

1. FINANTSTURUD

1.1. RAHVUSVAHELINE FINANTSKEKKOND

Rahvusvaheliste finantsturgude arengut on sel aastal kujundanud palju maailma piirkondade jätkuvalt leebe rahapoliitika. Finantsturgusid on samal ajal ärevil hoidnud Hiina majanduskasvu aeglustumine ja Ameerika Ühendriikide rahapoliitiliste intressimäärade võimalik tõstmine. Nende sündmuste tõttu on suurenenud väärtpaberitur-gude volatiilsus.

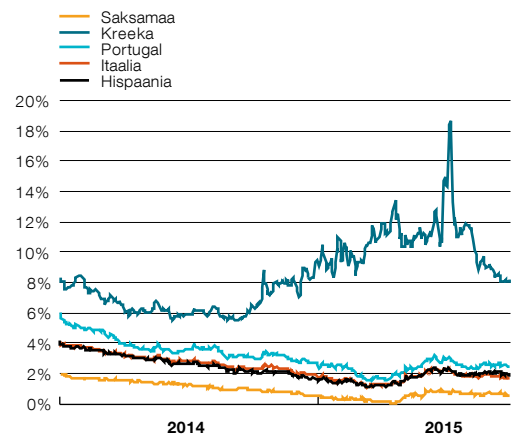
Euroala **võlakirjaturgudel** on intressimäärad alates aprilli keskpaigast tõusnud, eriti pikaajalise tähtajaga võlakirjade oma (vt joonis 1.1.1). Selle tõusu taga olid osaliselt euroala oodatust positiivsemad majandusnäitajad ja inflatsiooniootuste kasv, kuid suurel määral ka turutehnilised tegurid¹. Oma osa võis olla Kreeka võlaprogrammi läbi-rääkimiste venimisel ja ebaselgusel riigi tuleviku suhtes. Selle tulemusel suurenesid pisut euroala ääriiriikide võlakirjade intressivahed Saksamaa võlakirjadega ning euroala aktsiaturud langesid.

Juba varem esile kerkinud kartus Hiina majanduskasvu aeglustumise pärast tõi suvekuudel kaasa närvilisuse arenevate riikide **aktsia- ja valuutaturgudel**. Augusti teisel poolel kandus see arenenud riikide aktsiaturgudele, kus hinnad järsult langesid ja volatiilsus hüppeliselt suurenes (vt joonis 1.1.2 ja 1.1.3). Valuutaturgude muutlikkus samuti kasvas. Hiina keskpanga jõulised tugimeetmed aitasid turgusid mingil määral rahustada, kuid arenevate riikidega seotud riskid on viimastel kuudel märgatavalt suurenenud. Hiina majanduse negatiivsed suundumused võivad nii otseselt kui ka kaudselt mõjutada kogu maailma majandust.

Hiina majanduse väljavaate halvenemise tõttu on toorainete hinnad viimastel kuudel kiiresti langenud. See raskendab keskpankadel inflatsioonieesmärgi saavutamist. Maailmamajanduse kasvu suhtes valitseva ebakindluse ja madalatest toormehindadest tingitud aeglase inflatsiooni tõttu on maailma peamiste keskpankade **raha-poliitika** jätkuvalt leebe. Paljudelt keskpankadelt oodatakse järgmise poole aasta jooksul raha-poliitika edasist leevendamist.

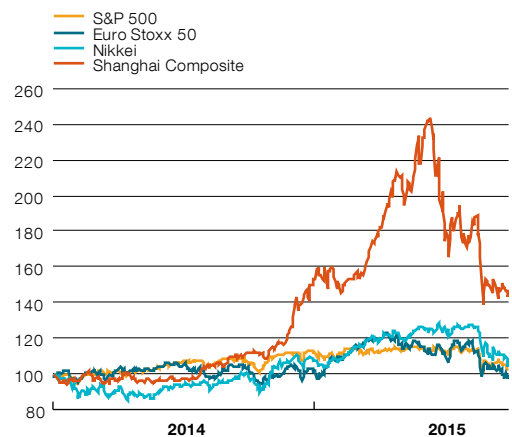
¹ Mahukate pikkade positsioonide likvideerimine vähese likviidsuse tõttu ja võlakirjade pakkumise suurenemine

Joonis 1.1.1. Euroala riikide kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade intressimäärad



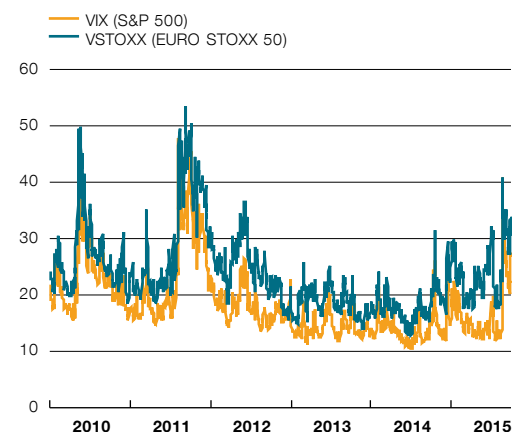
Märkus. Viimane vaatlus 30.09.2015
Allikas: Bloomberg

Joonis 1.1.2. Peamised aktsiaindeksid (1. jaanuar 2014 = 100)



Märkus. Viimane vaatlus 30.09.2015
Allikas: Bloomberg

Joonis 1.1.3. Aktsiaturgude volatiilsust kajastavad indeksid



Märkus. Viimane vaatlus 30.09.2015
Allikas: Bloomberg

Rahapoliitiliste intressimäärade tõstmine on tähelepanu keskmes nii Ameerika Ühendriikides kui ka Ühendkuningriigis, kuigi inflatsioon on mõlemas riigis püsivalt aeglane. Septembri alguses otsustas föderaalreserv baasintressimäärade tõstmise edasi lükata, viidates arenevate turgude probleemidele. Oktoobri alguses avaldatud tööturustatistika oli aga oodatust märgatavalt kehvem ja tekitas turgudel küsimusi ka Ameerika Ühendriikide enda majandusarengu kestlikkuse kohta. Baasintressimäärade tõusu ootus lükati seega jälle mõnevõrra edasi. Baasintressimäärade tõstmine Ameerika Ühendriikides võib lisaks riigi enda finantsturgude stabiilsuse ja majanduskasvu väljavaate ohustamisele avaldada negatiivset mõju teistele, eelkõige arenevatele riikidele. Ameerika Ühendriikide ja euroala erinev rahapoliitika võib aga tekitada maailma finantsturgudel suuremat volatiilsust.

Kreeka ja euroala riikide vahel augustis saavutatud võlaprogrammi kokkulepe on Kreekast lähtuvaid riske mõnevõrra vähendanud. Riigi võimekust abiprogrammi tingimusi täita hindavad turuosalisel aga kesiseks, mistõttu võivad Kreekaga seotud probleemid taas kiiresti päevakorda tõusta. Peale riigi suure võlakoormuse on Kreekas probleemiks valitsuse ja pankade suur omavaheline sõltuvus. Sarnane olukord valitseb ka mõnes teises euroala riigis, kus võlakoormus on viimasel ajal pigem kasvanud. Turutingimuste halvenemine võib riikidele kaasa tuua võla teenindamise raskusi, mis võivad omakorda seada ohtu euroala pangandussektori stabiilsuse.

Euroopa Liidu suurte pangagruppide kasumlikkus nii möödunud aastal kui ka selle aasta esimesel poolel paranes, kuid jäi siiski väikeseks. Kasumlikkust mõjutab jätkuvalt laenuportfelli halb kvaliteet ja laenuallahindluste tegemise vajadus. Euroopa Pangandusjärelevalve andmetel² moodustas Euroopa Liidu suurte pangagruppide restruktureeritud ja üle 90 päeva maksetähtaega ületavate laenude maht tänava esimeses kvartalis keskmiselt 6,8% pankade laenuportfelist. Lisaks pärsib võimet tulu teenida väikese majanduskasvu ja madalate intressimäärade keskkond. Osa pankadele avaldab mõju ka Hiina ja teiste arenevate turgude negatiivne väljavaade.

Rahvusvaheliste finantsturgude areng mõjutab **Eesti finantsvahendajaid** nende väärtpaberinvesteeringute väärtuse muutuse kaudu. Väärtpaberite hindade suur langus kahandab nii pankade kui ka kindlustusseltside ja pensionifondide investeeringute väärtust. Lisaks mõjutavad rahvusvahelistel finantsturgudel kehtivad tingimused siinsete pankade rahastamist emapangagruppide kaudu, kes rahastavad end suures ulatuses turupõhiselt. Investorite riskihuvi vähenemise ja riskipreemiate suurenemise korral võib rahastamine muutuda keerukamaks ja kallimaks. See võib omakorda raskendada siinsete pankade likviidsusjuhtimist ja rahastamist ning vähendada laenupakkumist.

1.2. EESTI FINANTSTURUD

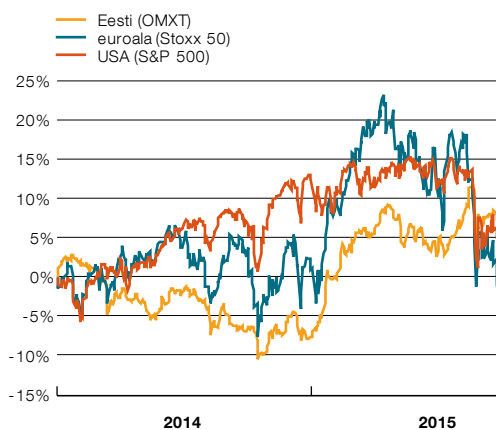
Väärtpaberiturud

Eesti väärtpaberiturumäht ja aktiivsus on väike (vt ka finantssektori struktuuri ülevaadet lisas 3). Eesti väärtpaberiturult ei lähtu seega olulisi riske siinse finantssüsteemi toimimisele.

Võlakirjade esmasturg ei olnud selle aasta esimesel kaheksal kuul jätkuvalt kuigi aktiivne. Uusi võlakirju emiteerisid vaid üksikud ettevõtted, kokku 29 miljoni euro eest. Emiteeritud võlakirjade kogumaht kasvas augusti lõpus aasta võrdluses 7%, 579 miljoni euroni ehk 2,9%ni SKPst.

Ebakindluse tõttu Hiina ja teiste arenevate turgude majanduse ja väljavaate suhtes hakkasid maailma aktsiaturud augusti lõpus järsult langema. See

Joonis 1.2.1. Tallinna börsi indeksi ja muude atsiaindeksite muutus 2014. aasta algusest



Allikad: Bloomberg, Eesti Panga arvutused

² European Banking Authority, Risk Dashboard Q2 2015, lk 9

mõjutas ka Tallinna börsil kaubeldavate ettevõtete aktsiate hindu. Teiste, suuremate aktsiaturgudega võrreldes oli Tallinna börsi langus siiski väiksem (vt joonis 1.2.1). Hoolimata hindade mõningasest alanemisest oli indeks OMXT augusti lõpus ligikaudu 16% kõrgem kui aasta alguses.

Nii tehingute arv kui ka maht olid aasta esimesel kaheksal kuul peaaegu viiendiku võrra suuremad kui aasta tagasi. Tehinguid on tänava tehtud keskmiselt 12,7 miljoni euro eest kuus. Investorite hulgas on endiselt enim residendist investoreid: augusti lõpus 62% kogu turu kapitalisatsioonist, 2 protsendipunkti rohkem kui aasta varem.

Investeeringis- ja pensionifondid

Pensionifondide varade maht kasvas tänava augusti lõpus aastaga 17%, millest peaaegu üheksa kümnendikku moodustasid uued sissemaksed. Investeeringisfondide varade maht seevastu kahanes, aasta võrdluses 11%, aga erinevalt pensionifondidest raha väljavoolu tõttu.

Ebakindluse järsk suurenemine turgudel augusti lõpus mõjutas investeeringis- ja pensionifondide tootlusi (vt joonis 1.2.2). Teiste fondidega võrreldes kannatasid enim aktsiafondid, mille osakute hinnad alanesid augustis juuliga võrreldes peaaegu 6%. Aasta algusega võrreldes jäi siiski nii aktsia- kui ka pensionifondide osakute hinna tõus positiivseks, vastavalt 0,8% ja 1,6%. Intressifondide osakute keskmine hind oli aga augusti lõpus 1,9% madalam kui aasta alguses.

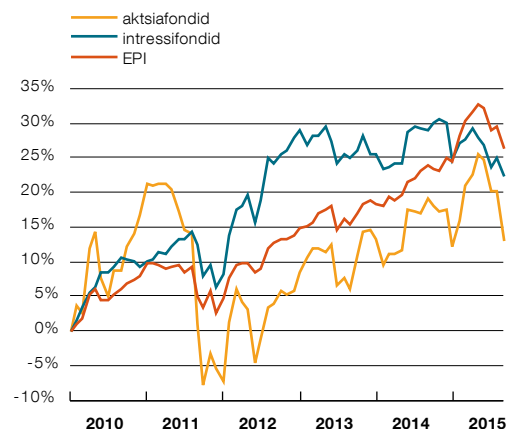
1.3. PANGAGRUPPIDE TURUPÕHINE RAHASTAMINE

Emapangagruppide finantstugevus

Põhjamaade pankade tegevuskeskkonda on selle aasta esimesel poolel mõjutanud kõige enam nii keskpankade meetmed majanduse elavdamiseks kui ka väärtpaberiturgude heitlikkus. Taani keskpanga hoiustamise püsivõimaluse intressimäär on püsinud negatiivne juba alates 2013. aastast. Rootsi keskpank kehtestas negatiivse repomäära³ selle aasta alguses ning langetas seda märtsis 15 ja juulis veel 10 baaspunkti (vt joonis 1.3.1). Lisaks on jätkatud riigivõlakirjade ostukavaga.

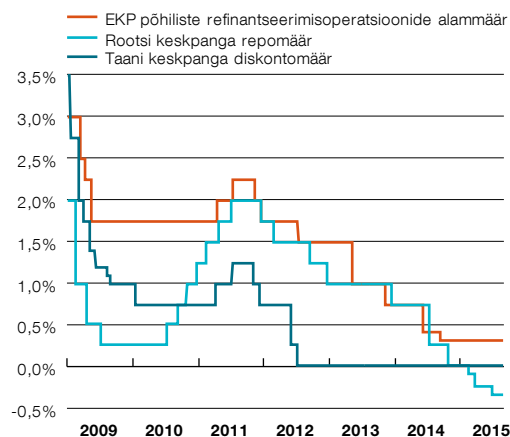
³ Keskpangas hoiustamise intressimäär on olnud negatiivne juba alates 2014. aastast.

Joonis 1.2.2. Fondiosakute puhasväärtuse ja EPI indeksi muutus 2010. aasta algusest



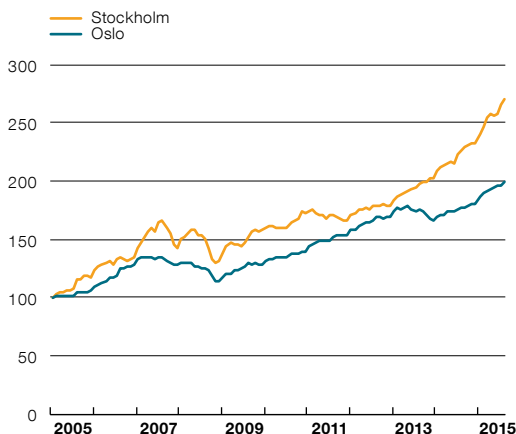
Allikad: Pensionikeskus, Eesti Pank

Joonis 1.3.1. Rahapoliitilised intressimäärad



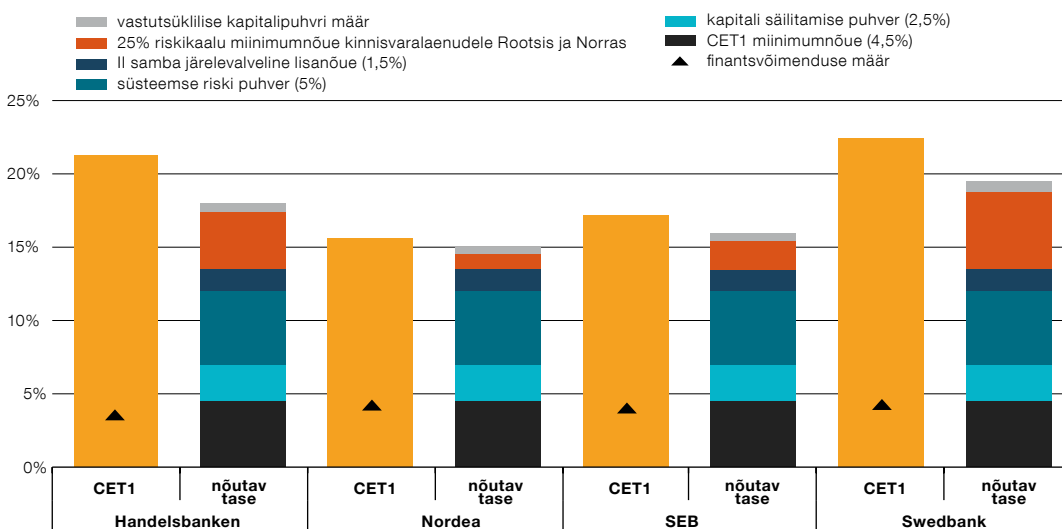
Allikas: Reuters Ecowin

Joonis 1.3.2. Stockholmi ja Oslo korterite hinnaindeksid (jaanuar 2005 = 100)



Allikad: Valueguard, Real Estate Norway, Eesti Panga arvutused

Joonis 1.3.3. Rootsi suurte pangagruppide esimese taseme põhiomavahendid (CET1) nõutava tasemega võrreldes ja finantsvõimenduse määr II kvartalis 2015



Allikas: Rootsi finantsinspeksioon

Tänu ekspansivsele rahapoliitikale on laenude teenindamise kulu väike. Kuigi leebe rahapoliitika peaesmärk on soodustada investeringuid, võib see samal ajal suurendada majanduse tasakaalustamatust. Üks oluline ohuallikas on Põhjamaades see, et odav laenu raha suundub kinnisvarasektorisse. Pikad tagasimaksetähtjad⁴ ning praegused väikesed laenu teenindamiskulud on suurendanud kinnisvara tagatisel laenamise atraktiivsust. Piiratud pakkumise juures on kinnisvara hinnad jätkuvalt tõusnud (vt joonis 1.3.2).

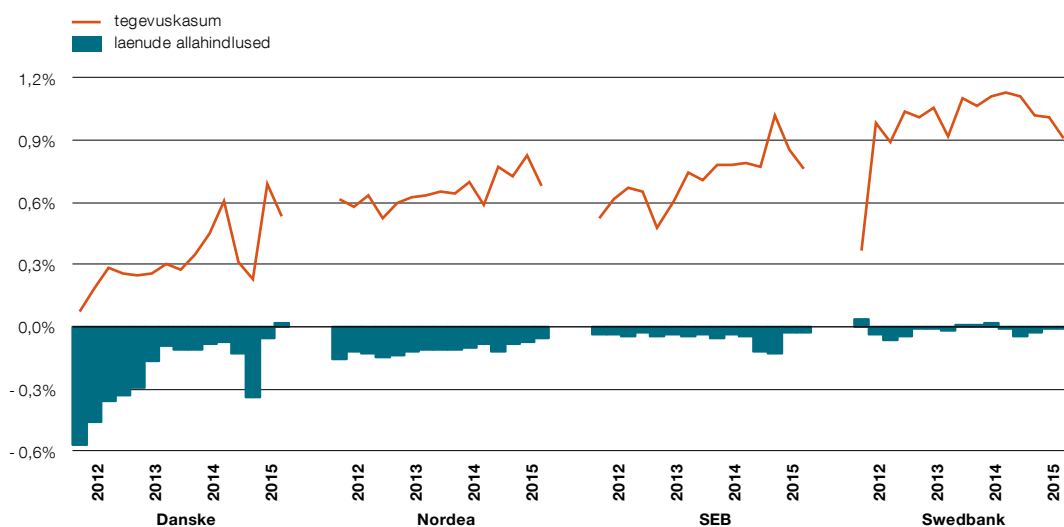
Finantsstabiilsust ohustavad nii majapidamiste suure võlakooormuse kui ka tagatisvarade võimaliku ülehinnatusega seotud riskid. Põhjamaad on suure tähelepanu all, kuna Taani, Norra ja Rootsi majapidamiste võlakooormus on Euroopa suurimate seas. Siin on esmane oht see, et juhul kui laenu teenindamise kulude kasvu tõttu jääb tarbimiseks vähem vahendeid, siis majapidamiste tarbimiskäitumine tõenäoliselt muutub. See viiks omakorda sisenõudluse kahanemiseni. Kaasnev kinnisvara hindade langus tähendaks muu hulgas ka seda, et pankade tagatisvarade väärtus väheneb. Kessem sisenõudlus ja võimalik laenu teenindamiskulude kasv suurendaks probleemsete laenude osakaalu. Pankade haavatavust suurendaks ka ressursi hinna tõus.

⁴ Näiteks Rootsis on levinud võimalus tasuda pikema aja vältel ka ainult intressikulud.

Pankade toimekindlus sõltub suurel määral nende **kahjumite kandmise võimest**. Senine kasumlikkus ja järelevalveasutuste karmistatud nõuded on suurendanud Eestis tegutsevate pangagruppide kapitaliseeritust (vt joonis 1.3.3). Euroopa Liidu uuendatud arvestusmeetodite kohaselt on Eestis tegutsevate pangagruppide kapitaliseerituse tase rahvusvahelises võrdluses küllaltki kõrge: Swedbanki esimese taseme põhiomavahendid on riskiga kaalutud varade suhtes suuremad kui 22%, SEB omad suuremad kui 17% ning Nordea ja Danske omad 14–16% juures. Tagasivaatavad riskihinnangud ei pruugi siiski anda piisavalt täpset hinnangut tulevase arengu kohta. Pangagruppide finantsvõimenduse määr ehk omavahendite suhe koguvaradesse püsib seega vaid 4–5% juures.

Põhjamaade pangagrupid on praeguses majanduskeskkonnas seni hästi toime tulnud (vt joonis 1.3.4). Tänu väikestele laenu teenindamise kuludele on probleemsete laenude hulk ja laenukahjumid kahanenud. Pankadel tuleb nii keskpankadele kui ka teistele turuosalistele maksta vabade vahendite hoiustamise eest tasu. Samal ajal küsivad nad ka ise tasu suurtelt institutsionaalsetelt klientidelt. Pankade intressi- ja teenustasutud ei ole kokkuvõttes oluliselt vähenenud. Suurt tähelepanu on pööratud kulude kokkuhoiule ning see on tulukust toetanud. Kui 2014. aastal suurenesid kasumid ka tänu bilansimahtude

Joonis 1.3.4. Põhjamaade pangagruppide tegevuskasumi ja laenude allahindluste suhe varadesse



Allikas: pangagruppide avalikud aruanded

kasvule, siis 2015. aasta esimesel poolel, iseäranis teises kvartalis, mõjutas nii bilansi- mahte kui ka kasumlikkust negatiivselt väärtpa- beriturgude suurem volatiilsus.

Praeguses majandus- ja õigusnõuete keskkonnas on pangagrupid jätkanud ka edasise **tegevusstrateegia ülevaatamist. Nordea grupp** on teatanud kavast lihtsustada veelgi grupi struktuuri ning võimaluse korral – selleks on vaja ka asjaomaste asutuste nõusolekut – liita senised tütarpankad Rootsis registreeritud emapangaga. Samme selles suunas on juba ka astunud. Möödunud aastal viidi grupi olulisemad filiaalid tütarpankade alluvusest otse Rootsis asuva emapanga alla.

Danske Banki grupp on jätkanud väljumist Iirimaa ja Baltimaade erasikulaenude jaeturult. Eestis on seni vähendatud eraklientide rahastamist ja sulgetud teenindussaaled. Teatatud on kavast müüa Läti ja Leedu jaeportfellid Swedbankile, tehingu lõpuleviimiseks on vaja asjaomaste asutuste luba.

Makrofinantsjärelevalve meetmed

Madalate intressimäärade keskkonnas püütakse pangandussektorile suunatud nõuete ja piirangutega **vähendada riskide edasist kuhjumist ning suurendada pankade kapitaliseeritust.**

Rootsis on ilma üleminekuajata võetud kasutusele 2,5% kapitali säilitamise puhvri nõue ja süsteemselt olulistele pangagruppidele kehtib 5% süsteemse riski puhvri nõue. Pankadel tuleb alates 2016. aasta juunist hoida nii Rootsis kui ka Norras väljastatud laenude katteks vastutsüklilise puhvri nõude täitmiseks 1,5% ulatuses esimese taseme omavahendeid.

Kinnisvaralaenudest tulenevate ohtude vähendamiseks on Rootsis seatud pankadele 25%-suurune minimaalne lubatav kinnisvaralaenu riskikaal. Lisaks on tähelepanu all ka ettevõtelaenu riskikaalud. Tagasisivaataval arvestusel põhinevad riskihinnangud ei pruugi aga olla piisavalt konservatiivsed tulevaste riskide hindamiseks. Rootsi järelevalveasutus on teatanud, et alates 2015. aasta kolmandast kvartalist hakatakse suurte pangagruppide kohta avalikustama kapitali järelevalvelise lisanõude komponente.

Nii majapidamiste võlakoormuse suurenemist kui ka kinnisvara hindade tõusu on soodustanud muu hulgas laenuvõtjate pikenemine. See tähendab, et väljastatakse laene, kus klient peab pangale püsivalt tagasi maksma vaid intressikuluseid. Rootsi järelevalveasutus on seetõttu teatanud kavast jõustada nõuded, mille kohaselt laenuvõtjad, kelle laenu põhiosa on suurem kui 70% tagatise väärtusest, peavad igal aastal maksma lisaks intressidele tagasi ka vähemalt

2% laenu põhiosast. Kliendid, kelle laenu jääk moodustab tagatise väärtusest 50–70%, peaks selle kava kohaselt igal aastal vähendama laenu põhiosa vähemalt 1% jagu. Tagamaks nende soovitude õiguskindlust, on tehtud ettepanekud järelevalveasutuse mandaadi laiendamiseks.

Norras peab pankade esimese taseme põhi-omavahendite suhtarv olema 2016. aasta keskpäigaks vähemalt 11,5%: 4,5% põhinõue, 2,5% kapitali säilitamise puhvri nõue, 3% süsteemse riski puhvri nõue ning praegune 1% vastutsükli- lise puhvri nõue, mis tõuseb 2016. aasta juunis 1,5%ni. Alates 1. juulist 2015 kehtib süsteemselt olulistele pankadele ka 1% lisanõue, mis kerkib 2016. aasta juulis 2%ni. Lisaks tuleb pankadel kodumaiste kinnisvaralaenude puhul kapitali- nõuete arvestamisel kasutada vähemalt 20% laenu makseviivitusest tingitud kahjumäära (ingl *loss given default*, LGD).

Taanis suurendatakse süsteemselt oluliste pankade kapitali lisapuhvri nõudeid järk-järgult 2019. aastaks 1–3%ni vastavalt iga panga kate- gooriale. Taanis rakendatakse ka kapitali säilita- mise ja vastutsükli- lise puhvri nõuet ning mõlemad on kavas tõsta 2019. aastaks 2,5%ni. Alates 2015. aasta novembrist kehtib kinnisvaralaenude väljastamisel 5% omafinantseeringu määra nõue.

Taani finantsstabiilsuse nõukogu tõi oma sügi- seses hinnangus olulise riskina välja kohaliku kinnisvaraturu hinnatõusu jätkumise. Nõukogu juhtis ka tähelepanu riskide suurenemisele, mis võib kaasneda suurema tulu otsingutega, juhul kui madalad intressimäärad jäävad püsima. Silmas on peetud peamiselt väärtpaperiposi- sioonidega seotud riske. Nõukogu soovitas aga makrofinantsjärelevalve eest vastutaval ministeeriumil jätta vastutsükli- lise puhvri määr 0%le.

Emapangagruppide rahastamine ja likviidsus

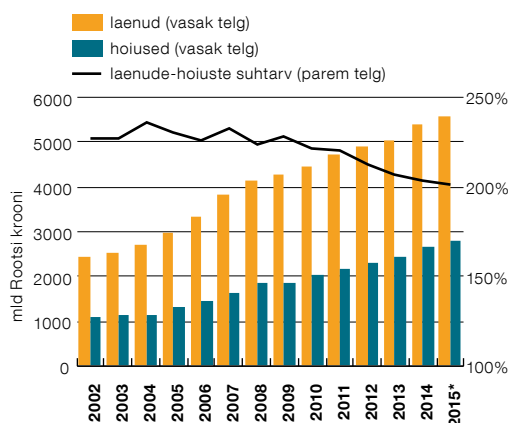
Kuna suur osa Rootsi pankadest rahastab end jätkuvalt valdavalt finantsturu kaudu, on nad haavatavad finantsturu šokkide suhtes. Finantsturgudel kaasatud rahastamisest moodustavad peaaegu 60% välisvaluutas emiteeritud väärtpaperid, kusjuures lühiajaliste väärtpaperite seas on välisvaluuta omade osakaal üle 90%.

Niisugune rahastamise struktuur on seetõttu haavatav eeskätt välisinvestorite riskihinnangute muutuste suhtes, eriti just lühiajalise rahastamise puhul. Lisaks on pangagrupid omavahel tihedalt seotud, kuna nad on omandanud üksteise väärt- pabereid. Ühe panga raskused võivad seega ohustada kogu pangandust.

Pangandussektori haavatavust on aidanud vähendada Rootsis 2013. aastal kehtima hakanud lühiajalise likviidsuskattekordaja alammäär⁵, mida kõik emapangagrupid ka täidavad. Pangad on oma aruannetes märkinud, et kui ligipääs tururahastamisele peaks täielikult katkema, siis jätkub neil likviidseid vahendeid rohkem kui 12 kuuks. Lisaks on viimasel viiel aastal hoiuste osakaal laenude rahastamises mõnevõrra suure- nenud, sest hoiuste maht on kasvanud kiiremini kui laenuportelli oma (vt joonis 1.3.5). Tänu sellele on finantsturupõhise rahastamise roll reaalsektori laenude finantseerimises mõneti vähenenud.

Rootsi keskpank juhib siiski oma viimases finants- stabiilsuse ülevaates⁶ taas tähelepanu Rootsi krooni likviidsusriskile. Kuna mõne pangagrupi likviidsus- kattekordaja on Rootsi krooni arvestuses olnud kohati madal, on keskpank soovitanud finantsjä- relevalveasutusel seada Rootsi krooni lühiajalise likviidsuskattekordaja alammääraks 60%.

Joonis 1.3.5. Residentide laenude-hoiuste suhtarv Rootsis



*juuli 2015 seisuga
Allikad: Rootsi statistikaamet, Eesti Panga arvutused

5 Selle järgi peab Rootsi kaheksal suurel pangagrupil olema piisavalt likviidseid vahendeid, et katta stressiolukorras esimese 30 päeva rahastamisvajadus nii üldises kui ka eraldi euro ja USA dollari arvestuses.

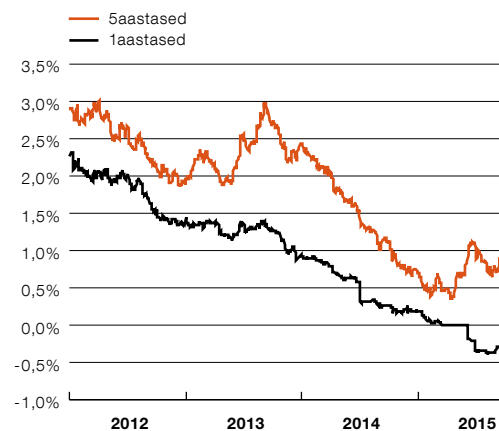
6 [Rootsi keskpanga Financial Stability Report 1/2015](#)

Rootsi emapankade finantsturupõhist rahastamist on seni toetanud nende tugev kapitaliseeritus ja küllaltki hea kasumlikkus, lisaks suhteliselt tempokas majanduskasv. Finantsturupõhise rahastamise hinda mõjutavad aga ka üldised finantsturu suundumused väljaspool panku. Kui suve hakul ebakindlus turgudel Kreeka sündmuste tõttu suurenes, siis pikaajaliste, sh emapankade emiteeritud võlakirjade turu intressimäärad tõusid (vt joonis 1.3.6). Pärast Kreeka probleemide mõningast taandumist intressimäärad küll alanesid, kuid augusti lõpus kasvas turgude ebakindlus taas, sest Hiina ja teiste arenevate turgude majanduse väljavaade oli halvenenud. Emapankade lühiajaliste võlakirjade intressimäärad on seevastu püsinud tänu leelebele rahapoliitikale väga madalal, aasta teisel poolel isegi negatiivsed.

Turuosaliste riskihinnangud emapankade maksevõimele on 2015. aasta teisel poolel turgude suurema ebakindluse tõttu mõnevõrra halvenenud. Emapankade krediidiriski vastu kindlustamise lepingute preemiad jäid siiski viimaste aastatega võrreldes suhteliselt väikeseks (vt joonis 1.3.7).

Emapankade rahastamist ja likviidsust võib ohustada Rootsi kinnisvara hindade järsk langus. Kui samal ajal halveneb ka kinnisvaratagatise laenude portfelli kvaliteet, võib tekkinud olukord mõjutada negatiivselt investorite riskihinnanguid kaetud võlakirjade suhtes. Emapankadel võib seetõttu olla kallim ja keerulisem võlakirju emiteerida.

Joonis 1.3.6. Rootsi emapangagruppide kaetud võlakirjade tulumäär



Märkus. Swedbanki, SEB ja Nordea võlakirjade aritmeetiline keskmine
Allikad: Bloomberg, Eesti Panga arvutused

Joonis 1.3.7. Rootsi emapangagruppide krediidiriski vahetustehingute preemia



Märkus. Swedbanki, SEB ja Nordea preemiate aritmeetiline keskmine
Allikad: Bloomberg, Eesti Panga arvutused

7 Rootsi emapankade krediidiriski vastu kindlustamise lepingu tehingute maht on viimasel kahel aastal olnud tagasihoidlik. Nende instrumentide likviidsus on seetõttu väike.