

RAHAPOLIITIKA

Eesti Panga eesmärk on hinnastabiilsuse tagamine krooni fikseeritud vahetuskursi kaudu. Fikseeritud kurss ja valuutakomitee süsteem on Eestis edukalt toiminud 16 aastat.

Süsteemi tugevad küljed on ilmnenud just käimasoleval langusperioodil. Valuutakomiteele omased sisemised tasandustegurid on vägagi edukalt tulnud toime majanduse sisemiste ja välimiste tasakaalunäitajate kohandamisega muutunud keskkonnas. Kiirelt on alanenud inflatsioon, palgakasv, jooksevkonto puudujääk ja ka laenuõudlus. Vahetuskursi suur kõikumine oleks käesoleval ajal ilmselgelt mõjunud laastavalt nii reaalsektori konkurentsivõimele kui ka finantsstabiilsusele.

Eesti Pank tagab rahasüsteemi sujuva toimimise rahapoliitika vahenditega ning aktiivse osalusega majanduspoliitilises diskussioonis. Keskpanga peamine rahapoliitika vahend on krediidiasutustele pakutav **välisvaluuta ostu-müügi püsivõimalus** (valuutaaken). Valuutaakna kaudu on pankadel võimalik täiendada oma Eesti krooni reservi, müües selleks keskpangale soovitud kogusele ekvivalentse koguse välisvaluutat, ja vastupidi – osta Eesti krooni eest välisvaluutat. Eesti Panga kasutada olevate rahapoliitika vahendite seas on oluline roll ka **kohustusliku reservi nõudel**, millega kohustatakse pankasid hoidma osa oma varadest puhvritena Eesti Pankas või kvaliteetsetes välisvarades.

Pankade kohustusliku reservi määra keskpank 2008. aastal ei muutnud, see jäi kõrgele 15% tasemele. Selle põhjuseks olid kasvavad pinged rahvusvahelistel kapitaliturgudel. Eesti pangandussüsteemi on praeguses üleilmses finantskriisis iseloomustanud likviidsuse ja kapitaliseerituse kõrge tase, mis võimaldab finantsvahendajatel jätkuvalt edukalt toimida ning rahastada krediitkõlbulikke laenuaotlusi. Kuna laenuõudlus on järsult vähenenud, siis ei sõltu kohalikud finantsasutused enam nii palju emapankadelt saadavast välisrahastamisest ja on seega väliskeskonna muutuste suhtes mõnevõrra immuunsemad.

Eesti krooni rahaturg oli ka 2008. aastal äärmiselt väike ning sooritatud tehingud kajastasid pigem mõningate mitteresidentide krooni avatud valuutaposisiooni katmise otsuseid. Eesti rahaturu intressimäära (TALIBOR) muutused ei mõjutanud jätkuvalt vähemalgi määral kapitali hinda kodumaise reaalsektori jaoks.

Selleks, et tugevdada Eesti Panga võimekust finantsstabiilsuse tagamisel Eesti valuutakomitee süsteemis ja suurendada kindlustunnet finants-turgudel, sõlmisid Eesti Pank ja Rootsi keskpank 26. veebruaril 2009 ennetava kokkuleppe kuni 10 miljardi Rootsi krooni suuruse lisatagatise suhtes. Kokkulepe Rootsi keskpangaga on täiendavaks tagatiseks kõrgele likviidsusele ja kapitalipuhvritele, mis Rootsi pankade Eestis asumatel tütarettevõtetel ja filiaalidel juba praegu on.

ARVELDUSSÜSTEEMID JA SULARAHHA

Hinnastabiilsuse tagamise nurgakivi on toimiv tõhus finantssüsteem, mille olulisim eeldus on hästi toimivad ja tõhusad maksesüsteemid. Pankadevaheliste maksesüsteemide haldamine ja arendamine on Eesti Panga üks põhiülesandeid.

MAKSEKESKKONNA ARENDAMINE

Euroopa lõimumise tõttu on maksekeskkonna arendamisel võtnud **rahvusvaheline koostöö** ja **ühtlustatud strateegilised arengusuunad**. Ühtlustamise eesmärk on saavutada tõhusus nii liikmesriikides eraldi kui ka kogu Euroopa tasandil. Euroopa Keskpangade Süsteemi liikmena teeb Eesti Pank maksekeskkonna arendamisel tihedat koostööd Euroopa Keskpanga ja eurosüsteemi liikmetega.

Olulisim arendusprojekt oli Euroopa Keskpangade Süsteemi, sh Eesti Panga arendatud piiriülene ühisplatvormil töötav arveldussüsteem **TARGET2**. Uue süsteemi rakendamine toimus mitmes etapis. Esimesed liikmesriigid ühinesid süsteemiga selle käivitamisel 2007. aasta novembris, Eesti Pank ja mitu Eestis tegutsevat kommertsbanka¹ ühinesid TARGET2 osasüsteemiga TARGET2-Eesti 19. mail 2008. Uue piiriülese arveldussüsteemi rakendamisel lõpetati selle eelkäija, TARGETi tegevus.

Uuendatud süsteem on nii tehnoloogiliselt kui ka finantsiliselt tõhusam, sest töötab ühisplatvormil ja kõikidel euroala liikmesriikidel ei ole euroarveldusteks vaja ülal pidada oma kiirmaksete süsteeme. Finantsriskid on viidud miinimumini, sest TARGET2s arveldatakse keskpanga rahas – pangad saavad teha ülekandeid vaid ühisplatvormil olemasoleva raha arvelt. TARGET2 on töökindel ja turvaline arveldussüsteem. Lisaks tavaolukorras töökindluse tagamisele jätkab Eesti Pank

koostöös eurosüsteemi teiste keskpankadega ka 2009. aastal talitluspidevuse planeerimist ja testimist **talitluspidevuse tagamiseks finantskriiside ja operatsiooniliste kriiside** puhuks.

Piiriüleste **jaemaksete turul** on Eesti pangad Euroopa Maksenõukogu (EPC)² eestvedamisel teinud ettevalmistusi, et liikuda **Euroopa Liidu ühtse euromaksete piirkonna (SEPA)**³ suunas. Lisaks piiriülesele koostööle teevad komertspangad, Eesti Pank ja pangaliit riigisiselt koostööd EPC toimikonna raames. SEPA loomisel saaks euromakseid kogu Euroopas teha sama lihtsalt kui makseid oma kodumaal. Senise SEPA-suunalise liikumise tulemusena on mitu meie panka sõlminud SEPA krediidikorralduste tingimustele vastamise lepingu (*adherence agreement*) ning pakuvad 2008. aasta 28. jaanuarist alates SEPA krediidikorralduste standardite kohast üleeuroopalist jaemakse teenust. Aastal 2009 ootavad ees suuremad muutused, sest rakendatakse kõikidele liikmesriikidele kohaldatav makseteenuste direktiiv⁴ Eesti seadustikus ja kättesaadavaks tehakse SEPA otsekorraldusskeem. Teine suurem väljakutse on avalikkuse kaasamine seadusemuudatuste konsulteerimisprotsessi.

Riigisiselt avati 2008. aastal mitmele uuele välispanga filiaalile konto Eesti Pangas. Tehtud on ettevalmistusi liitumiseks pankadevaheliste arveldussüsteemidega. Seega on 2009. aastal oodata uusi tulijaid Eesti oluliste maksesüsteemide liikmeskonda.

Pankadevaheliste maksete arveldussüsteem

Eesti Pank haldab kolme pankadevaheliste maksete arveldussüsteemi: kroonimaksete arveldamiseks jaemaksete arveldussüsteemi ESTA ja

¹ Swedbank, SEB Pank, Nordea Pank, Sampo Pank, Eesti Krediidipank, Marfin Pank ja Tallinna Äripank.

² European Payments Council (EPC).

³ Single Euro Payments Area (SEPA).

⁴ Euroopa Parlamendi ja nõukogu 2007. aasta 13. novembri direktiiv 2007/64/EÜ makseteenuste kohta siseturul.

MAJANDUSANALÜÜS, -PROGNOOS JA -UURINGUD KUI RAHA- JA FINANTSPOLIITILISTE OTSUSTE PÕHISTAMISE ALUS

Seiretegevus

Rahapoliitiliste otsuste langetamine eeldab toimivat majandusarengu seire ja prognoosimise süsteemi, mida omakorda toetavad pikemaajalisi protsesse käsitlevad ühekordsed uuringud. Sellesse protsessi on kaasatud kõik keskpanga rahapoliitilisi otsuseid ettevalmistavad osakonnad.

Majandusarengu seire katab eelkõige Eestit ja Euroopa Liidu maid, kuid ka üleilmse majandusarengu seisukohalt olulisi suurriike. Väikese avatud majandusega riigi jaoks on väliskeskkonnas toimuva mõistmine väga tähtis, mistõttu ka Eesti arengut mõtestatakse Eesti Pangas alati välisriikide majanduses toimuva taustal. Eesti majanduse seire võib tinglikult jagada kaheks: reaalmajanduse ja finantssektori arengu jälgimine. Selle protsessi väljundiks on pangasiseseks kasutamiseks mõeldud igakuised ülevaated, mille põhjal valmivad vajadusel pressiteated ja avalikud kommentaarid.

Majandusülevaated

Kuus korda aastas kommenteerib Eesti Pank majanduse olukorda ja arengut. Lisaks avaldab keskpank kaks korda aastas pikema **majandusülevaate**, mis sisaldab majandusprognoosi (vt ka „Eesti Panga 2008. aasta majandusprognooside põhisõnumid“ lk 141). Kord poolaastas hindab pank finantsstabiilsuse olukorda. Analüüsi tulemused avaldatakse **finantsstabiilsuse ülevaates**. Eesti majandusarengut eelseisva eurole ülemineku kontekstis analüüsitakse kaks korda aastas avaldatavas **euro kasutuselevõtu aruandes**.

Fikseeritud vahetuskursi tingimustes on eriline tähtsus tööturu paindlikkusele. Tulutaseme sujuv ühtlustumine jõukamate riikide omaga eeldab tootlikkuse kasvul põhinevat paindlikku palgakujundust. Tööturu toimimine on aastaid olnud ühekordsete uurimisprojektide teemaks. Nende põhjal valmib **tööturu ülevaade**.

Prognoos

Eesti Pank avaldab prognoose kaks korda aastas: kevadprognoosi mais ja sügisprognoosi novembris (vt „Eesti Panga 2008. aasta majandusprognooside põhisõnumid“ lk 141). Prognoosi tarvis analüüsitakse jooksva aasta majandusarengut ning kahe järgmise aasta ettevaadet. Lisaks põhistsenaariumile kuulub prognoosi juurde enamasti kaks lisastsenaariumit. Põhjalikuma ülevaate Eesti Panga majandusprognooside sõnumitest võib leida keskpanga veebilehelt.

Kiired muutused majandusstruktuuris eeldavad makroprognoosi alusmudeli pidevat täiendamist ja uuendamist. See ülesanne on keskpangas jagatud majandusuuringute osakonna ja rahapoliitika osakonna vahel. Majandusuuringute osakond töötab välja kvartaalse majandusmudeli, mille abil koostatakse rahapoliitika osakonnas kaks korda aastas majandusprognoose. 2008. aastal oli makroprognoosi alusmudeli arendustegevuse keskmes eeskätt mudeli finantssektori ja erasektori laenuvõrrandite täiendamine ning erasektori tarbimise ja investeringunõudluse tugevam sidumine laenuvõrdlusega. Arendustegevuse teine suund oli seotud üldise tasakaalu mudeli väljatöötamisega, mis võimaldab analüüsida Euroopa Keskpanga rahapoliitiliste otsuste mõju Eestis. Eesti Panga esindajad võtsid osa Euroopa Keskpankade Süsteemi liikmesriikide modelleerijate töögrupi kohtumistest, kus vahetati mudelite väljatöötamise kogemusi ning ühtlustati mudelite koostamise lähtealuseid.

Uuringud

Eesti Panga majandusuuringud põhinevad **strateegilisel uurimisplaanel**, mis määratleb pangas tehtavate uuringute üldraamistiku. Aastatel 2007–2009 on prioriteetsed valdkonnad **makromajandus- ja pangandusmodelite süsteemi arendamine, rahapoliitika- ja finantssektorialased uuringud ning Eesti rahasüsteemi jätkusuutlikkuse analüüs**. Nendel teemadel teostati 2008. aastal 13 uurimust.

Uurimustes käsitleti panganduse tugevusanalüüsi süsteemi, inflatsiooni Kesk- ja Ida-Euroopa riikides, Eesti tööturu avanemise mõju, Eesti ettevõtete võimet kohanduda majandusshokkidega, hinna- ja palgakujunduse paindlikkust Eesti ettevõtetes jm. Lisaks alustati rahapoliitika simulatsioonimodeli koostamist ning täiendati Eesti majanduse makroprognoosi alusmudelit.

Kuigi uurimistöid teostatakse valdavalt majandusuuringute osakonnas, viiakse ühekordseid, konkreetseid uurimisteemasid käsitlevaid uuringuid läbi ka teistes osakondades. 2008. aastal oli selliseks uurimisvaldkonnaks migratsiooni-trendide analüüs.

Lisaks Eesti Panga toimetistes avaldamisele on keskpangas läbi viidud majandusuuringute tulemusi tutvustatud edukalt ka rahvusvahelisel tasandil. Uurimusi avaldati 2008. aastal rahvusvahelise levikuga akadeemilistes teadusväljaannetes ja esitleti rahvusvahelistel teaduskonverentsidel.

2008. aastal jätkus uuringutealane **koostöö nii rahvusvahelises kui kodumaises plaanis**. Eesti Panga spetsialistid osalesid Euroopa Keskpankade Süsteemi liikmete ökonomeetrilise modelleerimise töögrupi ning palgadünaamikat analüüsiva võrgustiku töös. Koos Tartu Ülikooli majandusteaduskonnaga tehti ettevalmistusi 2009. aasta sügisel Tallinnas toimuva kõrgetasemelise majanduskonverentsi „European Associa-

tion of Labour Economists Annual Meeting 2009” korraldamiseks.

Eesti Panga enda uuringute esitlemise kõrval kutsuti Eestisse oma töödest rääkima ka nimekaid **väliseksperte**. Näiteks tutvustas Budapesti Corvinuse Ülikooli professor ning uurimisgrupi Argenta uurimistööde juhendaja Zsolt Darvas uurimust Euroopa Liidu uute liikmesriikide ees seisvatest riskidest ja väljakutsetest euro kasutuselevõtul; Aucklandi Ülikooli professor David Mayes pidas seminari maailmamajandust tabanud finantskriisi tagamaadest ja õppetundidest; kolleegid erinevatest keskpankadest (Soome, Hollandi, Tšehhi) tutvustasid oma käimasolevaid uurimistöid jne. Jätkus ka maailmamainega majandusteadlasele, professor Ragnar Nurksele pühendatud loengusari, kus 2008. aastal pidas loengu Soome Panga president Erkki Liikanen.

1.-2. veebruaril 2008 korraldasid Rahvusvaheline Valuutafond (IMF) ja Eesti Pank Brüsselis seminari „Convergence in the Baltics”, mille käigus arutati Balti riikide majandusarengut ja -väljavaa-teid ning majanduste ühildumist Euroopa Liidus. Seminarist võtsid osa Baltimaade, IMFi, Euroopa Komisjoni ja Euroopa Keskpanga esindajad. Kõrgetasemelisi osalejaid oli ka Euroopa Liidu riiki-dest ja ülikoolidest.

21. augustil korraldasid Eesti Pank, majandus- ja kommunikatsiooniministeerium (MKM) ning USA mõttekoda Global Interdependence Center (GIC) Tallinnas rahvusvahelise konverentsi „Emerging Energy Markets”, mis keskendus Põhja- ja Balti-maade energiapoliitika teemadele.

Energiakonverentsi peaettekanded pidasid majandus- ja kommunikatsiooniminister Juhan Parts, kes rääkis energiapoliitika väljakutsetest Põhja- ja Baltimaades, ning Euroopa Komisjoni esindaja Jean-Claude Schwartz, kes rääkis Euroopa muutuvast energiapoliitikast. Diskus-sioone juhtisid MKMi energeetika asekan-tsler Einari Kisel, GIC juhatuse liige David R.

Kotok ning Eesti Panga asepresident Andres Sutt. Diskussioonidest võtsid osa nii turuosaliised kui ka analüütikud ja eksperdid IMFist, USAst, Euroopa Liidu riikidest ja Põhjamaade Investeerimispangast.

Eesti Panga **avatud seminare** toimus 2008. aasta jooksul kokku kaksteist, millest üheksal olid lektoriteks külalisesinejad piiri tagant ning kolmel panga enda uurimistööde esitlejad.

Püsivalt oluline roll teaduskoostöös on Eesti Panga **külalisuurijate programmil** – 2008. aastal osales majandusuuringute läbiviimises viis väliseksperti.

Samuti jätkati edukalt Eesti noortele majandusteadlastele mõeldud iga-aastase **teaduspree-mia** väljaandmise traditsiooni. 2008. aastal määrati preemia kuuendat korda ja selle pälvis Tartu Ülikooli doktorant Kristjan-Olari Leping uurimusega „Heterogeneity of human capital and its valuation in the labour market“.

RESERVIHALDUS

Eesti Panga välisvaluutareserv (VVR) on Eesti krooni kattevara ning selle abil tagatakse krooni stabiilsus. Eestis rakendatava valuutakomitee põhimõtte kohaselt peab VVR täielikult katma kõik Eesti Panga kroonikohustused, sh emiteeritud sularaha ja kommertsbankade arved keskpangas. Välisvaluutareservi investeerimisel lähtub Eesti Pank rangetest riskipiirangutest, mille olulisemad eesmärgid on tagada vahendite säilivus ja likviidsus. Tulu suurus on eesmärgina kolmandal kohal.

Välisvaluutareservi struktuur

Välisvaluutareservi struktuur 2008. aasta jooksul kuigi palju ei muutunud. See jaguneb endiselt likviidsuspuhveriks ja investeerimisportfelliks. Väikese osa reservist moodustab ka kuld.

Likviidsuspuhver, mida keskpank saab igal hetkel kasutada Eesti krooni ja välisvaluuta ostu-müügi-tehinguks kodumaiste krediidasutustega, moodustab kogu välisvaluutareservist umbes 10%.

Teine, suurem osa VVRist ehk investeerimisportfell investeeritakse rahvusvahelistel finantsturgudel. Rahapaigutuse eesmärk on saavutada seatud piirangute raames üleilmse majandustsükli jooksul optimaalne, rahaturu intresse ületav keskmine tulusus. Peamiselt paigutatakse investeerimisportfelli vahendeid juhtivate tööstusriikide likviidsetel võlakirjaturgudel, jälgides ja juhtides pidevalt investeringute intressi-, krediidi-, valuuta- ja likviidsusriske. Riskide ja riskihalduse täpsem kirjeldus on Eesti Panga veebilehel.

Investeerimisprotsess

Intressiriski juhitakse Eesti Pangas normportfelli kaudu. Sellega määratakse keskmine riskitase, mida pank on valmis võtma, ning ühtlasi välisvaluutareservi juhtimise tõhususe tulemusetalon. Normportfell ei sisalda valuutariski. Kehtestatud on limiidid, mille ulatuses võib tegelik investeerimisportfell normportfelist erineda.

Otsuse normportfelli riskitaseme kohta teeb Eesti Panga rahapoliitika komitee. Normportfelli riskiastme vähendamine tähendab sisuliselt portfelli keskmise kestuse lühendamist: rohkem varasid paigutatakse väikese muutlikkusega kindlamat tootlust pakkuvatesse finantsinstrumentidesse. Seetõttu kompenseerivad kogunenud intressid turu heitlikkusest tuleneva võimaliku hinnakõikumise. Riskiastme suurendamisel toimitakse vastupidiselt: rohkem varasid paigutatakse pikema kestusega vahenditesse ehk riiklikesse võlakirjadesse kestusega üle ühe aasta.

Kõrvuti tulu teenimisega suhteliselt stabiilse normportfelli abil ehk passiivse investeerimisega teenitakse Eesti Pangas lisatulu ka aktiivse investeerimisega, paigutades raha üleilmsetele

finantsturgudele. Seda tüüpi investeerimisotsused põhinevad majandusanalüüsil, mitmesuguste turuseoste ja muude tegurite arvestamisel. Turgude ja väärtpaberite valikul lähtutakse investeeringu ideest, eeldatavast kestusest ja oodatavast tulususest. Investeerimisel rakendatakse peamiselt otsuste hajutatuse põhimõtet, mille eesmärk on riske hajutada ja paremini ära kasutada turgudel tekkivad võimalused. Investeeritakse mitmel turul, kasutatakse erinevaid finantsinstrumente ja võetakse erineva kestusega investeerimispositsioone. Investeerimisotsuseid teevad portfellihaldurid üksteisest sõltumatult. Sõltumatu otsustamine on võimalik seetõttu, et üldine riskilimiit on jagatud osadeks ja iga osa kasutamise üle otsustab seda haldav portfellihaldur.

Eesti Pank püüab ajaga kaasas käia ning leida suhteliselt efektiivsetel turgudel oma niši. Investeerimisel kasutatakse kaht erinevat otsustamisviisi – subjektiivset ning mudelipõhist. Esimene neist põhineb peamiselt majandusprotsesside kvalitatiivsel analüüsil, turupsühholoogia arvestamisel ja portfellihaldurite kogemusel, teine aga kvantitatiivsete turuseoste arvestamisel investeerimismudelite abil. Nende kahe käsitluse kombineerimisel püütakse teha parimaid otsuseid raha-, kapitali- ning valuutaturgudel investeerimisel.

Oma osa aktiivses investeerimises on ka välis-halduritel. 2008. aastal jätkas neli välishaldurit. 2007. aastal alustas Informed Portfolio Management; BlackRock investeerib Eesti Panga varasid 2006. aastast, PIMCO alates 2005. aastast ja Fortis Investment Management (endine ABN Amro Asset Management) alates 2003. aastast. Välis-haldurite kasutuses on osa riskilimiidist, mis investeeritakse põhiliselt tuletisinstrumente kasutades.

Aktiivse investeerimise kogutulemusena teeniti normportfelliga võrreldes 2008. aastal 69 baaspunkti lisatulu.

2008. aasta investeerimistulemused ja neid mõjutanud tegurid

Eesti Panga välisvaluutareservi suurus oli 2008. aasta lõpuks 44,18 miljardit krooni. Aastaga kasvas see ligikaudu 26%. Kohustustevaba reserv moodustas sellest ligi 14% ehk 6 miljardit krooni.

Investeerimisest saadi tulu oluliselt rohkem kui prognoositi. Tulu suurust mõjutas aasta teisel poolel järsult süvenenud finants- ja likviidsuskriis, mille tagajärjel hakkasid riiklike võlakirjade intressid kiiresti langema nii Euroopas kui ka Ameerika Ühendriikides. Maailma suuremate keskpankade baasintresside alandamisest ja muudest meetmetest olenemata jätkus see langus kuni aasta lõpuni. Seetõttu on ka välisvaluutareservide tulu-sus 7,21% rahaturuga võrreldes oluliselt kõrgem (vt joonis 1).

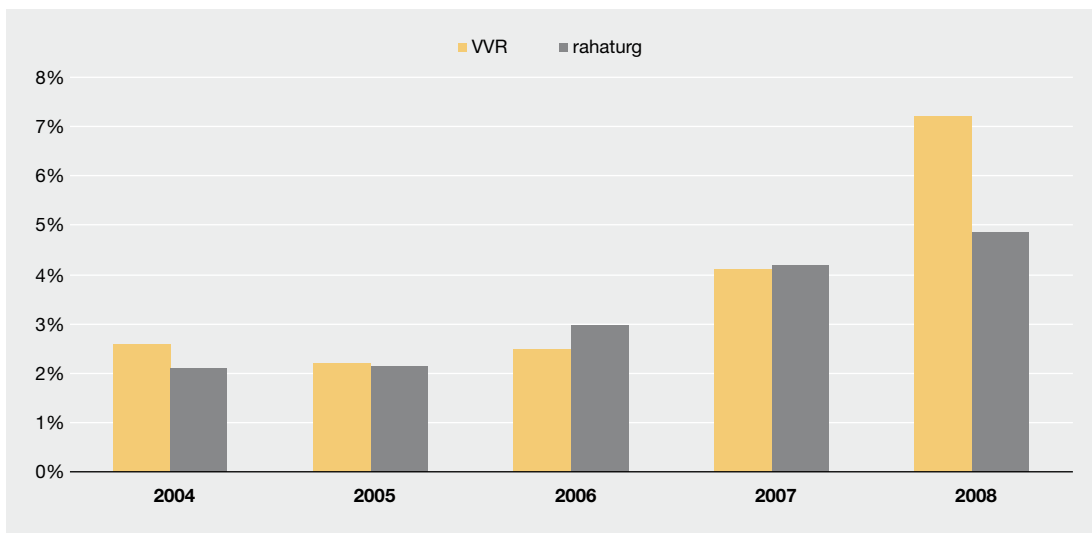
Normportfelli muutused 2008. aastal

Alates 2008. aasta aprillist on normportfelli kestus üks aasta. Intressimäärade tõusu tõttu aasta alguses pidas Eesti Panga rahapoliitika komitee vajalikuks normportfelli kestust juulis pikendada. Sügisel intressimäärad langesid ning seetõttu novembris kestust lühendati. Aasta lõpuni kehtinud normportfelli struktuur, mille rahapoliitika komitee jõustas alates 19. novembrist 2008, on esitatud tabelis 1.

Varahaldusteenuse osutamine avalikule sektorile

Eesti Pank on mitu aastat teinud koostööd avaliku sektori asutustega. 2006. aastal hakati riskihaldusteenust pakkuma töötukassale. Teenus hõlmab välise varahalduri investeerimistegevuse igapäevast jälgimist, asjakohast aruandlust ja vajaduse korral nõustamist investeerimisküsimustes.

Täisteenusena jätkas keskpank varahaldusteenust tagatistfondile, mille investeerimisportfelli maht oli 2008. aasta lõpus 2,2 miljardit krooni.



Joonis 1. Välisvaluutareservi tulusus võrreldes rahaturu tulususega

Tabel 1. Normportfelli struktuur

	3 kuud	1–3 a	3–5 a	5–7 a	7–10 a	10+ a
Euroala	62,78%	16,56%	8,33%	5,71%	4,26%	2,37%
USA	67,02%	16,02%	7,71%	5,23%	4,02%	