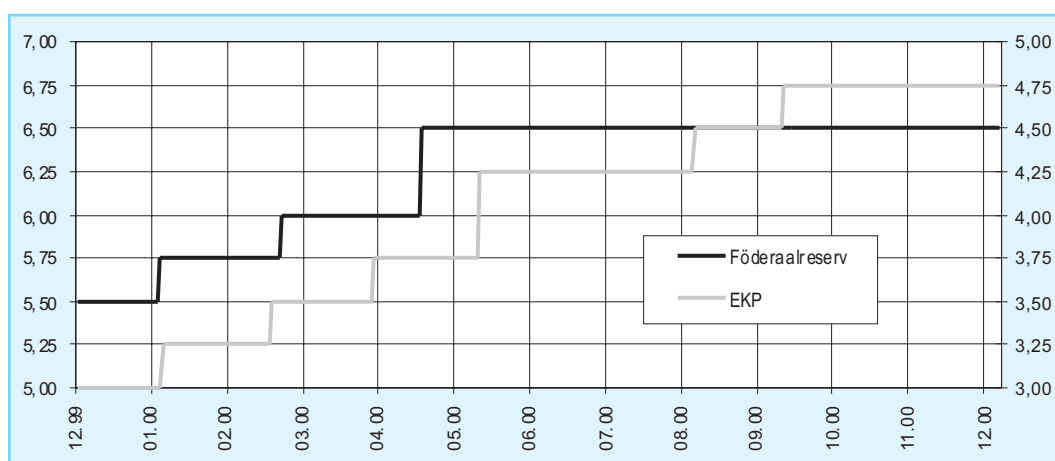


VII. RESERVIHALDUS

Eesti Panga välisvaluutareservi (VVR) peaesmärk on tagada Eesti krooni stabiilsus. 2000. aasta lõpuks oli VVRi suurus 15,5 miljardit krooni, st see oli üle 16% suurem kui aasta varem. Kohustustevaba ehk netoreserv moodustas kogu VVRist 2,3 miljardit krooni ehk ca 15%, kasvades aastaga ligi 27%.

INVESTEERIMISTINGIMUSED

Reservi haldamise tingimused 2000. aastal sisuliselt ei muutunud, küll aga vähendas pank investeerimisel hinnamuutustest tulenevat üldist tururiski. Alates 1995. aastast on intresside tase arenenud tööstusriikides alanenud. Koos sellega on kahanenud ka nende riikide võlakirjade keskmine tootlus. Eesti Panga välisvaluutareservi investeerimise eeltingimus on see, et tulem ei tohi kvartalite lõikes negatiivseks osutada. Selle tagamiseks tuligi vähendada hinnakõikumistest tulenevat riski, kuna keskmine tulusus, mis seda kompenseerida suudaks, oli langenud. Samal ajal tõstsid maailma juhtivate tööstusriikide keskpangad järk-järgult intresse (vt joonis 7.1). See on alati tähendanud intresside tõusu (ja võlakirjade hinna langust) kogu tulukõvera ulatuses, mis omakorda toetab üldise riskitaseme alandamist.



Joonis 7.1. Ameerika Ühendriikide (vasak telg) ja Euroopa keskpanga (parem telg) baasintressid

Käesoleval ajal investeerib Eesti Pank VVRi põhiliselt europiirkonna maade ja Ameerika Ühendriikide riiklikesse võlakirjadesse. Suhe on 60:40 europiirkonna kasuks. Alates 2000. a algusest vastas tingimusele, et investeringu tulem ei kujune negatiivseks, selline väärtpaperiportfell, mille ligikaudne kestus europiirkonna võlakirjade puhul oli 1,8 ja Ühendriikide võlakirjade puhul 1,5 aastat.

Portfelli, mis vastab investeerimistingimustele ja panga poolt oodatavale tulususele, nimetatakse **normportfelliks**. Viimane on nii investeringute tulemuslikkuse kui ka riskide mõõtmise aluseks – enamik riskipiiranguid on defineeritud just **normportfelli** suhtes.

MAAILMA MAJANDUSE ARENGU MÕJU

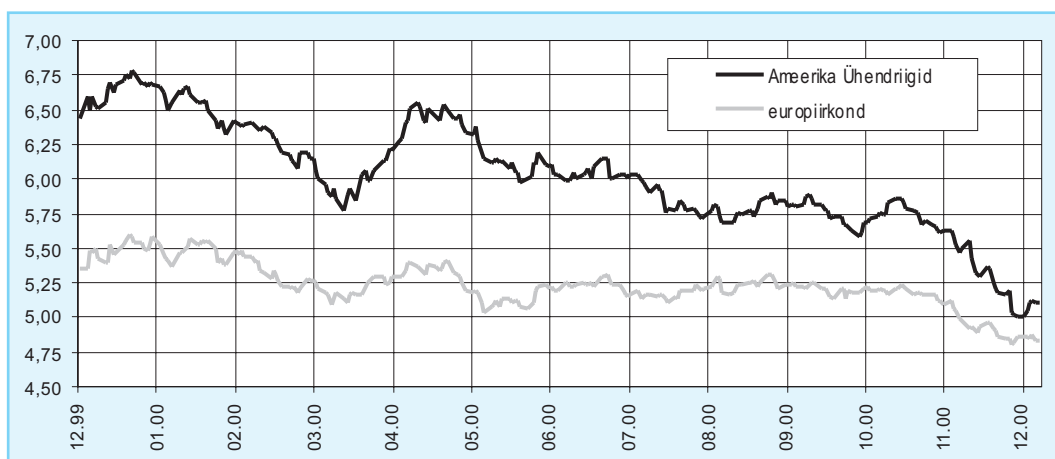
1999. aasta lõpus oli olukord maailma majanduses suhteliselt soodne – nii arengumaad kui ka Mandri-Euroopa riigid olid jõudnud kasvu faasi ning Ameerika Ühendriikides jätkus trendist kiirem kasv. Samal ajal oli aga toornafta hind viimase aasta jooksul tõusnud 2,5 korda, mis tekitas tuntava inflatsioonisurve. Neist tegureist tulenevalt alustasid keskpangad juba 1999. aastal monetaarpoliitika karmistamist.

Lähtudes 1999. a sügisel valitsenud olukorrast ja ootustest, prognoosis Eesti Pank 2000. aastaks nii Ühendriikide lühi- kui ka pikaajaliste võlakirjade intresside mõõdukat tõusu (vastavalt 0,50 ja 0,15%). Suhteliselt järsemat tõusu (0,80%) eeldati eurotsooni lühiajalistelt ja väiksemat (0,30%) pikaajalistelt intressidelt. **Lähtudes neist intressimuutustest Eesti Panga normportfelli tulususe hindamisel, prognoosis pank VVRI investeerimistulemuseks 2000. aastal 367 miljonit krooni.**

Paraku erines tegelik areng turgudel oluliselt prognoositust. Esiteks tõusid lühiajalised intressid palju kiiremini ja rohkem (Ühendriikides 1,0 ja europiirkonnas 1,75%). Selle põhjuseks oli eelkõige oodatust suurem majanduskasv Ühendriikides 1999. a lõpus ja 2000. a alguses, aga ka inflatsioonitaseme oodatust kiirem tõus. Oma mõju avaldas kindlasti ka euro nõrkus, mida intressiotsuste tegemisel põhjusena küll kunagi ei mainitud.

Kuna Eesti Panga normportfelli struktuuris moodustasid lühiajalised, st kuni 3kuulise tähtajaga investeringud ca 50%, siis võimaldas oodatust suurem lühiajaliste intresside tõus teenida neil märkimisväärselt rohkem kui planeeritud.

Pikaajaliste intresside tõus, mis tavaliselt lühiajaliste intresside tõstmise tsükliga kaasneb, lõppes aga juba 2000. a alguses (vt joonis 7.2). See oli suhteliselt ootamatu ja majanduse arengutendentsidega vaid kaudselt seotud. Üheks põhjuseks oli juba aastaid kestnud oodatust suurem majanduskasv Ameerika Ühendriikides. See tekitas märkimisväärse eelarve ülejäägi, mida rahandusministeerium otsustas kasutada riigi võlakooorma vähendamiseks, ostes tagasi pikaajalisi võlakirju. Kuna eelarve soodne seis vähendas niigi riiklike võlakirjade emissioone, siis tekkis, eriti pikaajaliste võlakirjade puhul, nõudluse ja pakkumise tasakaalustamatus, mis viis hinnad üles ja koos sellega intressid alla.



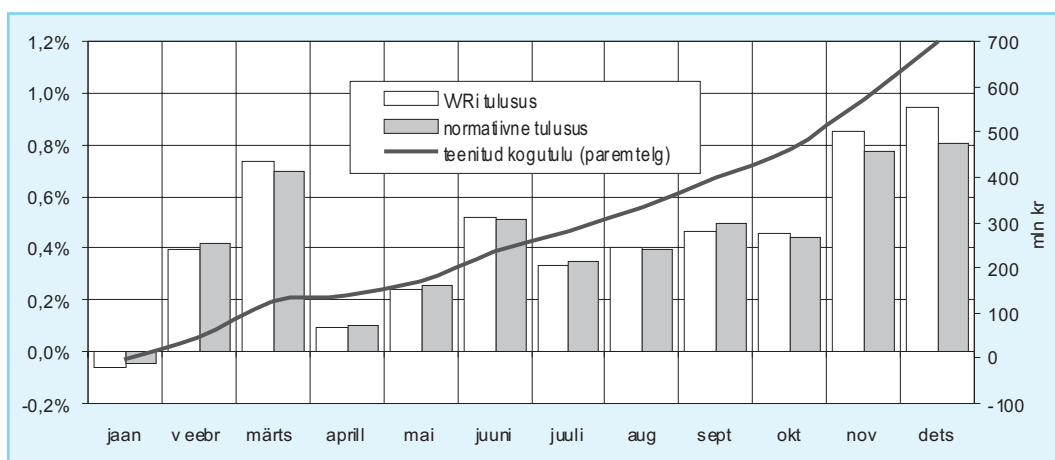
Joonis 7.2. 10aastaste võlakirjade intressid Ameerika Ühendriikides ja europiirkonnas

Teiseks oluliseks põhjuseks oli Ühendriikide aktsiaturgude korrektsioon, seda eriti tehnoloogia sektori aktsiate osas. Kui investorid tajusid, et intresside tõstmise mõjul majanduskasv paratamatult aeglustub, asendus senine ülikiire tõus pea samaväärse langusega. 2000. a jooksul kaotas tehnoloogiaaktsiate hinnaindeks Nasdaq poole oma väärtusest. Selline korrektsioon vähendas tarbijasaldust ja sellest tulenevalt ka tarbimist ning reaalmajanduse areng, mis tänu tõusnud intressitasemele oli juba niigi aeglustunud, aeglustus veelgi. Nende kahe teguri koosmõjul tekkis Ühendriikide majanduses aasta teisel poolel reaalne languse oht. See väljendus nii lühi- kui ka pikaajaliste intresside taseme languses ja keskpanga monetaarpoliitika suunamuutuse mõju arvestamises.

VVRI INVESTEERIMISE TULEMUSED

Proгноositud mõõduka tõusu asemel toimus pikaajaliste intresside langus nii Ühendriikides (-1,33%) kui ka Euroopas (-0,46%), kuigi viimase puhul olid majanduskasvu aeglustumise märgid nõrgemad. Selline intresside langus tähendas aga seda, et mida pikemaajaliste võlakirjadega oli tegu, seda rohkem tõusis ka nende hind. Kuna Eesti Pank oli prognoosinud hindade mõõdukat langust, siis osutus tegelik tulemus palju paremaks.

VVri investeringute keskmine tulusus oli 2000. aastal 5,49% ja teenitud tulu 697,9 miljonit krooni (vt joonis 7.3). See suhteliselt hea tulemus ei peegelda veel investeerimistegevuse tulemuslikkust. Viimase hindamiseks tuleb tulemusi analüüsida normportfelli suhtes.



Joonis 7.3. Välisvaluutareservi tulusus 2000. aastal (% ja mln kr)

INVESTEERIMISPORTFELL

NORMPORTFELL

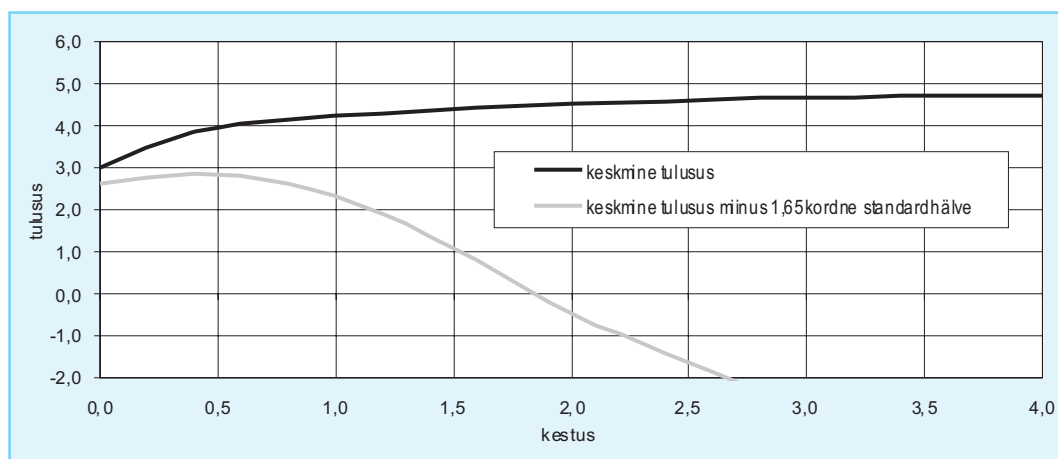
Oma sisult on normportfell selline investering, mille riskitase on investorile veel sobilik ja mille tootlus vastab tema ootustele. Eesti Panga normportfell koosnes 2000. aastal SSB¹ võlakirjaturgude indeksitest, mis tagavad kvartalis 95%lise tõenäosusega vähemalt positiivse tulemuse. Sellega on täidetud VVri investeerimise põhinõue – **varade säilivus**. Sellist kriteeriumi on suhteliselt lihtne arvestada.

¹ Salomon Smith Barney – investeerimispank, kes arvutab ja avaldab riiklike võlakirjaturgude keskmisi tootlusi ning nende baasil arvutatud indekseid.

Teisalt on normportfell samal ajal ka passiivne strateegia, mida kasutatakse ebamäärasel olukorras, kui investoritel puudub selge ettekujutus turgude edasise arengu kohta. Näiteks juhul, kui turgudel saavad vastandlikud signaalid või neid interpreteeritakse erinevalt.

Intressituru baaselemendiks on intressi- ehk tulukõver, mis näitab eri tähtajaga raha hinda laenajate jaoks, aga ka investeeritud raha tulusust investorite jaoks. Kui see kõver aasta jooksul ei muutuks, siis teeniks investor täpselt tähtajale vastavat intressi. Paraku muutuvad pidevalt kõik intressid ja vastavalt sellele ka investorite teenistus. Mida pikaajalisem on võlakiri, seda rohkem mõjutab intresside muutus investeeringu väärtust. Seda, kui palju eri tähtajaga võlakirjade intressid tulevikus muutuvad, ei tea täpselt keegi. Küll aga on võimalik suure tõenäosusega prognoosida muutuste vahemikke. Neid vahemikke (oodatava jaotuse standardhälbeid) on võimalik määratleda nii varasemate andmete abil (eeldusel, et turgude muutlikkus jääb samaks) kui ka vastavate intressioptionide hinna abil (eeldusel, et muutused turgudel on prognoositud piires).

Selleks, et leida vahemikku, kuhu muutused satuvad 95% juhtudest, piisab normaaljaotuse funktsiooni lahendamisest 5% kohta. Tulemuseks on 1,65kordne standardhälve, st 95%lise tõenäosusega ei liigu intressid keskmistest kaugemale kui 1,65kordne standardhälve. Intressikõverale üle kandes tähendab see seda, et 95%lise tõenäosusega saab investor parema tulemuse, kui momendi intresside ja 1,65kordse hinnamuutuste standardhälbe vahe (vt joonis 7.4).

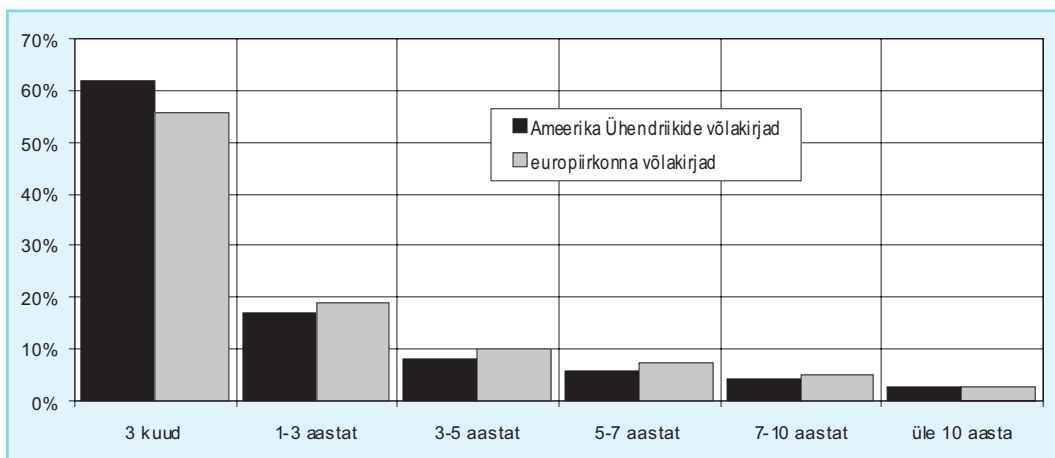


Joonis 7.4. Normportfelli arvutus. Tulusus (%) sõltuvalt võlakirja kestusest (aastates)

Analoogilise meetodiga on määratud normatiivsed riskiparameetrid Eesti Panga poolt investeeritava välisvaluutareservi kohta, mis 2000. aastal olid vastavalt 1,8 aastat europiirkonna ja 1,5 aastat Ühendriikide võlakirjade puhul.

Kuna tulukõvera dünaamika kohta eeldusi teha ei saa, siis on optimaalne normportfell hajutatud tulukõveral riski mõttes ühtlaselt. Investeeringu positsioonide järgi iseloomustab normportfelle joonis 7.5.

Parima tootluse saavutamiseks on portfell koostatud eri turusegmentide kaalutud alamindeksitest. Selline kokkukaalumine sõltub segmentide muutlikkusest (volatiilsusest) ja pakutavast keskmisest tootlusest (intressist). Kui olukord turul muutub (intressid tõusevad või langevad, muutlikkus suureneb või väheneb), siis vajab uuendamist ka normportfell. 1998. aastal järsult langenud intresside tõttu oli Eesti Panga normportfell 2000. a alguses suhteliselt madala keskmise riskiastmega. Aasta lõpus, kui lühiajalised intressid olid tunduvalt tõusnud, tõusis ka normportfelli riskitase. Seega järgib normportfell turu muutusi ning võimaldab pidevalt saavutada optimaalset tulemust.



Joonis 7.5. Normportfellide struktuur 2000. aastal

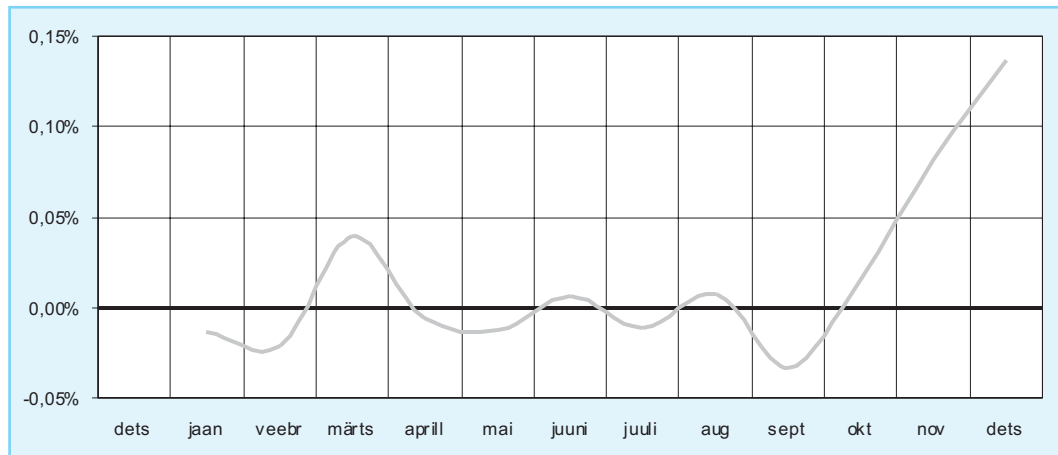
TEGELIK PORTFELL

Sootuks teine probleem on see, kuidas saavutada indeksitest koosneva normportfelli tulusust tegelikult võlakirjadesse investeerides. Indeksi eripära on selles, et see on kogu võlakirjaturul toimunu keskmine näitaja. Teisisõnu, arvesse on võetud **kõigi** turul olevate võlakirjade hinnamuutused, mida kaalutakse vastavate võlakirjade osakaaluga turul. Investor, kes soovib investeerida täpselt indeksi järgi, peab seega ostma **kõiki** võlakirju samas proportsioonis, nagu need esinevad indeksis. Enamikule investoritele käib see loomulikult üle jõu – raha lihtsalt ei jätku. Olukorrast ülesaamiseks koostatakse reaalselt võlakirjadest portfellid, mis on indeksile nii lähedased kui võimalik. Indeksit järgiva portfelli koostamiseks valitakse enamasti turu enimkaubeldavad võlakirjad, milles intresside muutused ilmnevad kõige operatiivsemalt. Samas arvestab turuindeks kõigi võlakirjadega – ka vähemkaubeldavatega, mis oma väiksema likviidsuse tõttu kannavad keskmisest kõrgemat intressi ja annavad keskmisest suuremat tulu. Seega pole indeksit järgivat võlakirjaportfelli koostades isegi teoreetiliselt võimalik saavutada täpselt sama tulusust nagu indeksi oma.

Siit ka esimene tõsisem investeerimisprobleem: kuidas lisariske võttes (st normportfelist erinevalt investeerides) kompenseerida indeksi omast väiksem tulusus. Senine praktika on näidanud, et indeksi järgimisest tulenev ebatäpsus on keskmiselt 0,013% kuus ehk umbes 0,16% aastas. Teisisõnu, kui VVRi investeerimise aastane tulusus on sama suur kui indeksi vastav näitaja, siis on Eesti Pank tegelikkuses lisanud väärtust ca 0,16%.

Teine, hoopis olulisem ja ka keerukam ülesanne on lisariskide võtmine (ja seeläbi lisatulu teenimine) lähtuvalt konkreetsest turusituatsioonist ja parameetrite prognoosist. Seda tüüpi otsustusprotsess on keskpangas jaotatud kaheks: strateegiline tase, kus prognoositakse turgude käitumist kuueks kuuks, ja taktikaline tase, kus horisondiks on kuu või väiksem periood. Riskide paremaks juhtimiseks püütakse otsuseid teha võimalikult sõltumatult. Selliste otsuste sisuks on normportfelist erinevate investeerimispositsioonide võtmine ning nende õigsust ja efektiivsust näitab see, kas tulusus on normportfelli omast suurem. Loomulikult on normportfelist häälbimine rangelt limiteeritud, mis seab piirid nii võimalikule lisatulususele kui ka võimalikule kaotusele. Lähtuvalt momendil kehtivast riskiraamistikust, mille on heaks kiitnud ka Rahvusvaheline Valuutafond, on limiitide piires lisariske võttes võimalik teenida lisatulu kuni 0,80% aastas.

Lisatulusust ehk investeerimistegevuse panust 2000. aastal iseloomustab joonis 7.6. Kui aasta esimese üheksa kuu jooksul olid turgude signaalid erisuunalised (ühelt poolt majanduse aeglustumise ootused, teisalt nafta kallinemine koos inflatsioonitaseme tõusuga), siis viimases kvartalis olukord muutus.



Joonis 7.6. *Investeeringute tulemuslikkus = tegelik tulusus - normportfelli tulusus*

Turgude areng oli ootuspärane ning veelgi parema tulususe saavutamist takistas vaid vähene julgus (ei kasutatud ära kogu võimalust lisariski võtmiseks). Sellegipoolest võib 2000. aastat lugeda kordaläinuks, seda nii saavutatud lisatulususe kui ka teenitud kroonikoguse poolest.