

III RAHA- JA VÄÄRTPABERITURG

Rahvusvahelised finantsturud¹

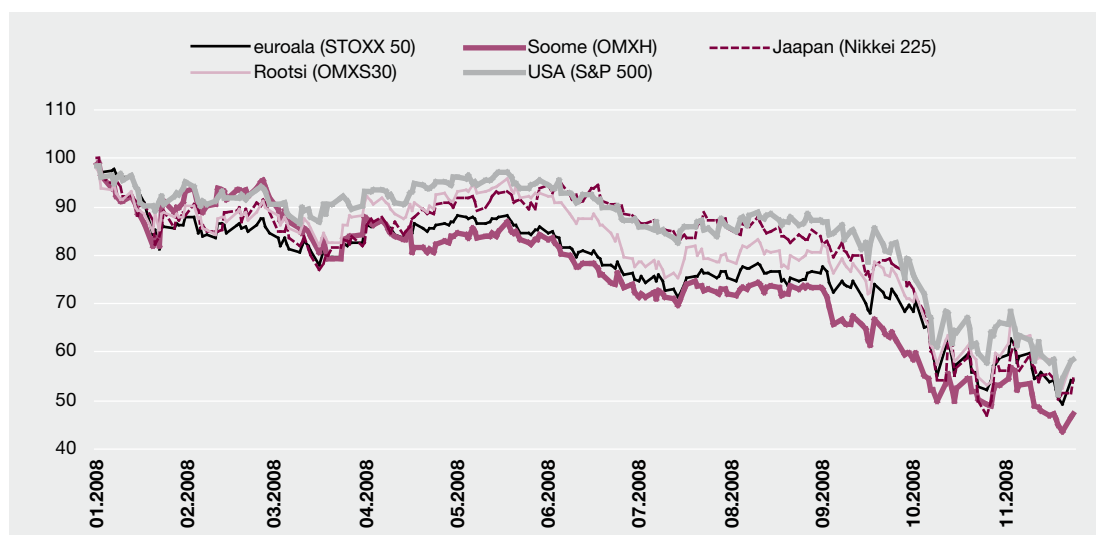
Peamistel **aktsiaturgudel** jätkus 2008. aastal eelmise aasta keskel alanud langustrend. Aasta algas suure müügilainega, mis kestis märtsi keskpaigani. Seejärel turud veidi stabiliseerusid, kuid mais langustrend taastus ja algas uus hoogne müük septembris-oktoobris. Perioodi aprillist oktoobrini iseloomustas jätkuv likviidsus- ja krediidikriis arenenud riikide finantssektoris. Sellele lisandusid II kvartalis majanduslangus euroalal ja Jaapanis ning selle tõenäosuse suurenemine USAs. Oktoobris võis juba tõdeda, et finantskriis on globaalse ulatusega. Kuigi keskpangad ja valitsused võtsid stabiliseerivaid meetmeid, üritasid investorid paaniliselt vabaneda päev-päevalt väärtust kaotavatest aktsiainvesteeringutest. Võib väita, et tegemist on sõjajärgse perioodi kõige kiirema ja ulatuslikuma aktsiahindade langusega üheaegselt paljudes riikides.

Arenenud riikides kaotasid aktsiaindeksid oktoobri lõpuks keskmiselt 40–50% oma väärtu-

sest. Euroala indeks Stoxx 50 oli langenud 41%, USA S&P 500 indeks 34% ja Jaapani Nikkei 225 indeks 44% võrra. Soomes ja Rootsis langesid aktsiaindeksid vastavalt 41% ja 47% võrra (vt joonis 1).

Kriisi alguses valitses turgudel arvamus, et suhteliselt kiire majanduskasvuga arenevate riikide turgudel avaldub kulgev kriisiprotsess tagasihoidlikumalt kui arenenud riikides. Paraku näitas tegelik areng hoopis vastupidist. Osalt võis see olla tingitud sellest, et neid piirkondi peeti alguses tekkinud probleemide suhtes immuunsemaks; oma osa oli ka varasemal suurel investeerimisbuumil. Hiina Shanghai koondindeks oli oktoobri lõpuks alanenud aasta algusest 67%, India Bombay Sensex 30 indeks aga 52% võrra. Oktoobri lõpus oli täiesti ebaselge, kas ja kui kauaks õnnestub turulangus peatada ning saavutada mingigi stabiliseerumine.

Kesk- ja Ida-Euroopa (KIE) riikidele tekitab muret jätkuv inflatsioonisurve ning suur volatiilsus ja ebakindlus finantsturgudel. Samas



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

Allikas: EcoWin

¹ Ülevaates käsitletakse turuarengut ajavahemikul 1.01.2008–31.10.2008, keskendudes alates II kvartali algusest toimunud sündmustele.

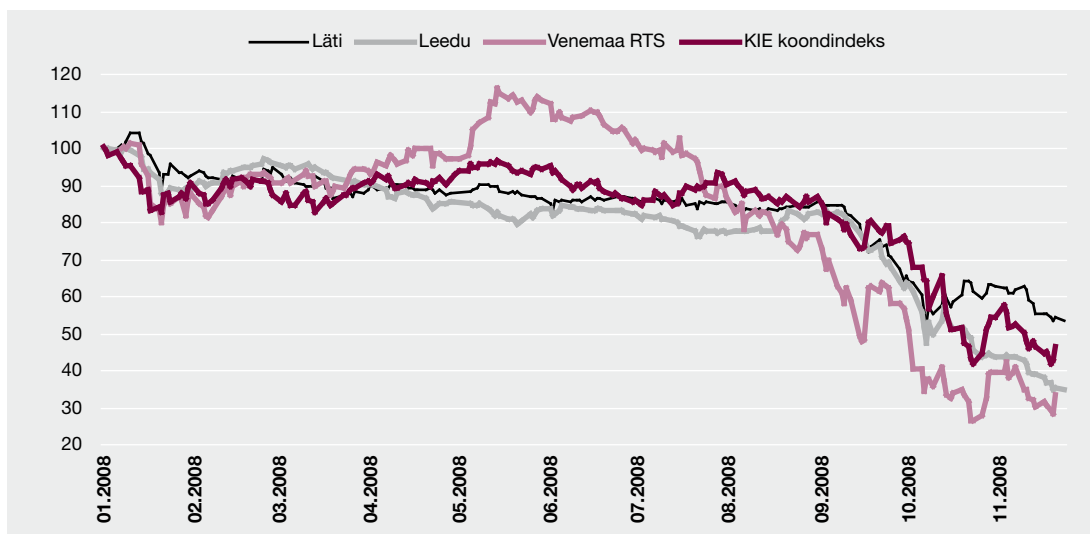
on selles piirkonnas suudetud hoida korralikku majanduskasvu, kuigi enamik KIE riike on toetunud kasvu finantseerimisel väliskapitalile. Pangasektoris mängib rolli kiire laenukasv. Regiooni väärtpaberiturge iseloomustas üldine langustrend: koondindeks vähenes 47% võrra (vt joonis 2). Kõige kiiremini (55% võrra) kahanes Tšehhi aktsiaturg, järgnesid Ungari ja Poola (vastavalt 50% ja 43% võrra). **Venemaa** RTS börsiindeks hakkas langema mai keskpaigas ning oli oktoobris juba 78% madalam kui tippphetkel. Globaalne turgude langus ei jätnud puutumata ka **Baltimaid**. 31. oktoobri seisuga olid Läti ja Leedu börsid aasta algusega võrreldes langenud vastavalt 37% ja 56% (Eestis 56%; vt pikemalt alapeatükk *Aktsiaturg*).

Enim on KIE riikidest globaalses finantspöörises kannatada saanud **Ungari**. Ungari toetus suuresti riigivõlakirju ostvatele välisinvestoritele, samas kui pankadel oli raskusi nende finantseerimisega välisvaluutas, sest rahvusvahelisel ja kohalikul rahaturul nappis likviidsust. Samas on valitsus ja keskpang võtnud Ungari forint ja rahaturu toetuseks kasutusele rea abinõusid. Ungari keskpang tõstis oktoobri eelviimasel nädalal forint jätkuva

nõrgenemise peatamiseks 300 baaspunkti võrra baasintressimäära 11,5%ni. Samuti saavutati Rahvusvahelise Valuutafondi, Euroopa Liidu ja Maailmapangaga kokkulepe 25,1 miljardi USA dollari suuruse päästepaketi suhtes, mis aitaks Ungari majandust stabiliseerida.

Ka **võlakirjaturgude** arengut mõjutas tugevasti septembris-oktoobris teravnenud rahvusvaheline finantskriis, mis sundis energiliselt sekkuma nii keskpanku kui ka valitsusi, et olukorda tasakaalustada ja ohjeldada finantsturgudel puhkenud paanikat.

Riigivõlakirja turgudel võis eristada kahte vastasuunalist arenguperioodi. Märtsi keskpaigast kuni juuni lõpuni kaasnes aktsiaturgude ja pankadevahelise rahaturu mõningase stabiliseerumisega riigivõlakirjade intressimäärade tõus. Hoolimata majanduskasvu aeglustumisest tundus majanduskeskkond veel sedavõrd soodne, et mõned keskpangad (Rootsi keskpang ja Euroopa Keskpang) nägid peamise riskina jätkuvalt inflatsioonitõusu ja jätkasid **rahapoliitiliste intressimäärade** tõstmist. Alates juulist olukord turgudel muutus, aktsiaturud hakkasid taas langema ning



Joonis 2. Kesk- ja Ida-Euroopa riikide, Balti riikide ja Venemaa aktsiaindeksid (punkti; 02.01.2008 = 100)

Allikas: EcoWin

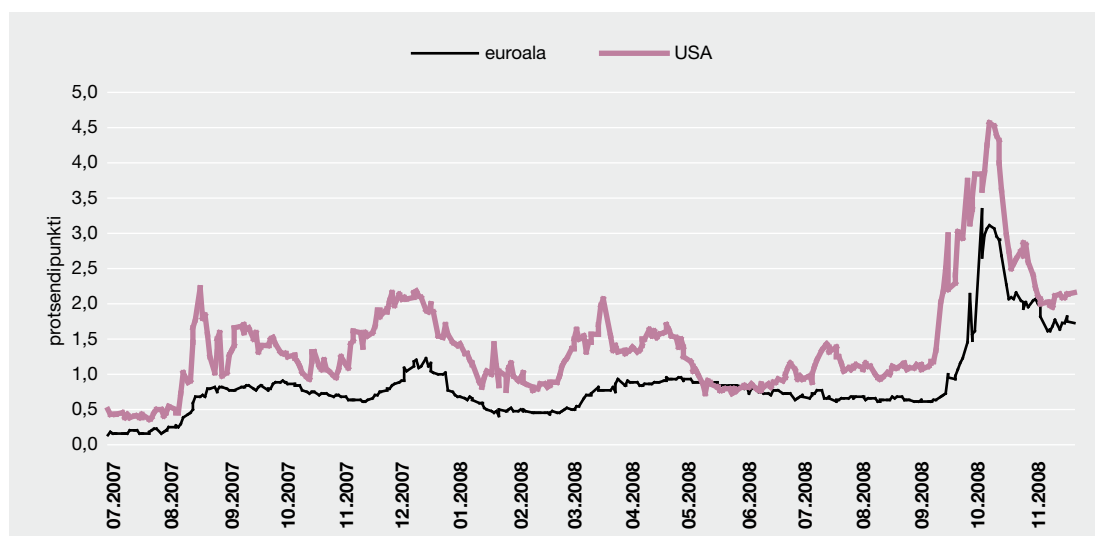
halvenevate kasvuväljavaadete taustal hakkasid alanema ka intressimäärad. See protsess hoogustus veelgi septembris ja oktoobris, mil teravnes taas likviidsus- ja krediidikriis. Oktoobris vähendas mitu keskpanka (nende seas USA, euroala ja Suurbritannia) koordineeritult baasintressimäära 50 baaspunkti võrra.

Lühiajaliste intressimäärade muutusi iseloomustas see, et likviidsuskriisi tõttu lahkes taas oluliselt riiklike ja pankadevaheliste intressimäärade areng. Kriisi tipp hetkel olid lühiajalised riigivõlakirjad sedavõrd nõutud, et nende kolme kuu intressimäärad langesid USAs lausa nulli ja mujal tasemele, mis ei vastanud tegelikele intressiootustele. Seoses usalduskriisiga pankadevahelisel rahaturul suurenes järsult rahaturu ja riigivõlakirjade intressimäärade erinevus (vt joonis 3). Kui alates märtsi lõpust 31. oktoobrini langes kolme kuu riigivõlakirja intressimäär USAs 94 baaspunkti võrra 0,39% tasemele, siis dollari kolme kuu LIBOR tõusis samas 34 baaspunkti võrra 3,03% tasemele. Sama nähtus ilmnes ka euroalal, kus vastavad muutused olid -132 ja +4 baaspunkti, ning Rootsis (-72 ja -13 baaspunkti).

Oktoobris Läti ja Leedu pankadevahelised kolme kuu laenuintressimäärad tõusid oluliselt, jõudes Lätis 11,6%ni (intressivahe EURIBORiga 660 baaspunkti) ning Leedus 8,4%ni (intressivahe EURIBORiga 358 baaspunkti; vt joonis 4). Kuigi intressimäärad pärast oktoobri kõrgtasemeid veidi taandusid, tõusid need novembris taas.

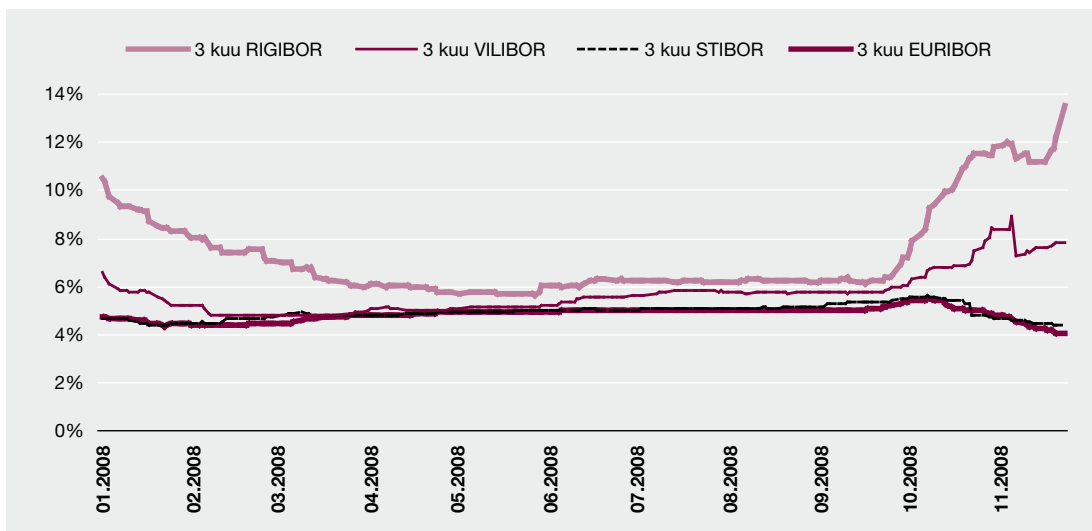
Venemaa majanduse likviidsus hakkas kahanema juba 2007. aasta juunist. Pankade likviidsust ei ole oluliselt parandanud ka valitsuse abipaketid. 30 päeva MIBID tõusis 4,6%lt mai keskel 9,5%le oktoobri lõpuks. MIBOR kerkis oktoobri lõpuks 12,9%ni mai keskpaiga 5,8%lt. Oktoobris käivitatud hoogne likviidsusabiprogramm ja majanduses valitsev usaldamatus kahandavad hoogsalt keskpanga välisreserve, mis vähenesid augusti alguse rekordtasemelt 598 miljardilt USA dollarilt oktoobri lõpuks vaid 485 miljardi dollarini (-23%).

Pikaajaliste (kümneaastaste) riigivõlakirjade intressimäärade tase jäi euroalal samaks ja langes Rootsis 46 baaspunkti võrra. USAs tõstis



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

Allikas: EcoWin



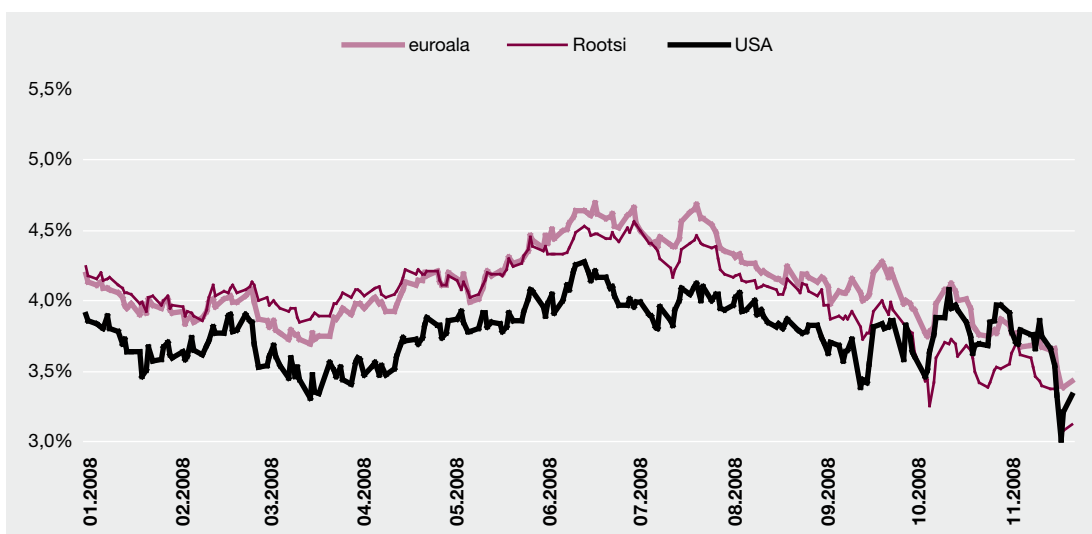
Joonis 4. Läti, Leedu, Rootsi ja euro ala rahaturu intressimäärad

Allikas: EcoWin

pikaajalisi intressimäärasid 56 baaspunkti võrra riigi massiivne abipakett finantssektorile; samas oli turg oktoobris äärmiselt volatiilne ja liikus suures kõikumisvahemikus (vt joonis 5).

II kvartalis ja hakkas III kvartali alguses kiiresti tugevnema. Esiteks oli dollar pikaajalise langustrendi tõttu muutunud ostujõu pariteeti arvestades teiste valuutade suhtes piisavalt odavaks ehk investoritele atraktiivseks. Teiseks peatus dollarit nõrgendanud intressivahe alanemine teiste riikide suhtes, kuna finantskriis ja majanduskasvu aeglustumine kandusid ka mujale.

Valuutaturgudel toimus vaadeldaval ajavahe- mikul mitu olulist sündmust ja protsessi. Hoolimata USA finantskriisist stabiliseerus dollar



Joonis 5. Euroala, Rootsi ja USA riigivõlakirjade kümne aasta intressimäärad

Allikas: EcoWin

Kolmandaks tõi finantskriisi kaasa finantsvõimenduse² vähenemise ja riskihuvi languse, mistõttu toimus ulatuslik *carry*-tehingute³ likvideerimine. See nähtub asjaolust, et peamistel kriisikuudel (septembris-oktoobris) tugevnesid arenenud riikidest just madala intressitasemega valuutad: Jaapani jeen, USA dollar ja Šveitsi frank. Aasta algusest kuni 31. oktoobrini tugevnes jeen teiste G7 riikide valuutade suhtes ligikaudu 34% ning USA dollar 17% ja Šveitsi frank 14%. Suuremad kaotajad olid aga varem kõrge intressi poolest tuntud valuutad nagu Austraalia ja Uus-Meremaa dollar (mõlema kurss langes 14%).

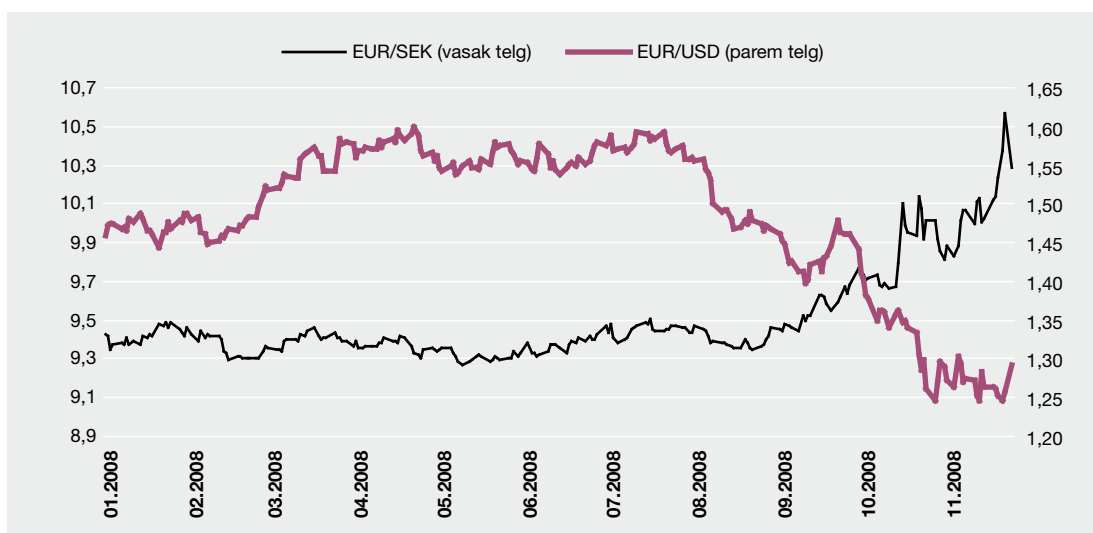
Valuutaturgudel toimus aprilli algusest oktoobri lõpuni järgmine areng: euro nõrgenes dollari suhtes 19,4% võrra 1,27 tasemele ning Rootsi kroon nõrgenes euro suhtes 5,5% võrra 9,88 tasemele (vt joonis 6). Jaapani jeen tugevnes USA dollari suhtes 0,7% võrra 98,44 tasemele. Finantskriisi süvenedes (septembris-oktoobris) tõusis valuutakursside keskmine päevane volatiilsus juuli ja augustiga võrreldes ligi 4-5kord-

seks. Läti lati kurss on euro suhtes aasta algusega võrreldes veidi nõrgenenud.

Toormeturgudel tõusutrend II kvartalis peatus, kuna majanduskasv aeglustus ja nõudlus seetõttu vähenes. Alates juulist hakkas 22 peamise tooraine hinnamuutusi näitav CRB indeks langema, alanedes aasta algusest 31. oktoobrini umbes 18%.

Kuni juuli alguseni jätkus **toornafta** (WTI) hinnatõus ning jõudis rekordilise 145 dollari barreli eest. Sellele järgnes aga järsk langus ning oktoobris kaubeldi naftaga juba 60–70 USA dollari vahemikus ehk üle kahe korra madalamal tasemel (vt joonis 7). See tegi murelikuks Naftat Eksportivate Riikide Organisatsiooni (OPEC), mis lubas kaaluda tootmise vähendamist, et hinda stabiliseerida.

Kulla hinna laeks jäi 17. märtsil saavutatud 1002 dollarit untsi eest. Oktoobri lõpuks oli selle väärismetalli hind langenud 13,8% võrra, tingituna nii inflatsiooniriski vähenemisest kui ka dollari kursi tugevnemisest.

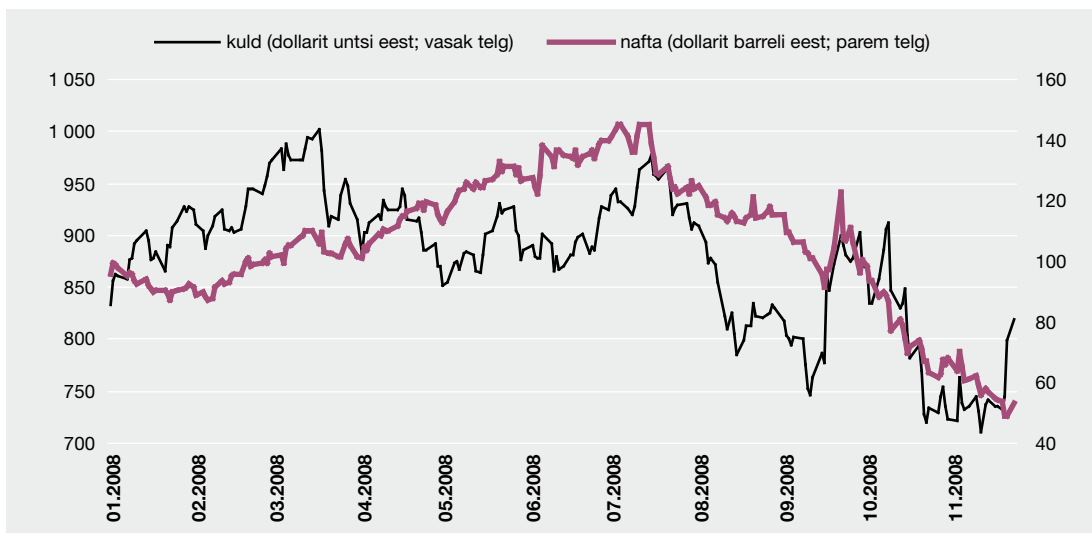


Joonis 6. Euro kurss Rootsi krooni ja USA dollari suhtes

Allikas: EcoWin

² Investeeringu väärtuse suhe laenatud kapitali.

³ Tegu on kauplemisstrateegiaga, 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 7. Kulla ja toornafta (WTI) hind

Allikas: EcoWin

GLOBAALSE LIKVIIDSUS- JA KREDIIDIKRIISI KULG

USA kinnisvaraturu jahtumisest ja halbade kinnisvaralaenude kuhjumisest alguse saanud finantskriisi süvenes septembris-oktoobris oluliselt, kui pankadevahelise usalduse puudumise tõttu sattusid likviidsusprobleemidesse järjest uued finantsvahendusettevõtted. USAst alguse saanud kriis laienes jõudsalt Euroopasse ning võttis seejärel globaalsed mõõtmed. Varasem lootus, et vähemalt osa maid jääb arenenud riikide majandus- ja finantsraskuste suhtes suhteliselt immuunseks, kustus ning kriis jõudis täiel määral ka arenevatesse riikidesse.

Tormilised sündmused finantsturgudel on avaldanud mõju ka realsektorile ning suurendanud globaalse majanduslanguse ohtu. Mitmed keskpangad ja valitsused on nii eraldi kui ka koos välja töötanud abimeetmeid finantsüsteemi stabiliseerimiseks, kuid seni ei ole suudetud turgudes piisavat kindlustunnet tekitada.

Pärast USA investeerimispanka Bear Stearnsi ülevõtmist JP Morgani poolt käesoleva aasta märtsis jäid finantsturud äraootavale seisukohale. Pinged süvenesid taas 7. septembril, kui föderaalne järelevalveorganisatsioon FHFA (Federal Housing Finance Agency) teatas kooskõlastatult USA valitsuse ja keskpangaga, et finantsraskustes olevad hüpoteeklaenu agentuurid Fannie Mae ja Freddie Mac võetakse riikliku järelevalve alla. Ülevõtmise eesmärk oli tagada finantsturgude stabiilsus ja eluasemelaenude kättesaadavus elamuturu toetuseks ning kaitsta maksujate huve.

Turgude positiivne reaktsioon valitsuse sekkumisele jäi aga lühikeseks, kuna investoritevaheline usaldamatus sai saatuslikuks üha suurematele pangaturu osalistele ning järgmisena sattusid löögi alla USA suurimad investeerimispannad. Pärast Bear Stearnsi kadus neljast suuremast allesjäänud Wall

Streeti investeerimispankast järgmisena Merrill Lynch, mille ülevõtmisest teatas 14. septembril Bank of America. 15. septembril andis likviidsusprobleemide tõttu sisse pankrotiavalduse Lehman Brothers, suuruselt neljas investeerimispank USAs. Seekord ei olnud valitsus nõus ülevõtmist toetama ning suurte kahjumite ja raskesti hinnatavate võlgade tõttu kaotasid ülevõtmise vastu huvi ka võimalikud investorid. Wall Streeti investeerimispankade ajastu lõppes 21. septembril, kui viimased kaks giganti Goldman Sachs ja Morgan Stanley muudeti jaepankadeks.

Lisaks investeerimispankadele sattus likviidsusraskustesse USA juhtiv kindlustusfirma American International Group (AIG). AIG päästmiseks astus taas välja Föderaalreserv, kes teatas 16. septembril firmale 85 miljardi USA dollari suuruse likviidsuslaenu andmisest (oktoobris suurendati krediidiliini veel 37,8 miljardi dollari võrra). 25. septembril teatati USA suurima hoiu- ja laenupanga Washington Mutuali pankrotist. Tegemist oli suurima kokkukukkumisega USA pangandusajaloos. Panga arestitud varad ja osa kohustustest müüs hoiuste tagamise fond FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) JP Morganile. Järgmisena sattus surve alla USA suuruselt kuues pank Wachovia, kes teatas 29. septembril oma varade müügist suurpangale Citigroup. Tehing Citigroupiga siiski ebaõnnestus, kuna parema pakkumise tõttu müüdi varad Wells Fargole.

Tihedate majandussidemete tõttu laienes kriis hoogsalt ka Euroopasse, kus pankadevaheline usaldamatus sundis mitmeid valitsusi astuma samme finantssektori päästmiseks. Lisaks Briti pangale Northern Rock, mis sattus pärast hoiuste massilist väljavõtmist likviidsusraskustesse 2007. aasta sügisel ja

natsionaliseeriti, sai järgmiseks kriisihvriks Briti pangandus- ja kindlustusgrupp HBOS, kelle ülevõtmisest teatas 18. septembril Lloyds TSB.

28. septembril andsid Beneluxi maade valitsused teada madalmaade suurima pangandus- ja kindlustuskompanii Fortis osalisest natsionaliseerimisest. 29. septembril teatas Briti valitsus Bradford & Bingley osalisest (panga laenuportfelli) natsionaliseerimisest, jaepanganduse võrgustiku ja hoiused võttis üle Hispaania suurim pank Banco Santander. Samal päeval avaldati, et Saksa valitsus ja pangakonsortsium võimaldavad krediiti likviidsusraskustesse sattunud Saksamaa suurimale hüpoteekpangale Hypo Real Estate (Saksa börsi DAX liige, DEPFA panga omanik). 30. septembril teatasid Belgia, Prantsusmaa ja Luksemburgi valitsused laenuandmisest kohalike omavalitsuste teenindamisele spetsialiseerunud Dexia pangale. 13. oktoobril riigistati osaliselt Briti pangad RBS, HBOS ning Lloyds TSB. 16. oktoobril teavitati Šveitsi suurpankade UBS ja Credit Suisse päästeplaanidest.

Suure välisvõla tõttu varises oktoobri alguses kokku Islandi pangasektor. Ulatusliku laenu- raha kasutamise tõttu sattusid riigi kolm suurpanka (Glitnir Bank, Landsbanki ja Kaupthing Bank) varade ümberhindamisel tõsisesse probleemidesse ning pangad natsionaliseeriti. Islandi kroon nõrgenes järsult ligi 30% ning aktsiaturgude kapitalisatsioon vähenes enam kui 75% võrra. Teise kvartali lõpuks oli Islandi välisvõlg kerkinud 9553 miljardi Islandi kroonini (vrd: 2007. a SKP oli 1293 miljardit Islandi krooni).

Süsteemsele kriisile reageerisid valitsused ja keskpangad oma meetmetega ning turgude

stabiliseerimiseks astuti lisaks eespool nimetatud pankade natsionaliseerimisele veel rida erakorralisi samme. Rahasüsteemi toimimiseks lisasid keskpangad turule ulatuslikult likviidsust. Peamiselt hõlmas see USA dollarit, kuid erakorralisi pakkumisi tegid ka Euroopa ning Inglise keskpangad. Krediidi kättesaadavuse parandamiseks juurutas Föderaalreserv uusi rahapoliitilisi instrumente ning laiendas kõlblike tagatisvarade hulka. Laenuturu elavdamiseks alandasid Euroopa Keskpank, Inglise keskpank, Föderaalreserv, Kanada keskpank, Šveitsi keskpank ja Rootsi keskpank 8. oktoobril koordineeritult baasintressimäära 50 baaspunkti võrra. Samasuguse aktsiooniga järgnesid mitmed Aasia riigid (Hiina, Lõuna-Korea, Indoneesia, Hongkong, Taiwan, Filipiinid).

USA rahandusminister Henry Paulson teatas 19. septembril finantssüsteemi stabiliseerimiseks mõeldud riikliku päästeplaani TARP (*Troubled Asset Relief Program*, hilisem täiendatud plaan nimega *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*) väljatöötamisest. Valitsus tegi ettepaneku puhastada turg probleemsetest ebalikviidsetest varadest ning võtta riigi kanda 700 miljardi dollari väärtuses halbu kinnisvarainvesteeringuid. USA kongressi esimesel hääletusel 29. septembril plaani heakskiitmiseks vajalikke hääli kokku ei saadud, mispeale turuosaliste hirm ja paanika süvenesid ning aktsiaturud reageerisid ulatusliku langusega. Täiendatud päästeplaani eelnõu kiideti heaks kongressi 3. oktoobril toimunud kordushääletusel, kuid turgude langust ei suudetud peatada ning oodatud positiivset mõju ei saavutatud.

Turgude toetamiseks astusid samme ka Euroopa riikide valitsused. 8. oktoobril teatas

Briti valitsus ligi 500 miljardi naelase pankade päästeplaani väljatöötamisest. Päästeplaani raames võimaldatakse pankadele lisakapitali, 250 miljardi naela ulatuses garanteeritakse pankade kohustused, suurendatakse lühiajalise laenamise püsivõimaluse mahtu ning tõstetakse hoiuste tagamise piirmääre. Hoiuste tagamise piirmäärade tõstmisest teatasid ka mitmed teised Euroopa valitsused (Saksamaa, Itaalia, Austria, Belgia, Taani, Rootsi, Portugal, Kreeka, Iirimaa ja Hispaania). Osades riikides anti laenuturu elavdamiseks valitsuse garantii pankade uutele võlgadele.

Stabiilsuse saavutamiseks on tulnud tugevdada ka järelevalvet ja seadusandlust. Turgude languse pidurdamiseks kehtestati mitmes riigis (Suurbritannias, USAs, Austraalias, Saksamaal, Iirimaa, Šveitsis, Kanadas, Prantsusmaal, Hollandis ja Belgias) lühikeks ajaks müügipiirangud.

Globaalsete finantsturgude tasakaalustamiseks leppisid G7 riigid kokku tegutsemisplaani, mille kohaselt

- võetakse kasutusele kõik vahendid, et toetada süsteemselt olulisi finantsinstitutsioone ning ära hoida nende kokkuvarisemine;
- astutakse samme krediidi- ja rahaturgude „lahtisulamiseks”, kindlustades finantsinstitutsioonide ligipääsu kapitalile;
- kindlustatakse hoiuste tagamise riiklike programmide tugevus ja ühtsus;
- taaselustatakse hüpoteekide ja muude varadega tagatud väärtpaberite järelturud;
- meetmete võtmisel välditakse nende võimalikku negatiivset mõju teistele riikidele ning kindlustatakse, et maksumaksjate huvid on kaitstud.

Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF) hinnangul on praeguses olukorras peamiseks väljakutseks taastada usaldus finantssektoris ja vältida olukorda, kus reaalmajanduse ja finantssektori negatiivsed arengutendentsid üksteist võimendavad. Selleks on vaja tugevdada pankade kapitali ja tagada finantseerimise kättesaadavus.

Veidi pikemas perspektiivis on sama oluline tugevdada finantssektorit reguleerivat seadusandlust. IMF on rõhutanud, et finantsettevõtete riskijuhtimine vajab tugevdamist, riskid peavad piisavalt selgelt kajastuma bilanssides ja olema võrreldavad erinevate ettevõtete ja perioodide lõikes; samuti tuleb tugevdada likviidsusjuhtimist. Ühtlasi on praegune kriis näidanud piiriülese järelevalvealase koostöö ja efektiivse kriisijuhtimise olulisust.

IMF soovib lisaks otsestele finantssektorit toetavatele meetmetele võtta ka makromajanduslikke meetmeid, et soodustada majan-

duskasvu. Ainult rahapoliitika leevendamine ei pruugi olla piisav ja majandust tuleks täiendavalt stimuleerida eelarvepoliitiliste meetmetega. Seda saab teha riikides, kus eelarvepositsioon on piisavalt tugev.

Peale majanduspoliitilise nõustamise ja rahvusvahelise koostöö soodustamise finantssektori tugevdamiseks on IMF toetanud riike laenude ja majandusprogrammiga. Lisaks võttis IMF oktoobri lõpus kasutusele uue laenuinstrumendi. See võimaldab pakkuda kiiret abi tugeva majanduspoliitikaga riikidele, kes vajavad praeguses kriisisituatsioonis lühiajalist finantseerimist, et lahendada ajutisi likviidsusprobleeme.

Koos teiste rahvusvaheliste organisatsioonidega, nagu finantsstabiilsuse foorum (FSF), G7 ja G20, jätkab IMF tööd globaalse finantsüsteemi tugevdamiseks, võttes endale koordinaatori rolli.

Rahaturg

Euroopa Keskpank (EKP) jätkas käesoleva aasta esimesel poolel rahapoliitika karmistamist ja muutis 3. juulil esimest korda üle aasta muutumatuna püsinud **rahapoliitilisi intressimäärasid**. Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäära tõsteti 25 baaspunkti võrra 4,25%ni. EKP põhjendas seda suureneva ohuga nn teise ringi mõju tekkeks, mis võib ohustada hinnastabiilsuse eesmärki.

Septembri keskel järsult süvenenud finantskriisi tõttu oli aga EKP sunnitud rahapoliitilisi intressimäärasid hoopis kärpima. Oktoobri alguses langetaski EKP kooskõlastatult teiste suuremate keskpankadega põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäära 50 baas-

punkti võrra 3,75%le. Lisaks otsustas EKP püsivõimaluste intresside „koridori“ kitsendada – kui seni oli laenamise ja hoiustamise püsivõimaluste vahe olnud 200 baaspunkti, siis nüüd alandati see 100 baaspunktini.

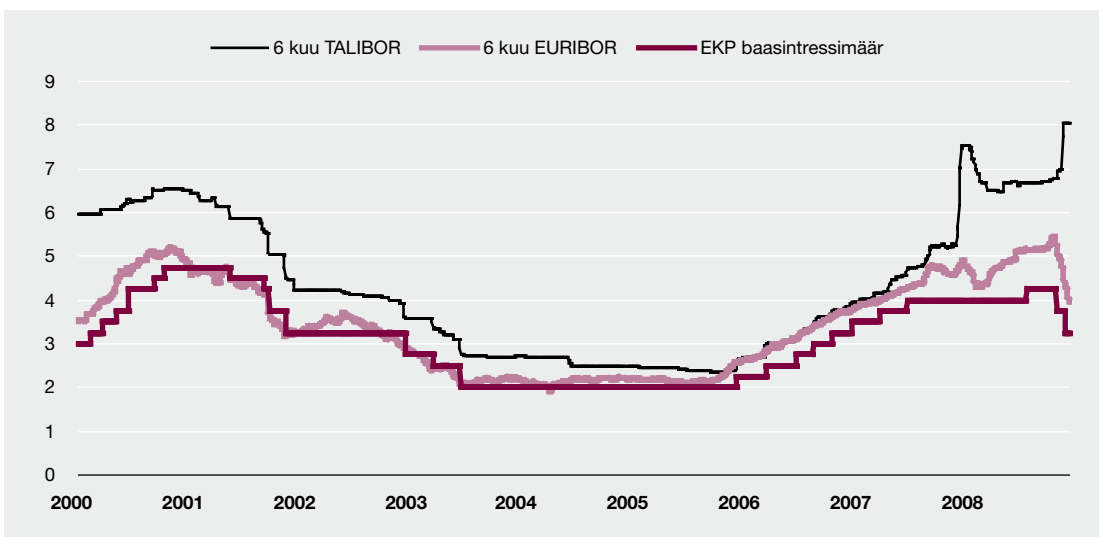
Novembri alguses oli EKP pingete leevendamiseks aga taas sunnitud langetama kõiki rahapoliitilisi intressimäärasid 50 baaspunkti võrra. Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäär alanes 3,25%le.

Kui euroala **pankadevahelise rahaturu intressimäärad** olid juba enne kriisi laienemist kõigi peamiste tähtaegade lõikes veidi tõusnud, siis likviidsuse ja usalduse kadu pankadevahelistel raha- ja väärtpaberiturgudel põhjustas oktoobris EURIBORi kiire tõusu läbi aegade kõrgeimale tasemele. Seejärel – osaliselt ka EKP

rahapoliitiliste sammude tulemusena – EURIBORI kasvutrend pöördus.

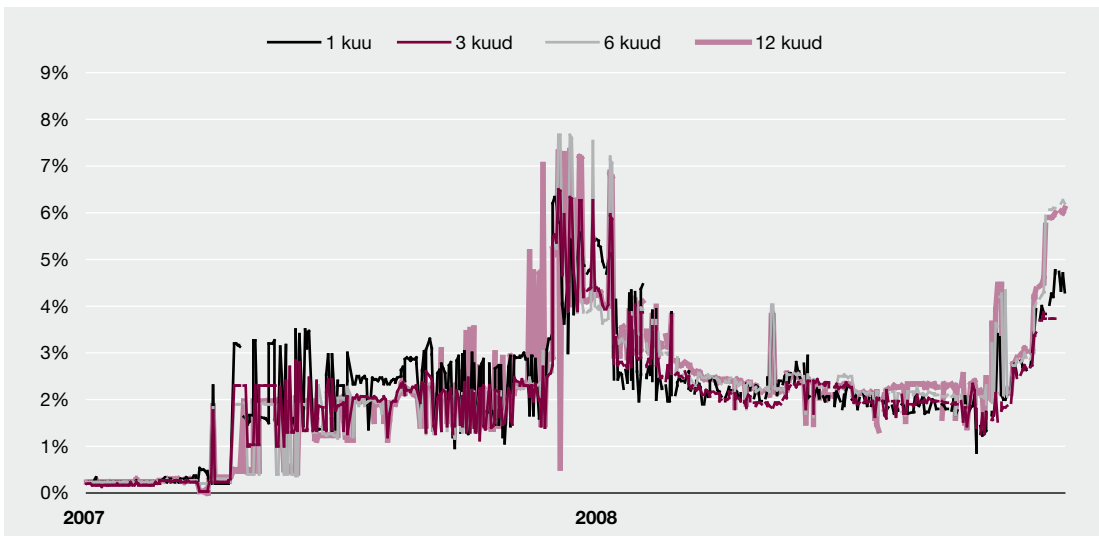
Eesti rahaturu intressimäärade noteeringute (TALIBORide) ja EURIBORide hinnavahe suurenes järsult oktoobris ja novembris, kuivõrd samaaegselt EURIBORi alanemisega TALIBOR pigem suurenes (vt joonis 8).

Rahaturunoteeringud on küllalt hästi kajastanud käibe poolest suhteliselt aktiivsema krooni tuletistehingute turu arengut: **krooni forward-preemiad** on tõusnud kõigi tähtaegade lõikes (vt joonis 9). Investorite pisut elavam huvi kroonipositsioone katta on Baltimaade riskihinnangute halvenedes ootuspärane. Samas ei olnud kuni novembri lõpuni tuletistehingute hind kün-



Joonis 8. Eesti ja euroala rahaturu intressimäärad (%)

Allikas: EcoWin



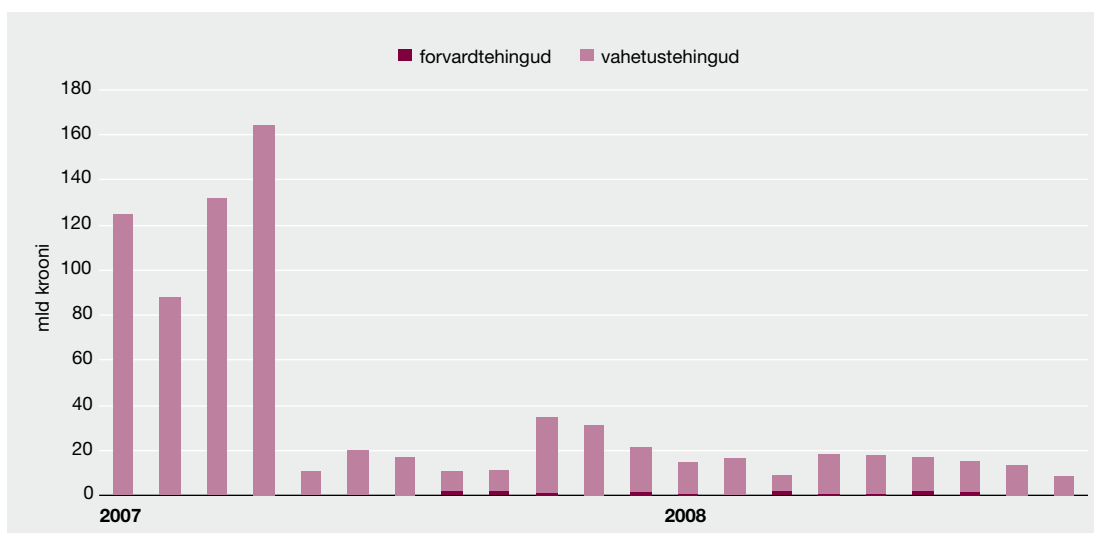
Joonis 9. Eesti krooni forwardpreemiad euro suhtes

Allikas: Reuters

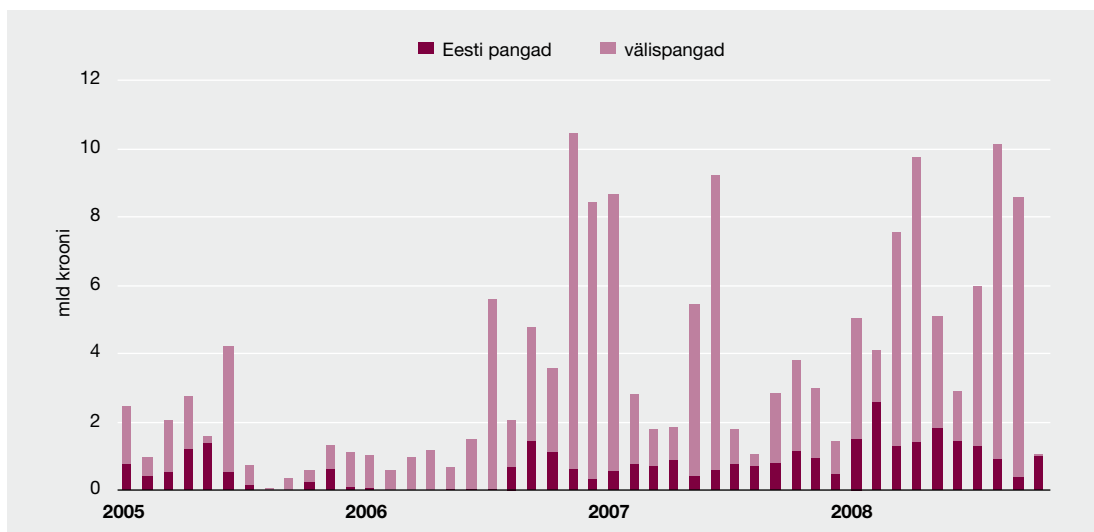
dinud eelmise aasta lõpu kõrgema tasemeni, mis viimati märkis suuremat aktiivsust kroonipositsioonide katmisel.

Tuletistehingute turu käive oli 2008. aasta II ja III kvartalis jätkuvalt väike, vähenedes augustis-septembris veelgi (vt joonis 10). Enam kui poole tuletistehingute turu käibest moodustasid tehingud mitteresidentidega. Nii nagu tuletistehingute puhul, on ka huvi Eesti krooni hetketehingute vastu püsinud madal.

Lühiajaliste kroonilaenude käive on 2008. aastal suurenenud, kusjuures alates I kvartalist võib täheldada kodumaiste krediidiasutuste laenamisaktiivsuse kasvu (vt joonis 11). Mitteresidentidest vastaspooltest olid aktiivsemad jätkuvalt Rootsi krediidiasutused. Eesti suuremate pankade likviidsusjuhtimine toimub tsentraliseeritult emapankade grupi tasandil. Eurode konverteerimiseks kroonidesse kasutatakse keskpanga valuutaakent.



Joonis 10. Eesti krediidiasutustega sõlmitud tuletistehingud



Joonis 11. Lühiajaliste kroonilaenude käive pankadevahelisel rahaturul

Eesti krooni likviidsus on püsinud stabiilne ning finantssektori kroonilikviidsuses ei ole märkimisväärsed tõrkeid esinenud. **Pankade arvel-**
duspuhvid keskpangas on olnud piisavalt suured ning kohustusliku reservi nõude täitmine ei ole pankadele erilisi raskusi valmistanud (vt alapeatükk *Pankadevaheliste maksete arvel-*
dussüsteem). Lisaks muutus (tulenevalt pingetest rahvusvahelistel raha- ja kapitaliturgudel oktoobris) mõnele pangale kasumlikumaks hoiustada kogu nõutavat kohustuslikku reservi Eesti Pangas, mitte paigutada seda muudesse levinud võlainstrumentidesse, nagu näiteks valitsuse võlakirjad. See muutus ei mõjutanud aga kuidagi Eesti reaalmajandust.

Võlakirjaturg

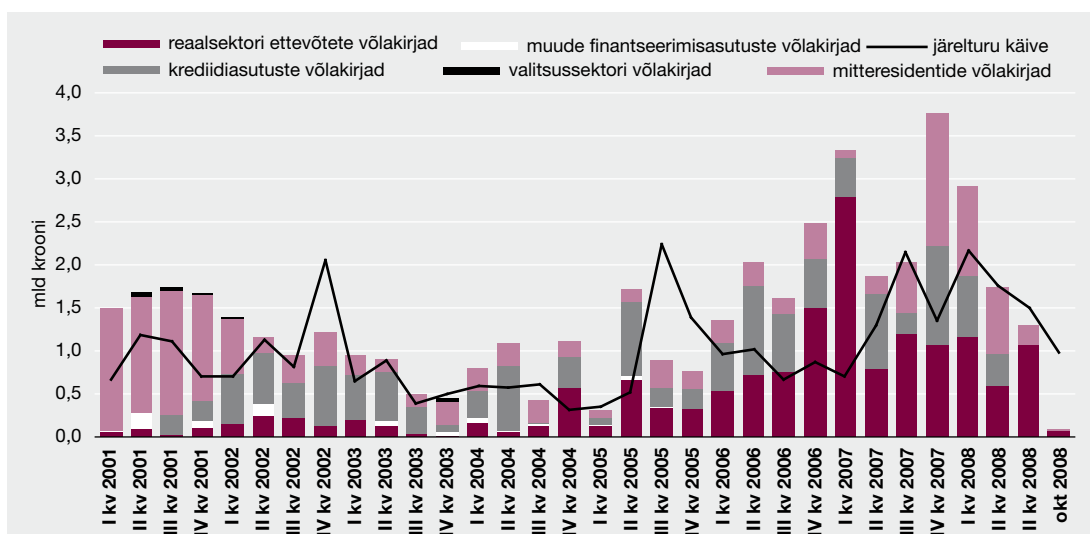
Võlakirjade **esmasturg** oli viimases kahes kvartalis taas vaiksem võrreldes varasemate väga aktiivsete kvartalitega (vt joonis 12). Esmasturu käibe aastakasv oli sõltumata 2008. aasta alguskuude kõrgetest näitajatest septembri lõpus vaid 2%. Võlakirjade kogukapitalisatsioon moodustas septembri lõpus 14 miljardit krooni ehk 5,2% SKPst (2007. a septembris 5,1% SKPst). Oktoobris jätkus võlakirjade esmasturul eelneva

perioodi trend – kuu jooksul teostatud emissioonide kogumaht oli 90 miljonit krooni.

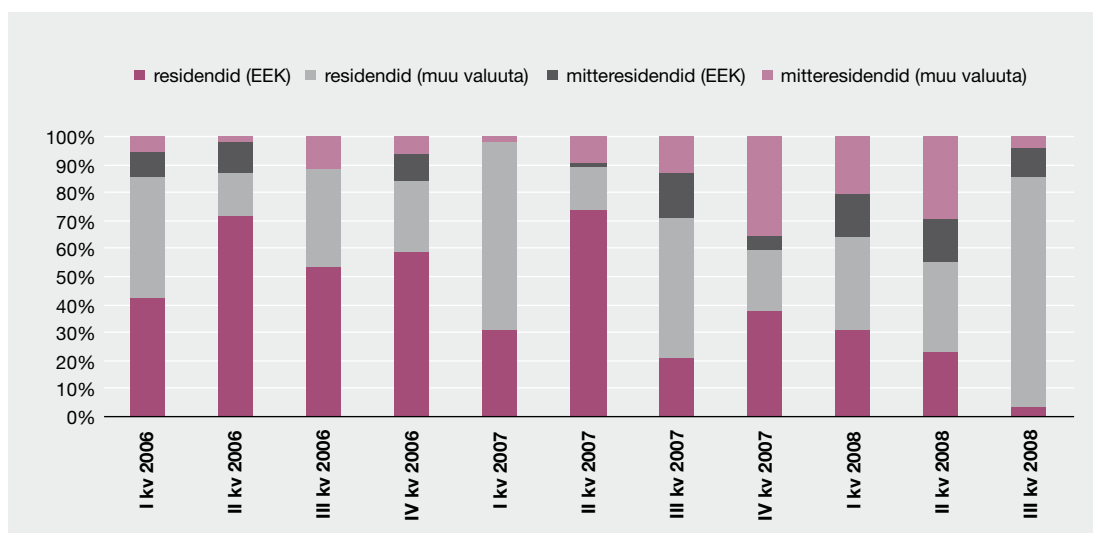
2008. aasta II ja III kvartali käibe maht (3,2 mld krooni) moodustas vaid ligikaudu poole eelneva kahe kvartali omast. Emissioonid vähenesid kõikides sektorites. Peamise osa esmasturu käibest hõlmasid reaalsektori ettevõtete ja mitte-residentide võlakirjad – vastavalt 57,8% ja 30,6%. Pärast aprillis-mais toimunud krediidiasutuste emissioone kogumahuks 325 miljonit krooni (11,6% poolaasta käibest) ei ole aset leidnud ühtki emissiooni.

Kui esmasturu käibest enamiku moodustasid residentide teostatud emissioonid, siis Eesti kroonis tehtud emissioonide osakaal vähenes (vt joonis 13). Krooniemissioonid moodustasid viimasel poolaastal keskmiselt vaid 27% kogukäibest (viimases kvartalis 14%). Samuti langes mitteresidentide emissioonide osatähtsus 38%ni.

Kui võlakirjade esmasturg oli oma käibe poolest kaks korda passiivsem võrreldes varasemate kvartalitega, siis võlakirjade **järelturg** jäi oma keskmise kuise päevakäibega (26 mln krooni) samale tasemele nagu eelneval poolaastal.



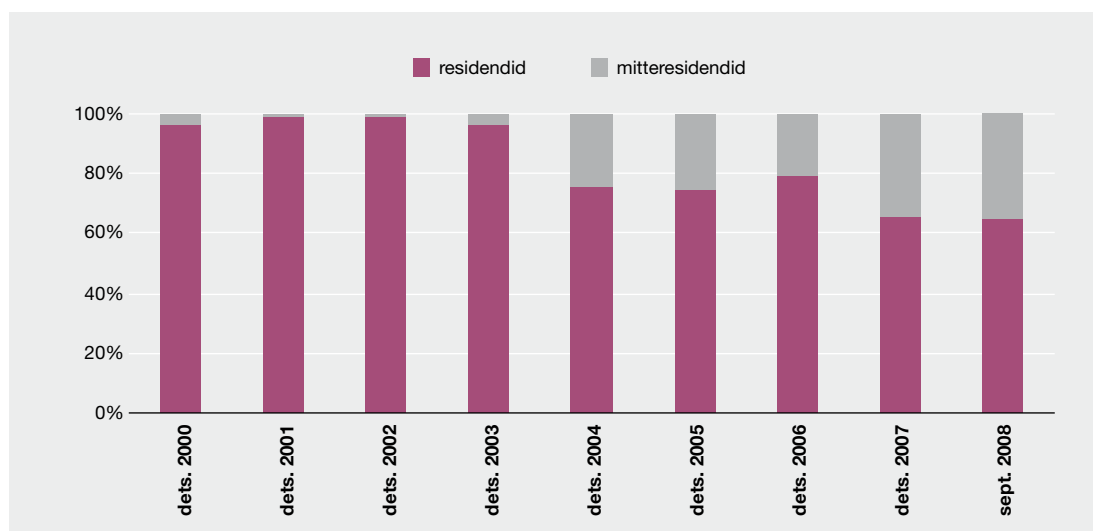
Joonis 12. Kvartali jooksul emiteeritud võlakirjade maht emitentide lõikes ja järelturu käive



Joonis 13. Emissioonid residentsuse ja valuuta järgi

Tallinna Börsil lunastati viimasel poolaastal Balti Investeeringute Grupi Pank võlakirjad kogumahus 170 miljonit krooni. Samal perioodil noteeriti kolme uue ettevõtte võlakirjad. Oktoobri lõpus oli börsil kokku seitsme ettevõtte⁴ võlakirju kogumahuga 609 miljonit krooni, mille osakaal võlakirjaturu kogukapitalisatsioonis oli 4,6%.

Residentidest **investorite** osakaal võlakirjade kogukapitalisatsioonis on alates 2003. aastast vähenenud. 2008. aasta septembri lõpuks oli see langenud 65%le (9,1 mld krooni), millest eraisikutest investoritele kuulub ligikaudu 2,4%⁵ (vt joonis 14).



Joonis 14. Võlakirjainvestorite struktuur

⁴ ABC Grupp, LHV Ilmarise Kinnisvaraportfell, Manutent, Q Vara, SEB Pank, Tallinna Sadam ja BIGBANK.

⁵ Residentidest investorite struktuur jaguneb peamiselt realsektori ettevõtete, kindlustusandjate/pensionifondide ja grupi „määramata” vahel – vastavalt 18%, 24% ja 25%.

Aktsiaturg

2007. aasta suve lõpus alanud langus Tallinna Börsil jätkus ka viimasel poolaastal. Novembri keskpaigaks oli Tallinna Börsi indeksi **OMXT** väärtus kahanenud alla 300 punkti. Aasta jooksul on OMXT vähenenud kokku enam kui poole võrra (63%). 2007. aasta veebruaris saavutatud tippväärtusest (1043 punkti) on indeksi väärtus langenud ligikaudu 74%.

Tallinna Börsi **kapitalisatsioon** on kiire hinnalanguse tagajärjel jätkuvalt langenud – oktoobri lõpus oli kapitalisatsiooni kogumaht vaid 26 miljardit krooni (vt joonis 15). Viimasel poolaastal on maht vähenenud ligikaudu poole võrra ja möödunud aasta sama perioodiga võrreldes ligikaudu 44,7 miljardi krooni võrra (63%).

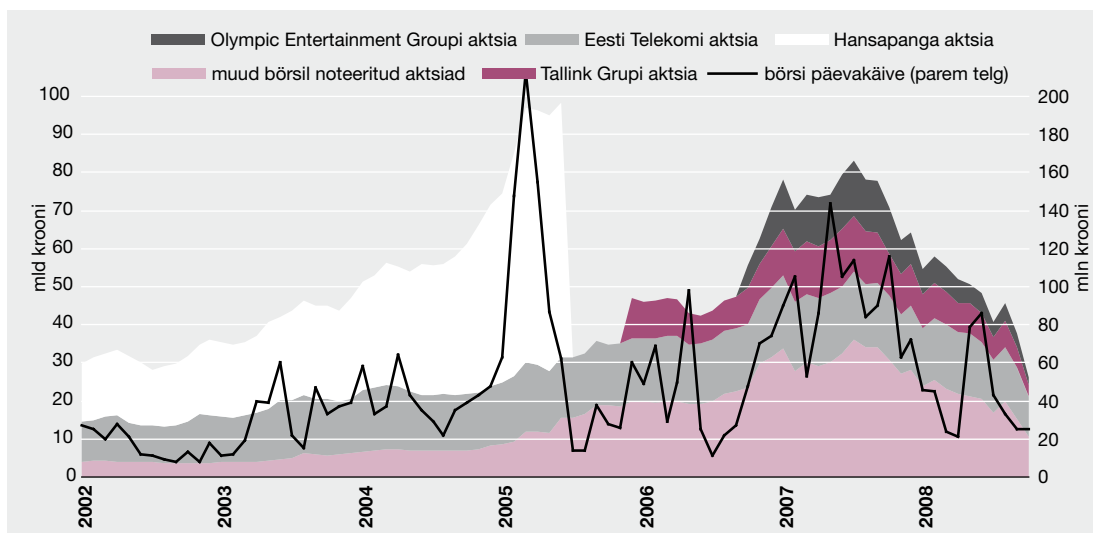
Oktoobri lõpu seisuga oli Tallinna Börsi põhinimekirjas noteeritud 18 ettevõtte aktsiad⁶. Tulenevalt börsiettevõtete kogukapitalisatsiooni langusest vähenes aktsiakapitalisatsiooni osakaal

SKPs varasema poolaasta trendi järgides ka viimase kuue kuu jooksul ja moodustas oktoobri lõpus 10% (2007. a oktoobris 31% SKPst).

Finantsturgude ebakindluse ja kiire hinnalanguse tõttu Tallinna Börsil on **aktsiate päevakäive** viimases kahes kvartalis võrreldes varasema perioodiga ligikaudu 13 miljoni krooni võrra kahanenud. Viimase kahe kvartali keskmine päevakäive oli vaid 48 miljonit krooni. Oktoober kujunes samuti rahulikuks: keskmine päevakäive oli ligikaudu 25 miljonit krooni.

Kõige likviidsemateks aktsiateks viimasel poolaastal kujunesid Tallinna Vee, Eesti Telekom, Tallinna Kaubamaja ja Tallink Grupi aktsiad, mis moodustasid enamiku Tallinna Börsi aktsiakäibest.

Oktoobri lõpus oli **Tallinna Börsil** kokku 31 liiget⁷. Aktiivsemad börsitehingute tegijad olid jätkuvalt Swedbank, SEB Pank ja LHV – vastavalt 35,5%, 20,3% ja 14,4% tehingutest.



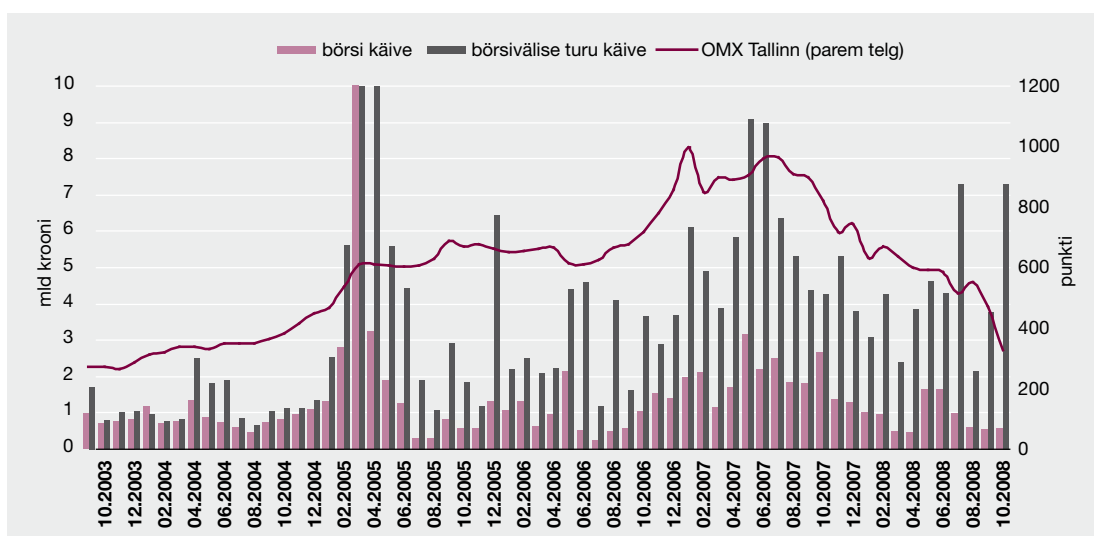
Joonis 15. Tallinna Börsil noteeritud aktsiate kapitalisatsioon (kuu lõpus)

⁶ 19. septembril 2008 lahkus börsilt 12 aastat börsi põhinimekirja kuulunud Saku Õlletehas. Viimasel poolaastal toimus ka Merko Ehituse jagunemine – moodustati AS Järvevana ja AS Merko Ehitus.

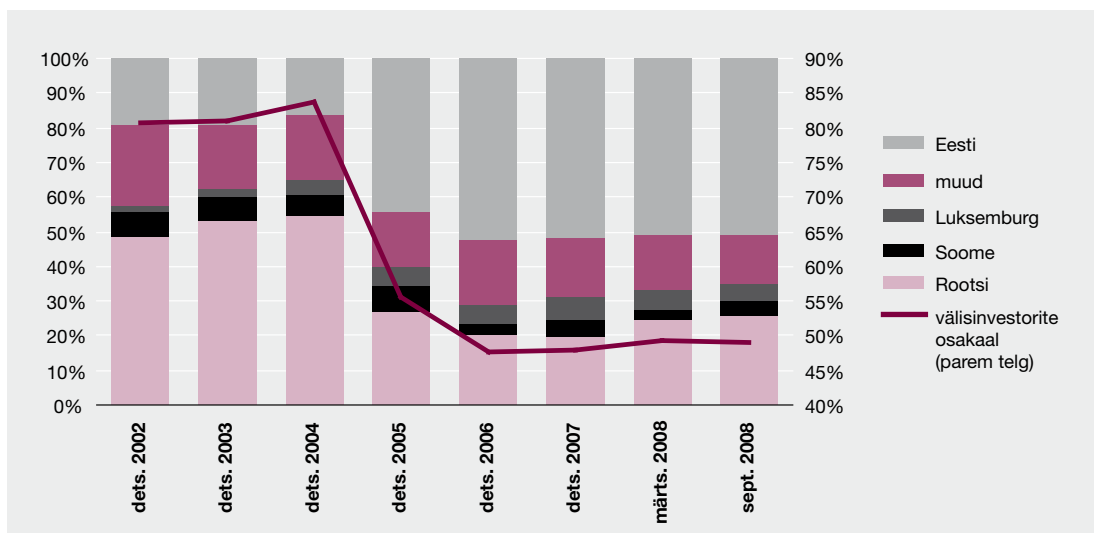
⁷ Börsiliikmete nimekirja lisandus neli uut liiget: Ukio Bankas, Finasta bank, SEB Pank ja Evli Bank Plc. Liikmete hulgast lahkusid Nordnet Bank ja Evli Securities.

Kui Tallinna börsiettevõtete kapitalisatsioon on viimase kalendriaasta jooksul kaotanud oma väärtusest üle poole, siis **investorite struktuur** on jäänud samaks (vt joonis 17). Välisinvestorite osakaal on endiselt kõrge, hõlmates 49% kapi-

talisatsioonist (18,5 mld krooni). Enamiku välisinvestoritest moodustavad jätkuvalt rootslased (53%). Residentide investeeringutest ligikaudu 10% kuulub endiselt eraisikutest investoritele.



Joonis 16. Aktsiate käive Tallinna Börsil ja börsivälisel turul ja börsiindeks OMXT (kuu lõpus)



Joonis 17. Tallinna Börsil noteeritud aktsiate investorid residentsuse järgi ja välisinvestorite osakaal perioodi lõpus