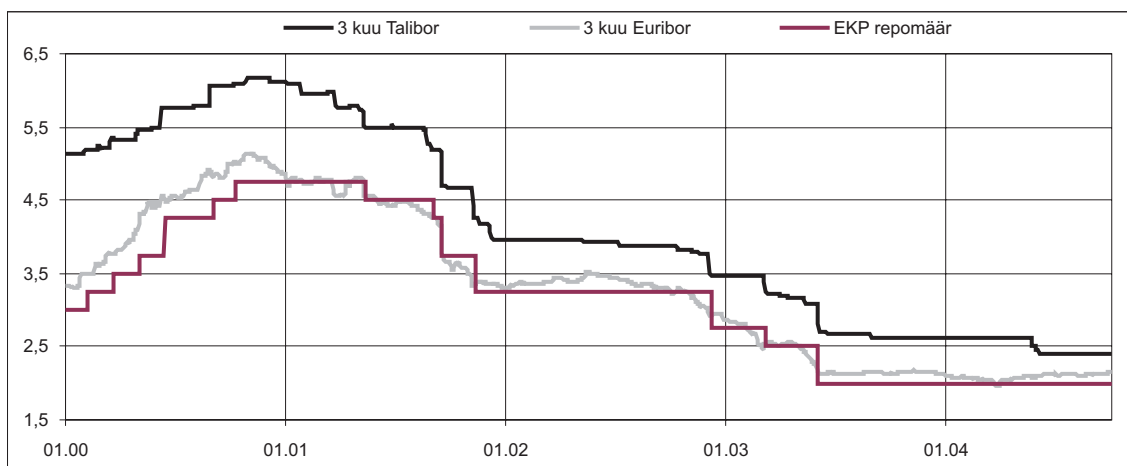


## IV RAHA- JA VÄÄRTPABERITURG

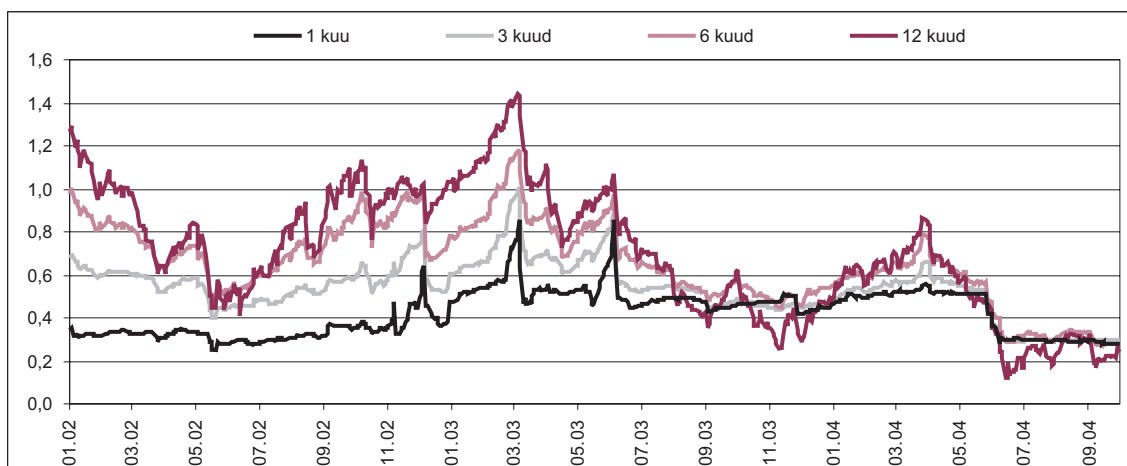
### ■ Rahaturg

Euroala intressid on juba alates 2003. aasta keskepaigast püsinud stabiilselt madalal tasemel. Seetõttu on ka Eesti lühiajalised krooniintressid olnud kogu 2004. aasta vältel madalad (vt joonis 4.1).



Joonis 4.1. Eesti ja euroala rahaturuintressid (%)

2004. a mai lõpus ja juuni alguses kahanes märkimisväärselt (ligikaudu 25 baaspunkti võrra) nii Eesti krooni lühiajaliste intressimäärade erinevus euroala intressimääradest kui Eesti krooni ja euro tulevikehingute aluseks olevate intressinoteeringute erinevus (forvarddiferents; vt joonis 4.2). Kui 2004. a kevadel oli Eesti ja Euroala rahaturuintresside erinevus ligikaudu 53–55 baaspunkti, siis oktoobri keskepaigaks oli intressivahe vähenenud 25–29 baaspunkti.



Joonis 4.2. Eesti ja euroala rahaturuintresside vahe (protsendipunkti)

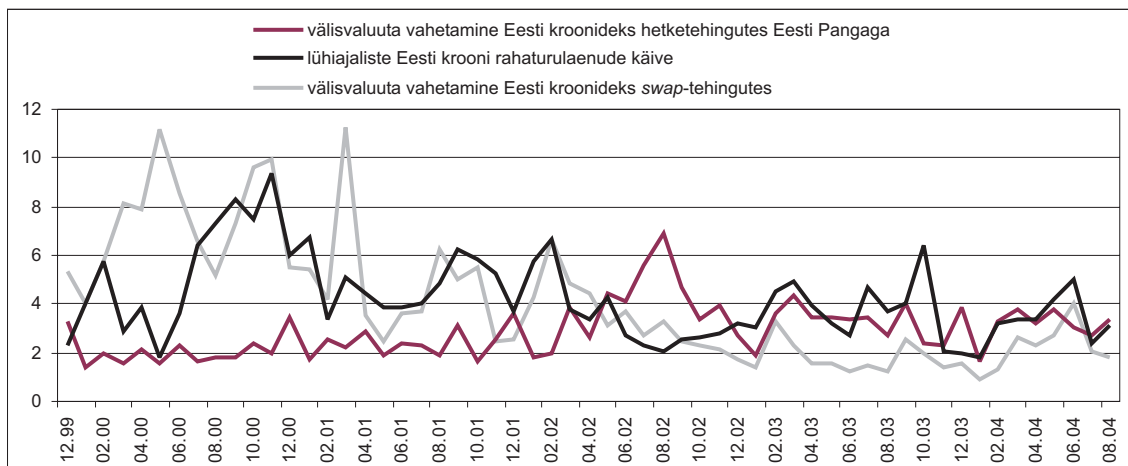
On võimalik, et selline areng peegeldab turuosaliste hilinenud reaktsioone Eesti ELi liikmelisusele. Samuti ei saa välistada, et turuosalistes ennetasid ERM2ga liitumise positiivseid mõjusid<sup>1</sup>. Kui jätta kõrvale mõju, mida

<sup>1</sup> 28. juunil 2004 liitus Eesti Euroopa vahetuskursimehhanismiga ERM2.

avaldas Euroopa Liidu liikmeks saamisega kaasnenud usaldusväarsuse tõus, on muud liikumised Talibori-Euribori vahes viimase poole aasta jooksul kajastanud eelkõige Euribori dünaamikat Talibori loiuult muutuvate noteeringute taustal.

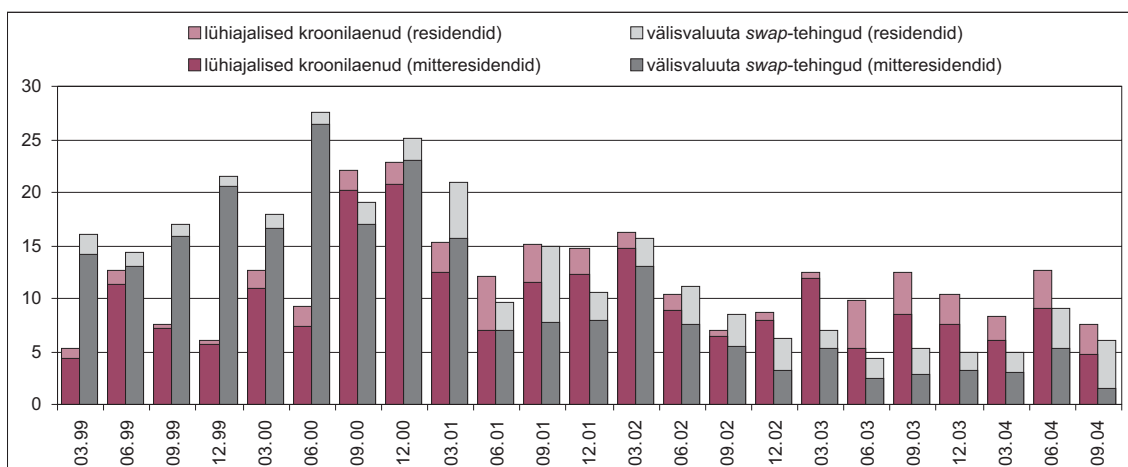
**Eesti valitsuse viieaastase eurovõlakirja tulusus** rahvusvahelistel turgudel on liikunud kooskõoliselt euroala valitsuste võlakirjade tulususega, samas on ka siin intressimäära erinevus euroalaga 2004. a teisel poolel 5 baaspunkti võrra kahanenud. Eesti eurovõlakirja tulumäär ületab Saksamaa võrreldava tähtjaga võlakirjade oma 18–20 baaspunkti võrra, erinevus Austria võrreldavate võlakirjadega on aga kõigest 9–10 baaspunkti. Seega peavad turuosajised ka Eesti pikemaajalist usaldusväarsust väga kõrgeks.

**Valuutatulestehingute käive** Eesti rahaturul on viimase poole aasta jooksul olnud mõnevõrra suurem kui aasta tagasi samal ajal. Samas tuleb suur osa – ligikaudu 83% – krooni tuleviku- ja vahetustehingute turu käibest Eesti krooni ja kolmandate valuutade (eelkõige USA dollar) vaheliste riskimaandamistehingute arvelt. Mittepankade kroonilikviidsuse juhtimise jaoks on seega rahaturg vahetustehingute turust olulisem, seda vähemalt käivate mõttes. **Keskpannga valuutatehingute ostu-müügikäibed** on olnud ka ERM2 perioodil tasakaalus, st surveid Eesti krooni kursi tugevdamiseks või nõrgendamiseks pole esinenud (vt joonis 4.3).



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

Eesti krooni rahaturg on võrreldes euroala liikmesriikide rahaturu vastavate segmentidega vähelikviidne ning Eesti pankade likviidsuse juhtimine toimub peamiselt välisurgudel. Seetõttu mängivad Eesti rahaturul olulist rolli mitteresidentide tehingud (vt joonis 4.4). Viimase aasta jooksul on residentide arvele



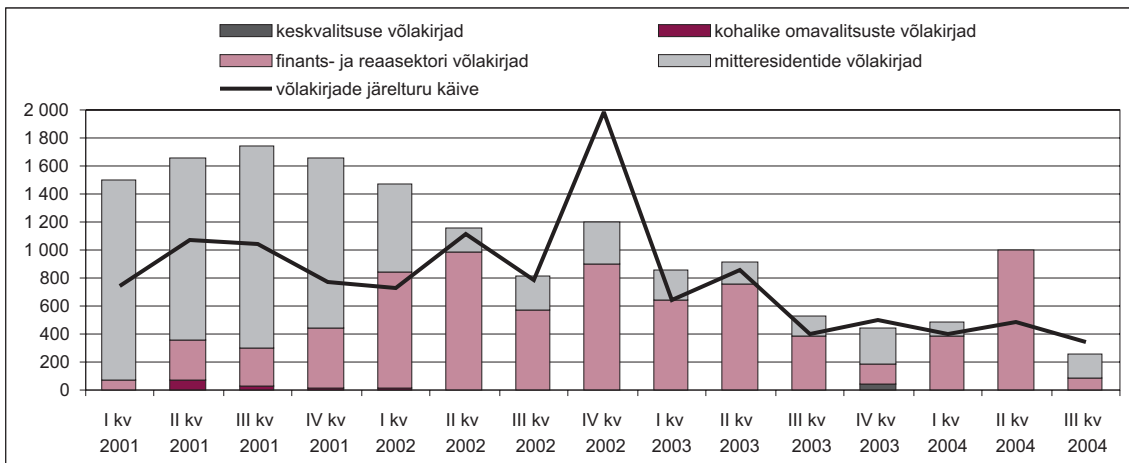
Joonis 4.4. Eesti kroonilaenude, välisvaluutatehingute ja tuletistehingute käive (mld kr)

langenud ligikaudu kolmandik **lühiajalistest kroonilaenudest** ja 40–50% välisvaluuta vahetustehingutest. Lühiajaliste kroonilaenude turu aktiivseimad osalejad on olnud ootuspäraselt Soome, Eesti ja Rootsi pangad. Mitteresidentidest krediidasutused osalevad Eesti krooni lühiajaliste laenude turul eelkõige oma klientide tarbeks tehtavate riskimaandamistehingutega.

Eesti krooni likviidsuskeskkond on püsinud stabiilne ning finantssektori kroonilikviidsuses ei ole olulisi tõrkeid esinenud. Pankade arvelduspuhvrud keskpangas on olnud oluliselt suuremad kohustusliku reservi igapäevasest miinimumnõudest ning kohustusliku reservi nõude täitmine ei valmista pankadele raskusi.

## ■ Võlakirjaturg

Võrreldes eelneva aasta sama perioodiga oli võlakirjaturu käive tagasihoidlikum (vt joonis 4.5). **Esmase võlakirjaturu mahu** vähenemine jätkus, ulatudes 38%ni ja viies turu kapitalisatsiooni 2004. a septembri lõpuks, hoolimata vahepealsest tõusust, taas 2,9 mld kroonini ehk 2,2%ni SKTst. Turu kahanemise põhjus oli mitteresidentide poolt käibe lastud võlakirjade mahu vähenemine. Samas on kohalike finants- ja erasektori ettevõtete emiteeritud võlakirjade maht suurenenud. Pankade emiteeritud võlakirjade maht on viimase poole aastaga suurenenud ligikaudu 25% ja moodustas septembri lõpuks peaaegu poole võlakirjaturu kapitalisatsioonist.

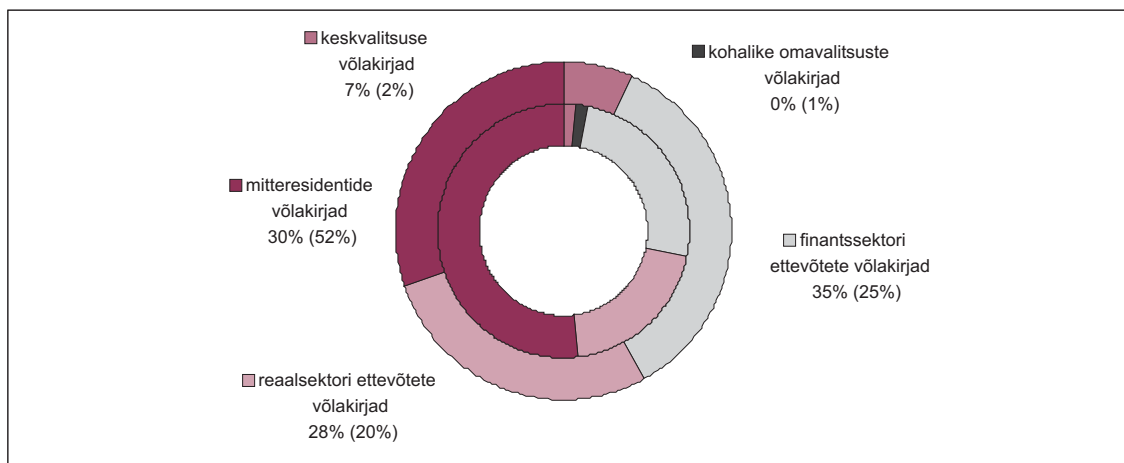


Joonis 4.5. Kvartali jooksul emiteeritud võlakirjade maht emitentide lõikes ja järelturu käive (mln kr)

Kuigi emitendid kasutasid võlakirjaturgu eelkõige lühiajalise kapitali paindlikuks kaasamiseks, on pikaajaliste võlakirjade osakaal veidi suurenenud. Ligikaudu 80% võlakirjadest emiteeriti tähtajaga alla ühe aasta. Nendest omakorda ligi 15% oli kuni kolmekuulise tähtajaga.

Suur osa võlakirjadest omandatakse hoidmiseks, seetõttu oli kauplemine võlakirjadega **järelturul** mõõdukas (vt joonis 4.6). Käsikäes esmase turu kokkutõmbumisega viimasel aastal langes ka järelturu käive, ulatudes keskmiselt 6,5 mln kroonini päevas.

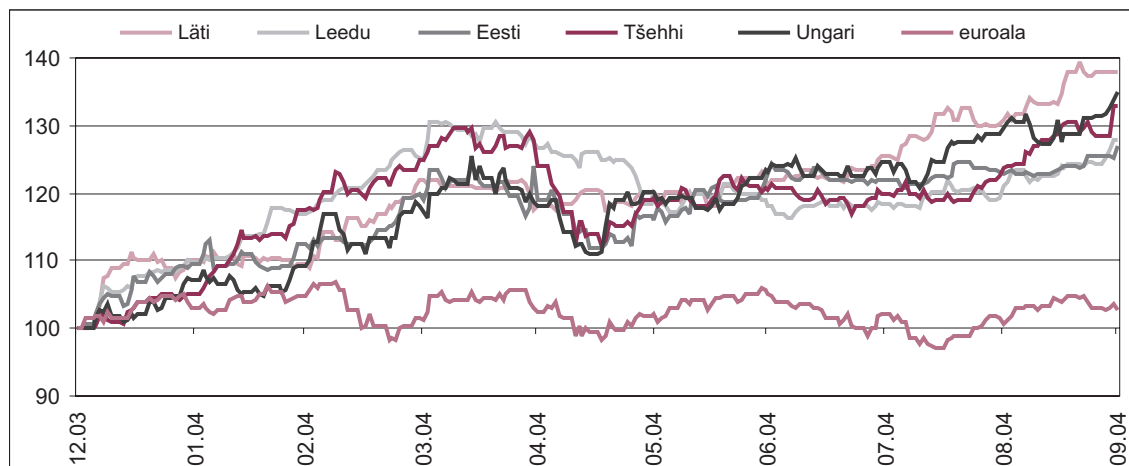
2003. aastal alustati taas **võlakirjade noteerimist** Tallinna Börsil. 2004. a III kvartali lõpuks olid noteeritud nelja ettevõtte võlakirjad, mille turuväärtus ulatus 422 mln kroonini ehk 14%ni võlakirjaturu kogumahust. Börsil noteeritud võlakirju soetatakse valdavalt hoidmiseks, mistõttu nende börsikäive on jäänud suhteliselt väikeseks: 2004. aasta keskmine päevakäive oli ligikaudu 450 000 krooni. Võlakirjadesse kapitali paigutavate isikute struktuur ei muutunud. Börsi nimekirja peaksid lähitulevikus lisanduma veel mõnede ettevõtete võlakirjad, mis kõrgema tootluse tõttu võiksid senist kesist kauplemisaktiivsust mõnevõrra elavdada.



Joonis 4.6. Võlakirjade järelturu käibe struktuur ajavahemikul oktoober 2003 kuni september 2004 (sulgudes oktoober 2002 kuni september 2003)

## Aktsiaturg

2004. aasta algusest taas tõusma hakanud Kesk- ja Ida-Euroopa aktsiaturud on aasta esimese üheksa kuuga teinud suure hüppe, seda eriti võrreldes arenenud riikide turgudega. Ka üleilmases võrdluses on Kesk- ja Ida-Euroopa aktsiaturgude kasv olnud viimasel ajal silmatorkavalt kiire. Kui euroala börsiindeksite tõus aasta algusest on jäänud alla 5%<sup>2</sup>, siis nii Läti, Ungari kui Tšehhi börsid on tõusnud üle 30% ning Eesti ja Leedu vastavalt 27% ja 28% (vt joonis 4.7).

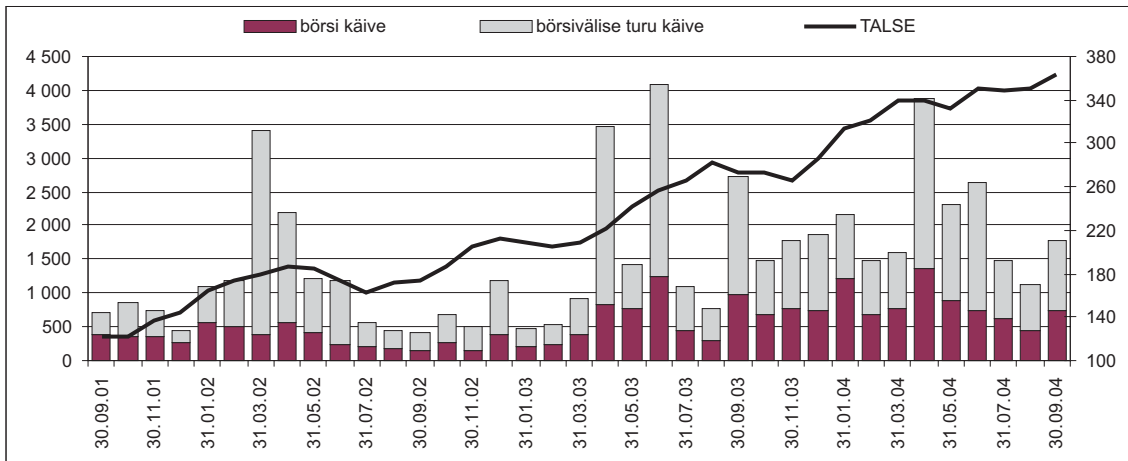


Joonis 4.7. ELiga liitunud riikide ja euroala aktsiaindeksite dünaamika 2004. aastal (31.12.03 = 100)

Allikas: EcoWin AB

Kuigi 2004. a kevadel toimus mõningane korrigeerimine, on Tallinna Börsi indeks **TALSE** kasvukiirus 2004. aastal jäänud samaks, mis 2003. aastal (vt joonis 4.8). Septembri lõpuks oli indeks TALSE 363 punktiga 33% kõrgemal aastatagusest tasemest. Sellise arengu tulemusena suurenes börsil noteeritud ettevõtete turuväärtus 2004. aasta üheksa kuuga 10,9 mld krooni võrra. **Börsi kapitalisatsioon** tõusis 58 mld kroonini ehk 44%ni SKTst (2003. a septembris 40%).

<sup>2</sup> Nt FTSE Euro 100 indeks on tõusnud 3%.



**Joonis 4.8. Aktsiate käive Tallinna Börsil ja börsivälisel turul (mln kr; vasak telg) ning börsiindeks TALSE (puncti; parem telg)**

Turu aktiivsuse tõusu oli märgata eelkõige neljal Euroopa Liiduga ühinemise eelsel kuul, mil **keskmine päevakäive** ulatus 45 mln kroonini. Kõige aktiivsem oli kauplemine aprillis, kui päevakäive küündis 57 mln kroonini. Samas oli aktsiate liikumine tavapäraselt tagasihoidlikum suvekuudel, mis viis keskmise päevakäibe 2004. aastal 35 mln kroonini. Tänu uutele aktsiahinnarekorditele septembris ja oktoobris on Tallinna Börs oktoobri lõpuks paigalseisust üle saanud. 96% börsikäibest andsid tehingud kahe ettevõtte aktsiatega: 71% Hansapanga ja 22% Eesti Telekom aktsiatega. Hansapanga aktsia tõusu taga on investorite positiivne suhtumine, mille üks näide on hästiõnnestunud võlakirjaemissioon. Septembrist on taas elavnenud kauplemine börsi kolmanda suurima ettevõtte Norma aktsiatega. Juuni lõpus lahkus börsilt Estiko. Meedia vahendusel on veel mõned ettevõtted teada andnud oma soovist järgmise aasta alguses börsile tulla.

Mitteresidentsete investorite osakaal börsi kapitalisatsioonis tõusis septembri lõpuks 83%ni. Residentidest investorid olid valdavalt finants- ja reaalsektori ettevõtted, kellele kuulus börsil kaubeldavaid aktsiaid 8 mld krooni väärtuses ehk 14% ulatuses börsi kogukapitalisatsioonist. Eraisikutest väikeinvestorite aktsiainvesteeringud ulatusid 1,8 mld kroonini ehk 3,1%ni börsiaktsiate koguväärtusest. Alates 2003. a II poolest on aktsiatesse investeerinud kohustuslikud pensionifondid, kuid nende osakaal ei ole siiski tõusnud üle 0,5% kohaliku aktsiaturu kogukapitalisatsioonist.

**Põhja- ja Baltimaade väärtpaberiturgude integreerumisplaanidest** on viimase poole aasta jooksul teoks saanud eelkõige kauplemiskeskonna ühtlustamisega seonduv. Kui aprillis sai Tallinna Börsist koos Riia ja Helsingi börsidega Põhja- ja Baltimaade börside liidu NOREX liige<sup>3</sup>, siis septembris jõuti juba ühtse kauplemiskeskonna SAXESS kasutuselevõtuni (vt ka taustinfo *Väärtpaberituru infrastruktuurid Eestis Euroopa Liiduga lõimumise taustal*). Ühise kauplemissüsteemi käivitamisega loodetakse vähendada investeerimisbarjääre, lihtsustada ligipääsu kolmest Balti turust huvitatud investoritele ning vähendada Eesti, Läti ja Leedu turgude vahelisi erinevusi. Balti turgude lõimumiseks laiendati alates 1. juulist 2004. a Balti nimekirja kõigile Eesti, Läti ja Leedu börside põhinimekirjade aktsiatele ja arvutatakse ühist indeksit BALTIX<sup>4</sup>. Seisuga 30.06.2004 oli Balti nimekirja turuväärtus 5,09 miljardit eurot (79,64 mld krooni). Lisaks ühisele kauplemissüsteemile, millele Leedu läheb üle hiljem, on ühtlustatud kauplemisreeglistik Eesti, Läti ja Leedu vahel.

<sup>3</sup> Muuhulgas on Tallinna Börsi reglementi uuendatud vastavalt NOREXi liikmereguleerimisele, mis reguleerivad kauplemissüsteemi kasutamist, börsi liikmete ja börsimaaklerite esitatavaid nõudeid ning kauplemistegevust.

<sup>4</sup> Indeks BALTIX on turuväärtuspõhine tulumäära ahelindeks, mille arvutamist alustati 27. septembril 2004. Indeksi arvutamine toimub kord päevas, kasutades kõigi Riia, Tallinna ja Vilniuse börside põhinimekirjades noteeritud aktsiate ametlikke sulgemishindu. Iga väärtpaberi osakaal indeksis on piiratud 10%ga. Kaalupiiranguid rakendatakse kvartaalsete tasakaalustamiste käigus, vähendades või suurendades indeksisse arvatud aktsiate koguseid. Tallinna Börsil noteeritud aktsiatest on 2004. a IV kvartalis 10%ne osakaal indeksis Hansapanga ja Eesti Telekom aktsiatel.

## TAUSTINFO

### VÄÄRTPABERITURU INFRASTRUKTUURID EESTIS EUROOPA LIIDUGA LÕIMUMISE TAUSTAL

Väärtpaberitega kauplemiseks ja sellest tulenevate kohustuste ning nõuete õiendamiseks on riigid traditsiooniliselt välja töötanud kodumaise infrastruktuuri, mis on ühtinud rahvusliku vääringu kasutusala. Nii on see Eestis ja teistes riikides ning oli ka enne euro kasutuselevõttu Euroopa Rahaliidu liikmesriikides. Võrreldes Ameerika Ühendriikide väärtpaberituru infrastruktuuriga on Euroopa Liidu väärtpaberiarveldussüsteemid oma ajaloolise tausta tõttu killustatumad ja ebaefektiivsemad. Vähetõhusad, st kulukad ja keerulised, väärtpaberite kauplemis- ja arveldusprotsessid pärsivad aga finantstehingute sooritamist. Sellest lähtuvalt on Euroopa Liidus seatud eesmärgiks Euroopa ühtse ja efektiivse kapitalituru loomine, mille üks element on turvalised, efektiivsed ja mõistliku hinnaga teenuseid pakkuvad väärtpaberiarveldussüsteemid. **Keskpanga jaoks on see teema oluline, sest tema peaülesannete hulka kuulub rahapoliitika elluviimine ja finantsstabiilsuse kindlustamine**<sup>5</sup>.

**Väärtpaberituru ja selle infrastruktuuri arengut** Eestis on iseseisvumisjärgsetel aastatel mõjutanud eelkõige järgmised tegurid:

- riigi konservatiivne eelarvepoliitika ja laenugevus, mille tulemusena on laiapõhjalise väärtpaberituru tekkimisele alust loovate valitsuse võlakirjade emiteerimine Eestis olnud tagasihoidlik<sup>6</sup>;
- valuutakomitee süsteem, mille tõttu Eesti Pank ei teosta aktiivset rahapoliitikat ja pankade likviidsuse juhtimine toimub rahvusvaheliste finantsstruktuuride kaudu;
- kuna kohalik ressurss on olnud võrreldes välismaisega kallim, on väärtpaberite (võlakirjade) emiteerimise alternatiivina Eesti majanduse rahastamisel olulist rolli mänginud välismaised otseinvesteeringud ja välismaine laenu raha;
- pangandusel põhinev majanduse (majapidamiste/ettevõtete) rahastamine;
- Põhja- ja Baltimaades toimuv finantsturgude ja nende infrastruktuuride lõimumine, mis tähendab eelkõige konsolideerumist<sup>7</sup>.

**Eestis kasutatavad väärtpaberituru infrastruktuurid on järgmised:** ainus reguleeritud järelturg Eestis – Tallinna Börs, ühtse elektroonilise väärtpaberite keskregistri pidaja – Eesti Väärtpaberikeskus (EVK) ja keskpangatehingute teostamiseks kasutatavad rahvusvahelised väärtpaberite keskdepositooriumid.

Tallinna Börs ja EVK tegutsevad Põhja-Euroopa suurima väärtpaberituru operaatori ja omaniku **OMXi** osana. OMX koosneb kahest divisjonist: OMX Exchanges, kellele kuuluvad väärtpaberibörsid Stockholmis, Helsingis, Tallinnas, Riias ja Vilniuses ning depositooriumid Soomes, Eestis ja Lätis ehk 80% Põhja- ja Baltimaade väärtpaberiturust, ja OMX Technology, kelle ülesandeks on börsi, depositooriumi ja arvelduste äritegevuseks tarvilike tehnoloogiliste lahenduste väljatöötamine, müümine ja haldamine nii oma grupi kui ka teiste samalaadsete ettevõtete jaoks.

<sup>5</sup> Vt Eesti Panga Finantsstabiilsuse Ülevaade November 2003, lk 61–64 ja Eesti Panga 2003. aasta aruanne, lk 57–59.

<sup>6</sup> Eestis on madalaim riigivõlg Euroopa Liidus: 2002. aasta lõpus oli riigivõla suhe SKTsse Eestis 5,8%; teistes uutes liimesriikides oli vastav näitaja 15,2%st (Läti) 66,4%ni (Malta) (ECB. *Bond markets and long-term interest rates in EU accession countries*. October 2003).

<sup>7</sup> Konsolideerumine hõlmab ühinemisi ja soetamisi, teenuste sisseostmist, liite ja ühisfirmasid ning näitab kontsentreerituse astet teenuseid pakkuvas sektoris. Konsolideerumine on integratsiooni keskne lüli, mis soodustab integratsiooni ja võib tänu mastaabi- ja ülekandevõrgu säästule vähendada kauplemis-, kliiringu- ja arvelduskulusid (Padoa-Schioppa, T. *Clearing and settlement of securities: A European perspective*. September 2001).

Põhja- ja Baltimaid hõlmava ühtse väärtpaberituru kujundamist soovib OMX läbi viia samm-sammult, alustades börsil kasutatava kauplemiskeskonna ühtlustamisega ja liikudes seejärel edasi ühtsete reeglite, arveldussüsteemide liitumisvõimaluse jms abil täielikult integreerunud ühtse Põhja- ja Baltimaade väärtpaberituru infrastruktuurini. 27. septembril 2004. a võtsid Tallinna, Riia ja Helsingi börsid kasutusele **ühtse kauplemissüsteemi SAXESS**, mida juba varem kasutasid Stockholm, Oslo, Kopenhaageni ja Reykjaviki (Põhja- ja Baltimaade börside liitu NOREX kuuluvad) börsid ning 2005. aastal hakkab kasutama Vilniuse börs.

Väärtpaberitagatisel tehtavate rahapoliitiliste tehingute tarvis kasutatakse vajadusel **rahvusvaheliste väärtpaberite keskodepositooriumide** Euroclear Bank ja Clearstream International hallatavaid väärtpaberiarveldussüsteeme. Kuna Eesti turul puuduvad keskpanga tagatiseks sobilikud võlakirjad, on kommertspankadel Eesti Pangalt likviidsusabi saamiseks võimalik kasutada rahvusvahelistes depositeerimises hoitavate kõlbulike võlakirjade müüki<sup>8</sup>. Euroopa Keskpankade Süsteemi läbiviidud hinnangu kohaselt on Eestis kasutatav keskpangaga teostatavate tehingute infrastruktuur sobiv lähtealus eurosüsteemi rahapoliitiliste tehingute vajadustele vastava keskkonna väljakujundamiseks. Esimese lähendusena juurutatakse päevasisene likviidsusinstrument, mille tulemusena saavad kommertspangad lisaks võlakirjade müügile neid keskpangalt ka tagasi osta.

### **Eesti Panga kui väärtpaberiarveldussüsteemide järelevaataja roll**

Eesti Pangale kui riigi keskpangale on oluline, et riigi finantsüsteemi iseloomustaksid stabiilsus, tulemuslik rahapoliitika ja sujuv raharinglus. Kitsamalt väärtpaberiarvelduste infrastruktuuri seisukohast vaadatuna tähendab see, et:

- rahapoliitiliste tehingute teostamine sujub efektiivselt ja turvaliselt;
- riigis toimivad kapitaliturgude infrastruktuurid ei ohusta finantsstabiilsust, sh väärtpaberiarveldussüsteemid ei takista maksesüsteemide sujuvat toimimist.

Seega peavad tõhusalt, turvaliselt ja sujuvalt toimuma nii tehingud rahvusvaheliste depositeerimistega kui ka kohalikul turul Tallinna Börsi ja EVK hallatav väärtpaberiarveldussüsteem.

Selleks teostab keskpank väärtpaberiarveldussüsteemide järelevaatamist, mis hõlmab:

- süsteemide ja süsteemioperaatorite kohta statistika kogumist – keskpank vajab teavet selleks, et saada ülevaade süsteemide ja toodete ulatusest ja olulisusest;
- eriti oluliste süsteemide kindlakstegemist ja nende töös ilmnedu võivate finantsstabiilsust ohustavate riskide<sup>9</sup> tuvastamist – st süsteeme hinnatakse rahvusvaheliste standardite (miinimumnõuete)<sup>10</sup> põhjal;
- Euroopa Keskpankade Süsteemi liikmena rahapoliitiliste tehingute teostamiseks kasutatavatele väärtpaberiarveldussüsteemidele miinimumnõuete<sup>11</sup> määramist.

2003. aastal hindas Eesti Pank koostöös Euroopa Keskpankade Süsteemiga tehinguteks keskpangaga kasutatavate väärtpaberiarveldussüsteemide vastavust eurosüsteemi standarditele. Kokkuvõte on avaldatud Eesti Panga 2003. aasta aruandes.

<sup>8</sup> Lisaks sellele saavad krediitiasutused likviidsust suurendada, laenates raha juurde pankadevaheliselt rahaturult või müües Eesti Pangale valuutat.

<sup>9</sup> Väärtpaberiarveldussüsteemides ilmnedu võivad riskid on väljatoodud Finantsstabiilsuse Ülevaates, November 2003, lk 63–64.

<sup>10</sup> CPSS-IOSCO *Recommendations for securities settlement systems*; Euroopa Liidus tegutsevatele väärtpaberiarveldussüsteemidele on loodud Euroopa Keskpankade Süsteemi (ESCB) ja Euroopa väärtpaberituru järelevalve kolmanda taseme komitee (CESR) standardid – *Standards for Securities Clearing and Settlement systems in the European Union*, millele vastavuse hindamismetodoloogia on väljatöötamisel.

<sup>11</sup> Euroopa Keskpankade Süsteem töötas 1998. aastal välja väärtpaberiarveldussüsteemide standardid, mida kasutatakse eurosüsteemi rahapoliitiliste tehingute teostamiseks – *Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in ESCB credit operations*.