

LISA 1. MADALATE INTRESSIMÄÄRADE MÕJU FINANTSSEKTORILE

Väikese majanduskasvu ja aeglase inflatsiooni tõttu on keskpangad üle kogu maailma viinud viimastel aastatel ellu leebet rahapoliitikat, mis on kaasa toonud erakordselt madalad intressimäärad. Sellise rahapoliitika eesmärk on võidelda deflatsiooniga ja aidata kaasa majanduskasvule, kuid sellega võivad samal ajal kaasneda finantssektori toimimist ohustavad muutused. Kuna madalate intressimäärade keskkond jääb tõenäoliselt püsima ka keskpikas väljavaates, on oluline hinnata, milline võib olla selle mõju Eesti finantssektorile.

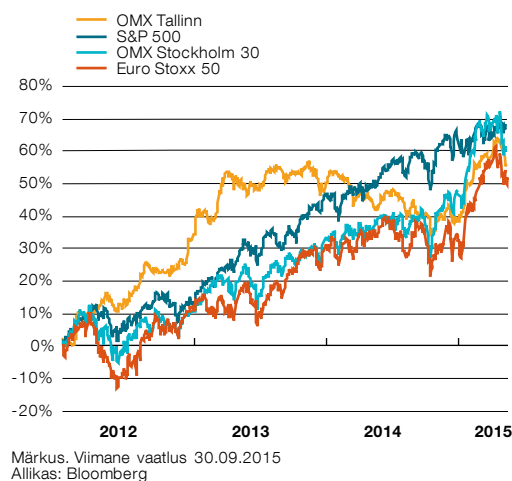
Madalate baasintressimäärade tõttu valitseb turgudel suur rahapakkumine ja keskpangad ostavad riigivõlakirju, mis kahandab võlakirjade tootlust. Investorid otsivad seetõttu muid varasid, kuhu raha paigutada, ning võtavad tootluse säilitamise nimel suuremaid riske. See toob kaasa varade hindade tõusu. Juhul kui riskihinnangute aluseks olevad tingimused peaks muutuma, võib suurele varahindade tõusule järgneda nende järsk ja tugev korrektsioon. Sõltuvalt finantsasutuste varade ja kohustuste struktuurist mõjutab intressimäärade tase nende tuluteenimisvõimet ja pikas vaates ka maksevõimet. Lisaks võib suure rahapakkumise ja madalate intressimäärade keskkond koos pangandust puudutavate õigusnormide karmistumisega soodustada pangandusvälise laenuvahenduse levikut.

Mõju varahindadele

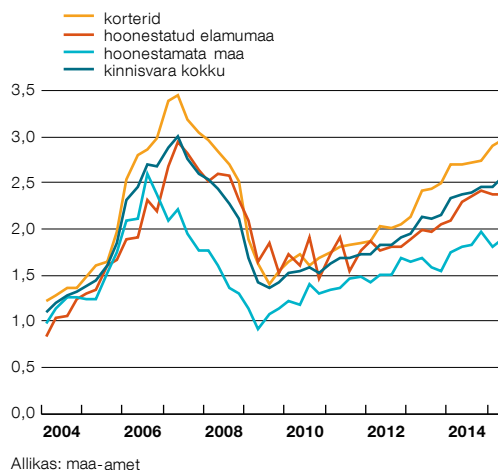
Kuna Eesti väärtpaberiturgude maht on väike ning kohaliku finantsturu osalistel ei ole seal suuri positsioone, ei mõjuta siinsete väärtpaberiturgude sündmused märkimisväärselt Eesti finantssektori stabiilsust. Varahindade kallinemisega üleilmsetel väärtpaberiturgudel on siiski kaasnenu aktsiahindade tõus ka **Tallinna börsil**. Tallinna börsi arengut on mõjutanud nii Eesti majanduse suhteliselt kiire kasv kui ka riigi asukoha ja peamiste kaubanduspartneritega seotud riskid. Kokkuvõttes on siinse börsi aktsiaindeks alates 2012. aasta algusest tõusnud üsna sarnases tempos euroala ja Põhjamaade noteeritud aktsiate hindadega (vt joonis L1.1).

Lisaks finantsvarade hindadele võivad madalate intressimäärade mõjul tõusta ka **kinnisvara hinnad**. Kuna finantsvarade tootlus on väike, muutub kinnisvarasse investeerimine atraktiivsemaks. See mõjutab aga kinnisvaraturu aktiivsust ja hinnataset. Lisaks on tänu madalatele intressimääradele rahastamiskulud väiksemad, mistõttu saab teha laenude abil suuremaid investeeringuid. Kinnisvara hinnad on Eestis

Joonis L1.1. Aktsiaindeksite muutus 2012. aasta algusest



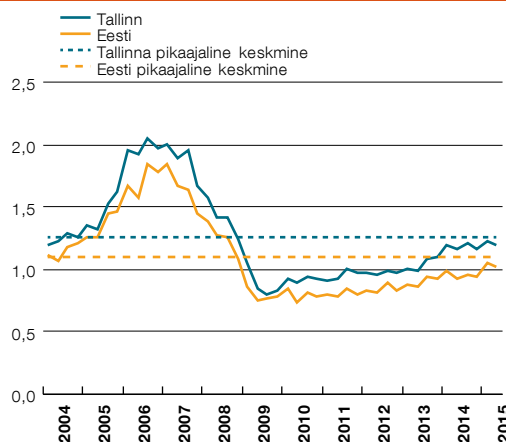
Joonis L1.2. Kinnisvara hinnaindeksid (III kvartal 2003 = 1)



viimastel aastatel tõusnud küllaltki tempokalt, kiiremini kui on kasvanud majandus (vt joonis L1.2). Kinnisvara hinnad on kerkinud siiski madalalt tasemelt, sest nende korrektioon pärast kriisi oli üsna ulatuslik.

Kinnisvara hindade kõrvalekallet majanduse põhinäitajate pikaajalisest suundumusest saab hinnata kinnisvara hinna ja sissetuleku suhtarvu erinevusega selle pikaajalisest keskmisest. Tallinna ja Eesti korterite mediaanhinna ja brutokuupalga suhtarvud kerkisid 2015. aasta teises kvartalis pikaajalise keskmise lähedale, kuid jäid siiski madalamaks (vt joonis L1.3). Sissetulekute kiire kasv ei pruugi siiski olla kooskõlas majanduse pikaajalise kasvusuundumusega.

Joonis L1.3. Korteritehingute mediaanhinna ja brutokuupalga suhtarv



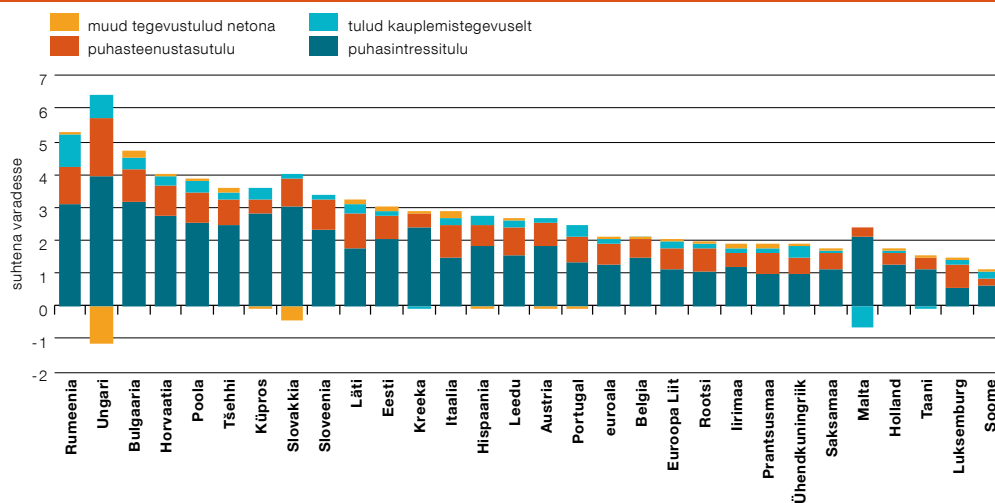
Allikad: maa-amet, statistikaamet, Eesti Panga arvutused

Mõju pankadele

Sõltuvalt pankade varade ja kohustuste struktuurist mõjutab intressimäärade langus ja madal tase intressitulude ja -kulude kaudu pankade võimet teenida tulu. Kasumlikkuse säilitamiseks võivad pangad keskenduda tulusamatele teenustele, suurendada efektiivsust, võtta suuremaid riske või muuta ärimudelit.

Eestis tegutsevad pangad on valdavalt n-ö **universaalpangad**: nende kasumlikkuses on oluline roll kliendihoiuste kaasamisel ja reaalsektorile laenude andmisel. Varahaldus ja makseteenused toetavad kasumlikkust, kuid kasumlikuna püsimiseks nendest ei piisa. Kui mitte arvestada tütar-ettevõtetest teenitud dividenditulu, millel on ühekordne suur mõju, pärineb valdav osa Eestis tegutsevate pankade ja välispankade filiaalide tuludest intressitulust (vt joonis L1.4).

Joonis L1.4. Euroopa Liidu pankade tegevustulud liikide kaupa



Allikad: Euroopa Keskpang, riikide keskpangad

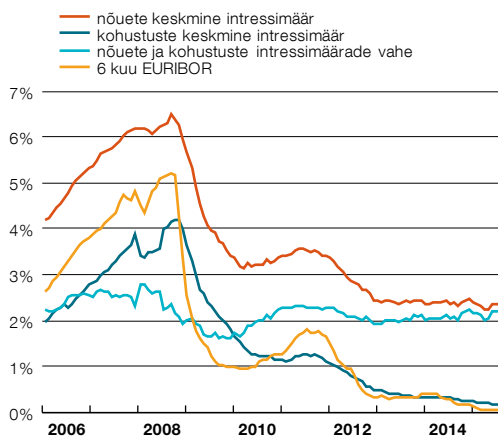
Eestis tegutsevad pangad rahastavad end peamiselt kliendihoiuste ja emapankade vahenditega. Siinsete pankade **kohustus-telt makstav intressikulu** on seetõttu olnud üldiselt madalam kui rahaturu intressimäärad, välja arvatud siis, kui intressimäärad on kiiresti alanenud. Viimastel aastatel on pankade intressikulud aidanud väiksena hoida hoiuste kiire kasv ja madalatest intressimääradest tingitud vähene huvi tähtajalise hoiustamise vastu (vt joonis L1.5). Viimase nelja kvartali jooksul maksid pangad intressikulud 16% ulatuses samal ajal teenitud intressituludest.

Pankade **laenuportfellid** koosnevad valdavalt ujuva intressimääraga väljastatud laenudest. Intressimäär moodustub baasintressimäärast, milleks on kõige sagedamini 6 kuu EURIBOR, ning sellele lisatavast riskimarginaalst, mis laenulepingu kehtivuse ajal ei muutu. Baasintressimäär muutakse enamasti kaks korda aastas, iga kuue kuu möödumisel. Pankadevahelise rahaturu intressimäärade muutused kanduvad seega küllaltki kiiresti edasi pankade teenitavasse intressitulusesse (vt joonis L1.6). Kui pank suudab kaasata ressursi vähemalt laenude baasintressimäär hinnaga, siis teenib ta selle muutumisest hoolimata vähemalt laenulepingus fikseeritud riskimarginaali osa.

Laene antakse tavaliselt pikema tähtajaga kui ressursse kaasatakse. Pankade tulevane **intressitulu** oleneb seega rohkem olemasolevate laenude intressimarginaalst ja aegumistähtajast kui ressursi hinnast. Keerulise majanduskeskkonna tõttu pärast kriisi asusid pangad intressimarginaale taas suurendama (vt joonis L1.7). Uute laenude suurem marginaal on toetanud pankade intressitulukust.

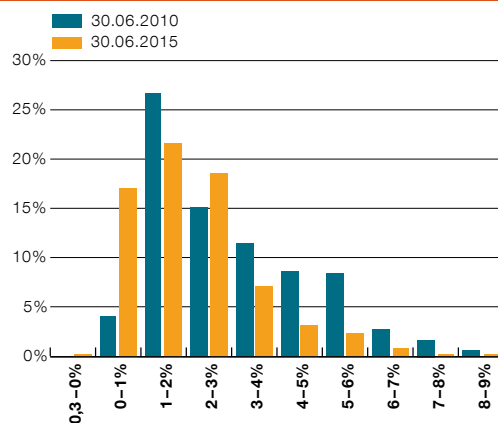
Baasintressimäärade alanemisega kaasneb kohati üldise tulukuse vähenemine. Siin on ühelt poolt ohuks krediidiasutuste võimalik **soov kasvatada riskantsemate ja suurema marginaaliga laenude**

Joonis L1.5. Nõuete ja kohustuste keskmised intressimäärad



Allikas: Eesti Pank

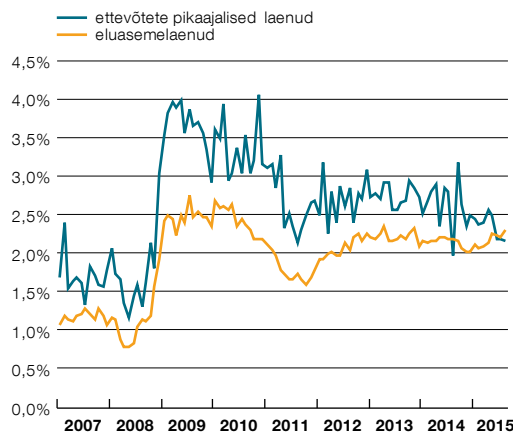
Joonis L1.6. Pankade nõuded intressimääravahemike kaupa



Märkus. Arvesse ei ole võetud nõudeid kesk- ja kommertsbankade vastu.

Allikas: Eesti Pank

Joonis L1.7. Uute laenude keskmised intressimarginaalid 6 kuu EURIBORi suhtes



Allikas: Eesti Pank

osakaalu. Teiselt poolt võivad pangad laenukäibe suurendamiseks leevendada laenuitingimusi või vähendada marginaale. Uute väljastatud laenude intressimarginaalid ei ole viimasel ajal väga muutunud ning pangad ei ole viidanud kavatsusele neid lähiajal märkimisväärselt vähendada. Riskantsemad laenud peavad olema igal juhul õigesti hinnastatud ning nende osakaal laenuportfellis ei tohi üldise majandusolukorra halvenemise korral ohustada panga tegevuse jätkusuutlikkust.

Negatiivsed intressimäärad Eesti pankades

Ressursi ülepakkumise ajal küsitakse hoiustamiselt intressi maksmise asemel kohati selle eest tasu. Siinsed pangad juba küsivad tasu ressursi vastuvõtmise eest ja ka maksavad tasu ressursi hoidmise eest keskpangale ja emapankadele. Negatiivse intressimääraga hoiustatud vahendid moodustasid augusti lõpus ligikaudu 7% pankade kohustustest. Jaeklientidele ei ole hoiustamise eest negatiivseid intressimäärasid kehtestatud.

Laenude hinna kujundamisel kasutavad pangad tavaliselt ühekordset teenustasu ja laenupeerioidi vältel tasutavat intressimäära. Intressimäär koosneb baasintressimäärast ja konkreetsele kliendile määratud lisaintressimäärast. Baasintressimäärana kasutatakse enamasti 6 kuu EURIBORi, mõnes pangas vahel ka mitmest komponendist koosnevaid indekseid. Lepingutes ei ole tavaliselt eraldi välja toodud seda, mis juhtub siis, kui baasintressimäär ja ka kogu intressimäär muutuvad negatiivseks.

Finantsinspektsiooni arvamuse kohaselt ei tohiks eeldada, et juhul kui baasintressimäära negatiivseks muutumist ei ole lepingus käsitletud, siis on baasintressimäär 0%²⁶. Kui aga intressimäära kujunemises ei ole täpselt kokku lepitud, vaid on viidatud tüüptingimustele, siis võib krediidiasutus baasintressimäära negatiivseks muutumise korral tüüptingimusi muuta. Krediidiasutus peab sellest aga klienti enne teavitama ja jätma talle võimaluse lepingust taganeda.

Mõju kindlustusseltsidele

Madalate intressimäärade keskkond on üks peamisi kindlustusseltse ohustavaid riske. See mõjutab kõige enam **elukindlustust**, kuna sealsed kohustused on kindlustusvõtjate ees sageli pikaajalised. Kui intressimäärad langevad, siis kohustuste nüüdisväärtus suureneb. Suure osa elukindlustusseltside investeeringutest moodustavad aga võlakirjad, mille tähtaeg on tihti lühem kui kohustuste oma. Intressimäärade languse korral suureneb seetõttu investeeringute väärtus kohustuste omaga võrreldes vähem, mis toob kindlustusettevõtetele kahju. Lisaks muudavad erinevad tähtajad kindlustusandjad avatuks refinantseerimise riskile: tähtaja saabudes tuleb varad investeerida väiksema tulususega, mis teeb kasumlikkuse säilitamise keeruliseks. See puudutab eriti neid ettevõtteid, kes on väljastanud kõrge tagatud intressimääraga lepinguid. Madalad intressimäärad ohustavad seega elukindlustusandjate kasumlikkust ja keskpikas ettevaates ka nende maksevõimet.

Euroopa kindlustus- ja tööandjapensionide järelevalve EIOPA 2014. aastal tehtud **tugevusanalüüsi** tulemuste kohaselt ei avaldu madalate intressimäärade keskkonnast tingitud probleemid kindlustusseltside jaoks kohe. Kui intressimäärad püsivad aga madalal pikka aega, siis

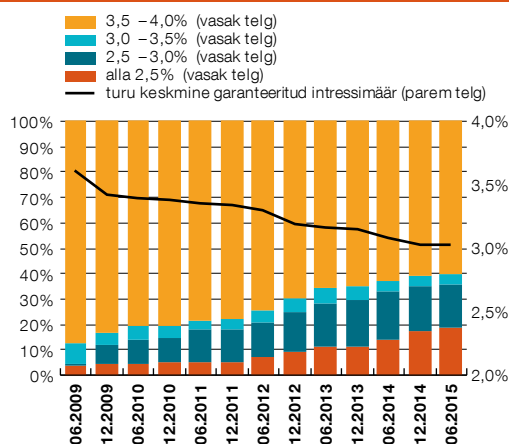
²⁶ Finantsinspektsiooni kiri nr 4.12-3/3149-1 pangaliidule, 09.12.2014.

on nende mõju suur²⁷. Tugevusanalüüsis osalenud Eestis tegutsevate kindlustusandjate tulemused näitasid, et madala intressimäära keskkonna püsimine on suur risk pikaajaliste tagatud intressimääraga kohustustega kindlustusandjatele. Praeguseks on tugevusanalüüsi madalate intressimäärade stsenaarium²⁸ juba täitunud ja hetke tulu kõver on madalamal kui tugevusanalüüsis kasutatu. Juhul kui seltsid ei võta asjakohaseid meetmeid ega kohanda tegevust ja strateegiat, siis võivad neil tekkida kohustuste täitmise raskused kindlustusvõtjate ees arvatust varem²⁹.

Madalate intressimäärade tõttu ei ole seni veel Eesti elukindlustuse **kasumlikkus** märgatavalt vähenenud. Varade tootlus on püsinud viimasel paaril aastal 1,3–2% juures, ent seltside kasumlikkus on üpris erinev. See, kuivõrd avatud on kindlustusandja madalatest intressimääradest tulenevatele riskidele, oleneb suuresti väljastatud tagatud tulumääraga toodete mahust. Mida rohkem on sõlmitud pikaajalisi garanteeritud intressimääraga lepinguid, seda haavatavamad on seltsid madalate intressimäärade keskkonna suhtes.

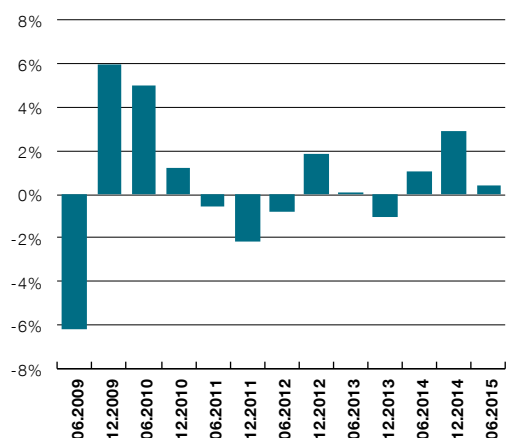
Tagatud intressimääraga kindlustuslepingute portfell moodustas 2015. aasta esimese poole lõpus 40% kogu sektori kliendivarade mahust. 3,5% ja kõrgema tagatud intressimääraga kindlustuslepingute kohustused on aja jooksul pidevalt vähenenud. Sellest hoolimata on nende osakaal veel endiselt suhteliselt suur: 2015. aasta esimesel poolel ligikaudu 60% (vt joonis L1.8). Lühiajaliselt võivad elukindlustusseltsid intressimäärade languse korral oma investeerimistulemusi parandada, kui lõikavad kasu vara väärtuse kasvust. Madalate intressimäärade püsima jäädes ei saa sellisel viisil investeerimistulemusi kestlikult suurendada. Eestis tegutsevate elukindlustusseltside keskmine tagatud tulumäär oli 2015. aasta esimese poole lõpus 3%, üksnes pisut madalam kui seltside investeerimisportfelli keskmine tootlikkus (vt joonis L.1.9).

Joonis L1.8. Elukindlustusandja kindlustuslepingute kohustuste jaotus garanteeritud intressimäära järgi



Allikas: Eesti Pank

Joonis L1.9. Investeeringute jooksva aasta tulumäära ja turu keskmise garanteeritud intressimäära erinevus



Allikas: Eesti Pank

27 Tugevusanalüüsis hinnati Euroopa kindlustussektori vastupidavust oletuslike tulevikustsenaariumite täitumise suhtes. Analüüs põhines 2016. aastal jõustuva Solventsus II raamistiku põhimõtetele. Solventsus II raames hinnatakse kindlustusseltside varasid ja kohustusi turuväärtuses, mis võimaldab kohe määrata varade ja kohustuste väärtuse muutuse mõju omavahenditele ja seega ka solventsuskapitalinõude suhtarvule.

28 Kasutati 2011. aasta detsembri Jaapani tulukõverat.

29 Tugevusanalüüsi tulemused näitasid, et Euroopas tegutsevad kindlustusandjad võivad kogeda negatiivseid rahavooge keskmiselt 8–11 aasta pärast.

Kõrge kvaliteediga varade väike tootlus ning vajadus teenida piisavalt kasumit, et katta pikaajalisi garanteeritud tulumääraga kohustusi, võivad viia seltsid tulususe otsinguil suuremate riskide võtmiseni. Seltsid ei ole seni eriti palju **lisariske võtnud**. Eestis tegutsevate elukindlustusandjate investeerimisstrateegia on endiselt suhteliselt konservatiivne. Portfelli krediidi- ja likviidsusrisk on siiski pisut suurenenud: tähtjalisi hoiuseid on vähendatud ja investeringuid on suunatud ettevõtete võlakirjadesse.

Võlakirjade osatähtsus investeerimisportfellis on suurenenud, 76%ni, ning tähtjaliste hoiuste ja aktsiainvesteringute oma samal ajal vähenenud (vt joonis L1.10).

Võlakirjaportfelli riskitase ei ole siiski reitingute põhjal viimaste aastate jooksul tõusnud. Kõrge kvaliteediga ehk kuni AA-reitinguga võlakirjad moodustasid 2015. aasta esimese poole lõpus 34% võlakirjaportfelligi ning investeerimisjärgu võlakirjade osakaal ulatus 92%ni. Ettevaates vähendab seltside stiimulit investeerimisriske märkimisväärselt suurendada Solventsus II rakendumine 2016. aastal. Erinevalt praegu kehtivast raamistikust, mis ei ole riskitundlik, tuleb Solventsus II raames katta riskid piisavas ulatuses omavahenditega.

Mõju investeerimis- ja pensionifondidele

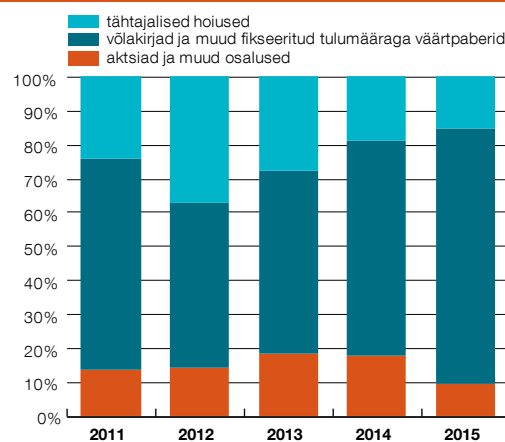
Baasintressimäärade langusega kaasnev võlakirjade tootluse kahanemine mõjutab võlakirjadesse investeerivate fondide tootlust. Muude finantsvarade hinnad samal ajal tõusevad, sest nõudlus tulusamate varade järele on suurem. Fondid võivad seetõttu võtta parema tootluse nimel suuremaid riske ja investeerida varasemast mahukama osa varadest näiteks aktsiatesse.

Investeerimisfondide puhul on madalate intressimäärade võimalik mõju kandunud fondivalitsejalt otse fondiinvestorile. Madalad intressimäärad finantsstabiilsust otse fondivalitsejate kaudu seega ei mõjuta.

Madalate intressimäärade mõju **pensionifondidele** sõltub kogumispensionisüsteemist. Need võib jagada suures plaanis kaheks: määratud väljamaksetega ja määratud sissemaksetega süsteemid. Esimese puhul on kindlaks määratud tulevase pensioni suurus ning teise puhul regulaarselt pensioniks kogutava summa suurus, kuid mitte tulevikus saadav pension. Madalate intressimäärade keskkond mõjutab just määratud väljamaksetega kogumispensionisüsteemi, kuna pensionivara investeerivatel fondidel ei ole võimalik piisavalt teenida. Need fondid ei pruugi seetõttu suuta tulevikus oma kohustusi täita. Nii Eestis kui ka kogu Euroopas on aga kogumispensionide hulgas levinud määratud sissemaksetega süsteemid. Nii nagu investeerimisfondide puhul, on ka siin madalatest intressimääradest tulenev võimalik negatiivne mõju kandunud fondivalitsejalt investorile. Madalad intressimäärad finantssektori stabiilsust otse pensionifondide valitsejate kaudu seega ei mõjuta.

Kuna Eesti pensionifondide investeringud on seadusega piiratud, on nende investeringute struktuur teiste investeerimisfondide omaga võrreldes märksa konservatiivsem. See kajastub

Joonis L1.10. Investeerimisportfelli jaotus juuni kuu seisuga



Allikas: Eesti Pank

suhteliselt väiksemas aktsia- ja aktsiariskiga investeringute osakaalus. Pensionifondide tootlikkus on seetõttu madalate intressimäärade keskkonnas suhteliselt väiksem kui investeerimisfondide oma keskmiselt. Pensionifondide varade väärtuse kahanemise risk on seevastu intressimäärade võimaliku tõusu korral keskmiselt väiksem kui investeerimisfondidel.

Hoolimata madalatest intressimääradest ei ole viimasel kolmel aastal investeerimis- ja pensionifondide varade struktuur märkimisväärselt muutunud. See annab alust arvata, et Eesti fonditurul ei ole laiaulatuslikult lisariske võetud.

Kokkuvõte

Madalate intressimäärade keskkond mõjutab Eestis eelkõige pankade ja kindlustusseltside teenitavat tulu. Kuna ujuva intressimääraga väljastatud laenude osakaal on suur, kandub madalate rahaturuintressimäärade mõju Eestis tegutsevate pankade netointressituludesse küllaltki lühikese viitajaga. Puhasintressitulu ei tohiks siiski märgatavalt väheneda, sest pankade intressikulud on väikesed. Lisaks on laenuportfellis kasvanud suurema marginaaliga laenude osatähtsus ja see toetab intressitulu kogunemist. Madalate intressimäärade kestva mõju suhtes on kõige haavatavamad kindlustusseltsid, kelle varadelt teenitav tulu jääb väikeseks. Iseäranis tundlikud on seltsid, kelle kohustustest moodustavad suure osa pikaajalised tagatud intressimääraga kindlustuslepingud.