

## VIII. RESERVIHALDUS

**Eesti Panga välisvaluutareserv (VVR) on Eesti krooni kattevara ning selle abil tagatakse krooni stabiilsust.** Eestis rakendatavate valuutakomitee põhimõtete kohaselt peab VVR täielikult katma kõik Eesti Panga kroonikohustused, sh emiteeritud sularaha ja kommertsbankade arved keskpangas. VVRi investeerimisel lähtub Eesti Pank rangeist riskipiiranguist, mille olulisimad eesmärgid on **tagada vahendite säilivus ja likviidsus**. **Tulu suurus** on eesmärgina kolmandal kohal.

### RESERVIHALDUSE KORRALDUS

#### Välisvaluutareservi struktuur

Välisvaluutareserv on jaotatud kaheks osaks – **likviidsuspuhvriks** ja **investeerimisportfelliks**. Väikese osa reservist moodustab ka **kuld**.

Likviidsuspuhver moodustab kogu VVRist umbes 5% ning on investeeritud rahvusvahelisel üleööturul. Need on valuutakomitee funktsiooni täitmiseks vajalikud üliliikviidsed vahendid, mida keskpank saab igal hetkel kasutada Eesti krooni ja välisvaluuta ostu-müügitehinguiks kodumaiste krediidiasutustega. Nad katavad pangasüsteemi igakuise välisvaluuta vajaduse.

Teine, suurem osa VVRist ehk investeerimisportfell investeeritakse samuti rahvusvahelistel finantsturgudel. Rahapaigutuse eesmärk on saavutada seatud piirangute raames üleilmse majandustsükli jooksul optimaalne, rahaturu intresse ületav keskmine tulukus. Investeerimisportfelli vahendeid paigutatakse peamiselt juhtivate tööstusriikide likviidsetel võlakirjaturgudel.

**Välisvaluutareservi paigutamisel on oluline saavutada optimaalne riski ja tulukuse suhe.** Peamised VVRi investeerimisega seotud riskid on valuuta-, intressi-, krediidi- ja likviidsusrisk. Kõiki neid mõõdetakse ja juhitakse investeerimisportfelli optimaalselt hajutades ning hoolikalt instrumente ja tehingupartnereid valides. Iga riski kohta on kehtestatud ka üldised raamreeglid, mis välistavad keskpangale sobimatute riskide võtmise. Riskilimiitide järgimist kontrollitakse pidevalt. Kõik riskipiirangud sõltuvad Eesti Panga kohustustevaba reservi suurusest.

**Kuna Eesti krooni kurs on jäigalt seotud euroga, siis moodustab VVRi baasvaluuta euro ka valdava osa reservi struktuuris.** Väljapoole euroturge investeerimisel kasutatakse valuutariski maandamiseks tuletisinstrumente. Seetõttu ei avalda valuutade kursimuutused VVRi väärtusele olulist mõju.

Intressiriski juhitakse Eesti Pangas aktiivselt **normportfelli** kaudu. See määrab keskmise riskitaseme, mida pank on valmis võtma, ning on ühtlasi VVRI juhtimise efektiivsuse tulemusetaloniks. Kehtestatud on ka limiidid, mille ulatuses võib tegelik investeerimisportfell normportfelist erineda ning mille raames on pangal prognoosidest lähtudes võimalik saavutada normportfelli tulukusest erinevat tulemust.

**Ehkki VVRist on eraldatud likviidsuspuhver, on ka investeerimisportfelli seatud kõrged likviidsusnõuded.** Nende täitmise tagamiseks kasutatakse vaid aktiivseid ja laialdast teisest turgu omavaid instrumente. Piirangud on kehtestatud ka nende väärtpaperite emissioonimahu ja osakaalu suhtes, mida Eesti Pank võib omada.

Krediidiriski ehk ohtu, et Eesti Panga suhtes finantskohustusi omav osapool ei täida endale võetud kohustusi, juhitakse väärtpaperi väljalaskjaile ja instrumentidele seatud koguseliste ning proportsionaalsete piirangute kaudu, mille aluseks on juhtivate rahvusvaheliste reitinguagentuuride hinnangud. Enamik reservist investeeritakse riikide võlakirjadesse ja nendel baseeruvaisse pöördrepotehinguisse, mille krediidirisk on minimaalne. Krediidiriski haldamise tõhustamine on Eesti Panga üks strateegilisi eesmärke<sup>1</sup>.

## Investeerimisprotsess

**Investeerimisotsused tehakse Eesti Pangas majandusnäitajate analüüsi, turuosaliste prognooside ning paljude muude tegurite alusel.** Nende otsuste kestus võib kõikuda minuteist aastateni, samuti on olenevalt olukorrast erinev iga otsuse riskiaste, kuid seda siiski kehtestatud riskilimiitide piires. Instrumentide, riskitaseme ning turu valikul lähtutakse investeerimisotsuse ideest ja kestusest. Eeldatakse, et parim tulemus saavutatakse üksteisest sõltumatute investeerimisotsuste kaudu, st kollektiivseid investeerimisotsuseid portfelli haldurid ei tee.

**Eesti Pank kasutab kahte erinevat otsuste tegemise viisi – subjektiivset ning mudelipõhist.** Esimene neist põhineb traditsiooniliselt majandusnäitajate analüüsil, teiste turuosaliste arvamusel, kogemustel ja vaistul, teine aga ajalooliste aegridade põhjal hinnatud, optimeeritud ja testitud mudelitel.

Mudelite sisendeiks võivad olla kas tehnilise analüüsi näitajad, majandusnäitajad ja/või investorite käitumist iseloomustavaid näitajad. Võimalikud on ka eelnimetatud näitajate kombinatsioonid. 2003. aastal kasutas keskpank ühte pikemaajalisi trende järgivat tehnilist mudelit ning ühte nii majandus- kui tehnilisi näitajaid hõlmavat ühe kuu pikkuse investeerimishorisondiga mudelit.

Alates 2002. aastast on Eesti Pank investeerimisel jaganud riskilimiidid erinevate portfelli ja välishaldurite vahel ilma, et investeerimiseks eraldataks proportsionaalset rahasummat VVRist. Praegustel andmetel on selline lähenemine Euroopa keskpankade seas üsna uuenduslik.

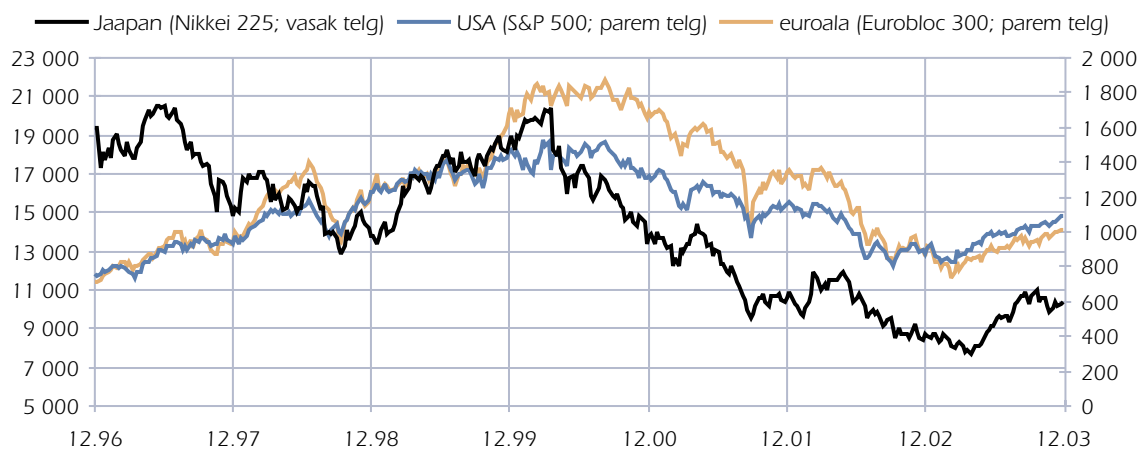
## 2003. AASTA INVESTEERIMISTULEMUSED JA NEID MÕJUTANUD TEGURID

### Rahvusvahelised finants- ja toormeturud

Peamistel **aktsiaturgudel** toimus 2003. aastal pööre langustrendis, mis oli alanud 2000. aastal. Majanduse väljavaadete paranemine ja firmade kasumi kasv meelitasid investoreid taas rohkem raha aktsiatesse

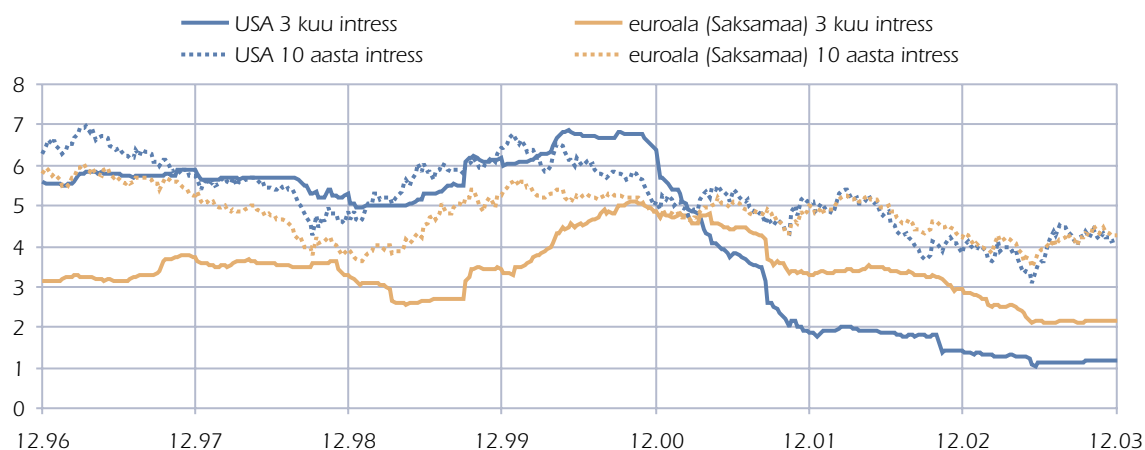
<sup>1</sup> Vt Eesti Panga strateegiline arengukava aastaks 2004–2006, p V.20.

paigutama. Seetõttu tõusis Ameerika Ühendriikide S&P 500 indeks 26%, Nikkei 225 indeks 24% ja Eurobloc 300 indeks 16% (vt joonis 8.1). Tehnoloogiasektori kiiret elavnemist tähistas nende aktsiate suhteliselt suurem kallinemine: näiteks tõusis Ameerika Ühendriikides Nasdaq'i koondindeks 50%.



**Joonis 8.1. Peamiste aktsiaturgude dünaamika 1997–2003**

**Võlakirjaturul** liikusid intressid aasta jooksul mõlemas suunas, valdav oli pikemaajaliste intresside tõus. Aasta esimesel poolel jätkasid juhtivad keskpangad baasintressi alandamist, et stimuleerida majanduskasvu ja vähendada inflatsioonitempo langusest tulenevat riski. Ameerika Ühendriikide Föderaalreserv alandas baasintressi 25 ja Euroopa Keskpang 75 baaspunkti võrra (vastavalt tasemele 1% ja 2%). Teisel poolaastal kaasnes majanduse elavnemisega rahapoliitika stabiilsus ja pikaajaliste intresside tõus (vt joonis 8.2). Aasta kokkuvõttes tõusis 10aastaste võlakirjade intressimäär Ühendriikides 43, Jaapanis 46 ja europiirkonnas 9 baaspunkti võrra.



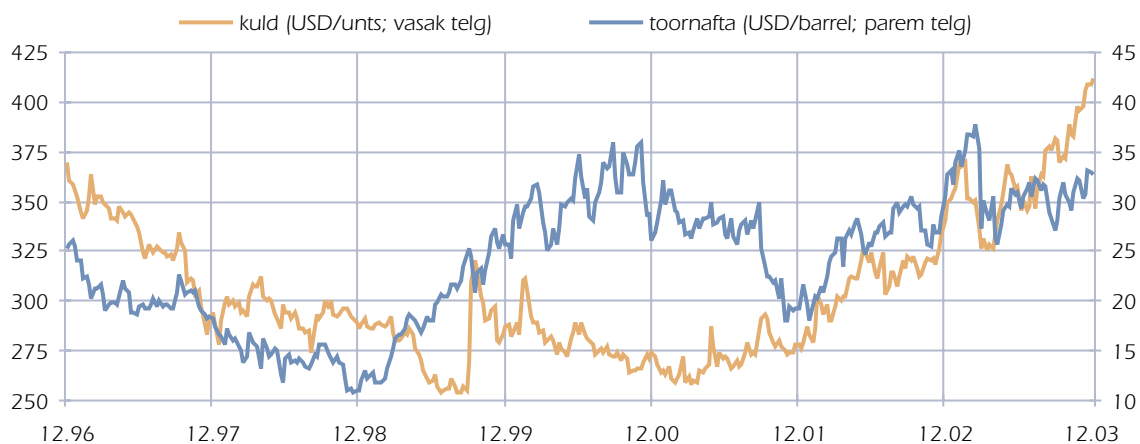
**Joonis 8.2. Intressid Ameerika Ühendriikides ja euroalal 1997–2003 (%)**

**Valuutaturgudel** jätkus Ameerika Ühendriikide dollari nõrgenemine teiste põhivaluutade suhtes. Euro kurss tõusis dollari suhtes 20% ja Jaapani jeeni kurss 11% (vt joonis 8.3). Dollari odavnemise peamiseks põhjuseks oli endiselt Ühendriikide majanduse tasakaalustamatus, eeskätt suur jooksevkonto puudujääk, mille finantseerimine kapitali sissevoolu abil on muutunud üha raskemaks. Euro tugevnemine põhines lisaks ka rahvusvaheliste investorite (sh keskpankade) soovil paigutada oma varasid senisest enam aktiivseks, mille nimiväärtus on eurodes.



**Joonis 8.3. Euro ja jeeni vahetuskurss dollari suhtes 1997–2003**

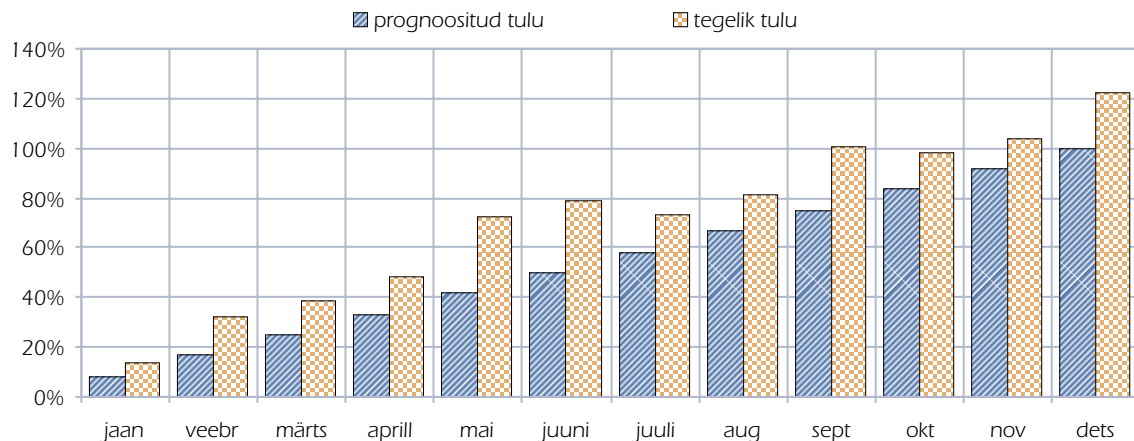
**Toormeturge** iseloomustas hindade tõusu jätkumine. 22 peamise toorme hindu peegeldav CRB indeks tõusis 16%, peegeldades globaalse majanduse elavnemisest tingitud nõudluse kasvu. Barreli toornafta hind langes Iraagi konflikt lõppedes 30 dollarist allapoole, kuid tõusis aasta lõpuks 32,5 dollarini (kokkuvõttes ca 4%). Nii dollari nõrgenemise tõttu kui ka tingituna investorite kasvanud soovist maandada inflatsioonitempo võimaliku kiirenemisega seonduvat riski, tõusis kulla hind 19% (vt joonis 8.4).



**Joonis 8.4. Toornafta ja kulla hind 1997–2003**

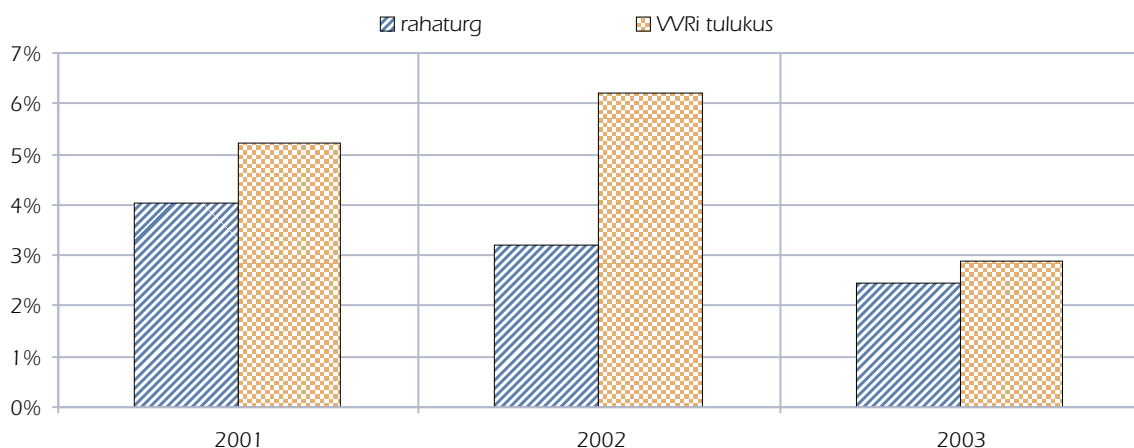
## VVRi investeerimine

2003. a lõpuks oli välisvaluutareservi suurus **16,7 miljardit krooni**. Aastaga kasvas see ligikaudu 11%. Kohustustevaba ehk netoreserv moodustas sellest ca 20% ehk **3,3 miljardit krooni**, suurenedes aasta jooksul ligikaudu 6%. Netoreservi jätkuv kasv põhines VVRi kasumlikul investeerimisel. 2002. a lõpul eeldati, et aasta jooksul tõusevad mõõdukalt nii Ameerika Ühendriikide kui euroala intressid ning tulukõverad järsenevad. Pikemaajalised intressid ka tõusid, kuid suuremate keskpankade ekspansiivse rahapoliitika ja geopoliitilise ebastabiilsuse tõttu liikusid lühiajalised intressid vastassuunas. Kui intressimäärad tõusevad, siis võlakirjade hinnad teatavasti langevad ning seetõttu väheneb ka võlakirjadest koosneva portfelli tulukus. **Tänu tulemuslikule investeerimisele oli Eesti Panga investeringute tulukus 2003. aastal 2,99%, ületades prognoositud taseme 0,16 protsendipunkti võrra.** VVRi eeldatust kiirema kasvu tõttu ületas rahaline tulu oodatava enam kui 20%. Tulu kumulatiivset kujunemist kirjeldab joonis 8.5.



**Joonis 8.5. VVRi investeerimistulu kumulatiivne kujunemine 2003. aastal**

Normportfelli ideoloogia rakendamise tulemusi selgitab joonis 8.6, millel on võrreldud välisvaluutareserve tulukust viimaseil aastail rahaturu omaga.



**Joonis 8.6. Välisvaluutareserve tulukus võrreldes rahaturuga**

## Normportfelli muutused

**Eesti Panga VVRi investeerimise normportfelli koostamise kriteeriumiks on see, et kvartali tulemus ei ole negatiivne, st varad säilivad.** Kui normportfelli struktuur seda turuintresside languse ja/või suurema heitlikkuse tõttu enam ei taga, tuleb portfelli riskiastet vähendada. Kui aga turuintressid on tõusnud ja/või nende heitlikkus vähenenud, võib normportfelli riskiastet suurendada.

Eesti Panga rahapoliitika komitee kaalub normportfelli muutmist siis, kui teoreetilise ja kehtiva normportfelli keskmine kestus erineb rohkem kui 10%. Normportfelli riskiastme vähendamine tähendab sisuliselt portfelli keskmise kestuse lühendamist – rohkem varasid paigutatakse väikese volatiilsusega kindlat intressi pakkuvasse rahaturuinstrumentidesse. Tänu sellele kompenseerivad kogunenud intressid heitlikkusest tuleneva võimaliku hinnakõikumise. Turuintresside languse tõttu tekkis vajadus normportfelli struktuuri muutmiseks 2003. a märtsis. Ameerika Ühendriikide portfelli keskmine kestus lühenes 16% – 0,93-ilt aastalt 0,78-le aastale,

euroala portfelli oma aga 18% – 1,45-lt 1,18-le. Mõningate tehniliste muudatuste tõttu normportfelli koostamisel oli mais vaja kehtestada uus portfelli. Selle struktuur, mille Eesti Panga rahapoliitika komitee jõustas alates 1. maist ja mis kehtis 2003. a lõpuni, on toodud tabelis 8.1. Normportfelli keskmiseks kestuseks kujunes 1,06 aastat, majanduspiirkondade osakaalud aga ei muutunud.

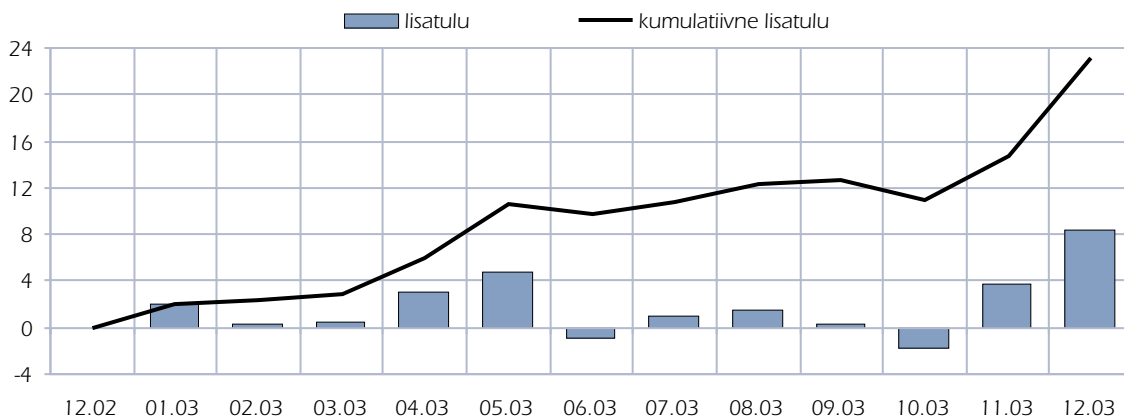
**Tabel 8.1. Eesti Panga VVRi investeerimise normportfell alates 2003. a 1. maist**

| Majanduspiirkonna portfelli | 1-3 a  | 3-5 a | 5-7 a | 7-10 a | 10+ a | Kestus | Osakaal |
|-----------------------------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|---------|
| Euroopa                     | 10,97% | 5,73% | 4,05% | 3,07%  | 1,71% | 1,23   | 60%     |
| USA                         | 9,27%  | 4,12% | 2,92% | 2,13%  | 0,00% | 0,78   | 40%     |

## Välisvalduste tulemused

2003. a lõpul kasutas Eesti Pank VVRi investeerimisel kahte varahaldusega tegelevat välisvaldurit. Üks neist – State Street Global Advisors – alustas koostööd Eesti Pangaga juba 2002. a augustis, teine – ABN Amro Asset Management – lisandus 2003. a novembris. Välisvalduste süsteemi arendamine ja laiendamine on samuti Eesti Panga üks strateegilisi eesmärke<sup>2</sup>.

Välisvaldureil on lubatud kasutada üksnes teatud osa kogu VVRi riskiliimist, ent sellega proportsionaalset osa reservist valduste käsutusse ei anta. Investeerimispositsioonid realiseeritakse keskpanga nimel erinevate tuletisinstrumentide ja tulevikutehingute abil; klassikalisi võla- ja valuutainstrumente ei kasutata. 2003. aastal teenisid välisvaldurid Eesti Pangale ligikaudu 16 miljonit krooni, mis moodustas umbes poole normportfelli ületavast lisatulust (vt joonis 8.7). Arvestades neile eraldatud riskiliimide suurust, võib seda pidada heaks tulemuseks.



**Joonis 8.7. Normportfelli ületav lisatulu VVRi investeerimisest 2003. aastal (baaspunktides)**

## Varahaldusteenuse osutamine avalikule sektorile

Eesti Pank jätkab koostööd mitmete avaliku sektori institutsioonidega. Stabiilsuseerimisreservi riskide mõõtmise ja haldamise osas osutatakse teenust rahandusministeeriumile. Investeerimisotsused selle raha paigutamiseks teeb endiselt riigikassa. Täispaketina osutab keskpank varahaldusteenust Tagatisfondile.

<sup>2</sup> Vt Eesti Panga strateegiline arengukava aastaks 2004–2006, p V.20.