

VIII. RESERVIHALDUS

Eesti Panga välisvaluutareserv (VVR) on Eesti krooni kattevaraks ning selle peaeesmärk on tagada krooni stabiilsus. Valuutakomitee põhimõtete kohaselt peab VVR täielikult katma kõik Eesti Panga kroonikohustused, sh emiteeritud sularaha ja kommertsbankade arved keskpangas. VVRi investeerimisel lähtub Eesti Pank rangetest riskipiirangutest, mille esmased 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**. Esimese moodustavad valuutakomitee funktsiooni täitmiseks vajalikud üliликviidsed vahendid, mida keskpank saab igal ajahetkel kasutada Eesti krooni ja välisvaluuta ostu-müügitehinguteks kodumaiste krediidiasutustega. Need katavad pangasüsteemi igakuise välisvaluuta vajaduse ja moodustavad umbes 5% kogu VVRist. Teine, suurem osa VVRist investeeritakse rahvusvahelistel finantsturgudel. Investeerimisportfelli eesmärk on **saavutada seotud piirangute raames globaalse majandustsükli jooksul optimaalne, rahaturu intresse ületav keskmine tulusus.**

Investeerimisportfelli vahendeid paigutatakse peamiselt juhtivate tööstusriikide likviidsetel 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 investeerimisportfelli 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 reaalsajas. Kõik riskipiirangud sõltuvad Eesti Panga kohustustevaba reservi suuruselt. Väikese osa reservist moodustab kuld.

Keskpank üldjuhul **valuutariski** ei võta. See maandatakse täielikult **Eesti Panga varade ja kohustuste valuutastruktuuri ühildamise teel.** Kuna Eesti krooni kurss 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.

Kuna Eesti Pangal ei ole võimalik **intressiriski** vältida, siis juhitakse seda aktiivselt läbi **normportfelli**. See määrab keskmise riskitaseme, mida pank on valmis võtma ning on ühtlasi VVRI juhtimise efektiivsuse tulemusetaloniks. Kehtestatud on ka liimiidid, mille ulatuses võib tegelik investeerimisportfell normportfelist erineda ning mille raames on pangal prognoosidest lähtudes võimalik saavutada normportfelli tulususest erinevat tulemust.

Ehkki VVRist on eraldatud likviidsuspuhver, on ka investeerimisportfelliile seatud kõrged likviidsusnõuded. Vajaliku likviidsuse tagamiseks kasutatakse vaid **aktiivseid ja laialdast teisest turgu omavaid instrumente**. Piirangud on kehtestatud ka nende väärtpaberite 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 **väärtpaberi väljalaskjatele ja instrumentidele seatud koguseliste ning proportsionaalsete piirangute kaudu**, mille aluseks on juhtivate rahvusvaheliste reitinguagentuuride hinnangud. Enamik reservist investeeritakse riikide võlakirjadesse ja nendel baseeruvatesse pöördrepotehingutesse, mille krediidirisk on minimaalne.

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

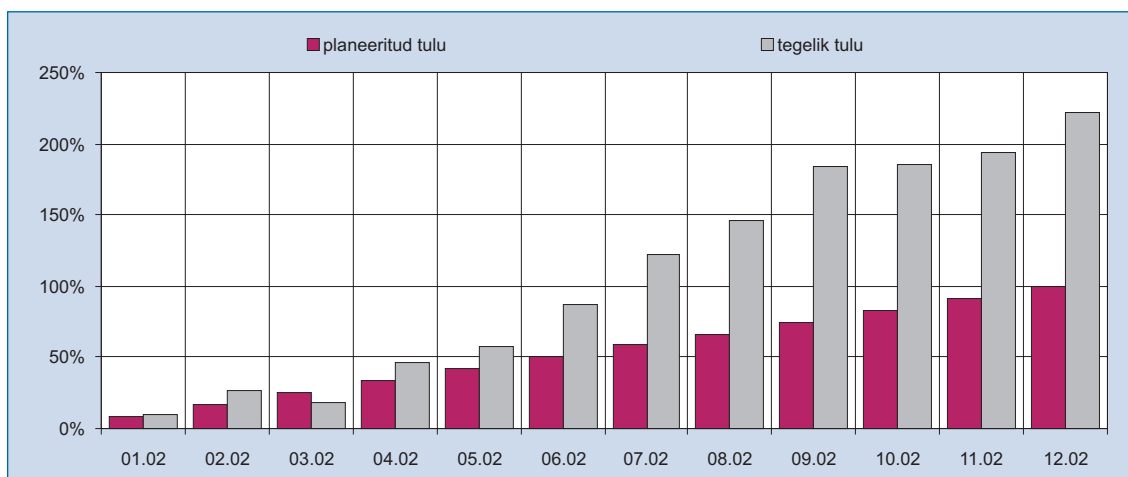
Taktikaline investeerimisotsus tehakse lühema ajalise perspektiiviga, arvestades selliseid turulähedasi näitajaid, nagu finantsturgude hetketase, viimase aja dünaamika, riikide intressimäärade erinevus jmt.

2002. AASTA TULEMUSED

VVRI investeerimine

2002. a lõpuks oli välisvaluutareservi suurus **15,0 miljardit krooni**. Aastaga kasvas see ligikaudu 2%. Kohustustevaba ehk netoreserv moodustas sellest ca 21% ehk **3,1 miljardit krooni**, suurenedes aasta jooksul ca 21%. Netoreservi jätkuvalt kiire kasv põhines VVRI kasumlikul investeerimisel.

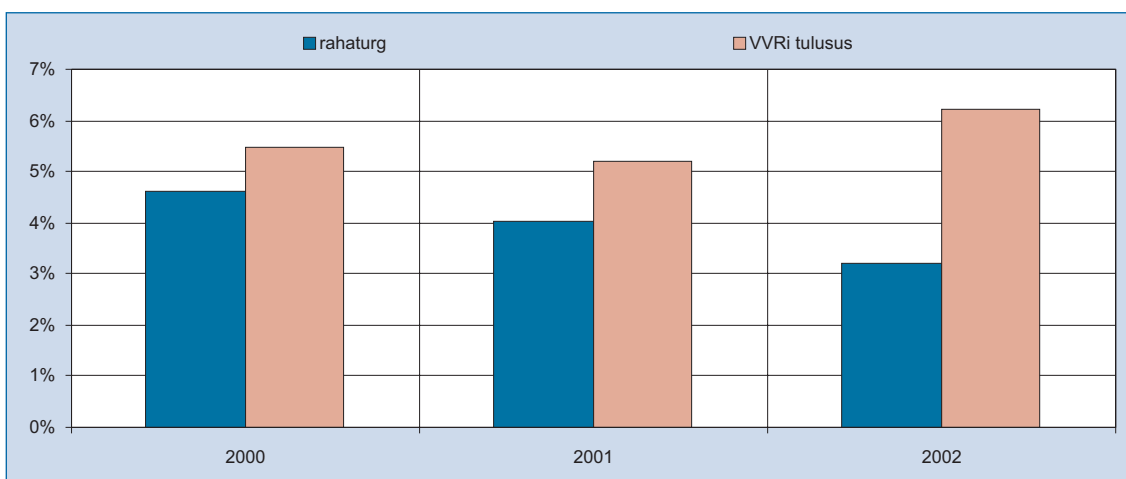
Maailmamajanduse ja finantstugude areng erines 2002. aastal oluliselt aastatagusest prognoosist, mistõttu ka VVRI investeerimistulemused olid eeldatust tunduvalt erinevad. **Erakordsete sündmuste mõjul kujunes planeeritud 2,90% asemel investeerimistulususeks 6,22%**. Tulususe kumulatiivset kujunemist kirjeldab joonis 8.1.



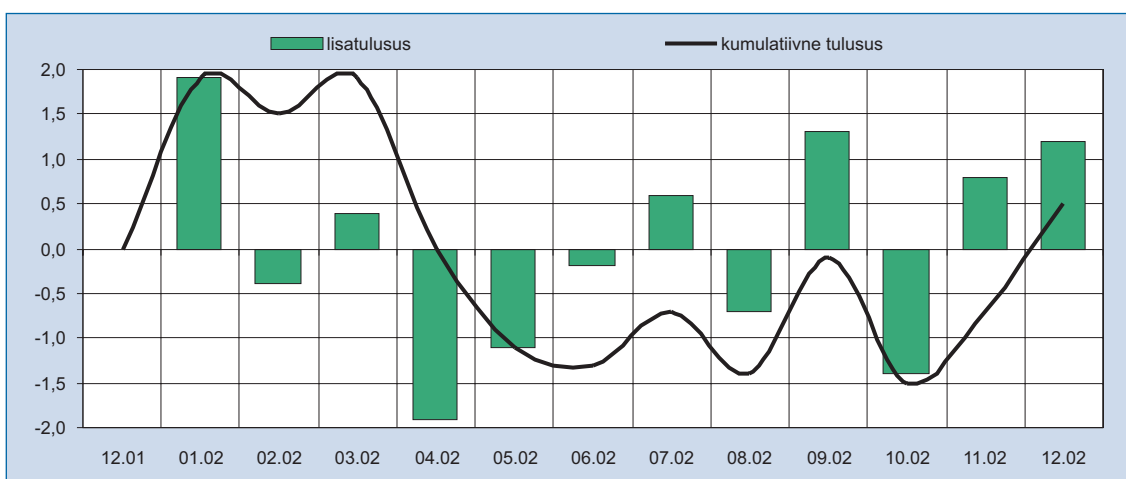
Joonis 8.1. VVRI investeerimistulu kumulatiivne kujunemine 2002. aastal

Normportfelli ideoloogia rakendamise tulemusi selgitab joonis 8.2, millel on võrreldud välisvaluutareservi tootlikkust viimaseil aastail rahaturu tootlikkusega.

Investeeringute normportfelli ületav tulus varieerus aasta jooksul tugevasti, sest turgude ja majanduspiirkondade arengut on raske prognoosida (vt joonis 8.3).



Joonis 8.2. Välisvaluutareservi tulus võrreldes rahaturuga



Joonis 8.3. Normportfelli ületav lisatulu VVRi investeerimisest 2002. aastal (baaspunktides)

Investeeringikeskkond

2001. aastal oli SKP kasv peamistes majanduspiirkondades tunduvalt aeglustunud. Ka prognoosid 2002. aastaks olid tagasihoidlikud: USAs ennustati SKP kasvuks vaid 0,9% ja euroalal 1,2%¹.

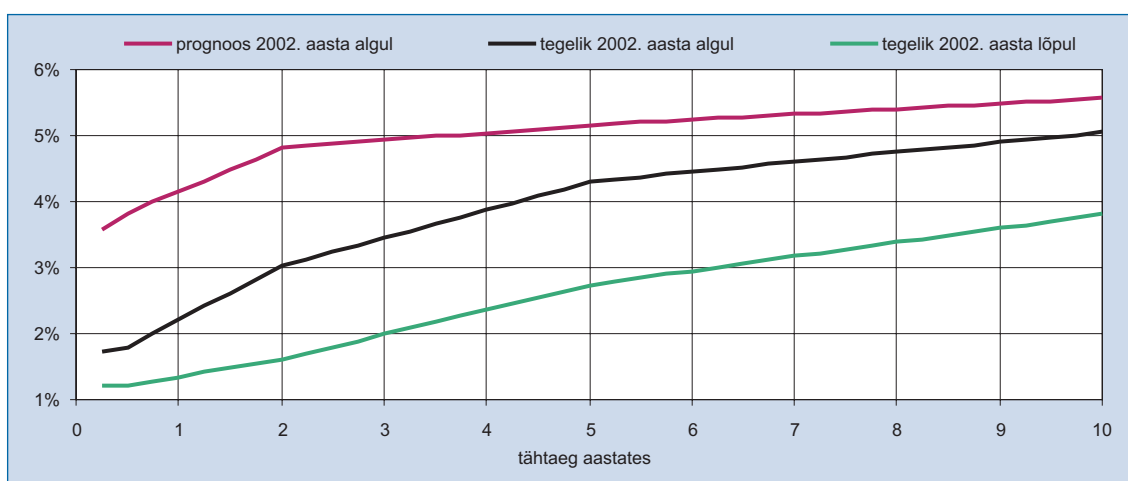
Vaatamata nõrkadele kasvuprognoosidele, ennustasid turud, et aasta jooksul tõusevad nii lühi- kui pikaajalised intressid. USAs oodati 3 kuu intresside tõusuks 2 ja 10 aasta intresside tõusuks ca 0,5 protsendipunkti,

¹ Allikas: Consensus Forecasts. Vt ka Maailmamajandus, lk 13–23.

euroalal vastavalt 0,6 ja 0,3 pp². Need ootused põhinesid arvamusel, et maailmamajandus väljub I poolaastal nõrkuse faasist ja II poolaastal taastub trendipärane kasvutempo. Seetõttu arvestasid turud võimalust, et USA Föderaalreserv ja Euroopa Keskpank võivad hakata baasintressi tõstma, et muuta senine majanduskasvu stimuleeriv rahapoliitika neutraalsemaks.

Turgude ootustega võrreldes oli Eesti Pangas tulude planeerimiseks tehtud intressiproгноos mõõdukam. Selles arvestati võimalust, et Ühendriikide ja euroala majanduse elavnemine võib osutuda oodatust tagasihoidlikumaks, mistõttu baasintressi alandamine võib jätkuda.

Majanduse ja turgude areng USAs ja euroalal erines tunduvalt prognoositust ja mõlemas regioonis leidis intresside tõusu asemel aset nende märgatav langus. Baasintressi alandati nii USAs kui euroalal 0,5 protsendipunkti võrra (vastavalt tasemele 1,25 ja 2,75%); 10 aasta intress langes veelgi enam. Intresside languse tõttu õnnestus Eesti Pangal teenida välisvaluutareservilt planeeritust rohkem tulu (vt joonis 8.4).



Joonis 8.4. USA tulukõvera prognoos ja tegelikkus tähtaja järgi

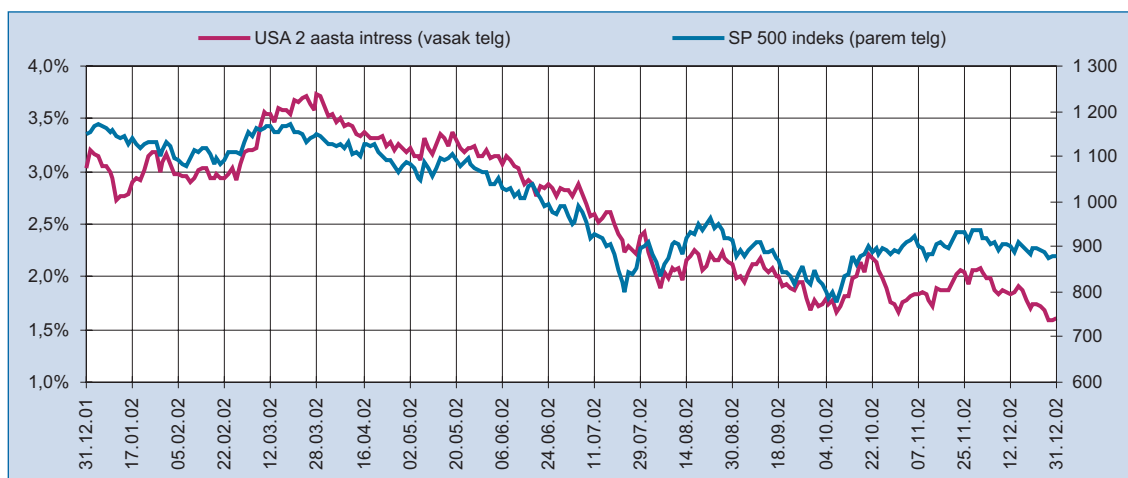
Tegelik areng erines prognoositust mitmel põhjusel. Esiteks toimus aktsiaturgudel ulatuslik langus³. See tingis kõrgeenenud nõudluse riikide võlakirjade järele, mistõttu nende intressid alanesid. Seda seost peegeldab joonis 8.5.

Teiseks kulges elavnemine vastuoluliselt – aasta teisel poolel tööstustoodangu kasvutempo langes ja mitmed riskid osutasid sellele, et see võib veelgi aeglustuda. Kuigi USAs osutus majanduskasv aasta kokkuvõttes oodatust suuremaks (SKP suurenes 2,4%), jäi lahtiseks küsimus, kas selline kasv on püsiv ja millal taastub trendipärane areng. Euroalal mõjutas intresside dünaamikat aga see, et majanduskasv osutus oodatust nõrgemaks ja – eeskätt Saksamaa puhul – tõusis päevakorda isegi majanduslanguse oht. Euroala majanduskasvu pidurdas ka euro kursi tõus dollari suhtes, kuna nõrga sisenõudluse tõttu sõltus regiooni majanduskasv oluliselt välisnõudlusest.

Kolmandaks mõjutas intresse alanemise suunas geopoliitiliste riskide suurenemine. Viimase tõttu ületas toornafta hind 30 dollarit barrelist, mis avaldas negatiivset mõju majanduskasvu väljavaatele ja stimuleeris nõudlust vähemriskantsete investeeringute järele.

² Turgude ootused on tuletatud *swap*-instrumentide tulukõvera baasil.

³ Vt Rahvusvahelised finants- ja toormeturud, lk 21–22.



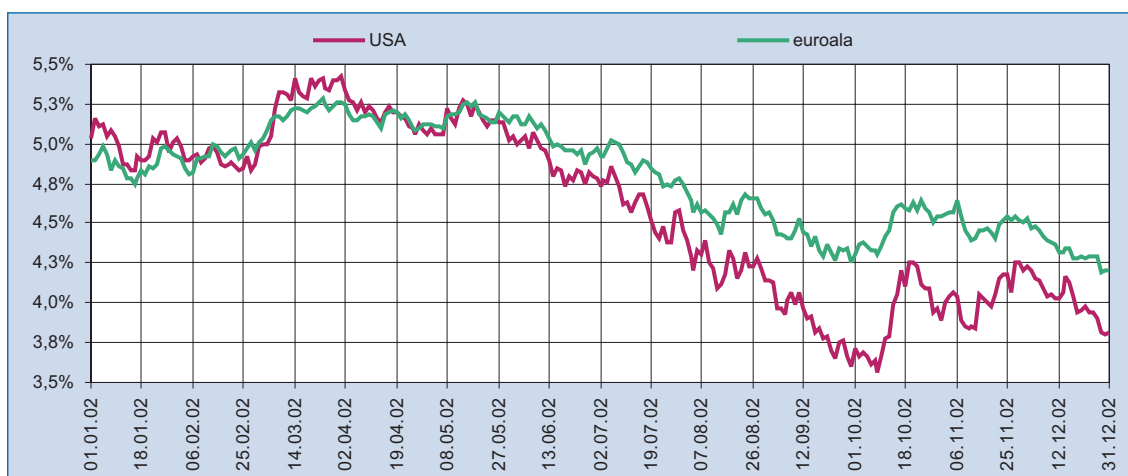
Joonis 8.5. Intressi- ja aktsiaturgude korrelatsioon 2002. aastal

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 keskmised kestused erinevad rohkem kui 10%.

Normportfelli riskiastme vähendamine tähendab sisuliselt portfelli keskmise kestuse lühenemist – rohkem varasid paigutatakse väikese volatiilsusega kindlat intressi pakkuvatesse rahaturuinstrumentidesse. Tänu sellele kompenseerivad kogunenud intressid volatiilsusest tuleneva võimaliku hinnakõikumise.

Turuintresside languse tõttu tekkis vajadus normportfelli struktuuri muuta 2002. a III kvartali lõpus. Kuna intressid olid aasta jooksul üsna kiiresti langenud, seda eriti Ühendriikides (vt joonis 8.6), tuli portfelli riskiastet vähendada – USA portfelli keskmine kestus lühenes poole võrra –1,8-lt 0,9-le, euroala portfelli oma aga 1,93-lt 1,44-le aastale. Uue normportfelli struktuur, mille Eesti Panga rahapoliitika komitee kehtestas 2002. a IV kvartalis, on toodud tabelis 8.1. Normportfelli keskmiseks kestuseks kujunes 1,23 aastat, majanduspiirkondade osakaalud ei muutunud.



Joonis 8.6. 10 aasta intresside muutus 2002. aastal

Tabel 8.1. Eesti Panga VVRi investeerimise normportfell alates 2002. aasta IV kvartalist

Majanduspiirkond	1 kuu	1-3 a	3-5 a	5-7 a	7-10 a	üle 10 a	Kestus	Osakaal
Euroala	65,15%	15,06%	7,93%	5,48%	4,05%	2,33%	1,438	60%
USA	73,57%	13,04%	6,03%	4,18%	3,18%	0,00%	0,905	40%

Riskijuhtimise uuenenud põhimõtted

2002. a augustis alustas Eesti Pangaga koostööd esimene uutel põhimõtetel palgatud varahaldusega tegelev välishaldur. Varahalduri mandaat on varasemast erinev. Kui eelnenud aastail oli palgatud välishalduri ülesanne olnud hallata mingit osa välisvaluutareservist ning see osa anti halduri käsutusse, siis alates 2002. a augustist on välishalduril lubatud vaid kasutada teatud osa riskiliimidist, proportsionaalset osa reservist halduri käsutusse aga enam ei anta.

Uue mandaadi alusel on varahalduril õigus võtta Eesti Panga nimel turul lepinguga määratletud riske kokkulepitud mahus ilma klassikalisi võla- ja valuutainstrumente kasutamata. See tähendab, et kõik riskipositsioonid, mida välishaldur otsustab keskpanga nimel võtta, tuleb realiseerida erinevate tuletisinstrumentide või tulevikutehingute abil. Seoses sellega puudub otsene vajadus rahaliste vahendite järele. Tuletisinstrumentide kasutamine eeldab küll teatud tagatise, mis varahaldurile ka eraldatakse, kuid võrreldes varasema ajaga on need suurusjärgu võrra väiksemad ja jäävad samal ajal virtuaalselt Eesti Panga investeerimisportfelli koosseisu. Oluliselt muutus ka välishalduri töö tulemusest sõltuv tasustamine. Kui varem oli varahalduse tasu seotud hallatava vara suurusega, siis nüüd makstakse tasu peamiselt halduri poolt teenitud lisatulu eest. Kui välishaldur lisatulu ei teeni või see on väike, ei ole tema tegevus ka talle endale kasulik. See peab tagama parimate välishaldurite leidmise. Kokku on lähiajal plaanis palgata mitmeid uusi välishaldureid.

Keskpanga poolt palgatud varahalduri töötulemused olid 2002. aastal suhteliselt head – enam kui 4 miljonit krooni teeb haldurile eraldatud vahendite aastatootluseks 4,32%. Välishalduri tegevusega jäi Eesti Pank üldjoontes rahule, kuna virtuaalselt investeerimisportfelli hulka kuuluvate välishaldurite eraldatud vahendite tootlus ületas keskpanga vastava (rahaturu) näitaja. Võetud riskid oli küll oodatust pisut tagasihoidlikumad, kuid tulemused, eriti valuutadega kauplemisel, olid head.

Ka strateegiline riskivõtmine viidi pangas välishalduriga põhimõtteliselt samale alusele. Riskiliimide piires tuletisinstrumentide abil realiseeritavad investeerimisotsused võimaldavad efektiivsemalt juhtida normportfelli ning palju täpsemalt arvutada erinevate riskide võtmisega seotud investeerimistulemust. Samuti ei ole tuletisinstrumentidega kauplemine keerulisem kauplemisest klassikaliste instrumentidega ning ka likviidsus on reeglina hea. Samas ei ole aga instrumentide valik sama suur kui võlakirjadel, mis piirab mõningal määral tegutsemisvabadust. Sellegipoolest on riski võtmine kõikides Eesti Pangale lubatud riskiklassides võimalik. Tuletisinstrumentide abil on eriti mugav kiiresti ning efektiivselt realiseerida mitmesuguseid strateegilisi investeerimisotsuseid, konstrueerides neid rohkem kui ühest riskiklassist ja/või instrumendist. Selline mudelipõhine lähenemine võeti 2002. aastal kasutusele ka Eesti Panga VVRi strateegilisel investeerimisel.

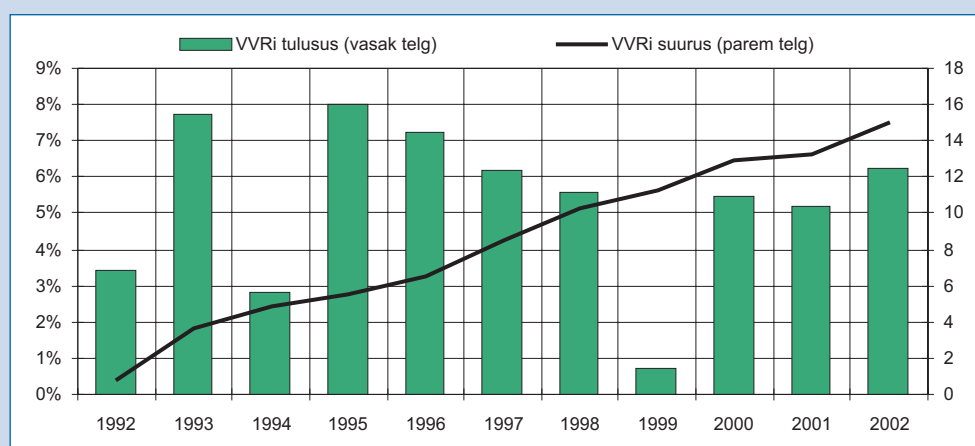
Varahaldusteenuse osutamine avalikule sektorile

Aasta lõpul täienesid ka riskihalduse funktsioonid ja suurenes koormus, sest stabiliseerimisreservi riskide haldamine anti üle Eesti Pangale. Normportfelli meetodika rakendamine ja efektiivsem riskihaldus tagavad nüüdsest ka stabiliseerimisreservi vahendite stabiilsema ja optimaalsema investeerimise. Stabiliseerimisreservi investeerimisotsuseid teeb endiselt Riigikassa.

Täispaketina osutab keskpang varahaldusteenust Tagatistfondile.

KÜMME AASTAT VÄLISVALUUTARESERVI HALDAMIST

Eesti Panga reservihaldus on kümne aasta jooksul arenenud kiiresti ja edukalt ning tehnoloogiliselt jõudnud maailma keskpankade tipptasemele. Sellise arengu üheks eelduseks oli Eesti (Panga) väiksus ja sellest tulenev paindlikkus, teiseks aga soodne positsioon – kui alustada millegi ülesehitamist sisuliselt nullist, siis on võimalik kasutusele võtta momendi parimad tehnoloogiad. Tunduvalt on kümne aastaga suurenenud ka VVRi ise – 718-lt miljonilt kroonilt 15 miljardi kroonini (vt joonis 8.7), eelkõige emiteeritud sularaha ja suurenenud pangahoiuste arvel.



Joonis 8.7. Välisvaluutareservi suurus (mld kr) ja tulusus

Eesti Panga välisvaluutareservi loomise ajaks võib lugeda 31. märtsi 1992, mil Inglise Pank tagastas Eestile vabariigi poolt sõjajärgsel ajal hoiustatud kulla. 1992. aasta septembrini tagastasid maailma erinevad finantsinstitutsioonid Eestile kokku 11,356 tonni kulda, mis samal aastal suures osas ka maha müüdi. 256 kilo kulda on tänaseni hoiul USA keskpanga varahoidlas.

Taasiseseisvuse algaastail olid reservihalduse põhiinstrumendid deposiidid, kuna vähese tuntuse ja sellest tuleneva madala usaldusvääruse tõttu olid Eesti Pangale eraldatud krediidi-limiidid minimaalsed. Alates 1993. a suvest laienes kasutatavate instrumentide valik tunduvalt, võimaldades paindlikumalt ja efektiivsemalt investeerida. Muu hulgas lisandusid lihtsamad tuletisinstrumendid. Samast ajast on pärit ka riskivõtmise ja partnerpankade kohta kehtestatud piirangud.

Riskihaldust selle sõna tänapäevases mõistes hakati reservihalduses täiel määral kasutama alates 1994. aastast. See oli paljuski seotud spetsiaalse tarkvara soetamisega. Tolleaegsete tehnoloogiliste valikute õigsust kinnitab fakt, et tänaseks on Euroopa Keskpank (ning seega ka kõik ELi liikmesriikide keskpangad) võtnud kasutusele sama reservihalduse tarkvarasüsteemi. 1994. aastal tehti ka esimesed sammud investeringute riskipõhisel juhtimisel.

1995. aastal oli olulisimaks muudatuseks VVRi haldamisel normportfelli kui tulemuslikkuse etaloni kasutuselevõtt. Samal aastal täienes reservihalduse otsustusprotsess strateegilisi investeerimisotsuseid tegeva komiteega ning tekkis võimalus kasutada välismaiste varahaldusfirmade teenuseid. Sellest ajast kuni tänaseni on kasutatud kolme erineva välisvalduri teenuseid, kuid nende mandaadid on olnud väga erinevad.

1999. a suvel auditeeris Rahvusvaheline Valuutafond Eesti Panga reservihalduse operatsioonilist keskkonda ja andis sellele kõrge hinnangu. Konstateeriti, et Eesti Panga reservihalduskeskkond on kooskõlas keskpankade senise praktikaga ning vastab rahvusvahelisele heale tavale. Seda momenti võib lugeda reservihalduse keskkonna ülesehitusperioodi lõpuks.

Reservihalduse edasine areng on olnud seotud investeerimiskeskonna, aga ka otsustusprotsessi täiustamisega ja efektiivsuse tõstmisega. Eelkõige puudutab see riskihalduse ning normatiivide ja kasutatavate instrumentide pidevat täiustamist. Üks oluline aspekt on olnud ka tuletisinstrumentide kasutuse laiendamine. Viimasega on kaudselt seotud ka välishaldurite mandaadi muutmine. Varasem reservihalduse tööd sisuliselt dubleeriv haldusmandaat muudeti riskipõhiseks. Uue mandaadi alusel alustati 2002. aastal ka uute välishaldurite palkamist. Riskipõhiseks on muutumas ka Eesti Panga enda reservihalduse tööjaotus.