

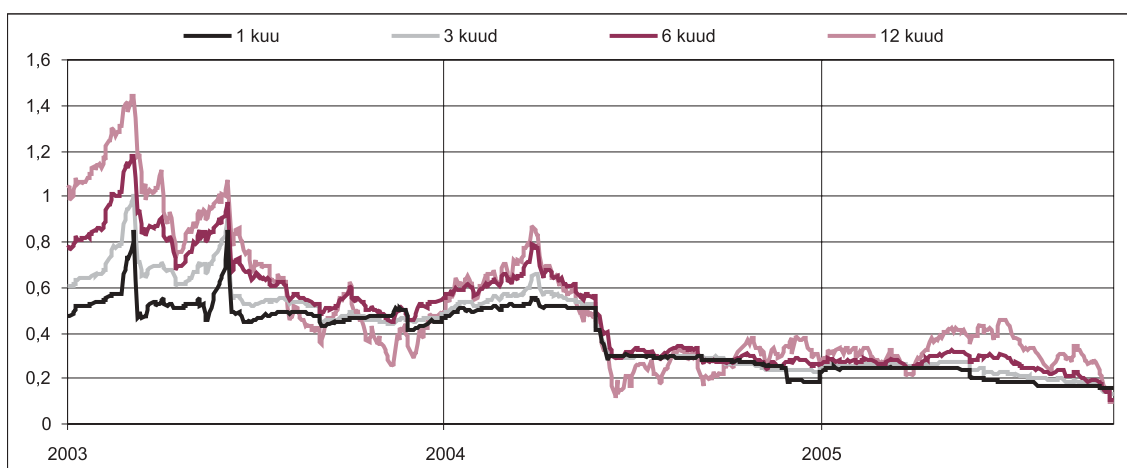
# IV

## RAHA- JA VÄÄRTPABERITURG

### ■ Rahaturg

Euroala rahapoliitilised intressimäärad on püsinud alates 2003. aasta keskpaigast muutumatuna madalal tasemel. Seetõttu on ka nii euroala kui Eesti rahaturu intressimäärad jäänud stabiilselt madalaks kogu 2004. aastal ja 2005. aasta esimesel poolel.

Viimasel poolaastal on nii **Eesti krooni lühiajaliste intressimäärade erinevus euroala intressimääradega** kui Eesti krooni ja euro tulevikutehingute aluseks olevate intressinoteeringute erinevus märkimisväärselt kahanenud. Kui aprilli lõpus ulatus Eesti ja euroala rahaturu intressimäärade vahe 25–30 baaspunktini, siis oktoobri keskpaigaks oli see kahanenud 10–15 baaspunktini (vt joonis 4.1). Vahe vähenemine tulenes ühelt poolt TALIBORi noteeringute alandamisest ja teisalt EURIBORi noteeringute mõningasest tõusust oktoobris seoses mõnevõrra kasvanud intressitõusootustega.

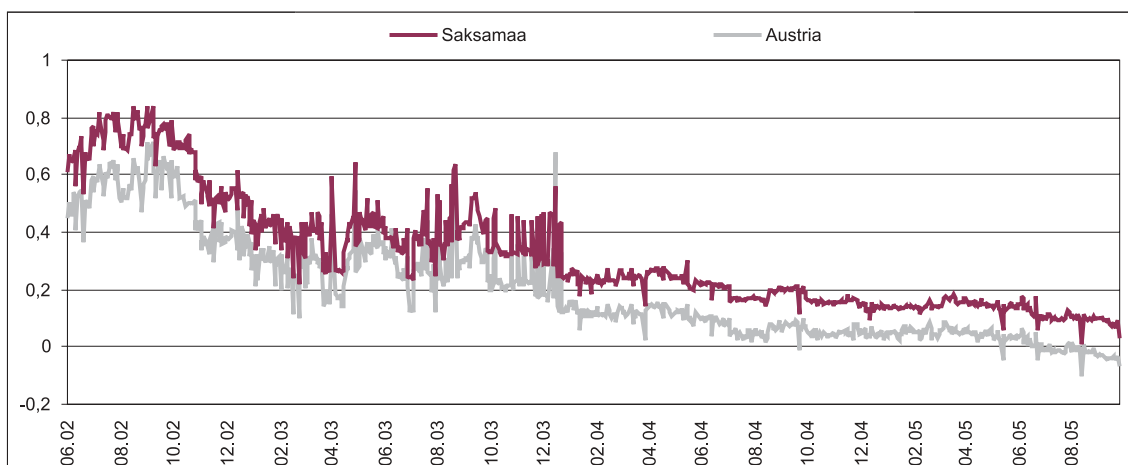


**Joonis 4.1. Eesti ja euroala rahaturu intressimäärade vahe (protsendipunktides)**

Osalemine vahetuskursimehhanismis ERM2 on Eesti jaoks kulgenud sujuvalt ja valuutaturul ei ole surveid krooni vahetuskursile esinenud. Seda kinnitab ka krooni ja euro tulevikutehingute aluseks olevate intressinoteeringute erinevuse (forvarddiferentsi) jätkuv vähenemine.

**Eesti valitsuse viieaastase eurovõlakirja tulusus** on rahvusvahelistel finantsturgudel liikunud kooskõlas euroala riikide valitsuse võlakirjade tulususega, samas on ka siin intressimäärade erinevus euroalaga võrreldes kahanenud. Eesti eurovõlakirja ja Saksamaa võrreldavate võlakirjade tulumäärade erinevus jääb alla 10 baaspunkti (2005. aasta esimesel poolel oli erinevus 14–16 baaspunkti) ning võrreldes näiteks Austria võrreldava võlakirjaga on Eesti valitsuse võlakirja tulumäär koguni väiksem. Nii raha- kui võlakirjaturu areng peegeldab rahvusvaheliste finantsturgude väga kõrget ja viimasel poolaastal veelgi süvenenud usaldust Eesti majanduse vastu, aga ka Eesti valitsuse eurovõlakirja väikest järelturgu (vt joonis 4.2). Igal juhul on Eestist (A) tunduvalt kõrgema riigireitinguga Austria (AAA) võlakirja kõrgem tulusus pretseeditud ja kajastab kaudsel ka välisurgude kõrget valmidust jätkata kapitali eksportimist Eestisse.

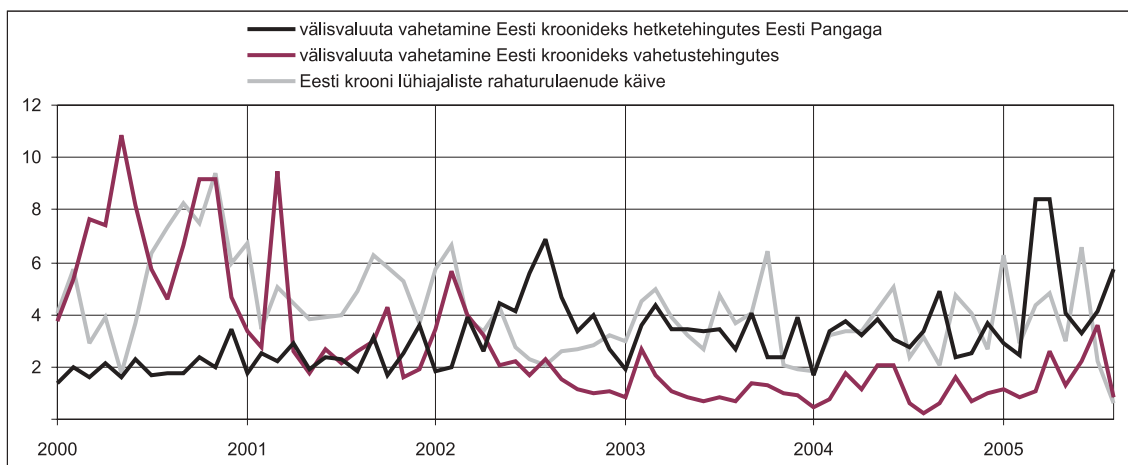
Eesti krooni **rahaturulaenude käive** on püsinud tavapärase. Lühiajaliste kroonilaenude turg moodustas viimasel poolaastal hinnanguliselt 30% rahaturulaenude kogukäibest. Mitteresidentide tehingud moodustasid



**Joonis 4.2. Eesti valitsuse eurovõlakirja tulusus võrreldes Austria ja Saksamaa võrreldavate võlakirjade tulususega (protsendipunktides)**

lühiajaliste kroonilaenude turust ligi 70%. Aktiivsemad turul osalejad olid jätkuvalt Rootsi, Soome ja ka Läti krediitiasutused. Keskpangaga valuutatehingute ostu-müügikäibed on olnud ka ERM2 perioodil tasakaalus, st surveid Eesti krooni kursi tugevdamiseks või nõrgendamiseks pole esinenud.

Eesti krooni tuletistehingute käive on viimase poole aasta jooksul olnud mõnevõrra suurem kui eelmistes kvartalites, moodustades hinnanguliselt 34% rahaturu kogukäibest. Mitteresidentide tehingud moodustasid ligi poole tuletistehingute käibest. Kui valuutaturg on olnud läbi aegade Eesti rahaturu mõjukaim ja aktiivsema kauplemisega osa, siis viimastel aastatel on krooni tuletistehingute osakaal rahaturu käibes oluliselt vähenenud mitteresidentide väiksema aktiivsuse tõttu. See trend peegeldab Eesti krooni usaldusväärsuse kasvu ja krooni riskimarginaalide alanemist (vt joonis 4.3).



**Joonis 4.3. Eesti krooni pakkumine rahaturul tehinguliikide lõikes (käive kuus; mld kr)**

Septembris toimus Hansapanga valuutariskides muudatus ning selle käigus tegid Hansapank ja Swedbank omavahel suuremahulise valuutavahetustehingu 1,7 miljardi euro (26,6 miljardi krooni) ulatuses, mille käigus suleti Hansapangas selles mahus euro positsioon krooni suhtes. Tehingu tulemusena kasvas septembris hüppeliselt valuuta tuletistehingute käive ning Hansapanga (ja kogu finantssektori) avatud netovaluutapositsioon kahanes oluliselt. Hansapanga pikk euro positsioon krooni suhtes vähenes 28,4 miljardilt kroonilt augusti lõpus 3,4 miljardi kroonini septembri lõpuks, Eesti krediitiasutuste pikk

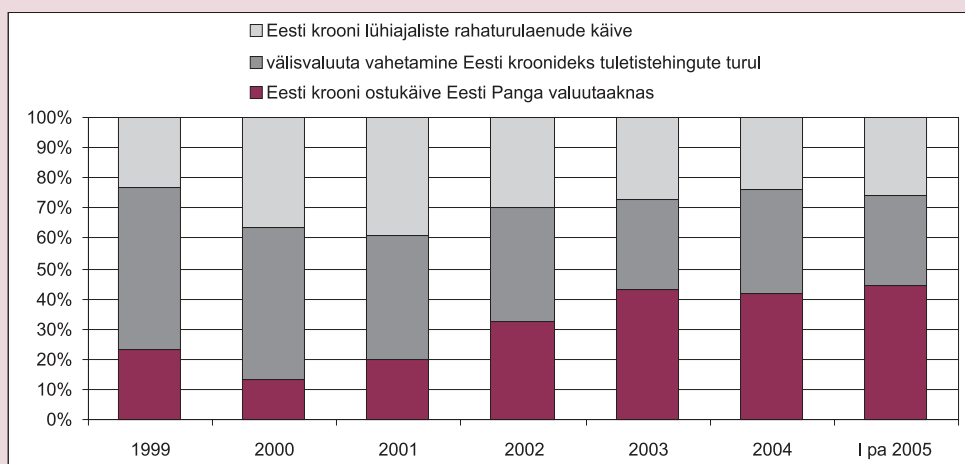
euro positsioon krooni suhtes kahanes 40,5 miljardilt 16 miljardini. Tehinguga ei kaasnenud siiski mingeid anomaaliaid valuutaturu tuletistehingute noteeringutes.

Eesti krooni likviidsuskeskkond on jätkuvalt stabiilne ning finantssektori kroonilikviidsuses ei ole olulisi tõrkeid esinenud. Pankade arvelduspuhvid keskpangas on püsivalt ületanud kohustusliku reservi igapäevast miinimumnõuet ning kohustusliku reservi nõude täitmine ei valmista pankadele sisulist raskust.

## TAUSTINFO

### EESTI KROONI RAHATURU STRUKTUUR

Eesti krooni rahaturu moodustavad peamiselt lühiajalised (tähtajaga kuni üks aasta) Eesti kroonides nomineeritud hoiuse- ja laenu tehingud ning valuuta tuleviku- ja vahetustehingud Eesti krooni suhtes<sup>1</sup> (vt joonis 4.4). Lisaks teostatakse rahaturul teatud ulatuses tehinguid ka Eesti krooni lühiajaliste võlakirjadega. Samas on Eesti krooni võlakirjaturg valdavalt esmasturg ning järelturu käive on väike. Tänu tasakaalus eelarve poliitika printsiibile ja valitsussektori madalale võlakoormusele puuduvad Eestis lühiajalised Eesti kroonides noteeritud valitsuse võlakirjad, mistõttu Eesti rahaturul pole valitsuse võlakirjaturu segmenti. Kuna võlakirjaturg on väike, puudub Eestis ka repotehingute turg, samuti ei kaubelda muude arenenud rahaturgudel levinud instrumentidega.

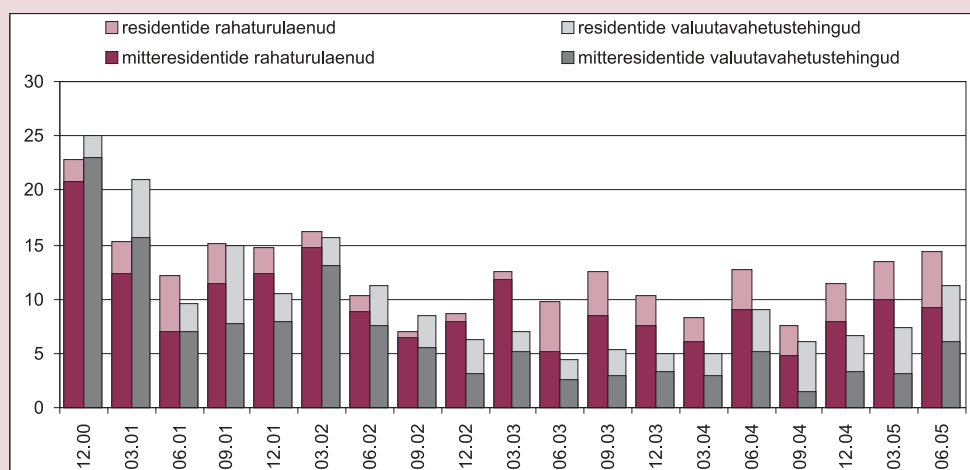


Joonis 4.4. Eesti krooni rahaturu jaotus käibe järgi

Eesti krooni rahaturg on euroala riikide omaga võrreldes olnud suhteliselt väike ja vähe-likviidne. Selle väiksuse ja valuutakomitee süsteemi eripärade tõttu ei saa kohalikud krediidiasutused oma likviidsuse juhtimisel tugineda üksnes lühiajalistele kroonilaenudele kohalikult rahaturult, mistõttu Eesti krediidiasutuste likviidsust juhitakse valdavalt väljaspool

<sup>1</sup> Ülevaadet Eesti rahaturust ja selle toimimisest vt ka 2003. aasta novembri Finantsstabiilsuse Ülevaatest.

Eestit. Seega on Eesti krooni rahaturg nišiturg, mis on oluline pigem just mitteresidentide ja kohalike mittepankade kui kohaliku finantssektori jaoks. Seda näitab eriti ilmekalt Eesti pankade poolt välisriikides eurodes väljastatud rahaturulaenude kõrvutamise Eesti pankade poolt Eesti kroonides väljastatud rahaturulaenudega, kus esimese käive ületab teist mitukümmend korda (vt joonis 4.5).



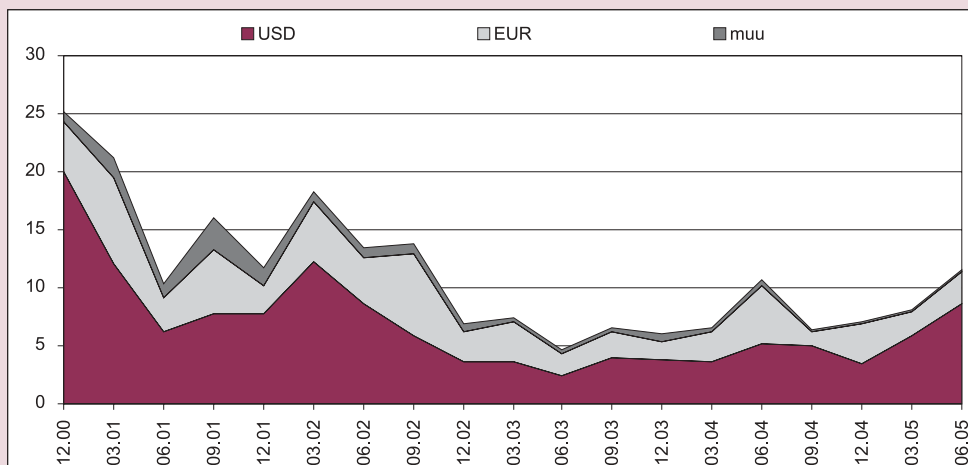
Joonis 4.5. Eesti kroonilaenude ja tuletistehingute käive (mld kr)

Lühiajaliste tagatiseta kroonilaenude käive on viimastel aastatel olnud keskmiselt 3,5 miljardit krooni kuus, millest ligi 70% moodustavad tehingud mitteresidentidest krediidasutustega ning 20% tehinguid residentidest krediidasutuste vahel (eelkõige üleõhoiused kohalikus arveldussüsteemis).

Mitteresidentidest pankade motiiv tegutseda Eesti krooni rahaturul on ennekõike seotud nende klientide soovi või vajadusega katta Eesti kroonides võetud pikaajalist valuutaposisiooni. Selline soov võib tekkida näiteks juhul, kui konkreetne ettevõtte on teinud mahukaid investeeringuid Eestisse ning soovib raamatupidamislike vahetuskursikõikumiste vältimiseks suurendada ka Eesti krooni kohustuste osakaalu oma bilansis. Vahetuskursiriski katmise aspekt on ka üks põhjus, miks valuutaturg on olnud läbi aegade Eesti rahaturu mõjukaim ja aktiivseima kauplemissa. Teisalt võib täheldada, et ka mitteresidentide puhul on suur osa krooni tuletistehinguid olnud seotud USA dollari, mitte euroga, mis on tõenäoliselt seostatav pigem kaubandusvoogude kui investeeringute valuutariski katmisega.

Tulenevalt Eesti ühinemisest Euroopa Liiduga ja peatsest liitumisest euroalaga on valuuta tuletistehingute turu olulisus rahaturu osana viimastel aastatel vähenenud. See näitab, et valuutariski katmisvajadus on vähenenud, nagu ka tulususe erinevused krooni ja euro intressimäärade vahel. Eesti krooni tuletistehingute turu käive (krooni pakkumine tuletistehingute turul) on viimastel aastatel ulatunud keskmiselt 2,5–3 miljardi kroonini kuus. Tuletistehingute puhul on valdavalt tegu välisvaluuta vahetamisega Eesti kroonideks (üle 90% tehingutest), millest tehingud mitteresidentidest krediidasutustega moodustasid viimastel aastatel hinnanguliselt 45%. Residentidest ettevõtete tehingud ulatusid keskmiselt 34%ni kogu tuletistehingute turu käibest. Suur osa krooni tuleviku- ja valuutatehingute turu käibest tuleb samas Eesti krooni ja kolmandate valuutade, eelkõige USA dollari vaheliste riskimaandamistehingute arvelt, mida

viimasel ajal on aktiivsemalt hakanud oma väliskaubandusega seotud rahavoogude katteks tegema ka kohalikud ettevõtted (vt joonis 4.6).



**Joonis 4.6. Eesti krooni müük valuuta tuletistehingute turul valuutade lõikes (käive kvartalis; mld kr)**

Valuutakomitee tingimustes võimaldab Eesti Pank kohalikel krediidasutustel osta ja müüa piiramatult kõiki enim kaubeldavaid valuutasid Eesti krooni vahetuskursi alusel. Seda püsivõimalust nimetatakse keskpanga valuutaaknaks. Residentidest krediidasutused kasutavadki praktikas valuutavahetustehinguteks ja lühiajalise kroonilikkviidsuse juhtimiseks peamiselt **keskpanga valuutaakent**, kuna ostu-müügikursside hinnavahe tehingutes euroga puudub. Eesti krooni ostukäive valuutaaknas ulatub kuus keskmiselt 3–4 miljardi kroonini, moodustades rohkem kui kolmandiku krooni pakkumistehingute käibest rahaturul.

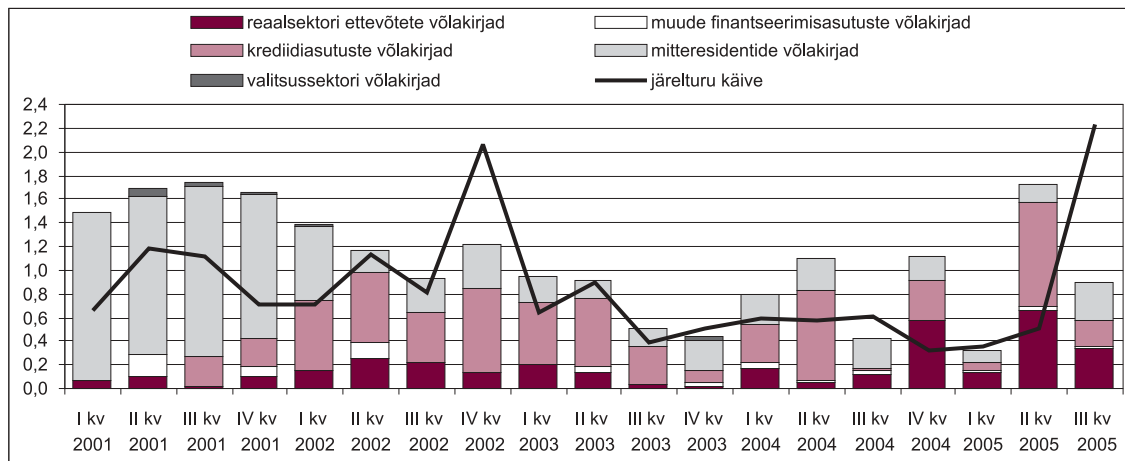
## ■ Võlakirjaturg

Kodumaiste võlakirjade turg on ekspansiivse keskkonna mõjul oluliselt elavnenu. Võrreldes eelmise aasta sama perioodiga kasvas võlakirjade **esmasturu** käive 2004. aasta oktoobrist 2005. aasta septembrini 45% (vt joonis 4.7). Selle tagajärjel tõusis võlakirjaturu kapitalisatsioon aastatagusega võrreldes 64%, ulatudes septembri lõpuks 4,7 miljardi kroonini ehk 3%ni SKPst. Turg kasvas residentide võlakirjaemissioonide mahu 87%se kasvu toel, kusjuures reaalsektori ettevõtete emissioonide maht suurenes mitmekordselt. Samas vähenes ligi veerandi võrra mitteresidentide emiteeritud võlaväärtpaberite maht. Kuigi krediidasutuste emiteeritud võlakirjade maht suurenes rohkem kui 25%, jäi see alla kogu turu mahu kasvule ning septembri lõpuks moodustas pankade võlakirjade mahu jääk 36% võlakirjaturu kogukapitalisatsioonist.

Turu areng ja soodne intressikeskkond on soodustanud pikemaajaliste võlapaberite emiteerimist. Alla aastase tähtajaga võlakirjade maht on küll 13% kasvanud, kuid aasta jooksul emiteeritud võlakirjade kogumahu on nende osakaal alanenud 20 protsendipunkti võrra 63%ni. Lühiajaliste võlakirjade maht kahanes, kuivõrd kuni kolmekuulise tähtajaga võlakirjade maht vähenes rohkem kui kolm korda. Seevastu

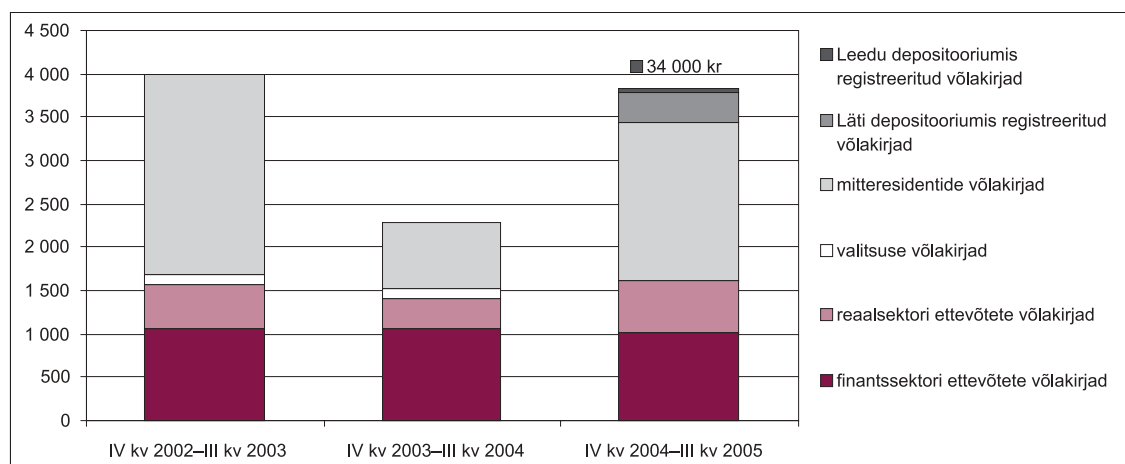
## FINANTSSTABIILSUSE ÜLEVAADE, NOVEMBER 2005

emiteeriti 3–12kuulisi võlakirju kolmandiku võrra enam. Üle üheaastase tähtajaga võlapaberite esmasturu mahu kahekordistumise tagajärjel moodustasid 1–3aastase tähtajaga võlakirjad 10% ja üle kolmeaastase tähtajaga võlakirjad 27% viimase aasta emissioonide kogumahust. Jätkuvalt madalate intresside taustal järgib langustrendi ka võlakirjade intressitase.



Joonis 4.7. Kvartali jooksul emiteeritud võlakirjade maht emitentide lõikes ja järelturu käive (mld kr)

Tänu võlakirjade esmasturu arengule elavnes ka võlaväärtpaberite **järelturg**, mis kasvas III kvartali lõpuks libiseva aasta arvestuses üle 50%, võrrelduna sama perioodiga aasta tagasi (vt joonis 4.8). Keskmine päevakäive tõusis libiseva aasta arvestuses 13,3 miljoni kroonini 8,8 miljonilt kroonilt eelmise aasta samal perioodil. Võlaväärtpaberite järelturg oli tavapärasest aktiivsem 2005. aasta septembris, mil ligi 63 miljoni kroonise päevakäibega saavutati pea 2002. aasta rekordtase. Käivet arvestades osutusid septembris likviidsemateks väärtpaberiteks Kesko Oyj ja Sampo Panga võlapaberid. Aasta jooksul tehti enim tehinguid mitteresidentide emiteeritud väärtpaberitega, sealjuures 47% kogukäibest hõlmavad Eesti turul käibelelastud võlakirjad, 9% Läti väärtpaberite deponitooriumis ning 1% Leedu väärtpaberite deponitooriumis registreeritud võlakirjad (ülevaadet Balti väärtpaberituru infrastruktuuride arengu kohta vt ptk VI, “Maksüsteemide järelevaataja hinnang”). Kuigi finantssektori võlakirjadega kauplemise nominaalmaht on eelmise aastaga võrreldes jäänud peaaegu samaks, on kogu turu kasvades nende osakaal järelturu kogukäibes vähenenud veerandini.



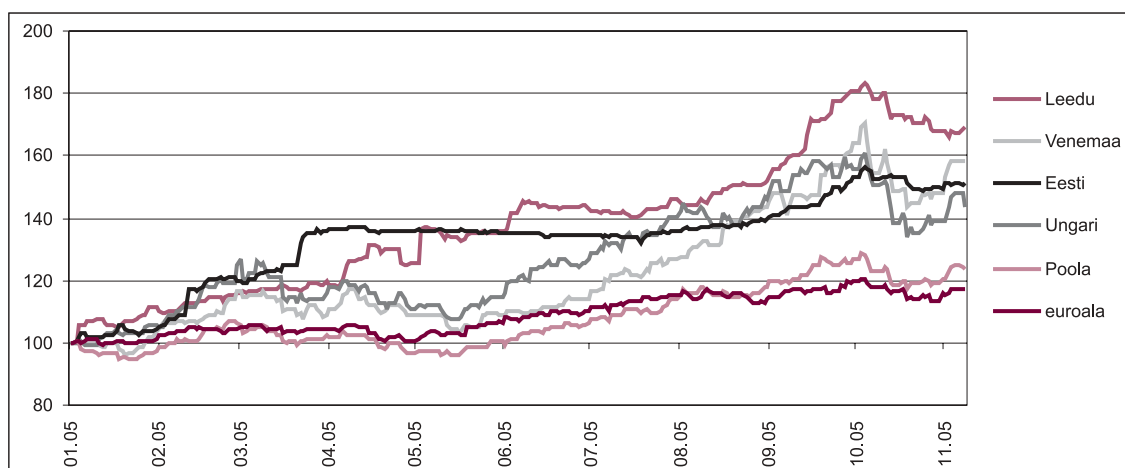
Joonis 4.8. Võlakirjade järelturu käibe struktuur (mln kr)

Residentide osakaal võlakirjainvestorite hulgas langes aastatagusest 92%lt 2005. aasta septembri lõpuks 77%ni. Mitteresidentide osakaal tõusis tulenevalt välismaiste pankade investeringutest Eesti võlakirjaturule, millest III kvartali lõpus kuulus neile 11%. Sama perioodi seisuga moodustasid kohalikest investoritest 50% ettevõtteid, 28% investeerimisfondid ja 10% riiklik sotsiaalkindlustusfond. Ülejäänud langes valitsussektori, eraisikute ja krediidasutuste arvele.

Alates 2005. aasta märtsi lõpust on börsil noteeritud ettevõtete<sup>2</sup> võlakirjade nimekirja lisandunud kaks väärtpaberit: juulis noteeriti ASi SBM Pank ja oktoobris LHV Ilmarise Kinnisvaraportfelli OÜ võlakirjad. Seega on 2005. aasta oktoobri lõpus Tallinna Börsil noteeritud seitsme ettevõtte võlakirjade turuväärtus 0,5 miljardit krooni ehk kümnendik võlakirjaturu kogumahust. Võrreldes eelmise aasta sama perioodiga pöördus börsil noteeritud võlakirjade käive järelturul III kvartali lõpuks libiseva aasta arvestuses tõusule, mille tagajärjel keskmine päevakäive ulatus sel perioodil ligi 0,8 miljoni kroonini.

## Aktsiaturg

Kesk- ja Ida-Euroopa ning Venemaa aktsiaturgudel valitses 2005. aasta kevadest oktoobri alguseni tugev kasvutrend (vt joonis 4.9). Aktsiahinnad tõusid nende riikide majanduste kasvupotentsiaali ning riskimarginaalide alanemise, aga ka baasintressimäärade madala taseme ja toormehindade tõusu tõttu. Oktoobris toimus Ida-Euroopa ja Venemaa turgudel kiirele kasvule iseloomulik korrektsioon, mis tulenes peamiselt investorite soovist kasumeid realiseerida, aga ka arenenud majanduspiirkondade baasintressimäärade võimaliku tõusu ootustest. Oktoobri teisest poolest on aga aktsiahinnad neis riikides hakanud taas tõusma. 2005. aasta algusest sügiseni<sup>3</sup> oli suurim (ligi 70%ne) tõus Leedu börsil, järgnesid Venemaa ja Eesti börsid vastavalt 58% ja 51%ga. Poola aktsiaturu indeksid on liikunud kõige enam euroala indeksitega ühtemoodi, ent on siiski euroala omadest rohkem tõusnud (24%). Ungari ja Tšehhi aktsiaturgude areng jäi aga eelkirjeldatud turgude (Venemaal ja Balti riikides ning Poolas) arengutasemete vahele. Analüütikud on Kesk- ja Ida-Euroopa ning Venemaa turgude kasvu suhtes jätkuvalt positiivselt meelestatud, lähtuvalt nende piirkondade oodatavast majanduskasvust, osade riikide euroalaga ühinemise võimalusest lähiaastatel ning võimalikust ELi laienemisest (Bulgaria, Rumeenia, Horvaatia).



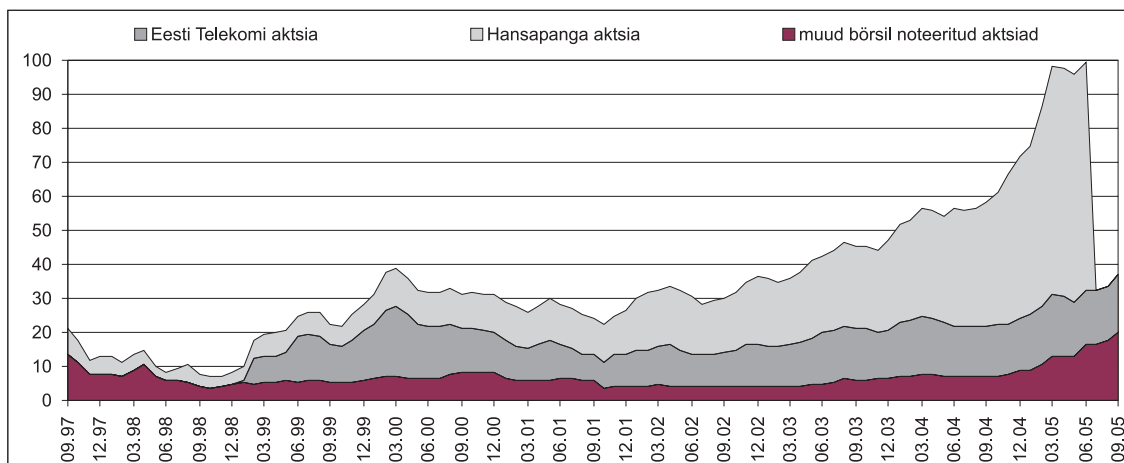
**Joonis 4.9. ELi uute liikmesriikide, euroala ja Venemaa aktsiaindeksite dünaamika (punkti; 01.01.05 = 100)**

Allikas: EcoWin AB

<sup>2</sup> AS Baltika, AS Eesti Post, AS Fenniger, AS Sampo Pank ja AS Tallinna Sadam.

<sup>3</sup> Kuni 08.11.2005.

Tallinna Börsi areng on 2005. aastal olnud vastakas. Kevadel elavdas turgu oluliselt kauplemine Hansapanga aktsiatega, kui ettevõtte strateegiline omanik Swedbank tegi pakkumise selle ülevõtmiseks. See päädis juuni lõpus Tallinna Börsi liiderettevõtte lahkumisega börsilt. Vastukaaluks Hansapanga aktsiate börsinimekirjast väljaarvamisele toimusid Tallinna Börsil 2005. aasta esimese poole lõpus üle mitme aasta taas aktsiate esmaemissioonid. Alates 1. juunist on börsi põhinimekirjas noteeritud kommunaalteenuseid pakkuva ASi Tallinna Vesi aktsiad turuväärtusega 4,5 miljardit krooni ja alates 28. juunist telekommunikatsiooniettevõtte, ASi Starman aktsiad turuväärtusega 0,8 miljardit krooni.<sup>4</sup>



Joonis 4.10. Tallinna Börsil noteeritud aktsiate kapitalisatsioon (kuu lõpus; mld kr)

Selle tulemusena tõusis **börsi kapitalisatsioon** juuni lõpuks rekordilise 99,3 miljardi kroonini, kuid kahanes juuli lõpuks Hansapanga börsilt lahkumise tagajärjel üle 2/3 võrra 32,6 miljardi kroonini (vt joonis 4.10). Alates augustist hakkas aga Tallinna börsil noteeritud ettevõtete turuväärtus taas tõusma ning ulatus III kvartali lõpuks 36,8 miljardi kroonini ehk 24%ni SKP suhtes. 2003. aasta andmetel on Eesti selle näitajaga tippettevõtte börsilt lahkumise tõttu langenud ELi uute liikmesriikide seas esirinnas olevate Küprose ja Malta järele.<sup>5</sup>

Hansapanga ülevõtmispakkumise ning uute ettevõtete aktsiate Tallinna Börsil noteerimise mõjul saavutas **börsiindeks TALSE**<sup>6</sup> 4. oktoobril 2005. aastal 700 punktiga oma rekordtaseme (vt joonis 4.11). Septembri lõpuks kujunes indeksi aastakasvuks 90%, misjärel tegi TALSE läbi väga kiirele kasvule iseloomuliku korrektsiooni (ligi 5%).

Tänu Hansapanga ülevõtmistehingutele ulatus börsitehingute **keskmine päevakäive** II kvartalis üle 101 miljoni krooni, millega ületati aasta keskmine tase enam kui kahekordselt<sup>7</sup>. Seega oli börsi põhivedajaks Hansapanga aktsia, mille tehingud moodustasid 53% börsikäibest. Likviidsemateks väärtpaberiteks osutusid sel perioodil veel ASi Eesti Telekom ja ASi Tallinna Vesi aktsiad, mis hõlmasid kogukäibest vastavalt 24% ja 13%. III kvartalis kaubeldi seevastu suvekuudele iseloomulikult suhteliselt tagasihoidlikult – keskmine päevakäive ulatus 22 miljoni kroonini. Sealjuures langes lõviosa käibest septembri arvele, mil börsiaktsiatega kauplemise aktiivsus hakkas taas tõusma ning keskmine päevakäive jõudis ligi 38 miljoni kroonini. III kvartalis moodustasid 83% börsikäibest tehingud kolme ettevõtte – AS Eesti Telekom (36%), AS Tallinna Vesi (26%) ja Baltika AS (22%) – aktsiatega.

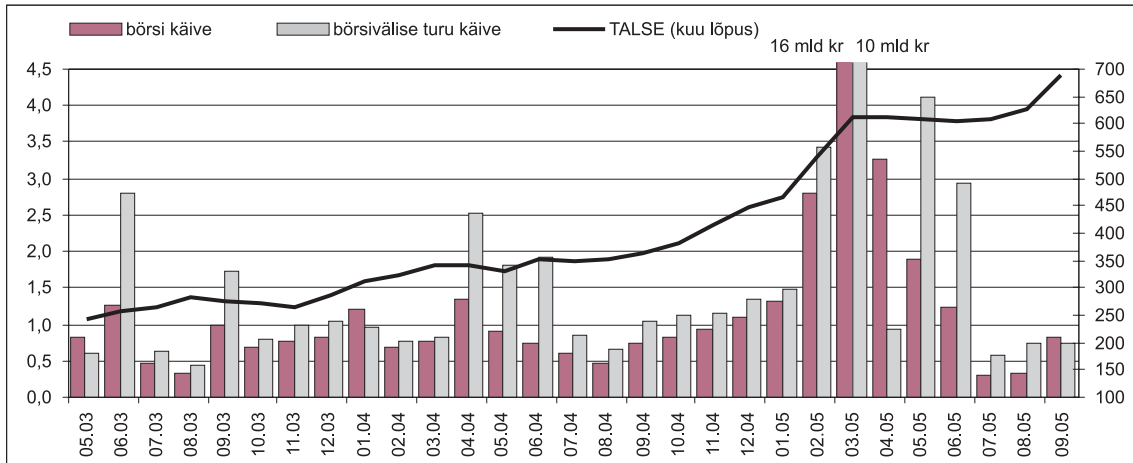
<sup>4</sup> Turuväärtused 31.10.2005 seisuga.

<sup>5</sup> Allikas: Euroopa Keskpank, "Banking Structures in the New Member States", jaanuar 2005.

<sup>6</sup> Alates 3. oktoobrist 2005 on OMX gruppi kuuluvate börside, sealhulgas Tallinna Börsi indekseid nimed ühtlustatud. Tallinna Börsi uueks nimeks sai OMX Tallinn (OMXT).

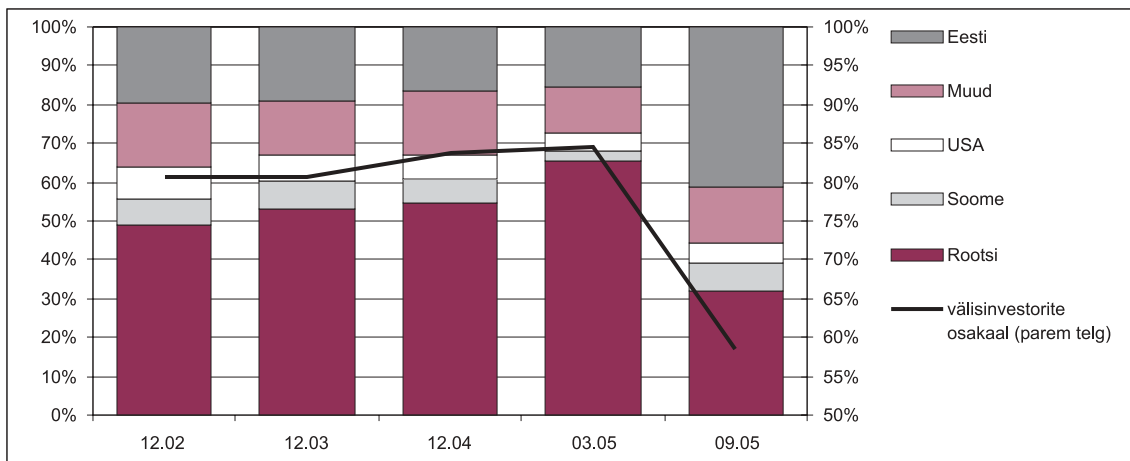
<sup>7</sup> Juuli 2004–juuni 2005 (k.a) keskmine (välja jäetud veebruar–aprill 2005) oli 47,5 mln kr.





**Joonis 4.11. Aktsiate käive Tallinna Börsil ja börsivälisel turul (mld kr; vasak telg) ning börsiindeks TALSE (punkti; parem telg)**

Hansapanga ülevõtmise tõttu suurenes **mittersresidentide investeringute osakaal** 2005. aasta kevadel läbi aegade maksimaalse taseme ehk 84%ni börsi kogukapitalisatsioonist, kahanedes seejärel III kvartali lõpuks 59%ni börsiettevõtete turuväärtusest (vt joonis 4.12). Seega langes septembri lõpus suurim osa – 41% kogukapitalisatsioonist – Eesti investorite arvele. Varem tänu Hansapanga investoritele suurimat osakaalu omanud Rootsi investorite osa on vähenenud aga 32%ni. Residentidest investorid olid valdavalt finants- ja realsektori ettevõtted, kellele kuulus 13,5 miljardi krooni väärtuses börsiaksiidid ehk 37% börsi kogukapitalisatsioonist. Residentidest eraisikute investeringud aktsiaturul ulatusid 1,5 miljardi kroonini, olles suurenenud 4%ni börsiaksiidide koguväärtusest. Pensionifondide osakaal on veidi tõusnud, kuid moodustas siiski vaid 0,6% kogukapitalisatsioonist.



**Joonis 4.12. Tallinna Börsil noteeritud aktsiate investorid residentsuse järgi ja välisinvestorite osakaal perioodi lõpus**