

VII. RESERVIHALDUS

Eesti Panga välisvaluutareservi (VVR) peaesmärk on tagada Eesti krooni stabiilsus. Valuutakomitee põhimõtete kohaselt peab VVR täielikult katma Eesti Panga kõik kroonikohustused, sh emiteeritud sularaha ja kommertsbankade arved Eesti Pangas. VVRi investeerimisel lähtub keskpank Eesti krooni kattevarale kohastest rangetest riskipiirangutest, mis seavad tulu teenimise ees prioriteetideks **vahendite säilivuse ja likviidsuse**. 2001. aasta lõpul oli VVRi suurus **14,6 miljardit krooni**. Aasta jooksul toimunud muudatused kohustusliku reservi arvestuses kahandasid VVRi kogumahtu ligikaudu 6%. Kohustustevaba ehk netoreserv moodustas **2,5 miljardit krooni**.

RESERVIHALDUSE KORRALDUS

VÄLISVALUUTARESERVI STRUKTUUR

Välisvaluutareserv on jaotatud kaheks osaks – **likviidsuspuhvriks** ja **investeeringusportfelliks**. Esimese moodustavad valuutakomitee funktsiooni täitmiseks vajalikud ülikviidsed vahendid, mida saab igal ajahetkel kasutada Eesti krooni ja välisvaluuta ostu-müügitehinguteks kodumaiste krediidi-asutustega. Teine ja suurem osa VVRist investeeritakse rahvusvahelistel finantsturgudel. Seatud piirangute raames, mis tagavad vahendite säilivuse ja piisava likviidsuse, on investeeringusportfelli eesmärgiks **saavutada globaalse majandustsükli jooksul optimaalne, rahaturu intresse ületav keskmine tulusus**. VVRi jaotamine kahte ossa on vajalik eelkõige seetõttu, et väga lühikese tähtajaga investeeringud ei anna rahaturu intressidest kõrgemat tulu. Kui aga kõik vahendid paigutada pikemaajalistesse instrumentidesse, võib valuutaturu nõudluse rahuldamine tuua kaasa ebasoovitava lisakulu. Seepärast ongi VVRist eraldatud likviidne osa, mille suurus katab 95%lise tõenäosusega pangasüsteemi igakuise välisvaluuta vajaduse ja mis moodustab umbes 5% kogu välisvaluutareservist. **Valdavalt on likviidsuspuhvri varad investeeritud üleöö-repotehingutesse, mille tagatiseks on riiklikud võlakirjad.**

Investeeringusportfelli paigutatakse peamiselt juhtivate tööstusriikide võlakirjaturgudel. Välisvaluutareservi paigutamisel võlakirjadesse on oluline saavutada optimaalne riski ja tulususe vahekord. Peamised VVRi investeerimisega seotud riskid on valuuta-, intressi-, krediidi- ja likviidsusrisk. Kõiki neid mõõdetakse ja juhitakse investeeringusportfelli struktuuri optimaalselt hajutades ning hoolikalt instrumente ja tehingupartnereid valides. Iga loetletud riski kohta on kehtestatud ka üldised raamreeglid, mis välistavad keskpangale sobimatute riskide võtmise. Riskilimiitide järgimist kontrollitakse pidevalt, enamasti reaalaajas. Väike osa reserve (ca 0,28%) hoitakse ka kullas.

Kõige raskemini prognoositavaks on osutunud **valuutakursside muutumine**. Seetõttu on VVRi juhtimisel otsustatud üldjuhul valuutariski üldse mitte võtta. Valuutarisk maandatakse täielikult sel teel, et **Eesti Panga varade ja kohustuste valuutastruktuur ühildatakse**. Kuna Eesti krooni kurss on jäigalt seotud euroga, siis praktikas tähendab see, et Eesti Panga VVRi baasvaluuta on euro, mis moodustab ka valdava osa reservi struktuurist. Kuigi osa investeeringuid on tehtud ka väljapoole euroturge, on valuutariski maandamiseks kasutatud tuletisinstrumente. Seetõttu avaldavad valuutade kursimuutused VVRi väärtusele üksnes väikest mõju.

Kuna Eesti Pangal ei ole võimalik **intressiriski**¹ vältida, siis juhitakse seda aktiivselt läbi **normportfelli**, mis 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 tulususest erinevat tulemust.

Vaatamata sellele, et VVRist on eraldatud likviidsuspuhver, on ka investeerimisportfellile seatud kõrged likviidsusnõuded. Vajaliku likviidsuse tagamiseks kasutatakse vaid **aktiivseid ja laialdast teisest turgu omavaid instrumente**. Viimaste määratlemisel on kasutusel piirangud nii emissioonimahu kui ka osakaalu suhtes väärtpaperiväljalasetes, mida Eesti Pank võib omada.

Krediidiriski ehk ohtu, et Eesti Panga suhtes finantskohustusi omav osapool ei täida endale võetud kohustusi, juhitakse **väärtpaperi väljalaskjatele ja instrumentidele seatud koguseliste ning proportsionaalsete piirangute kaudu**, mille aluseks on juhtivate rahvusvaheliste reitinguagentuuride hinnangud. Enamik reservist investeeritakse riiklikesse võlakirjadesse ja nendel baseeruvatesse repotehingutesse, mille krediidirisk on minimaalne.

Kõigi loetletud riskide suhtes kehtestatud piirangud sõltuvad Eesti Panga kohustustevaba reservi suurusest. Mida väiksem on netoreserv, seda väiksem on ka välisvaluutavarade investeerimisel lubatud risk.

KUIDAS TOIMUB INVESTEERIMINE

Investeermistegevus on Eesti Pangas koondatud **finantsturgude osakonda**, kus mõeldakse ja juhitakse kõiki sellega seonduvaid riske. Aluseks on välisvaluutareservide investeerimiseks Eesti Panga presidendi käskkirjaga **kinnitatud üldpõhimõtted ning kehtestatud riskilimiidid**. Investeerimisotsus tähendab normportfelist erineva investeerimispositsiooni võtmist ning konkreetsete instrumentide valikut. Otsuseprotsess on jaotatud kaheks: strateegiliseks ja taktikaliseks.

Strateegiline otsus kujundatakse makromajandusliku analüüsi ja prognooside baasil. Strateegiline investeerimisotsus tehakse 3–6kuulise perspektiiviga ning see seisneb investeerimisportfelli jaotuses riikide vahel ja normportfelli suhtes suurema või väiksema riski võtmises.

Taktikaline investeerimisotsus tehakse lühemaajalise perspektiiviga ning selle juures arvestatakse turulähedasi näitajaid, nagu finantsturgude hetketase, viimase aja dünaamika, riikide intressimäärade erinevus jmt.

Investeerimisportfelli vastavust kehtestatud limiitidele kontrollitakse reaalajas. Regulaarseid aruandeid positsioonidest, riskidest ja tulemustest edastatakse nii panga juhtkonnale kui ka sisekontrolli osakonnale.

2001. AASTA INVESTEERIMISTULEMUSI MÕJUTANUD TEGURID

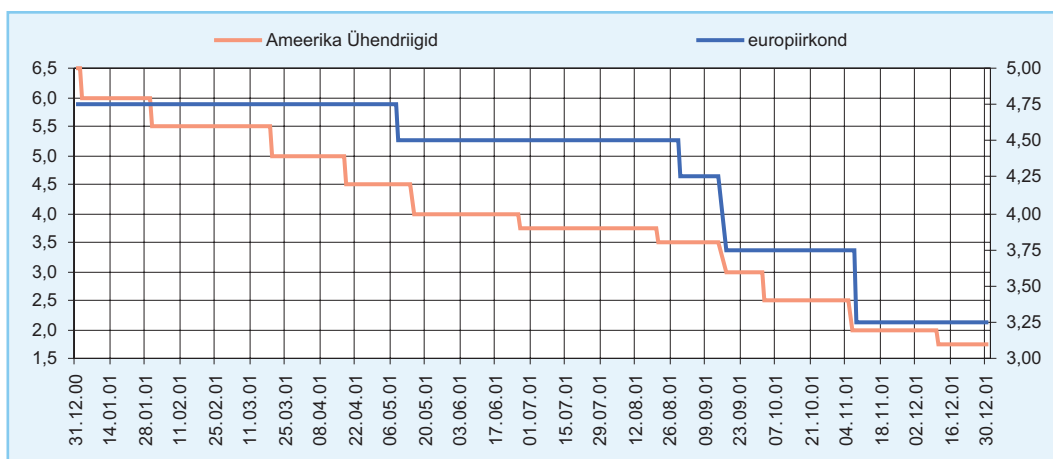
2001. aasta oli reservihalduse seisukohalt mitmes mõttes erakordne, mistõttu VVRi tootlus ületas prognoositu 23%. Investeerimistulemuste seisukohalt olulisemad mõjurid olid maailmamajanduse arengutendentsid, 11. septembri sündmused USA-s ning Eesti rahapoliitika operatsioonilise raamistiku reformi jätkumine.

¹ Intressirisk – risk, et teenitud tulu väheneb, kui intressimäärad muutuvad ebasoodsamaks.

TURGUDE OOTUSTE ERINEVUS TEGELIKKUSEST

2000. aasta lõpus oli olukord maailmamajanduses veel suhteliselt soodne, kuid mitmed näitajad viitasid juba lähenevale majanduskasvu kiirele aeglustumisele. Siiski valitses arvamus, et see piirdub I poolaastaga ning hiljem kasv stabiliseerub jätkusuutlikul tasemel. Tegelikult kujunes majanduskasvu aeglustumine arenenud riikides kestvamaks ja oodatust ulatuslikumaks. Prognoose korrigeeriti vähenemise suunas aasta vältel mitu korda. Kõige enam mõjutas üldist arengut Ameerika Ühendriikides toimuv, sest just sealsest suurest sisenõudlusest oli seni olulisel määral sõltunud maailma majanduskasv tervikuna.

Keskpangad ja valitsused reageerisid kasvu aeglustumisele ekspansiivse majanduspoliitikaga. Lähtudes olukorrast 2000. aasta lõpus, prognoosis Eesti Pank 2001. aastaks intresside mõõdukat, 0,5%list langust nii USAs kui euroalal. Tegelikult alandati intresse aga kiiresti ja suures ulatuses: Ühendriikides aasta jooksul 4,75 protsendipunkti, ning Eurosüsteemis 1,5 protsendipunkti (vt joonis 7.1). Eelkõige tänu sellele õnnestuski Eesti Pangal teenida valuutareservilt rohkem tulu, kui algselt prognoositi².



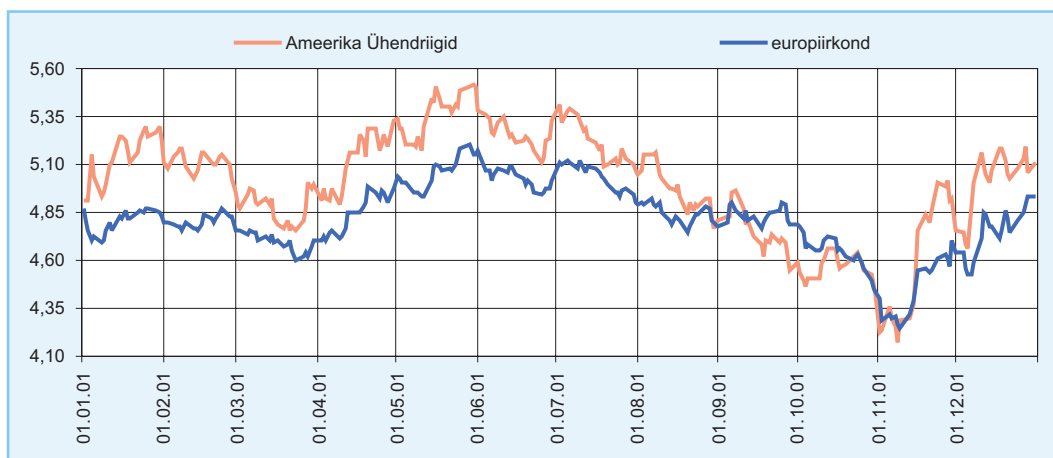
Joonis 7.1. Ameerika Ühendriikide (vasak telg) ja Euroopa Keskpannga (parem telg) baasintressid (%)

ÜHENDRIIKIDE-VASTASE TERRORIRÜNNAKU JÄRELMÕJU

11. septembri terrorirünnak USA vastu tõi endaga kaasa muutusi nii finantsturgude toimimises kui tarbijate käitumises (eelkõige ootustes). Välisvaluutareservi investeerimise seisukohalt olid määravad just viimased, kuna nende mõju oli suur ja sündmus ise prognoosimatu. Ühendriikide väärtpaperiturud oli ligi nädala suletud. Ka võlakirjadega ei kaubeldud Ühendriikides mitu päeva. Kuigi Euroopas jätkus kauplemine ka USA võlakirjadega, kadus turgude likviidsus. Viimane aga tähendas eelkõige moonutatud hindu, mille kujunemisel mängisid olulist rolli mitte majanduse fundamentaalnäitajad, vaid üksikud suurtehingud. Suure määramatuse tõttu laienenud ostu-müügihindade erinevused muutsid omakorda igasugused investeerimisportfelli muudatused kulukaks. Kõigele lisaks otsustasid maailma keskpannad turgude heitlikkuse ohjeldamiseks piirduda üksnes hädavajaliku kauplemisega. See kokkulepe pani septembris oma pitseri paljude keskpankade, sealhulgas ka Eesti Panga reservide tootlusele.

Kardetud langus leidis pärast turgude taasavamist loomulikult aset, kuid selle ulatus oli arvatust väiksem. Sellele aitasid kindlasti kaasa nii vahepeal muudetud kauplemisreeglid (keelati lühikesed aktsiapositsioonid ja lubati oma aktsiaid tagasi osta) kui ka laialt õhutatud patriotism. Terrorirünnaku mõju USA majandusele hindasid turud esialgu aga üle, mistõttu aasta lõpul toimus märkimisväärne pikaajaliste intresside langustrendi korrigeerimine (vt joonis 7.2). Kõik see suurendas keskkonna muutlikkust.

² Vt ka Maailmamajandus, lk 11–13.



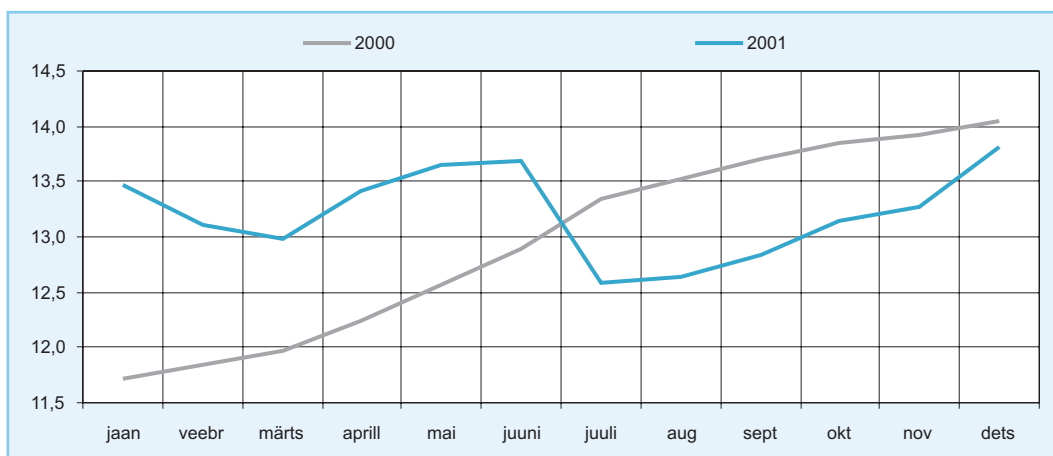
Joonis 7.2. 10aastaste võlakirjade intressid Ameerika Ühendriikides ja euopiirkonnas (%)

Võib öelda, et 11. septembri terroriaktid testisid Eesti Panga varahalduse kaitstust äärmiselt raskesti prognoositavate ja kontrollitavate finants- ja operatsiooniliste riskide suhtes ning tulemused olid kokkuvõttes igati rahuldavad.

RAHAPOLIITIKA OPERATSIONILISE RAAMISTIKU REFORMI MÕJU

Rahapoliitika operatsioonilise raamistiku reformiga loodi pankadele võimalus vähendada kohustuslikke kroonihoiuseid Eesti Pangas. See muutus teostati kahes etapis: 1. jaanuarist oli lubatud neid vähendada kuni 25%, 1. juulist aga kuni 50%. Eeldati, et muutusega võib kaasneda välisvaluutareservide mahu kaks hüppelist vähenemist. Kuigi maksimaalset vähenemist oli võimalik planeerida, polnud siiski teada, kuidas pangad tegelikult käituvad. Selline määramatus sundis keskpanka hoidma tavapärasest tunduvalt suuremaid puhvreid.

VVRi tegelikku muutust kirjeldab joonis 7.3. Sellel on selgelt eristatavad mõlemad kohustuslike reservide muutmise etapid. Kui jaanuaris alanud esimene etapp võttis pankadelt aega kuni 3 kuud, siis juulist käivitunud teine etapp toimus otsekohe. Summaarselt vähenes VVR ca 2 miljardit krooni, mis moodustas 14% kogu välisvaluutareservist. Nimetatud muutusi arvestamata kasvas VVR tavapärasel tempos. Aasta lõikes oli reserv umbes 200 miljoni krooni võrra väiksem, kui 2001. aasta alguses.



Joonis 7.3. Välisvaluutareservi dünaamika (mld kr)

INVESTEERIMISPÕHIMÕTETE TÄIENDAMINE 2001. AASTAL

NORMPORTFELL

Normportfell on selline investering, mille riskitase on investorile veel sobilik ja tootlus vastab investori ootustele.

Eesti Panga normportfelliks oli 2001. aastal portfell SSB³ võlakirjaturgude indeksitest, mis tagab 95%lise tõenäosusega kvartaalselt vähemalt positiivse tulemuse. Sellega on täidetud VVRile esitatav põhinõue – **varade säilivus**.

Normportfell on ka **passiivne strateegia**, mida kasutatakse segases olukorras, kui investoritel puudub selge nägemus turgude edasise arengu kohta. Näiteks juhul, kui turgudel saabuvad vastandlikud signaalid või kui signaale interpreteeritakse erinevalt.

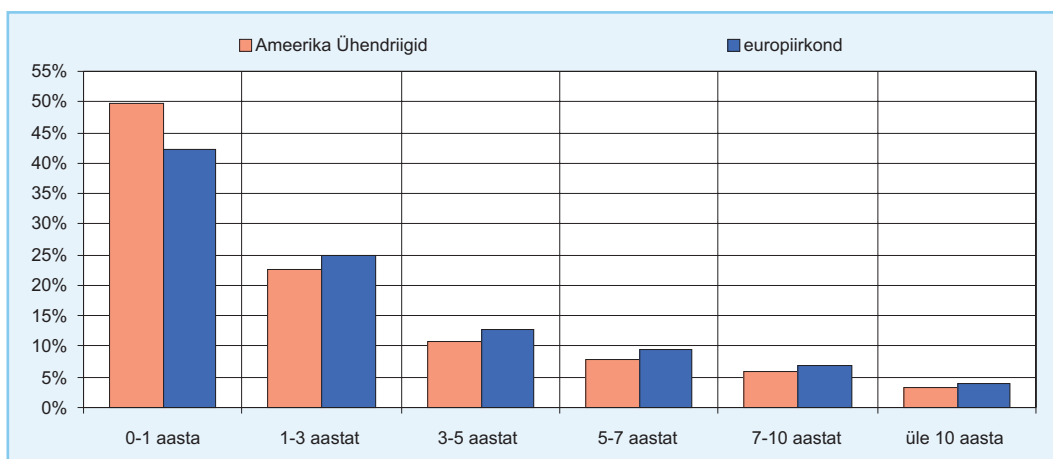
Intressituru baaselemendiks on **intressi- ehk tulukõver**, mis väljendab eri tähtajaga raha hinda laenajate jaoks, aga ka investeeritud raha tulusust investoritele. Kui intressikõver aasta jooksul ei muutuks, siis teeniks investor täpselt sellist tulu, mis vastab tema investeringu tähtajale.

Seda, kui palju erineva tähtajaga intressid tulevikus muutuvad, ei tea täpselt keegi. Küll aga on suure tõenäosusega võimalik hinnata vahemikku, millesse toimuvad muutused jäävad. Neid vahemikke (oodatava jaotuse standardhälbeid) on võimalik määrata nii ajalooliste andmete abil (eeldusel, et turgude muutlikkus jääb samaks) kui ka vastavate intressitoodete optioonihindade abil (eeldusel et muutused turgudel vastavad prognoositule).

Sellise meetodiga on määratud Eesti Panga poolt investeeritava VVRi normatiivsed riskiparameetrid, mis 2001. aastal olid vastavalt 2,3 aastat europiirkonna maade ja 1,9 aastat USA puhul.

Optimaalne normportfell on hajutatud tulukõveral riski mõttes ühtlaselt. Parima tootluse saavutamiseks on portfell koostatud eri turusegmentide kaalutud alamindeksitest. Selline kokkukaalumine sõltub segmentide muutustest ja pakutavast keskmisest tootlusest (intressist). Turuolukorra muutudes (intressid tõusnud/langenud, muutlikkus suurenenud/vähenenud) vajab seega uuendamist ka normportfell.

2001. aastal toimus intressiturgudel keskmiste intresside järsk langus, aga ka hinnakõikumiste märgatav kasv. Mõlemad parameetrid mõjutavad optimaalset passiivset investeerimisstrateegiat, mis on Eesti Panga normportfelli (vt joonis 7.4) koostamise aluseks. Novembris otsustas Eesti Panga rahapoliitika



Joonis 7.4. Normportfellede struktuur 2001. aastal

³ SSB – Salomon Smith Barney – investeerimispank, mis arvutab ja avaldab riiklike võlakirjaturgude keskmisi tootlusi ja nende baasil arvatud indekseid.

komitee kooskõlas turgudel toimunud muutustega muuta ka VVRI investeerimise aluseks oleva normportfelli struktuuri. Antud olukorras tähistas see **investeeringute keskmise kestuse vähendamist ehk normportfelli üldise riskitaseme alandamist**. Otsus oli igati põhjendatud, sest intressitase ehk keskmiselt teenitav tulusus oli aasta jooksul langenud. VVRI fundamentaalse kriteeriumi – kvartaalse mittenegatiivse tootluse – säilitamiseks tuli üldine riskitase viia vastavusse turu heitlikkusega. Ajastatud oli see otsus ülihästi, kuna samal kuul lõppes ka pikaajaliste intresside langus (vt joonis 7.2).

Tabelist 7.1 nähtub, et üldist riskitaset⁴ alandati üle 10%, mis novembri seisuga tagab kvartalis 95%lise tõenäosusega välisvaluutareservide positiivse tulususe. Koos üldise riskitasemega vähenes ka normportfelli kestusega mõõdetud tundlikus intressimuutuste suhtes ning suurenesid lühiajaliste investeeringupositsioonide osakaalud. USA puhul ei ole viimane ilmselt nähtav, kuna uues normportfellis ei ole enam üle 10aastase tähtajaga võlakirju. Põhjus on selles, et Ühendriikide keskpank otsustas ajutiselt lõpetada ülipikaajaliste võlakirjade emissiooni. Nõudlus selliste võlakirjade järele on suur praegu ja on ka edaspidi (nt pensionifondid), kuid majanduse olukorrast ja väljavaadetest lähtuvalt pole enam võimalik ülipikaajaliste intresside dünaamikat prognoosida.

Tabel 7.1. Normportfelli struktuurimuutus 2001. aastal

	- 1a	1-3 a	3-5 a	5-7 a	7-10 a	10+ a	Kestus	Üldine riskitase
Detsember 2001								
USD	46%	26%	13%	9%	7%		1,78	1,50
EUR	52%	21%	11%	8%	6%	3%	1,93	1,39
Kokku	49%	23%	12%	8%	6%	2%	1,87	1,43
November 2001								
USD	50%	22%	11%	8%	6%	3%	1,90	1,65
EMU	42%	25%	13%	9%	7%	4%	2,33	1,57
Kokku	45%	24%	12%	9%	6%	4%	2,16	1,60

Samasugune olukord oli mõned aastad tagasi Inglismaal, kus küll jätkati pikaajaliste võlakirjade emiteerimist, kuid hind sõltus eelkõige nõudlusest, mitte aga majanduses toimunud muutustest või nende ootustest. Ka siis loobus Eesti Pank Inglise ülipikaajaliste võlakirjade kasutamisest normportfellis.

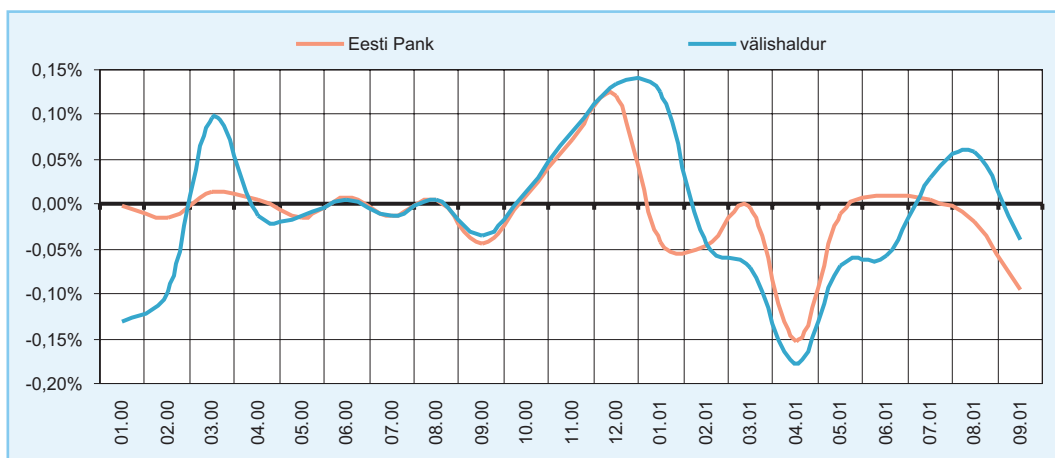
VÄLINE VARAHALDUR

Välisvalduri kaasamisel oli Eesti Pank seni järginud mitut erinevat eesmärki: parandada tulemuslikkust, vähendada tulemuste heitlikkust ja hankida täiendavat oskusteavet. Raske on loetletud eesmärgi tähtsuse järjekorda seada.

Varasemate välisvalduslepingute perioodil oli eriti oluline tulemuslikkus, mis võimaldas hinnata keskpanga finantsturgude osakonna konkurentsivõimet võrreldes maailmas tunnustatud spetsialistidega. Kuna nii välisvaldurile kui finantsturgude osakonnale kehtestatud piirangud ja normid olid identsed, oli ka tulemuslikkus täielikult võrreldav ja sõltus ainult investeerimisotsustest. Hinnates paralleelselt töötatud perioodi, ei ole Eesti Pangal põhjust häbeneda. Kuigi välisvaldur realiseeris oma investeerimisotsuseid palju julgemalt, erines kumulatiivne tulusus vaid marginaalselt (vt joonis 7.5).

Seega võib väita, et Eesti Panga investeerimisalased oskused ja kogemused on tulemuslikkuse osas täiesti võrreldavad maailma paremikuga. Üks oluline erinevus siiski oli – riskiliimide kasutamise julguses. Välisvaldur kasutas ära suhteliselt suure osa talle eraldatud riskiliimidist. Oluliselt paremat tulemust ta pikema perioodil sellega siiski ei saavutanud.

⁴ Value at risk – VAR.

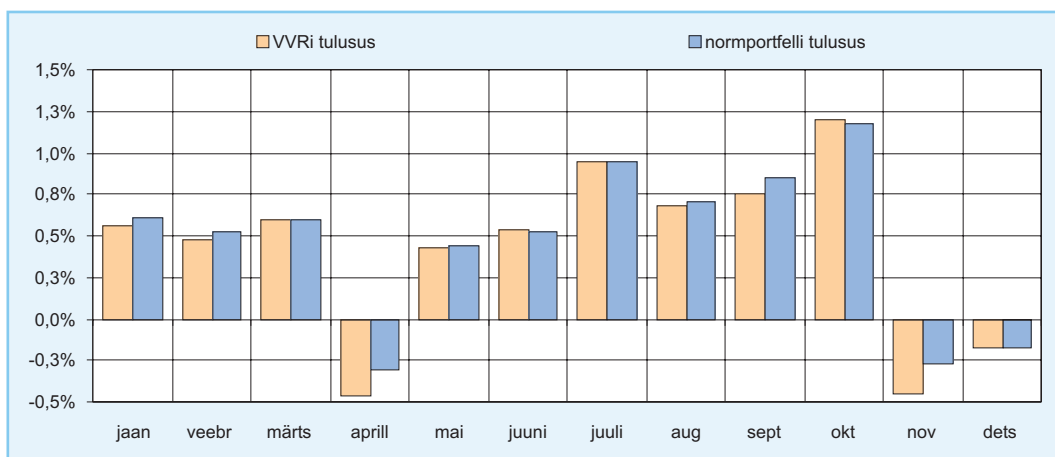


Joonis 7.5. Eesti Panga ja välise varahalduri saavutatud lisatulusus

Välishalduri rakendamisel saadud kogemuste alusel otsustas keskpank muuta välishaldurite edasise palkamise põhimõtteid. Peamised erinevused võrreldes varasemaga seisnevad selles, et varahaldurile antakse juhtida vaid normportfellist erinevad investeerimisotsused ning palgatakse mitu erinevat haldurit. Esimene põhimõtte peaks tagama orienteerituse tulemuslikkusele, mida toetab ka viimasest sõltuma hakkav teenustasu. Teine erinevus peaks tagama pikema perioodil turu keskmisest suurema tootlikkuse ja väiksema heitlikkuse.

VVRI INVESTEERIMISTULEMUSED 2001. AASTAL

Brutotulemuste poolest sarnanes 2001. aasta 1999. aastaga. Samas olid intresside dünaamikast määravad tegurid oluliselt erinevad. Kui 2000. aastal jätkati maailmas veel mõõdukat rahapoliitika karmistamist, siis 2001 oli suure lõdvendamise aasta. Kui rahapoliitilised intressid ja nende muutumise ootused määravad tulukõvera lühikese otsa muutumise, siis pikemas otsas võivad toimuda hoopis vastupidised protsessid. Hea näide oli 2000. aasta, mil vastukaaluks lühiajaliste intresside tõusule aasta alguses langesid pikaajalised intressid kogu aasta jooksul. Vastupidine näide oli aga 2001. aasta, kui baasintresside suurele alandamisele vaatamata jäid pikaajalised intressid aasta lõpuks praktiliselt aasta alguse tasemele.



Joonis 7.6. Välisvaluutareservi tulustus 2001. aastal

Kui 2000. aastal teenis Eesti Pank täiendavat tulu eelkõige pikaajaliste intresside langusest, siis 2001. aastal lühiajaliste ja keskmiste intresside langusest. 2001. aastal oli VVRI investeeerimise aastatulusus 5,22% VVRI tulusust kirjeldab ka joonis 7.6. Tulemusi analüüses tuleb aga kindlasti arvestada, et, nagu eelpool juba märgitud, oli 2001. aasta reservihalduse seisukohalt mitmes mõttes erakordne.