine suund oli seotud ettevalmistustega üldise tasakaalu mudeli väljatöötamiseks. See mudel võimaldab analüüsida Euroopa Keskpanga rahapoliitiliste otsuste mõju Eesti majandusele. Eesti Panga esindajad võtsid osa Euroopa Keskpankade Süsteemi liikmesriikide modelleerijate töögrupi kohtumistest, kus vahetati mudelite väljatöötamise kogemusi ning ühtlustati mudelite koostamise lähtealuseid.

Uuringud

Eesti Panga majandusuuringud põhinevad **strateegilisel uurimisplaani**, mis määratleb pangas tehtavate uuringute üldraamistiku. Aastatel 2007–2009 on prioriteetseteks valdkondadeks **makromajandus- ja pangandusmudelite süsteemi arendamine, rahapoliitika- ja finants-**



sektorialased uuringud ning Eesti rahasüsteemi jätkusuutlikkuse analüüs. Nendel teemadel teostati 2007. aastal kümme uurimust.

Uurimustes käsitleti Maastrichti inflatsioonikriteeriumiga seonduvaid küsimusi, inflatsiooni mõjutavaid tegureid Balti riikides, Eesti tööturu avanemise mõjusid, hinna- ja palgakujunduse paindlikkust Eesti ettevõtetes, ettevõtete finantskäitumist jm. Samuti täiendati Eesti majanduse makroprognoosi alusmudelit.

Kuigi uurimistöid teostatakse valdavalt majandusuringute osakonnas, viiakse ühekordeid, konkreetseid uuringuid läbi ka teistes osakondades. 2007. aastal olid sellisteks uurimisvaldkondadeks näiteks rahapoliitika ülekandemehhanismide avaldamisega seonduvad aspektid Eestis ning migratsioonitrende käsitlev uuring.

Lisaks Eesti Panga toimetistes avaldamisele on keskpangas läbi viidud majandusuringute tulemusi tutvustatud edukalt ka rahvusvahelisel tasandil. 2007. aastal avaldati uurimusi nii rahvusvahelise levikuga akadeemilistes teadusväljaannetes kui ka rahvusvahelistel teaduskonverentsidel.

2007. aastal jätkus uuringutealane **koostöö rahvusvahelises ja kodumaises** plaanis. Eesti Panga spetsialistid osalesid Euroopa Keskpankade Süsteemi liikmete ökonomeetrilise modelleerimise töögrupi ning palgadünaamikat analüüsiva võrgustiku töös. Koostöös Tartu Ülikooli majandusteaduskonnaga korraldati Tartus 2007. aasta suvel kõrgetasemeline majanduskonverents *IV Nordic Econometric Meeting*, kus osalesid eeskätt Euroopa tasandil tunnustatud majandusteadlased.

Eesti Panga enda uuringute esitlemise kõrval kutsuti Eestisse oma töödest rääkima ka nimekaid **välis-eksperte**. Näiteks tegi maailmamainega majandusteadlane, Columbia Ülikooli professor Richard Clarida ettekande maailmamajanduse arenguperspektiividest; Euroopa Keskpankade Süsteemi tööturu paindlikkust analüüsiva töögrupi juht

Ana Lamo pidas tööturu kohanemismeetmeid käsitleva seminari; Soome Panga ökonomist Katja Taipalus viis läbi seminari kinnisvaraturu arengu teemal.

Panga avatud seminare toimus 2007. aasta jooksul kokku kolmteist, millest üheksal olid lektoriteks külalisesinejad piiri tagant ning neljal panga enda uurimistööde esitlejad.

Püsivalt oluline roll teaduskoostöös on Eesti Panga **küalisuurijate programmil** – 2007. aastal osales majandusuringute läbiviimises viis väliseksperti.

Samuti jätkati Eesti noortele majandusteadlastele mõeldud iga-aastase **teaduspreemia** väljaandmise traditsiooni. 2007. aastal määrati preemia viendat korda ja selle pälvis Tallinna Tehnikaülikooli doktorant Aaro Hazak uurimusega „*Dividend Decision under Distributed Profit Taxation: Investor's Perspective*”.

RESERVIHALDUS

Eesti Panga välisvaluutareserv (VVR) on Eesti krooni kattevara ning selle abil tagatakse krooni stabiilsust. Eestis rakendatavate valuutakomitee põhimõtete kohaselt peab VVR täielikult katma kõik Eesti Panga kroonikohustused, sh emiteeritud sularaha ja kommertsbankade arved keskpangas. VVRi investeerimisel lähtub Eesti Pank rangetest riskipiirangutest, mille olulisemad eesmärgid on **tagada vahendite säilivus ja likviidsus**. **Tulu suurus** on eesmärgina kolmandal kohal.

Välisvaluutareservi struktuur

Välisvaluutareservi struktuur 2007. aasta jooksul kuigi palju ei muutunud. See jaguneb endiselt **likviidsuspuhvriks** ja **investeerimisportfelliks**. Väikese osa reservist moodustab ka **kuld**.

Likviidsuspuhver, mida keskpank saab igal hetkel kasutada Eesti krooni ja välisvaluuta ostu-müügitinguiks kodumaiste krediitiasutustega, moodustab kogu VVRist umbes 10%.

Teine, suurem osa VVRist ehk **investeeringusportfell** investeeritakse rahvusvahelistel finants-turgudel. Rahapaigutuse eesmärk on saavutada seatud piirangute raames üleilmse majandustsükli jooksul optimaalne, rahaturu intresse ületav keskmine tulusus. Investeeringusportfelli vahendeid paigutatakse peamiselt juhtivate tööstusriikide likviidsetel võlakirjaturgudel, jälgides ja juhtides pidevalt investeeringute intressi-, krediidi-, valuuta- ja likviidsusriske. Riskide ja riskihalduse täpsem kirjeldus on olemas Eesti Panga veebilehel¹.

Investeeringusprotsess

Intressiriski juhitakse Eesti Pangas normportfelli kaudu. Sellega määratakse keskmine riskitase, mida pank on valmis võtma, ning ühtlasi VVRi juhtimise efektiivsuse tulemusetalon. Normportfell ei sisalda valuutariski. Kehtestatud on limiidid, mille ulatuses võib tegelik investeeringusportfell normportfelliga erineda.

Eesti Panga rahapoliitika komitee kaalub normportfelli muutmist siis, kui teoreetilise ja kehtiva normportfelli keskmine kestus erineb rohkem kui 10%. Normportfelli riskiastme vähendamine tähendab sisuliselt portfelli keskmise kestuse lühendamist – rohkem varasid paigutatakse väikese muutlikkusega kindlamat tootlust pakkuvatesse finantsinstrumentidesse. Tänu sellele kompenseerivad kogunenud intressid turu heitlikkusest tuleneva võimaliku hinnakõikumise. Riskiastme suurendamisel toimitakse vastupidiselt – rohkem varasid paigutatakse pikema kestusega instrumentidesse ehk riiklikesse võlakirjadesse kestusega üle ühe aasta.

Kõrvuti tuluteenimisega suhteliselt stabiilse normportfelli abil ehk *passiivse investeeringuga* teenitakse Eesti Pangas lisatulu ka *aktiivse investeeringuga*, võttes positsioone üleilmsetel finantsturgudel. Seda tüüpi investeeringusotsused põhinevad majandusanalüüsil, mitmesuguste turuseoste ja muude tegurite arvestamisel. Turgude ja väärtpaperite valikul

lähtutakse investeeringu ideest, eeldatavast kestusest ja oodatavast efektiivsusest. Peamise investeeringusotsuse filosoofiana rakendatakse otsuste hajutamise põhimõtet, mille eesmärk on riskide hajutamine ja turgudel tekkivate võimaluste parem ärakasutamine. Investeeringusotsuste mitmel turul, kasutades erinevaid instrumente, ja võetakse erineva kestusega positsioone. Investeeringusotsuseid teevad portfellihaldurid üksteisest sõltumatult. Sõltumatu otsustamine on võimalik seetõttu, et üldine riskilimit on jagatud osadeks ja iga osa kasutamine jääb seda haldava portfellihalduri otsustada.

Eesti Pank püüab ajaga kaasas käia ning leida täna suhteliselt efektiivsetel turgudel oma nišši. Investeeringusotsustamiseks kasutatakse kahte erinevat otsustamisviisi – subjektiivset ning mudelipõhist. Esimene neist põhineb peamiselt majandusprotsesside kvalitatiivsel analüüsil, turupsühholoogia arvestamisel ja portfellihaldurite kogemusel, teine aga kvantitatiivsete turuseoste arvestamisel investeeringusotsustamisel² abil. Nende kahe lähenemise kombineerimisel üritatakse teha parimaid otsuseid raha-, kapitali- ning valuutaturgudel investeeringusotsustades.

Oma osa aktiivses investeeringus on ka välis-halduritel. 2007. aastal sõlmiti leping uue halduriga Informed Portfolio Management; BlackRock investeerib Eesti Panga varasid 2006. aastast, PIMCO alates 2005. aastast ja ABN Amro Asset Management alates 2003. aastast. Välis-haldurite kasutuses on osa riskilimiidist, mis investeeritakse põhiliselt tuletisinstrumentidesse.

Aktiivse investeeringu kogutulemusena normportfelli suhtes 2007. aastal lisatulu ei teenitud.

2007. aasta investeeringusotsused ja neid mõjutanud tegurid

Eesti Panga välisvaluutareservi suurus oli 2007. aasta lõpuks 33,7 miljardit krooni. Aastaga kasvas see ligikaudu 3%. Kohustustevaba reserv³ moodustas sellest ligi 12% ehk 4,2 miljardit krooni.

¹ www.eestipank.info/pub/et/majandus/rahasysteem/haldamine/4Riskid.html

² Vt kasutusel olevate investeeringusotsustamiseliste kohta lähemalt Eesti Panga toimetistes nr 6/2005 ja 4/2006.

³ Kohustustevaba reservi komponente ja nende arvestust on võimalik jälgida iga kuu 5. tööpäeval avaldatavast Eesti krooni kattevara tabelist (vt rida IX – välisvaluuta netoreserv).



Investeeringustegevusest saadi tulu rohkem kui prognoositi. Tulu suurust mõjutas oodatust mõnevõrra erinev intressimäärade areng euroalal ja Ameerika Ühendriikides. Aasta jooksul levisid Ühendriikide kõrge riskisusega kinnisvaraalaenudest alguse saanud likviidsusprobleemid kogu maailma finantssektorisse. USA keskpang alandas baasintressimäärasid aasta teisel poolel kolm korda kokku 1 protsendipunkti võrra. Euroopa Keskpang seevastu tõstis intressimäärasid kaks korda kokku 0,5 protsendipunkti võrra. Kuna euroalal intressimäärad tõusid, jäi ka välisvaluutareserveid tulusus 2007. aastal rahaturu omale pisut alla (vt joonis 1). Seda tasandasid mõningal määral väga kiiresti langenud intressimäärad Ameerika Ühendriikides.

Normportfelli muutused 2007. aastal

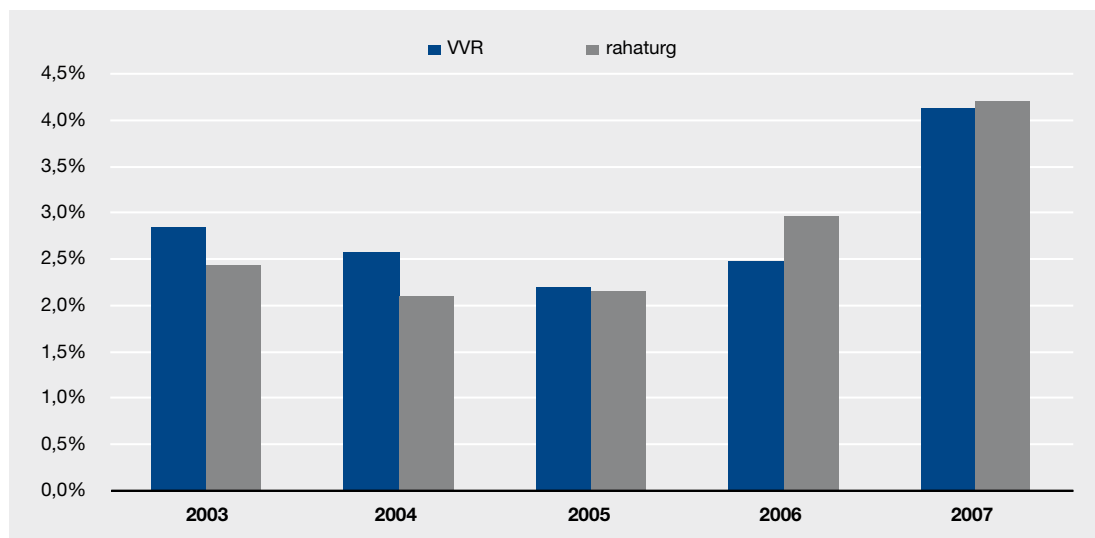
2007. aasta alguses jätkus intressimäärade tõus nii Euroopas kui ka Ameerika Ühendriikides. Seetõttu pidas Eesti Panga rahapoliitika komitee vajalikuks tõsta jaanuaris normportfelli kestust. Aasta lõpuks kasvas mõlema normportfelli kestus aasta alguse-

ga võrreldes 5%, neist euro normportfell 1,69 aastalt 1,78 aastale ja USA dollari normportfell 1,18 aastalt 1,33 aastale. Kokku pikenes normportfelli kestus 1,49 aastalt 1,56 aastale. Aasta lõpuni kehtinud normportfelli struktuur, mille rahapoliitika komitee jõustas alates 26. jaanuarist 2007, on toodud tabelis 1.

Varahaldusteenuse osutamine avalikule sektorile

Eesti Pank on mitmeid aastaid teinud koostööd erinevate avaliku sektori institutsioonidega. 2006. aastal hakati riskihaldusteenust pakkuma Töötukassale. Teenus sisaldab välise varahalduri investeeringustegevuse igapäevast jälgimist, vastava aruandluse koostamist ja vajadusel nõustamist investeerimisega seonduvates küsimustes.

Täispaketina jätkas keskpang varahaldusteenuse osutamist Tagatisfondile, mille investeerimisportfelli maht oli 2007. aasta lõpus 1,8 miljardit krooni.



Joonis 1. Välisvaluutareserveid tulusus võrreldes rahaturu tulususega

Tabel 1. Normportfelli struktuur

| | 3 kuud | 1-3 a | 3-5 a | 5-7 a | 7-10 a | 10+ a |
|---------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|
| Euroala | 57,91% | 19,27% | 9,29% | 6,37% | 4,61% | 2,55% |
| USA | 67,02% | 16,02% | 7,71% | 5,23% | 4,02% | |