

I FINANTSTURUD

RAHVUSVAHELISED FINANTSTURUD¹

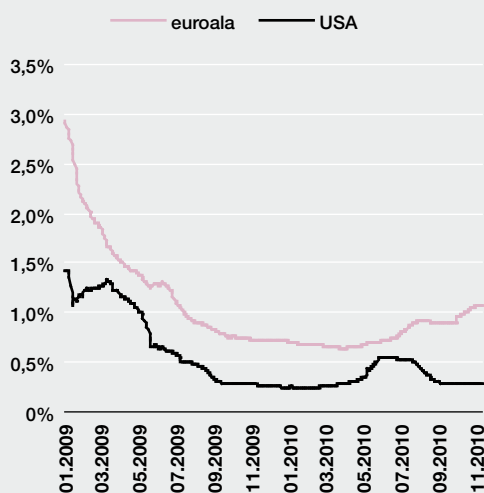
Euroala majanduse taastumise jätkudes on oodata, et Euroopa Keskpank lõpetab peagi finantsturude toimimiseks kasutusele võetud erakorralised meetmed. Möödunud kuue kuu jooksul lõpetati esimesed erakorralised 12-kuulised likviidsusoperatsioonid ning turuosaliste vähenenud huvi uute pakkumisoperatsioonide vastu tõi pankadevahelisel turul kaasa ülemäärase likviidsuse märkimisväärse alanemise. Selle tulemusena kerkis kolme kuu EURIBOR 1,06%ni, ületades Euroopa Keskpanga rahapoliitilist intressimäära esimest korda alates 2009. aasta juulist. Baasintressimäär püsis euroalal erakordselt madalal 1% tasemel.

Rahaturgude arengus võis põhiliselt märgata lahknevust riikide vahel: euroalal töid rahapoliitika normaliseerumise väljavaated kaasa intressimäärade tõusu, samal ajal kui USAs ja Jaapanis kvantitatiivse rahapoliitika rakendamise või selle ootuste mõjul intressimäärad langesid (vt joonis 1).

USA föderaalreserv teatas novembri alguses kasvuväljavaadete jätkuva alanemise tõttu kvantitatiivse leevendamise poliitika teisest etapist kogumahus 600 miljardit USA dollarit, mille tulemusena langes kolme kuu LIBOR alla 0,3% taseme. USAs püsis baasintressimäär 0,0–0,25% vahemikus. Mõnevõrra üllatuslikult pöördus tagasi nullintressimäärade poliitika juurde Jaapani keskpank, alandades baasintressimäära 0,0–0,1% vahemikku. Tulenevalt Rootsi, Norra, Kanada, Austraalia ja Uus-Meremaa majanduse elavnemisest ja inflatsiooniriskide tõusust on nende riikide keskpangad alustanud rahapoliitika mõningast karmistamist.

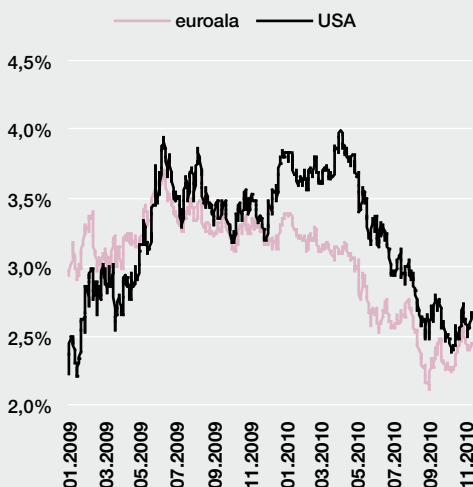
Riigivõlakirjaturge iseloomustas möödunud kuue kuu jooksul pikaajaliste intressimäärade märgatav langus (vt joonis 2). Euroopa riigivõlakirjade turul liikusid kuni juuli lõpuni Saksamaa kümneaastaste riigivõlakirjade intressimäärad

Joonis 1. Euroala ja USA kolme kuu intressimäärad



Allikad: EcoWin, Eesti Pank

Joonis 2. Euroala ja USA kümneaastaste riigivõlakirjade intressimäärad



Allikad: EcoWin, Eesti Pank

¹ Ülevaates käsitletakse turuarengut ajavahemikul 31.05.2010–31.10.2010.

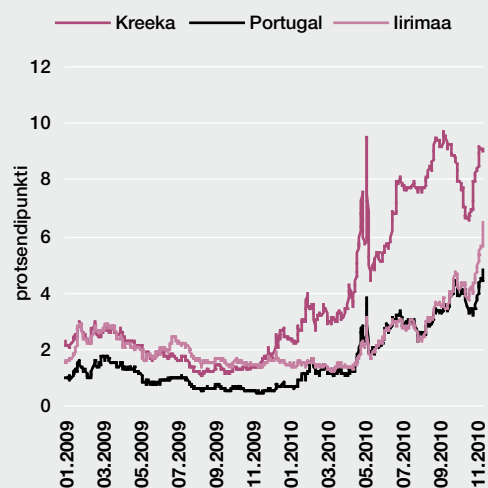
kindla suunata, kuna turuosaliste tähelepanu suundus osade euroalariikide võlakriisilt USA majanduse elavnemise aeglustumisele. Euroopa suurpankade tugevusanalüüsi tulemused, mis näitasid pankade oodatust kõrgemat vastupidavust finantskriisile, toetasid järelturul väheriskantsete Saksamaa riigivõlakirjade müüki ehk intressimäärade tõusu.

Augustis euroalal pinged taas teravnesid, kui ebaselgus Iirimaa pangandussektori päästmise ümber ning Portugali vähemusvalitsuse raskused eelarvekärbete elluviimisel kergitasid nende riikide kümneaastaste riigivõlakirjade intressimäärade vahe Saksamaa omadega rekordtasemele (vt joonis 3). Kreeka edusammud riigieelarve konsolideerimisel võtsid turuosalised vastu positiivselt, kuid nende mure võlgade restruktureerimise võimaluse pärast püsis.

Riskide ümberhindamine suurendas taas nõudlust Saksamaa võlakirjade järele, mille tulemusena alanes kümneaastase riigivõlakirja intressimäär Saksamaal rekordmadalale tasemele. USAs süvenesid makromajandusnäitajate halvenemise tõttu ootused, et föderaalreserv võtab taas kasutusele erakorralised meetmed majanduse toetamiseks ning asub ostma pikemaajalisi riiklikke võlakirju. See tõi kaasa intressimäärade languse üle kogu tulukõvera.

Valuutaturgudel toimus laiapõhjaline dollari nõrgenemine, mis oli seotud USA rahapoliitika leevendamise ootustega. Vaatamata sügavale võlakriisile mõnes euroala riigis, tugevnes euro dollari suhtes juunist oktoobrini üle 13%. Dollari vahetuskursi nõrgenemist ei suutnud pidurdada ka mitme Aasia keskpanga sekkumine valuutaturgudele, kes ostsid dollarit omavääringu vastu, et pidurdada kapitali kiire sissevooluga kaasnevat omavaluuta tugevnemist. Üldiselt pingestaski valuutaturge nn valuutasõdade perspektiiv, kus riigid süüdistavad üksteist valuutakursside manipuleerimises otsese turule sekkumise, kapitalivoogude piiramise või üliläbe rahapoliitika

Joonis 3. Kreeka, Portugali ja Iirimaa kümneaastaste võlakirjade intressimäärade erinevus Saksamaa vastava võlakirjaga



Allikad: EcoWin, Eesti Pank

rakendamise abil. Oktoobris leppisid G20 riigid tippkohtumisel kokku, et hoiduvad konkureerivatest devalvatsioonidest ja liiguvad vabale turule orienteeritud valuutakursirežiimide suunas.

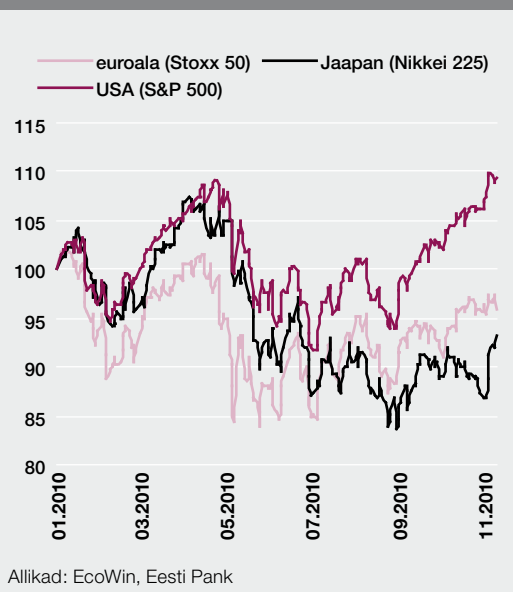
Aprilli keskpaigas alanud langus peamistel **aktsiaturgudel** peatus septembri lõpus, kui investorite ebakindlust aitasid vähendada osade euroala riikide võlakriisi leevendamiseks võetud ulatuslikud abimeetmed (vt joonis 4). Samal ajal suurenes ebamäärasus majandusväljavaadete suhtes ning kasvas majanduslanguse taassüvenemise oht, mistõttu huvi aktsiaturule investeerimise vastu oli piiratud ja aktsiahindade erinevused üha kasvasid. Teisel poolaastal suurendasid riskihuvi suurettevõtete positiivsed majandustulemused ning Euroopa pankade tugevusanalüüsi tulemuste ja Basel III kapitalinõuete avalikustamisega kaasnenud üldise läbiastvuse ja kindlustunde tõus. Lisaks toetasid aktsiaturge erakordselt madalad ja jätkuvalt langevad intressimäärad.

Lähitulevikus on finantsturgude jaoks **peamised riskid** seotud osade Euroopa riikidega, kes vaevlevad võlakriisis. Pikemas perspektiivis on riskid seotud ka keskpankade ülläbeest rahapoliitikast tulenevate hinnamullide ja inflatsiooniohu suurenemisega.

Gloobalse majanduse ja finantsturgude perspektiivide hindamisel mängib olulist rolli euroala võlakriisiga seonduv. Asjaomaste riikide eelarvete konsolideerimine on kriisi suuruse tõttu aeganõudev ning nende võimet riigivõlga ja riigieelarve defitsiiti vähendada jälgitakse suure tähelepanuga. Agressiivne eelarvedefitsiidi vähendamine mõjub nende riikide majanduskasvule pärssivalt, mistõttu liikmesriikide erinevused majanduse elavnemise osas suurenevad, mis omakorda raskendab kogu euroala olukorda. Saksamaal on majanduskasvu taastumine olnud kiire, kuid kuna kasv toetub valdavalt ekspordile, ohustavad seda tugevnenud euro ning peamiste kaubanduspartnerite halvenenud väljavaated. Seda silmas pidades kujuneb euroala majanduskasv tagasihoidlikuks ja ebaühtlaseks ning majanduskasvu väljavaated on endiselt ebakindlad.

Arenenud tööstusriigid on majanduse turgutamiseks viinud intressimäärad erinevate meetmetega erakordselt madalale tasemele. Investorite jaoks muutuvad võlakirjad madala tootluse ja suurema inflatsiooniriski tõttu väheatraktiivseks ning nad on sunnitud otsima tulusamaid investeringuid. Lisaks toovad tulusamate investeringute otsingud kaasa suurenenud kapitali sissevoolu arenevatesse riikidesse, kus majanduspoliitilised institutsioonid on sunnitud inflatsiooni ohjeldamiseks, hinnamullide vältimiseks ja vahetuskursi ülehindamise takistamiseks võtma proteksionistlikke meetmeid ja tegema valuutainterventsioone ehk ostma või müüma omavääringut välisvaluuta vastu. Selle tagajärjel liiguvad rahamassid tagasi riigivõlakirjade turule, surudes intressimäärasid veelgi enam alla, ning kogu ring algab otsast peale. Lõpptulemusena võib tekkida üheaegne ülekuumenemine nii tööstusriikide võlakirjaturgudel kui ka arenevate riikide aktsiaturgudel.

Joonis 4. Euroala, Jaapani ja USA aktsia-indeksid (1.01.2010 = 100)



EESTI FINANTSTURUD

Rahaturg

Eesti krooni rahaturg on läbi aegade olnud väheaktiivne, kuna seda pole kasutatud mitte Eesti finantssektori kroonilikkviidsuse juhtimiseks, vaid pigem välismaiste tehinguosaliste Eesti krooni valuutariski maandamise tehingutes. Kuna selliste tehingute vajadus kaob pärast Eesti liitumist euroalaga, hääbub 2011. aastast ka kohalik rahaturg.

Eesti ja euroala rahaturu intressimäärade erinevused on 2010. aasta jooksul pidevalt vähenenud. TALIBORide ja EURIBORide intressierinevus ulatus oktoobri lõpus 8–12 baaspunkti tasemele (vt joonis 5). Väikese intressierinevuse säilimine kohalikul rahaturul kuni euroalaga liitumiseni on olnud omane ka teistele euro kasutusele võtnud riikidele ning seega pole tegu tavatu olukorraga. Eesti pankadevahelise rahaturu käive püsib madal. Ka krooni tuletistehingute turul on tehingute maht pidevalt vähenenud. Septembris-

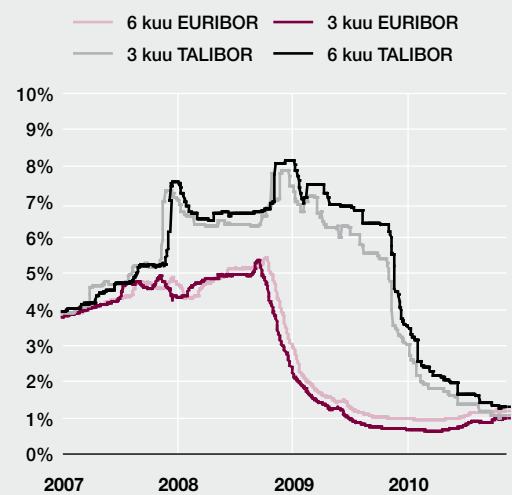
oktoobris tehti vaid üksikuid tehinguid, sest turuosalistel puudub huvi krooniriski maandamiseks, mis on loomulikult põhjustatud peatsest eurole üleminekust. Samal ajal on alanenud ka forvard-tehingute preemiad kõigi tähtaegade arvestuses (vt joonis 6).

Euroopa finantsturgudel palju ärevust põhjustanud Iirimaa finantssektori ja võlakoormuse probleemid pole Eesti riskihinnangutele märkimisväärset mõju avaldanud. Eesti viieaastane krediidiriski vastu kindlustamise riskipremia (CDS) on kahanenud ning püsib teiste Balti riikidega võrreldes madalam (vt joonis 7). See peegeldab nii euroalaga liitumist kui ka Eesti riigirahanduse head olukorda võrreldes mitme teise euroala riigiga.

Võlakirja- ja aktsiaturg

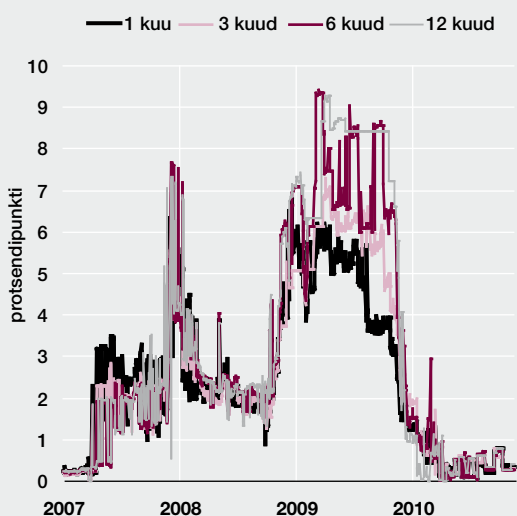
Eesti finantsvahenduses domineerib tugevatel alustel toimiv pangandussüsteem. Seetõttu on kohalik **võlakirjaturg** pakkunud turuosalistele alternatiivi, leidmaks rahastamisvõimalusi suhteliselt riskantsematele investeringutele. Võlakirjaturu maht vähenes 2008. aasta teisest poolest alates

Joonis 5. Eesti ja euroala rahaturu intressimäärad



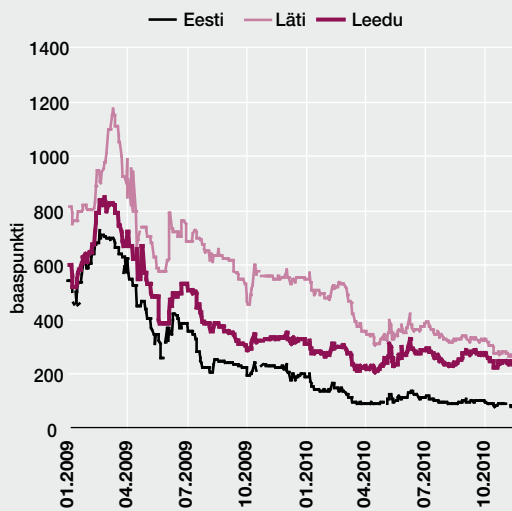
Allikad: EcoWin, Eesti Pank

Joonis 6. Eesti krooni forvardpreemiad euro suhtes



Allikad: Reuters, Eesti Pank

Joonis 7. Eesti, Läti ja Leedu riigi krediidiriski vastu kindlustamise riskipremiad



Allikad: Reuters, Eesti Pank

majanduslanguse tõttu kordades (vt joonis 8). Kapitalisatsioon oli oktoobri lõpus 8,7 miljardit krooni ehk 4% SKPst. Kohalikud reaalsektori ettevõtted moodustavad võlakirjade kogukapitalisatsioonist endiselt enamiku ehk ligikaudu 75%.

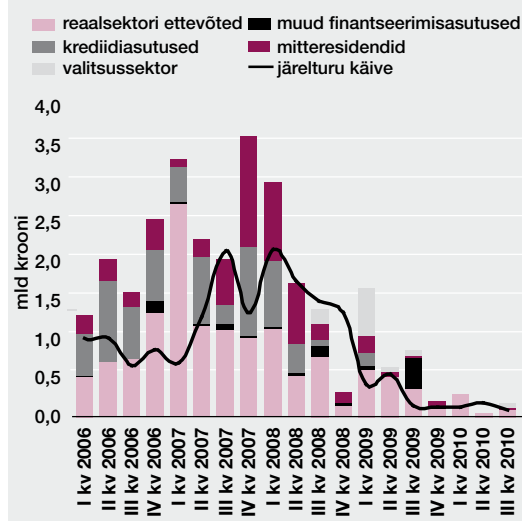
Esmasturul emiteeriti viimase poolaasta jooksul peamiselt reaalsektori ettevõtete võlakirju kogumahas 229 miljonit krooni. Nende võlakirjade keskmine kupongimäär on kõrgem kui 10%. Järelturg oli endiselt passiivne, keskmine päevakäive oli nii aasta esimesel poolel kui ka viimastes kvartalites 2 miljonit krooni, mis võrreldes 2009. ja 2008. aastaga on vastavalt ligi kaks ja 13 korda väiksem.

2010. aasta kevadel alguse saanud võlakriis mõjus negatiivselt investorite riskivalmidusele, mille tulemusel maailma juhtivate **aktsiaturgude** indeksid pöördusid langusele. Sellest ei jäänud puutumata ka Tallinna Börs. OMXT indeks kaotas kevadel saavutatud tippväärtusest suve alguseks ligi viiendiku. Olukorra stabiliseerumine maailmaturgudel ja paremad majandusnäitajad pöörasid indeksi juuli esimesel poolel taas tõusule. Novembri alguseks oli OMXT kasvanud aasta algusest saadik ligi kahe kolmandiku võrra (vt joonis 9).

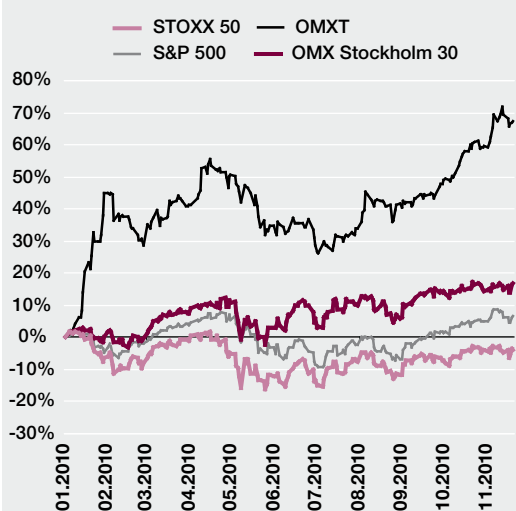
Võrreldes 2010. aasta esimese poolega oli aasta teine pool Tallinna Börsil vähem sündmusterohke. Juuni lõpus lõpetati kauplemine Norma aktsiatega, mille kapitalisatsioon moodustas 5,8% turu kogumahust. Norma lahkumine börsilt ja aktsiahindade langus suvel kahandas Tallinna Börsi kapitalisatsiooni augusti lõpuks 21,3 miljardi kroonini. Aktsiahindade tõusu taustal hakkas börsi kapitalisatsioon septembris kasvama. Oktoobri lõpuks oli Tallinna Börsi kapitalisatsioon kokku 24,4 miljardit krooni ehk 11% SKPst (vt joonis 10).

Likviidsus börsil on endiselt madal. Viimase poolaasta keskmine päevakäive oli 12,5 miljonit krooni ehk kolmandiku võrra väiksem kui 2009. aastal. Kõige enam kaubeldi viimases kahes kvartalis Olympic Entertainment Groupi ja Tallink

Joonis 8. Kvartali jooksul emiteeritud võlakirjade maht emitentide kaupa ja järelturu käive



Joonis 9. Tallinna Börsi areng võrreldes maailma aktsiaturgudega



Allikad: EcoWin, Eesti Pank

Grupi aktsiatega, mis moodustasid aktsiate kogukäibest vastavalt 31% ja 19%.

Investeeringifondid

Võlakriisi tulemusel toimunud aktsiahindade languse tõttu kahanes mõne kuu jooksul ka Eesti aktsiafondide tootlus. Seejärel tootluse tõusutrend jätkus. Oktoobri lõpus oli aktsia- ja intressifondide keskmine tootlus alates 2010. aasta algusest vastavalt 14% ja 10% (vt joonis 11). Keskmises perspektiivis ei ole aga aktsia- ega intressifondide tootlus veel positiivne. 2007. aasta algusest saadik on aktsia- ja intressifondide keskmine aastatootlus vastavalt -11,1% ning -2,6%.

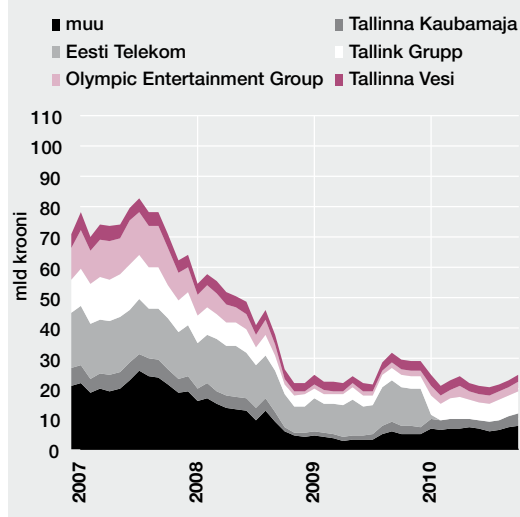
Teise samba madalaima riskiga pensionifondide osakute väärtus kasvas aasta algusest oktoobri lõpuks keskmiselt 5,4% ning kõrge riskiga fondide osakute väärtus 7,1%. Pensionifondide keskmine aastatootlus on nende loomise algusest saadik olnud 2,9–4,8%.

Võrreldes 2009. aastaga on 2010. aastal raha väljavool investeeringifondidest asendunud sissevooluga (vt joonis 12). Kahe viimase kvartali netosissemaksed investeeringifondidesse olid 154 miljonit krooni. Koos fondide tootlusega kasvas investeeringifondide varade maht oktoobri lõpuks 9,7 miljardi kroonini.

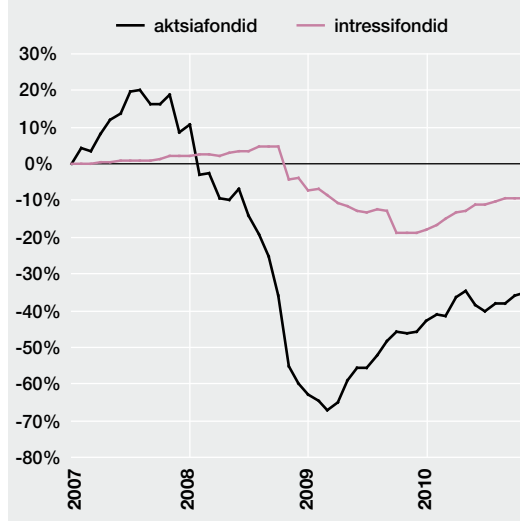
Teise samba pensionifondide **varade maht** tõusis oktoobri lõpuks 16,3 miljardi kroonini, mis on ühtlasi läbi aegade kõrgeim tulemus (vt joonis 13). Aasta algusest kasvas enim kõrgema riskiga teise samba pensionifondide varade maht 968 miljoni krooni võrra 12,4 miljardi kroonini. Kolmanda samba pensionifondide ja kindlustuslepingute varade kogumaht oli oktoobri lõpus kokku 3,8 miljardit krooni, millest 34% ehk 1,3 miljardit krooni moodustasid fondidesse paigutatud varad.

2010. aasta alguses toimus teise samba pensionifondide struktuuris muutus, mille käigus suunati märkimisväärne osa uutest sissemaksetest teise

Joonis 10. Tallinna Börsil noteeritud aktsiate kapitalisatsioon



Joonis 11. Investeeringifondide osakute keskmise hinna muutus 2007. aastast

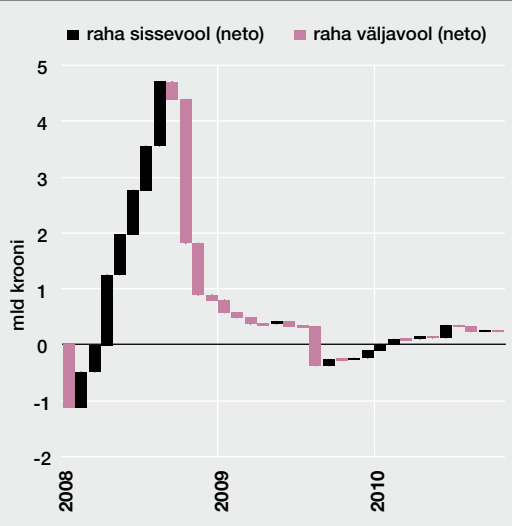


fondivalitseja hallatavasse fondi. Samas ei ole teise samba pensionifondide koguvarade struktuuris fondivalitsejate osakaalud oluliselt muutunud.

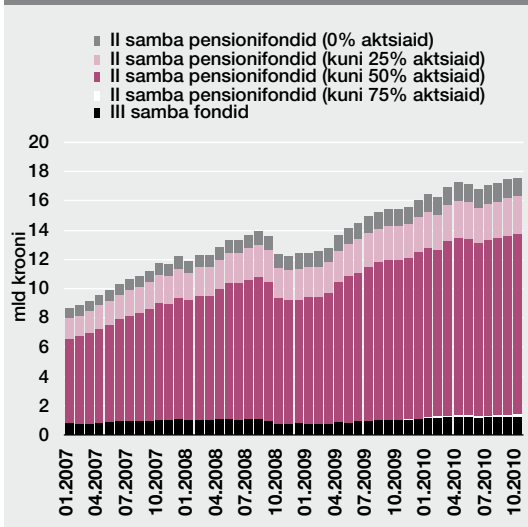
Investeeringu- ja pensionifondide **investeeringute struktuuris** on viimasel poolaastal mõnevõrra kasvanud välisvarade osakaal (vt joonis 14). Oktoobri lõpus oli välisvarade osakaal 82%. Varaklasside lõikes on liigutud riskantsemate varade suurendamise suunas. Aktsiate ja osade osakaal varades on kahe viimase kvartaliga kasvanud 8 protsendipunkti võrra 67%ni, samal ajal kui võlakirjade ja hoiuste osakaal on vähenenud 8 protsendipunkti võrra 29%ni. Seoses sellega võib fondidesse paigutatud vara väärtus muutuda edaspidi volatilisemaks.

Investeeringute geograafilises jaotuses ei ole kevadega võrreldes erilisi muutusi toimunud. Oktoobri lõpus oli valdav osa ehk 66% fondide varast investeeritud Euroopas (v.a Eesti) registreeritud väärtpaberitesse. Sellele järgnes Aasia 11% ja Põhja-Ameerika 3%ga. Euroopas kasvas üksnes Lääne-Euroopas registreeritud väärtpaberitesse paigutatud varade maht 8 protsendipunkti võrra 45%ni, samas kui ülejäänud Euroopa osakaal vähenes. Kuigi riigivõla probleemidega euroala

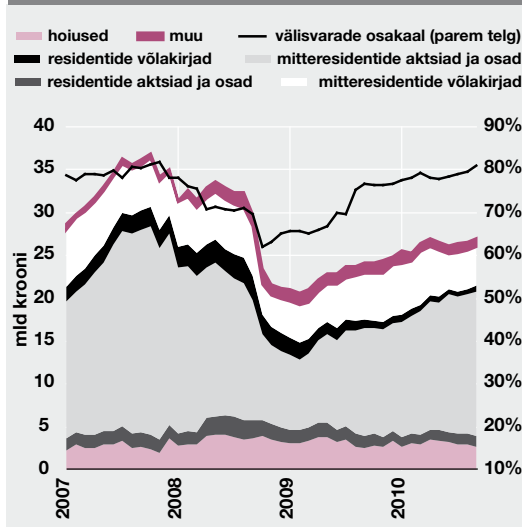
Joonis 12. Investeeringufondide kuine raha sisse- ja väljavool



Joonis 13. Pensionifondide varade maht perioodi lõpus



Joonis 14. Investeeringu- ja pensionifondide varade struktuur ja välisvarade osakaal



riikide väärtpaperite osakaal fondide varas on suhteliselt väike, võib võlakriisi süvenemine või laienemine mõjutada finantsturgude olukorda üldisemalt ning seeläbi avaldada ka teatavat negatiivset mõju Eestis registreeritud fondidesse paigutatud vara väärtusele.

PANGAGRUPPIDE TURUPÕHINE RAHASTAMINE

Emapangagruppide finantstugevus

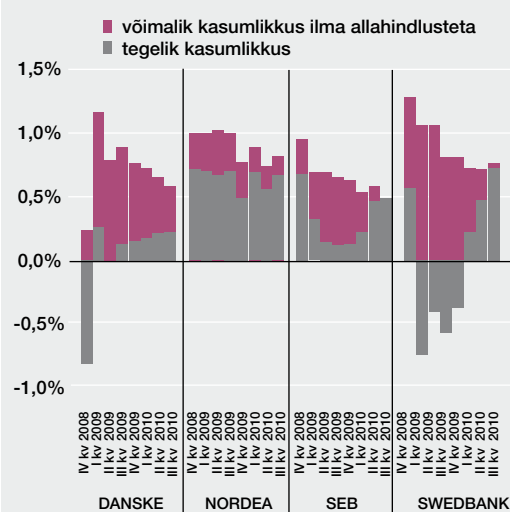
Eestis tegutsevate emapangagruppide 2010. aasta tegevustulu on võrreldes eelmise aastaga tagasihoidlikum. Madalama tulu peamine põhjus on olnud vähene uute laenude väljastamine ja kasvavad rahastamiskulud, mis on vähendanud puhast intressitulu.

Pankade **kasumlikkus** seevastu on võrreldes eelmise aastaga märgatavalt paranenud (vt joonis 15). Selle peamised põhjused on uute laenuprovisjonide ja juba olemasolevate allahindluste vähendamine seoses probleemlaenu kasvu pidurdumisega. Kasumlikkuse tase ja muutused siiski erinevad pangagruppide arvestuses. Kasumlikkus paranes allahindluste vähenemise tõttu märkimisväärselt neil gruppidel, kes olid varem teinud rohkem provisjone.

Gruppide **kapitaliseeritus** on viimastes kvartalites püsinud stabiilne. Võrreldes 2008. aasta algusega on kapitaliseeritus kõrgem. Kapitali adekvaatsuse suhtarv on paranenud enam kui 2 protsendipunkti võrra ning esmaste omavahendite suhtarv (Tier 1) 4 protsendipunkti võrra. Eestis tegutseva nelja suurema panga emapanga grupi esmaste omavahendite suhtarv oli 2010. aasta III kvartalis üle 10%.

Arvestades viimastel kuudel toimunud arengut, võib pankade kasumlikkus lähiajal paraneda, eeskätt laenuprovisjonide vähenemise toel.

Joonis 15. Pangagruppide kasumlikkus ja võimalik kasumlikkus varade allahindlusteta



Allikad: pankade avalikud aruanded, Eesti Pank

Emapankade rahastamine

Põhjamaade pangagruppide rahastamine sõltub jätkuvalt suures osas turupõhisest finantseerimisest, kuid olenevalt panga ärimudelist on vajadus selleks erinev. Enim sõltub turupõhisest rahastamisest Swedbank, kes on viimases kolmes kvartalis nii laenumahu vähenemise kui ka hoiuste kasvatamise tõttu turupõhise rahastamise vajadust vähendanud, kuid on pangagrupidest endiselt suurima välise rahastamisvajadusega (vt joonis 16). Teiste gruppide **turupõhise rahastamise** osakaal ei ole viimastes kvartalites oluliselt muutunud ning vähemalt 35% klientidele väljastatud laenudest tuleb jätkuvalt finantseerida muude vahenditega, mis teeb pangad finantsturgude arengu suhtes küllaltki tundlikuks.

Euroopa finantsturge tugevalt raputanud võlakriisi negatiivseim mõju on Põhjamaadest mööda läinud² ning investorid on hinnanud seda piirkonda turvalisemaks kui teisi. Lisaks on taandunud

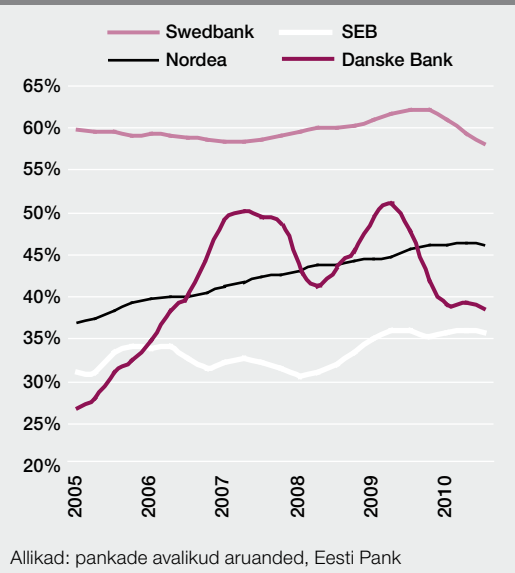
² Kuigi kriisi kõrgpunktis mais ja juunis 2010 tekitas probleeme ka neile.

ebamäärasus Baltikumist tuleneda võivate suurte laenukahjumite suhtes. Põhjamaade pangagrupid positiivsemat olukorda väljendavad nende **krediidiriski vastu kindlustamise riskipreemiad** (CDS), mis on alates selle aasta kevadest märgatavalt madalamad, võrreldes teiste Euroopa pankadega ligi 40 baaspunkti võrra väiksemad (vt joonis 17).

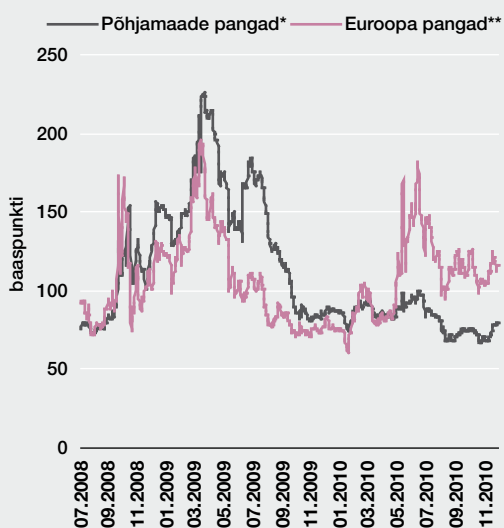
Erinevalt Euroopa lõunapoolses osas paiknevate pankadega pole suurematel Skandinaavia pankadel vahendite kaasamisega finantsturgudel püsivamaid probleeme olnud. Vastupidi, Põhjamaade pangad on suutnud kaasata üha enam **pikaajalisi vahendeid** ning nende rahastamisbaas on muutunud seeläbi stabiilsemaks (vt joonis 18).

Pangad on finantskriisi käigus ilmnenu haavatavuse tõttu seadnud eesmärgiks stabiilsema ja pikema kestusega kohustuste struktuuri, et olla

Joonis 16. Pangagruppide turupõhise rahastamise vajadus väljastatud laenudest (4 kvartali libisev keskmine)



Joonis 17. Põhjamaade ja Euroopa pankade CDS-preemiad

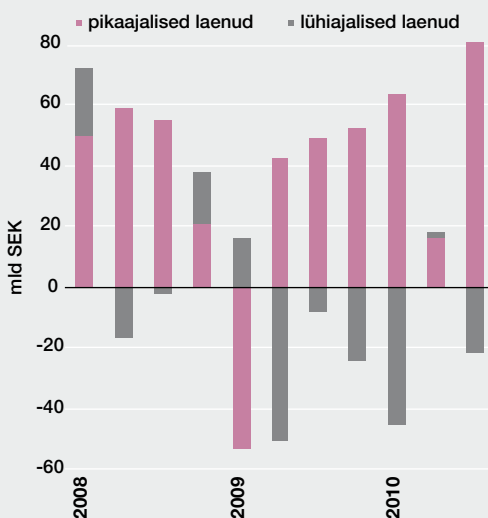


Allikad: Bloomberg, Eesti Pank

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

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

Joonis 18. Rootsi pangagruppide netolaenamine SEK instrumentides



Allikad: Rootsi statistikaamet, Eesti Pank

välismajandusest lähtuvate ootamatuste suhtes vähem tundlik. Samuti on pangad hakanud **pikemaajalisi vahendeid**³ kaasama ilmselt ka oodatavate muutuste tõttu pangandust reguleerivas õigusraamistikus. Seetõttu püütakse rahastamise tähtaegu pikendada kohe, kui turutingimused võimaldavad.

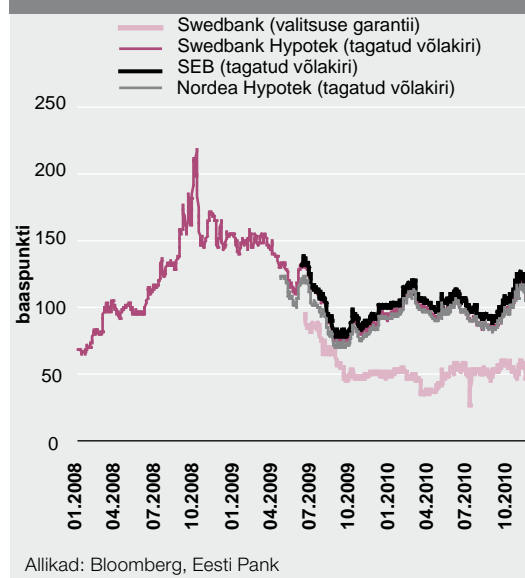
Kuni III kvartali lõpuni paranesid pankade rahastamistingimused **riskipreemia** mõningase alanemise näol (vt joonis 19). Pangagruppide ja valitsuste pikaajaliste võlakirjade intressimäärade vahe isegi langes mõnevõrra kuni septembri keskpaigani. Seejuures näitasid pankade uued mahukad emissioonid, et pankade võla finantseerimise nõudlus püsis suhteliselt tugev.

Kuna majandusareng on taas positiivne, jätkas avalik sektor erakorraliste toetusmeetmete vähendamist. Rootsi valitsuse garantiiprogrammi pikendati suvel küll neljandat korda 2010. aasta lõpuni, kuid tegu on siiski vaid teoreetilise meetmega, kuna ükski suurem pank pole seda viimase poolaasta jooksul kasutanud. Rootsi keskpang lõpetas pikaajaliste (tähtajaga kolm ja kuus kuud) laenude väljastamise turuosalistele juba 2010. aasta kevadel ja asendas need lühemate, 28päevaste laenudega. Juulis 2010 kitsendas Riksbank sellegi meetme kasutamist, tõstes nende laenude marginaali 0,3 protsendipunktilt 0,5 protsendipunktile üle repomäära, mis motiveeris panku pigem turupõhise rahastamise kasuks otsustama.

Kuni septembri keskpaigani tundus, et toetusmeetmete järkjärguline vähendamine pole pankadele raskusi valmistanud ning krediititurgude taastudes on suudetud sujuvalt ümber lülituda turupõhisele rahastamisele. Seetõttu otsustas Riksbank lõpetada erakorraliste pikaajaliste, 28päevaste laenude väljastamise turuosalistele. Selle tõsiasi selgudes septembri keskpaigas toimus Rootsi kaetud võlakirjade

³ Tähtajaga üle ühe aasta.

Joonis 19. Pankade 4 a võlakirja intressimäärade vahe Rootsi valitsuse võlakirjaga



turul küllaltki järsk meelemuutus. Rahastamise hind tõusis järsult ning pangagruppide pikaajaliste kaetud võlakirjade riskipreemia oli novembri alguseks võrreldes septembriga kerkinud ligikaudu 20–30 baaspunkti võrra. Üks tõenäoline põhjus on alanenud nõudlus nende võlakirjade järele, kuna suurimad ostjad ehk pangad ei saa selleks enam nii soodsat finantseerimist keskpanga kaudu.

Kuigi Rootsi arengusuundumused lubasid järeltada, et usaldus on taastumas ning finantsturud jälle toimimas, siis ootamatud muutused finantskeskkonnas võivad usalduse kiirelt kõikuma lüüa ning finantsturgudele tugevat negatiivset mõju avaldada. Euroopa võlakriisiga seotud riskid Põhjamaade pankade rahastamistingimustele on Põhjamaade jõudsalt taastuva majanduse, korras riigirahanduse ning riikide parema eristamise tõttu mõnevõrra vähenenud. Kui aga võlakriis paisub ning turgudel puhkeb laiem paanika, võib rahastamisolukord pöörduda ka Põhjamaade pankade jaoks vägagi ebasoodsaks. Uut ohtu kujutavad endast võimalikud

turuhäired, kui keskpangad hakkavad erakorralisi rahapoliitilisi meetmeid lõpetama. Lisaks on üha enam muutunud aktuaalseks Rootsi kodumaised riskid, mis on seotud eelkõige kinnisvaraturuga, kus hinnakasv ei peatu ning eraisikute võlakoormus üha kasvab (vt taustinfo *Rootsi kinnisvaraturu areng*).

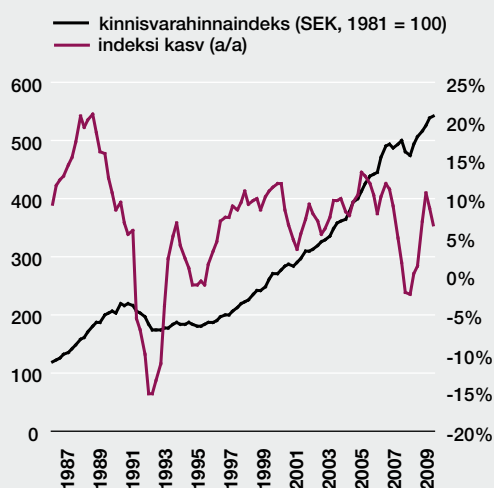
Rootsi kinnisvaraturu areng

Kuigi mitmes riigis on globaalse finantskriisi tagajärjel kokku varisenud kinnisvaraturul jäänud nii hinnatase kui ka aktiivsus madalale tasemele, ei ole seda juhtunud Rootsis. Kinnisvarahinnad pisut küll langesid (2%), kuid alates 2009. aasta II kvartalist on hinnad tõusnud ning ulatuvad täna juba kõrgemale tasemele kui enne kriisi. 2010. aasta III kvartalis oli kinnisvarahindade arengut kajastav kinnisvaraindeks 6,7% kõrgem kui aasta tagasi (vt joonis 20).

Kinnisvarahindade kasvuga sarnane areng on toimunud ka majapidamiste võlaga. Eluaseme-laenude maht, mis moodustab majapidamiste laenujäägist 80%, oli 2010. aasta oktoobris 9,1% suurem kui aasta tagasi. Kuigi Rootsi majapidamiste võlakoormus kasutatava tulu suhtes on olnud kõrge juba ligi 30 aastat, ulatus see 2010. aastal rekordilise 175%ni. Võlataseme tõustes on majapidamiste laenu-maksevõimet ohustavad riskid kasvanud, ent sellegipoolest hinnatakse praegu Rootsi majapidamiste laenumaksevõimet tugevaks. Seda toetavad madalad intressimäärad (keskmine uute väljastatud laenude intressimäär oli 2010. aasta oktoobris 3%), kõrge säästmismäär ning kasutatava tulu kasv.

Kinnisvarahindade ja võlakoormuse katkematu kasv on siiski suurendanud Rootsi pangagruppide kodumaiseid finantsstabiilsuse riske.

Joonis 20. Rootsi kinnisvarahindade areng



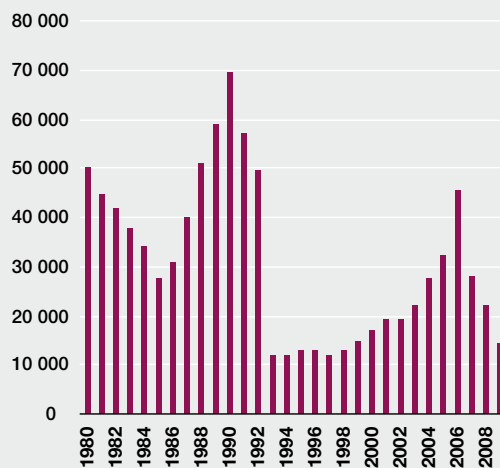
Allikad: Riksbank, Rootsi statistikaamet, Eesti Pank

Rootsi keskpang ja finantsjärelevalve on teadvustanud ohtu, et kinnisvarahindade langus ülemäärase laenukoormuse tingimustes võib halvendada pankade rahastamisvõimalusi hüpoteekide refinantseerimisel rahvusvahelistel kapitaliturgudel. Eelkõige võivad riskid realiseeruda kinnisvaraga tagatud võlakirjade kaudu, kui välisinvestorid peaksid kaotama usalduse nende võlakirjade vastu. Usalduse langus võib levida edasi kogu finantssüsteemi ning mõjutada ka teisi turge. Seetõttu kehtestas Rootsi finantsjärelevalve 1. oktoobril 2010 reegli, mille kohaselt ei tohi uute eluase-

melaenude summa suhtena eluaseme hinda (LTV) ületada 85%.

Kuigi tänane olukord Rootsis sarnaneb kinnisvarahindade ja võla kiire kasvu mõttes paljuski 1990ndate arenguga, peetakse kinnisvarahindade märkimisväärset alanemist üsna ebatõenäoliseks, kuna uuselamute arendus ei ole Rootsis kuigi aktiivne. Praegu tehakse elamuehitusse suhteliselt vähe investeeringuid ning uusi elamispindasid ehitatakse vähem kui perioodil 2006–2008 (vt joonis 21). Peale 1990ndate kriisi langesid kinnisvarahinnad ligi 30% ning elamuinvesteeringud taastusid aeglaselt. Viimase globaalse finantskriisiga taas kahanenud investeeringud on hiljuti aga uuesti suurenema hakanud ning niisamuti on edaspidi oodata uute elamispindade ehituse hoogustumist. Rootsi keskpanga hinnangul on just seni suhteliselt stabiilne elamuturu areng üks põhjus, miks on Rootsi majanduses suudetud vältida struktuurseid probleeme.⁷ Kuigi elamuinvesteeringud on nii rahvusvahelises kui ka ajaloolises võrdluses riigis endiselt madalal tasemel, võib nende märgatav suurenemine põhjustada Rootsi majandust ohustavaid riske. Seega esineb Rootsi kinnisvaraturul küll tasakaalustamatust, kuid finantsstabiilsuse seisukohalt on riskid siiski väiksemad kui üleinvesteeringu korral, nagu oli Eestis ja ka Rootsis 1980ndate lõpus ning 1990ndate alguses.

Joonis 21. Elamuehitusprojektid Rootsis



Allikad: Rootsi statistikaamet, Eesti Pank

⁷ Riksbanki artikkel „Why higher growth in Sweden than in the eurozone and the United States?“ (oktoober 2010).