

RAHVUSVAHELINE PORTFELLIINVESTEERINGUTE UURING

Andres Kerge
Timo Kosenko¹

Rahvusvaheliste finantsvoogude maht, keerukus ja globaliseerumise ulatus suurenes aastail 1980–2000 järsult. Tekkis hulgaliselt uusi instrumente ja investeerimisviise, samuti kasvas kiiresti turuosaliste arv. Selline areng muutis statistiliste andmete kogumise raskeks, mistõttu investeringute, eriti portfelliinvesteringute kajastamisel oli paljudel riikide suuri puudujääke.

Nähtust, mille puhul investoritelt saadud andmed erinevad olulisel määral neist andmetest, mida esitavad samade investeringute saajad, nimetatakse investeringute asümmeetriaks. Et lahendada rahvusvaheliste portfelliinvesteringutega seotud kasvavaid

asümmeetriaprobleeme, otsustati 1997. aastal korraldada esimene rahvusvaheline koordineeritud portfelliinvesteringute uuring (*Coordinated Portfolio Investment Survey*, edaspidi lühidalt CPIS). See viidi läbi Rahvusvahelise Valuutafondi (RVF) eestvedamisel ja selles osalesid suuremad investorite doonorriigid. Kuna esimene uuring ei lahendanud kõiki probleeme, siis otsustati 1997. aasta kogemustest lähtuvalt korraldada analoogiline uuring ka 2001. aastal. Tulevikus on plaanis muuta see küsitlus iga-aastaseks. Järgnev kirjutus annab ülevaate nimetatud uuringute algatamise taustast, korraldamisest ning tulemustest. Kuna Eesti osaleb esimest korda 2001. aasta uuringus, käsitletakse detailsemalt ka sellega seonduvat.

Ajalooline ülevaade

Kes ja kuidas maksab jooksevkonto puudujäägi eest konkreetsel maal või konkreetses regioonis? Vastusest sellele küsimusele sõltub riigi majanduspoliitika ja selle vastuse leiame riigi maksebilansi finantskontolt. Kuna valuutakontrollist loobumine ja finantsvabaduse suurendamine on paljude riikide jaoks suhteliselt uus asi, siis on ka finantseerimisallikate fikseerimine ja klassifitseerimine küllaltki raske.

Juba 80ndatel aastatel valmisid nn Godeaux² ja Esteva³ ettekanded finantsvoogude alahinnatuse kohta paljudes riikides. Esteva raporti järgi oli globaalse jooksevkonto deebet ülehinnatud, kusjuures enam kui kolmandik jooksevkonto deebet liigsusest on käsitletav investeringutulu väljavooluna. Godeaux' ettekandes osutati, et

suurt osa finantsvoogudest pole rahvusvahelises arvepidamises arvestatud, mille tõttu mitmeid majanduslangusi võidi pidada tegelikust suuremaks. Ettekandes püüti leida vastust küsimusele, kas hälbed finantsvoogude määratlemises olid tingitud finantsvarade alahindamisest, finantskohustuste ülehindamisest või nende mõlema koosmõjust. Maailma finantsvoogude kõige üldisema jaotuse põhjal oli portfelliinvesteringute voo muut aastail 1986–1989 suhteliselt väike, kuid aktsiate ja võlakirjade osas oli muut küllalt suur (vt tabel 1).

Finantsvooge käsitlevate andmete hälvete peamised põhjused olid järgmised:

- mõnede riikide võimetus fikseerida otseinvesteringukohustusi reinvesteeringutulu vormis;

¹ Andres Kerge on Eesti Panga statistikaosakonna ökonomist ning Timo Kosenko rahvusvaheliste ja avalike suhete osakonna vanemanalüütik.

² *Final Report of the Working Party on the Measurement of International Capital Flows* (IMF, 1992).

³ *Final Report of the Working Party on Statistical Discrepancies in World Current Account Balances* (IMF, 1987)

Tabel 1. Maksebilansi (1986-89) finantsvoogude põhikomponentide globaalsed hälbed ja parandusliikmed Godeaux' raporti järgi (mld USD)

Maksebilansi komponendid	Algsed andmed	Parandused	Parandatud andmed
Otseinvesteeringud	-16,5	11,8	-4,0
Reinvesteeringutulu	-22,2	18,2	-4,7
Muud otseinvesteeringud	5,7	7,4	0,7
Portfelliinvesteeringud	5,8	5,4	13,2
Omandiväärtpaberid	-12,4	5,4	-7,0
Võlaväärtpaberid	18,3	1,9	20,2
Muud investeeringud	66,4	-58,4	7,8
Välisreservid	-15,3	16,2	0,9
Kokku (neto)	40,4	-23,4	17,0

- rahvusvaheliste võlakirjade emiteerimise või lunastamise klassifitseerimine pikaajalise laenu võtmiseks või tagasimaksmiseks, mitte portfelliinvesteeringuks;
- *offshore*-piirkondade finantskeskuste andmete puudumine, eriti portfelliinvesteeringute kohta;
- repotehingute erinev käsitlemine osapoolte poolt (mõned riigid käsitlesid neid lühiajalise tagatislaenu, teised aga väärt-paberite müümise/ostmisena);
- keskpanga reserve muudu erinevus partnerriigi kohustuste muudust;
- rahvusvaheliste organisatsioonide varade ja kohustuste ebaadekvaatne aruandlus.

Godeaux' ettekandes püüti neid ebakõlasid osaliselt kõrvaldada. Selle tulemusena kahanes finantsvarade ja -kohustuste muutude globaalne erinevus 40 miljardilt dollarilt 17 miljardi dollarini. Godeaux' aruande põhijäreldus oli, et see jääkhälve on käsitletav portfelliinvesteeringutest tuleneva veana, mis moodustas 25,3% identifitseeritud kohustustest. See oli kooskõlas ka *offshore*-piirkondade finantskeskustest eeldatavalt tehtud investeeringute mahuga ja muude portfelliinvesteeringunõuete

alahindamisega. Viimase põhjuseks oli osaliselt ka portfelliinvaldurite nõuete keeruline struktuur (osa pikast investeeringuahelast võib asuda välismaal, mistõttu kohustused võivad osutuda ülehinnatuks). Bilateraalsed võrdlused riikide vahel olid tihti ebaadekvaatsed, kuna finantsvoogude geograafilise jaotuse puhul kasutati erinevat meetodikat (kreeditor-deebitor põhimõte vs tehingupõhine meetod, mille puhul vahendajate korral jääb tegeliku investori päritolu määramata).

Kuna suur osa hälbeid jäi siiski kõrvaldamata ja tasakaal seega saavutamata, soovitati Godeaux' ettekandes järgmist:

- riikidel tuleb püüelda investeeringute parema statistilise kaetuse poole ja rakendada finantsstatistika koostamisel ühtseid standardeid;
- parandada statistikakeskuste rahalisi ja seadusandlikke võimalusi;
- regulaarselt koguda andmeid investeerimispositsiooni kohta;
- korraldada koordineeritud uuringuid portfelliinvesteeringunõuete ja -kohustuste hindamiseks riikide järgi.

1997. aasta esimene koordineeritud rahvusvaheline uuring

Pärast Godeaux' aruannet on maksebilansi ja investeerimispositsiooni finantsnäitajad maailmas defineeritud RVFi uue standardi kohaselt, milleks on maksebilansi koostamise juhendi 5. versioon (*Balance of Payments Manual. 5th Edition*, 1993; lühendatult BPM5).

Selleks et parandada portfelliinvesteeringute alast statistikat, viidi 1997. aastal RVFi eestvõttel läbi koordineeritud portfelliinvesteeringute uuring (lühendatult CPIS 1997). See hõlmas 29 riiki ja ligikaudu 70% maailma portfelliinvesteeringute nõuetest. Uuringut korraldades eeldati, et

- kõik osavõtavad riigid järgivad BPM5 definitsioone ja klassifikatsioone;

- portfelliinvesteeringunõuded määratletakse ühel kindlal ajahetkel (31. detsembril 1997);
- nõuete klassifitseerimine on võimalik kõigi väärt-pabereid emiteerinud riikide järgi;
- kasutatakse aruandva maa jaoks kõige sobivamaid uuringumeetodeid.

CPIS 1997st selgus, et 68% vaadeldud portfelliinvesteeringutest kuulusid kolmele suurriigile (USA, Suurbritannia, Jaapan). 60% väärt-paberitest olid samuti emiteerinud suurriigid. Arenevate riikide osa emiteeritud väärt-paberites oli 12% ja *offshore*-keskuste oma 4%.

CPIS 1997 andmeid täiendati välisreservide andmetega,

sest BPM5 portfelliinvesteeringute definitsioon ei hõlma neid väärtpabereid, mida käsitletakse rahvusvaluuta välisreservina. Viimaste kohta viisid RVF ja Rahvusvaheline Arvelduspank (*Bank for International Settlements*, BIS) läbi eraldi uuringu (*Survey of Country Distribution of Long-term Securities Held as Foreign Exchange Reserve Assets* – lühendatult SEFER), mis hõlmas 49 riiki. Kuna SEFER eeldas tulemuste avaldamist vaid agregeeritult, siis sai sellesse uuringusse kaasata ka riike, kes lugesid oma reservide struktuuri konfidentsiaalseks. Samal ajal avaldasid mitmed riigid informatsiooni oma välisreservide struktuuri kohta ka CPIS 1997 raames, kus need olid teiste portfelliinvesteeringute hulgas. Seetõttu oli võimalik mõnede emiteeritud väärtpaberite topeltarvestus, mis oli 1997. aasta uuringu üks põhipuudus.

Lisaks sellele märgiti CPIS 1997 puhul veel järgmisi puudujääke:

- mitmed rahvusvaheliste investeeringute seisukohast olulised riigid ei osalenud (nt Saksamaa), samuti ei osalenud *offshore*-piirkonnad, mille tulemusena kannatas tugevalt andmete esinduslikkus;
- raske oli saada andmeid kodumajapidamiste investeeringute kohta (ei ole võimalik küsitleda kogu elanikkonda);
- keeruline oli välja selgitada väärtpaberite (nt krediidiasutuste kliendikontode – *nominee accounts*) tegelikke omanikke;
- meetodika portfelliinvesteeringute eristamiseks otseinvesteeringutest on riigiti erinev;

- väärtpaberite turuväärtuse hindamine oli raske, eriti vähelikviidsete väärtpaberite korral (CPISi metoodika järgi tuleb investeeringuid hinnata antud ajahetke turuväärtuses);
- probleeme tekitas repotehingute kajastamine (mitmekordne arvestamine või alahindamine).

Nimetatud puudustele vaatamata oli CPIS 1997-l mitmeid positiivseid külgi. Uuring:

- näitas, et on võimalik edukalt koordineerida andmete kogumisel kasutatavate põhimõtete, terminite ja meetodite standardiseerimist eri riikides;
- osutus ühtsete metoodiliste standardite juurutamisel globaalselt efektiivseks;
- julgustas riike vahetama kogemusi andmete kogumise ja töötlemise meetodite osas;
- suurendas portfelliinvesteeringustatistika usaldusväärsust;
- aitas kaasa andmete vahetusele ja võrdlemisele riikide vahel;
- muutis kättesaadavaks info portfelliinvesteeringute kohta riikide järgi.

Portfelliinvesteeringute uuringu komitee (CPIS *Task Force*) leidis, et 1997. aasta uuringut võib lugeda julgustavaks esimeseks sammuks. Võttes arvesse nii CPIS 1997 positiivseid tulemusi kui ka võimalikku arenguruumi, soovitas komitee RVFi korraldada uus portfelliinvesteeringute uuring 2001. aasta lõpu seisuga, võttes arvesse varasemaid kogemusi. Edaspidi soovitati muuta vastavad uuringud regulaarseks.

2001. aasta uuring

Uue koordineeritud uuringu (lühendatult CPIS 2001) eesmärgiks on edendada portfelliinvesteeringute (omandiväärtpaberid ning pika- ja lühiajalised võlaväärtpaberid) statistilist kajastamist. Väga oluline on antud projekti puhul võimalus võrrelda riikide omavahelisi andmeid.

Järgnevalt vaatleme lühidalt CPIS 2001ga ja selle läbiviimisega Eestis seonduvaid küsimusi: CPIS 2001 raames esitamisele kuuluvad kohustuslikud ja vabatahtlikud andmed, reservide kajastamine, meetodi ja allikate valik, küsitluse põhimõtted, andmebaasi loomine ning tähtajad.

Kogutavad andmed

CPISi raames tuleb aruandval riigil portfelliinvesteeringute kohta riikide lõikes kohustuslikus korras esitada järgmine informatsioon:

- residentide valduses olevad mitteresidentide poolt emiteeritud omandiväärtpaberid;

- residentide valduses olevad mitteresidentide poolt emiteeritud pika- ja lühiajalised võlaväärtpaberid.

Väärtpaberite klassifikatsioon CPISis on kooskõlas BPM5 definitsioonidega. Kohustuslikud andmed tuleb esitada debitori (investeeringu saaja) residentsusest lähtuvalt. Rahvusvaheliste organisatsioonide poolt välja antud väärtpaberid tuleb sellistena ka kajastada, mitte lülitada neid mõne riigi väärtpaberite hulka. Riikide koodid peavad vastama ISO 3166 koodile. 2001. aasta uuringu tulemusena selgub riigi erinevate sektorite valduses olevate välismaiste omandi- ja võlaväärtpaberite struktuur riikide järgi.

Info kogumine ja esitamine on vabatahtlik järgmiste näitajate kohta:

- portfelliinvesteeringukohustused riikide järgi;
- portfelliinvesteeringud (investorite) sektorite järgi;
- portfelliinvesteeringud valuutade järgi.

Kohustuste puhul võib olla raske kreditori (investori)

residentsust määrata, sest alati ei ole võimalik kindlaks teha väärtpaberite tegelikku omanikku. Sageli peetakse väärtpaberi omanikuks selle ostjat, kes tegelikult võib olla üksnes vahendaja. Samuti on väga raske kui mitte võimatu fikseerida omanikuvahetust, kui üks mitteresident müüb väärtpaberid teisele mitteresidendile.

Seetõttu on Eestis läbiviidava CPIS 2001 raames mõistlik piirduda kohustuslike andmete esitamisega. Kui seni on maksebilansitehingute selgitamiseks portfelliinvesteeringunõuete osas finantsinvestoreilt küsitud vaid välismaiste varade kogumahtu, siis vastavalt CPISi nõuetele tuleb antud uuringu jaoks täpsustada varade jaotust riikide järgi.

Eesti krooni tagamiseks loodud välisvaluutareservid esitatakse kokkuleppe kohaselt SEFERi raames kesk-panga investeeringutena riikide järgi.

Meetod

Andmeid võib koguda kahel erineval meetodil:

- agregeeritud kujul;
- üksikute väärtpaberite järgi (*security-by-security*).

Agregeeritud meetodi puhul esitatakse informatsioon väärtpaberite ja riikide järgi summeerituna (nt kõik aktsiad antud riigis). Selline meetod on Eestis seni kasutusel nii maksebilansi kui ka investeerimispositsiooni koostamisel. CPIS 2001 raames tuleb hinnata portfelliinvesteeringute varade seis, selgitades nende emiteerija ja varade väärtuse 31. detsembril 2001 turuhinnas (selle ajahetke valuutakursi järgi). Agregeeritud küsitlusmeetodi puhul vastutab andmete õigsuse eest lõppinvestor. Ettevõtete raamatupidamises ei pruugi need investeeringud kajastada sama kuupäeva turuhinnas, seal esitatakse need teatud konservatiivsuseastmega, võrreldes tegeliku turuhinna ja valuutakursi alusel arvestatud väärtusega. Seega tuleb uuringu edukaks läbiviimiseks igal investoril hinnata oma investeeringute väärtust seisuga 31. detsember 2001, kusjuures esitav hinnang ei pruugi kajastada ettevõtte varade raamatupidamislikku väärtust.

Security-by-security meetod eeldab väärtpaberite andmebaasi olemasolu, kuhu kogutakse informatsioon väärtpaberite kaupa (ISIN-kood, väärtpaberi liik, tähtaeg, emitent ja kogus, mis kuulub Eesti investorile). Selline meetod on täpsem ja paneb vastutuse andmete õigsuse eest uuringu läbiviijale, sest väärtpaberi turuhinda 31. detsembril 2001 on võimalik selgitada, kui fikseerida turuhinnad maailma börsidel, kuigi see on väga tömahukas. Börsil noteerimata võlaväärtpaberi turuhinda on võimalik tuletada ostuhinnast, nominaalist ja lubatud intressist. Börsil noteerimata omandiväärtpaberite puhul tekitab see meetod probleeme, sest sellise väärtpaberi hinda oskab paremini

hinnata investor. Väärtpaberite kaupa küsitluse puuduseks Eesti jaoks on oht, et väheneb andmete konfidentsiaalsus, mis on kõigi statistiliste küsitluste läbiviimise eeldus. Konfidentsiaalsuse kahanemine vähendab aga küsitlusele vastajate arvu ning uuringu kvaliteedi tõusu asemel saadakse hoopis vastupidine tulemus.

Eeltoodud arvestades on Eestis valitud uuringu jaoks agregeeritud andmete kogumise meetod, mis ühildub paremini meil varem investeeringuandmete kogumiseks kasutatud süsteemiga.

Allikad

CPISi andmete kogumiseks on võimalik kasutada järgmisi allikaid:

- lõppinvestorid;
- väärtpaberite kontohaldurid (*custodians*);
- segavariant kahest nimetatud allikast.

Lõppinvestoritele suunatud küsitluse abil küsitletakse otseselt väärtpaberite omanikke, teisel juhul aga klientide väärtpabereid haldavaid institutsioone (Eestis nt panku ja investeerimisfonde, kelle kliendikontodel asuvad väärtpaberihoiused).

Eestis kasutatakse rahvusvahelise investeerimispositsiooni (RIP) koostamiseks segavarianti, kus küsitletakse juriidilisest isikust lõppinvestoreid ja portfelliinvaldureid. Portfelliinvalduritelt küsitakse seejuures infot eraisikute ja valitsussektori väärtpaberiinvesteeringute kohta. Sama küsitletavate ringi on kavas kasutada ka CPIS 2001 raames.

Ühtaegu on oht, et osa eraisikute investeeringuid jääb portfelliinvaldurite küsitluse puhul siiski kajastamata – näiteks juhul, kui on kasutatud ainult maakleriteenust või investeeritud mitteresidentsete vahendajate või ka interneti kaudu.

Küsitlus

CPIS 2001 andmete küsimist saab ühendada maksebilansi koostamiseks vajaliku info kogumisega. Et tagada uuringu andmete kooskõla RIPiga, tuleb küsitletavate ettevõtete hulka lülitada kõik maksebilansi küsitlusega hõlmatud ettevõtted.

Informatsiooni krediidiuasutuste investeeringute kohta riikide järgi saab Eesti Panga andmebaasist krediidiuasutuste kohta. Ülejäänud ettevõtetelt andmete saamiseks on koostatud küsitlusvormid, mis on kooskõlas RVFi poolt välja töötatud näidisvormidega. Kuna küsitav informatsioon on tavapärasest detailsem, on aruannete täitmiseks ka tavalisest rohkem aega. Aruandevormid

saadetakse nendele ettevõtetele, kelle varade hulka 31. detsembril 2001 kuuluvad mitteresidentide emiteeritud

pika- ja lühiajalised võlaväärtpaberid või alla 10%lise osalusmääraga omandiväärtpaberid.

Kokkuvõtteks

Eesti maksebilansi ja rahvusvahelise investeerimispositsiooni andmete kogumise senine süsteem vastab üsna hästi CPIS 2001 nõuetele. Ettevõtetelt soovitakse täiendavalt vaid varade klassifitseerimist sihtriikide järgi, kusjuures investor vastutab selle eest,

et andmed varade kohta oleks esitatud turuhinnas. See loob eeldused uuringu edukaks läbiviimiseks ja läbiviijal tuleb vaid täiendada kogutud andmete töötlemise süsteemi, et uuringu kokkuvõtted valmiksid tähtjaks.