

# RAHAPOLIITIKA

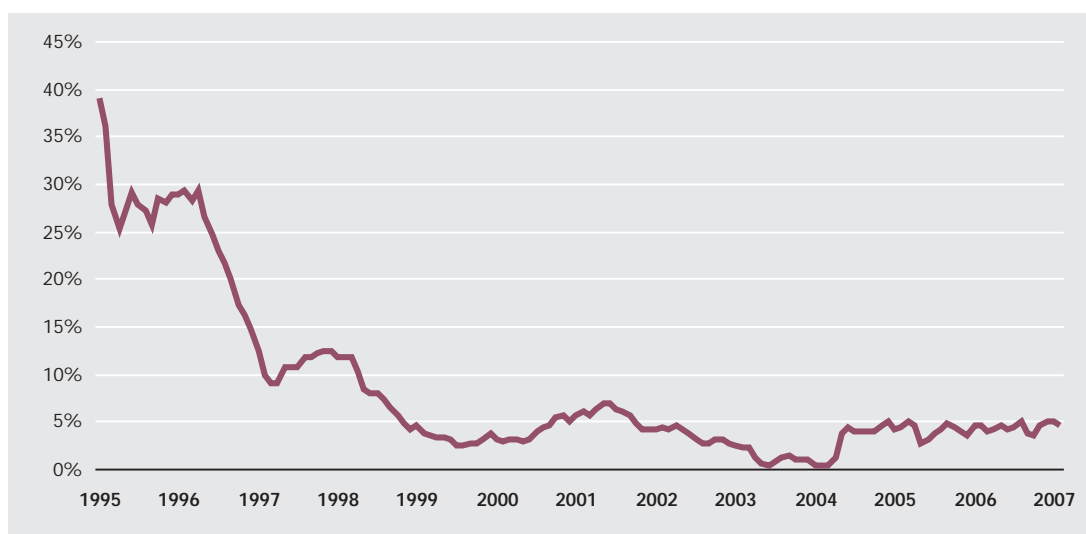
## EESTI RAHAPOLIITILISE RAAMISTIKU SUJUVA TOIMIMISE TAGAMINE

### Eesti rahasüsteemi põhijooned

Nii nagu paljudes teiste riikide keskpankades, on ka Eesti Panga missiooniks hinnastabiilsuse tagamine. **Stabiilne**, madal ja kergesti prognoositav inflatsioonitase loob kõige soodsamad tingimused pikaajaliseks majanduskasvuks. Juba alates 1992. aastast tagatakse Eestis hinnastabiilsus **valuutakomiteel põhineva fikseeritud vahetuskursisüsteemi vahenditega**. Peaaegu 15 aastat põhjoontes muutumatuna kehtinud rahapoliitiline raamistik toetab jätkuvalt Eesti majandusarengut. Eesti kroon on säilitanud kõrge usaldusväärsuse nii kodumaiste kasutajate kui välisinvestorite silmis (vt joonis 1). Eesti krooni range seotus Euroopa võimsaima majanduspiirkonna, euroala vääringuga ohjeldab inflatsiooni-ootusi ning toetab majanduskeskkonna stabiilsust. Kuna valuutakomiteel põhinev rahapoliitika on Eestis ennast igati õigustanud, on Eesti võtnud enesele ühepoolse kohustuse jätkata valuutakomitee süsteemi ja praeguse vahetuskursiga kuni euro kasutuselevõtuni.

Arvestades Eesti rahasüsteemi seotust euroga on ootuspärane, et meie laiema rahapoliitilise keskkonna kujunemisel mängivad olulist rolli Euroopa Keskpanga otsused. 2006. aastal tõstis Euroopa Keskpank rahapoliitilisi intressimäärasid ning see kandus kiiresti ja täielikult Eesti laenuuru intressimääradesse, mõjutades finantsvahendite hinda Eestis.

Eesti Pank tagab rahasüsteemi sujuva toimimise **rahapoliitika vahenditega ning aktiivse osalusega majanduspoliitilises diskussioonis**. Keskpanga peamine rahapoliitika vahend on krediitiasutustele 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 **kohustuslikku reservi nõudel**, millega kohustatakse pankasid hoidma osa oma varadest puhvritena Eesti Pangas või kvaliteetsetes välisvarades. Rakendades omalt poolt konservatiivset reservipoliitikat ja järelevalvemeetmeid, juhhib keskpank regulaarselt avalikkuse ja valitsuse tähelepa-



Joonis 1. Eesti inflatsioon

Allikas: Eesti Statistikaamet



nu makromajanduskeskkonna riskidele. Eesti rangelt fikseeritud vahetuskursil põhineva rahasüsteemi edukat toimimist toetavad tasakaalustatud **eelarvepoliitika ja paindlikud turud**.

#### Rahapoliitika 2006. aastal

2006. aastal oli keskpanga tähelepanu pööratud eelkõige tugevast sisenõudlusest tulenevate riskide ohjamisele. Soodsa majanduskonjunktuuri keskkonnas juhtis Eesti Pank 2006. aastal korduvalt avalikkuse tähelepanu **liiga optimistliku tarbimis- ja laenukäitumisega seonduvatele riskidele**. Riskide vähendamiseks otsustas Eesti Pank rakendada rahapoliitika ja finantsjärelevalve meetmeid.

Esimesed regulatiivsed muudatused jõustusid 2006. aasta märtsis. Need olid suunatud eelkõige eluasemelaenudega seotud riskide vähendamisele (loe lähemalt peatükis „Finantsstabiilsuse tagamine“ lk 32). Töökohtumistel pankade ja finantsjärelevalve esindajatega rõhutas keskpank ka üldist riskide konservatiivse hindamise vajadust, millega kohtumistel osalenud nõustusid.

Et märtsis jõustunud regulatiivsed muudatused ei vähendanud riske piisavalt, otsustas Eesti Pank **tõsta 1. septembrist 2006 pankade kohustusliku reservi määra 13%lt 15%le**. Selle otsusega andis keskpank selge sõnumi majanduse ülekumenemise ohu tõsidusest. Eesti Pank kutsus nii laenuandjaid kui -võtjaid konservatiivsemalt majandusriske hindama. 2007. aasta alguseks oli eluasemelaenude mahu kasv pidurdunud, kuid jäi majanduse jätkusuutlikuks arenguks endiselt liiga kõrgeks.

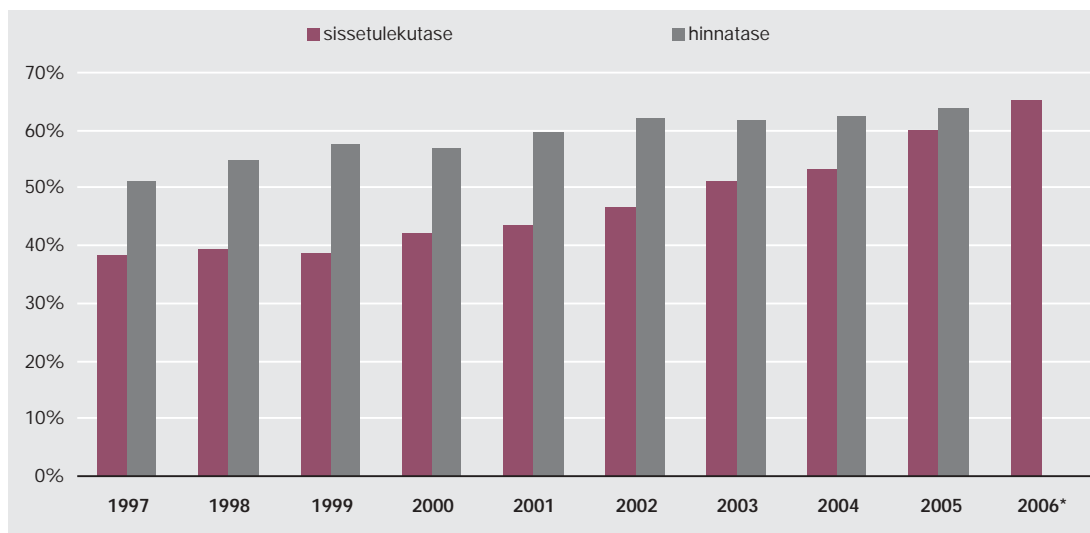
2006. aastal täpsustati ka pankade kohustusliku reservi arvestuse tehnilisi aspekte. 2007. aasta alguses jõustunud määruse järgi kaotati arvelduskonto igapäevase miinimumi nõue, ajakohastati kohustusliku reservi nõude mittetäitmisel rakendavat trahviintressi ning täpsustati reservinõuete muudatuste kehtima hakkamise korda.

Eduka majanduspoliitika eelduseks on **rahapoliitika ja eelarvepoliitika kooskõla**. Seetõttu kutsus

keskpank ka valitsust üles astuma samme ülekumenemise ohu vähendamiseks ja majanduse tasakaalu toetamiseks eelarvepoliitika kaudu. Eelkõige on see võimalik koondeelarve ülejäägi suurendamise teel. Eesti Panga esindajad suhtlesid tihedalt valitsusinstiitutsioonidega ning ülejäägis riigieelarve hoidmise vajadus leidis vastastikust mõistmist. 2006. aasta riigieelarve ülejääk ulatub esialgsetel andmetel ligikaudu 4%ni sisemajanduse koguproduktist (SKP); 2007. aastaks on planeeritud eelarveülejääk 1,9% SKPst.

Eestis jäi 2006. aasta **hinnakasv jätkusuutlikku arengut tagavale tasemele**, aasta kokkuvõttes kujunes inflatsioonitempoks 4,4%. Selline hinnakasv oli ootuspärane, arvestades Eesti majandusükli kõrgtaseme ja Euroopa jõukamate riikide majandusele lähenemise koosmõju. Kõrge majandusaktiivsus ning kaasnev suurenenud nõudlus soodustasid hinnatõusu. (Majanduskasvu mõõdukal aeglustumisel on oodata ka hinnakasvu alanemist.) Samal ajal jätkus Eesti majandusnäitajate lähenemine Euroopa Liidu keskmistele näitajatele, millega kaasnes Euroopa Liidu keskmisest märgatavalt kiirem sissetulekute kasv ja ka hinnatõus (vt joonis 2). Eesti sissetuleku- ja hinnatõus on Euroopa Liidu madalamaid. Erinevuste vähendamiseks peavad Eestis sissetulekud ja hinnad kasvama mõnevõrra kiiremini kui Euroopa Liidus keskmiselt. Majanduse tasakaalustatud arengu tagamiseks peab Euroopa Liidu keskmisest kiirema sissetulekute kasvuga kaasnema tootlikkuse kiirem kasv. Tootlikkuse kasvuga kooskõlas sissetulekute kasv piirab ka hindade liiga kiiret tõusu, toetades mõõdukat inflatsioonitempot.

Kiiresti arenevate ja jõukamate riikide majandusele lähenevate riikide kasvunäitajaid tuleb käsitleda nende riikide üldise majandusarengu kontekstis, mitte piirduda mõne üksiku majandusnäitaja riikidevahelise võrdlusega. Jõukamates riikides on reeglina nii tulu- kui ka hinnatõus suhteliselt kõrgem ning vastavalt ka majanduskasv ja inflatsioonitempo madalam. Suhteliselt väikse majanduskasvuga riikides peetakse hinnastabiilsusega kooskõlaliseks inflatsiooni-



**Joonis 2. Eesti sissetuleku- ja hinnatase võrreldes Euroopa Liidu keskmisega**

Allikas: Eurostat  
\* Esialgsed andmed.

tempoks märksa madalamat hinnatõusu kui näiteks Eestis. Kiire majanduskasvuga arenevas riigis on arenenud riikidega võrreldav hinnatõus pigem erandlik kui ootuspärane. Kiiresti ELi keskmise taseme suunas arenevate riikide puhul oleks pelgalt inflatsiooninäitajate võrdluse asemel majanduslikult sisukam hinnata inflatsioonitempo kooskõla teiste majandusnäitajatega, sh võttes arvesse tootlikkuse kasvu.

**Viimasel ajal on Eesti majanduses tugevnenud riskid**, mis võivad ohustada jätkusuutlikku majandusarengut, sh põhjustada tasakaalustatud arengut pidurdava hinnatõusu.

Välistest riskidest säilis nafta ja teiste toorainete hindade määramatus, sisemaised riskid seonduvad eelkõige tootlikkust ületava palgatõusu ja suure sisenõudlusega. Võrreldes varasemate aastatega pingestus 2006. aastal tööturu olukord, millega kaasnes mõnes sektoris tööjõu nappus ja kiire palgakasv. Palgakasv ületas tootlikkuse kasvu, mis suurendas ohtu, et kiire palgakasv hakkab mõjutama inflatsiooni või vähendama Eesti ettevõtete konkurentsivõimet välisurgudel. Viimane on senise statistika järgi küll säilinud, kuid riskidest ei saa mööda vaadata.

Kasvanud sissetulekud ja hea ligipääs laenuvahale hoidsid eluasemelaenu mahu kasvu jätkuvalt kiire, kuid jõuliselt suurenes ka tarbimislaenu maht. Majapidamiste valmidus enam kulutada soodustas nii kinnisvarahindade kui igapäevakaupade hindade kasvu. Teisalt avaldas hindadele survet tööjõupuudusest tulenev kiire palgakasv, mis tõstis mitmete kaupade-teenuste omahinda.

**Eesti majanduspoliitiline olukord oli korduvalt arutusel suhtluses rahvusvaheliste organisatsioonidega**, sh Rahvusvahelise Valuutafondi, Euroopa Keskpanka, Euroopa Komisjoni ning reitinguagentuuridega (Moody's, Fitch, Standard&Poor's). Välispartnerid hindasid kõrgelt Eesti edukat raha- ja eelarvepoliitikat, kuid toonitasid sisenõudluse kiire kasvuga kaasnevate riskide ohjamise vajadust. Rahvusvaheline Valuutafond andis Eesti majandusele soodsa hinnangu, tunnustades usaldusväärset valuutakomiteed ja konservatiivset eelarvepoliitikat. Samas hoiatas fond majanduse ülekuumenemise ohu eest, millele viitavad pinged tööturul, inflatsiooni kiirenemine ja jooksevkonto puudujäägi suurenemine. Kõik rahvusvahelised organisatsioonid leidsid, et eurole ülemineku



lühiajaline edasilükkumine ei ohusta Eesti majandust, kuid Eesti peaks kindlasti jätkama senise konservatiivse majanduspoliitikaga.

Euroopa Keskpankade Süsteemi liikmena jätkas Eesti Pank osalemist euroalaväliste ELi liikmesriikide majandus- ja rahapoliitika küsimusi käsitlevates komiteedes ja töögruppides. Põhiliseks aruteluteemaks kujunesid majanduse tasakaalustatud arengut ohustavad riskid. Eesti ja mitme teise Euroopa Liidu uue liikmesriigi näitel diskuteeriti majanduse ülekuumenemisohtu üle; kokkuvõttes rõhutati konservatiivse eelarvepoliitika vajadust. Eesti Pank selgitas EKP komiteede ja töögruppide koosolekul Eesti majanduse arengusuundumusi ning valuutakomitee süsteemi tasakaalustavat rolli üldises majandusraamistikus. Ühtlasi osalesid Eesti Panga esindajad teiste euroalaväliste liikmesriikide majanduse analüüsis, juhtides tähelepanu vajadusele arvestada üldist majanduskonteksti, mitte keskenduda üksikutele näitajatele. Eraldi vaatluse all oli Euroopa vahetuskursimehhanismi ERM2 kuuluvate riikide majandusareng, hindamaks mehhanismis osalevate riikide sobivust euroalasse.

#### Ettevalmistused Eesti rahasüsteemi vastavusse viimiseks euroalaga liitumisel esitatavate nõuetega

Eesti rahapoliitiline raamistik on väga sarnane euroala raamistikuga, mis võimaldab olemasolevat süsteemi euroalaga liitumisel kiiresti kohendada. Euroalaga ühinemine ei too kaasa olulisi majanduspoliitilisi muudatusi. Eestis toimivad juba täna euroala liikmesriikidele iseloomulikud rahapoliitika ülekandemehhanismid, millega Eesti majandus on valuutakomitee tingimustes aastate jooksul kohanevad. Eesti Pank ja valitsus on seadnud eesmärgiks võtta euro kasutusele niipea, kui on täidetud kõik selleks vajalikud eeltingimused.

Rahapoliitika raamistiku lõplik ühtlustamine euroala raamistikuga on suhteliselt väikesemahuline ega eelda pikemaajalist järkjärgulist kohandamist. Nõutavad muudatused suudetakse vajadusel ellu viia ka vahetult enne euro kasutuselevõttu. Euroalaga liitumi-

se ettevalmistusperioodil kohandab Eesti Pank rahapoliitika raamistikku vastavalt majanduskeskkonna vajadustele, vältides näiteks majandusaktiivsuse kõrgseisus lisalikkivsuse tekitamist.

Eesti kroon jätkab osalemist Euroopa Liidu vahetuskursimehhanismis ERM2, mis on üks euro kasutuselevõtu eeltingimusi. 2006. aasta juunis täitus Eestil euroalaga ühinemiseks vajalik kaheaastane osalemisperiood, millega Eesti täidab Maastrichti vahetuskursikriteeriumi. Eesti jätkab vahetuskursimehhanismis osalemist, säilitades seni kehtinud rahapoliitilise raamistiku, sh fikseeritud vahetuskursi euro suhtes tasemel 1 euro = 15,6466 krooni. Eesti kroon on vahetuskursimehhanismis osalemise perioodil ootuspäraselt säilitanud oma stabiilsuse, mis on toetanud usaldust Eesti majanduse vastu.

#### 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 pangasiseks kasutamiseks mõeldud igakuised ülevaated, mille põhjal valmivad vajadusel pressiteated ja avalikud kommentaarid.

### Majandusülevaated

Kord kvartalis koostab Eesti Pank majanduspoliitilise ülevaate, mis on aluseks avalikkusega suhtlemisele (vt ka „Eesti Panga 2006. aasta majandusprognooside põhisõnumid“ lk 107). Peale Eesti majandusolukorrale antavate hinnangute koostab keskpank kaks korda aastas ka lühiperioodi majandusprognoosi. Kord poolaastas hindab pank finantsstabiilsuse olukorda.

Fikseeritud vahetuskursi tingimustes on eriline tähtsus tööturu paindlikkusel. Tulutaseme sujuv ühtlustumine jõukamate riikide omaga eeldab tootlikkuse kasvul põhinevat paindlikku palgakujundust. Tööturu toimimine on aastaid olnud ühekordsete uurimisprojektide teemaks. Nendest kasvas välja kaks korda aastas pangasiseseks kasutamiseks koostatav **tööturu ülevaade**, mida 2006. aastast hakati ka Eesti Panga veebilehel avaldama (vt ka „Eesti Panga publikatsioonid 2006“ lk 114).

### Prognoos

Eesti Pank avaldab prognoose kaks korda aastas: kevadprognoosi mais ja sügisprognoosi novembris (vt „Eesti Panga 2006. aasta majandusprognooside põhisõnumid“ lk 107). Prognoosi tarvis analüüsitakse jooksva aasta majandusarengut ning kahe järgmise aasta ettevaadet. Lisaks põhistsenaariumile kuulub prognoosi juurde enamasti kaks riskistsenaariumit. Põhjalikuma ülevaate Eesti Panga majandusprognooside sõnumitest võib leida keskpanga veebilehelt.

Kiired muutused majandusstruktuuris eeldavad makroprognoosi alusmudeli pidevat uuendamist. See ülesanne on keskpangas jagatud majandusuuringute osakonna ja keskpangapoliitika majandusprognoosi allosakonna vahel. Majandusuuringute osakond töötab välja kvartaalse majandusmudeli, mille abil koostatakse keskpangapoliitika osakonnas kaks korda aastas majandusprognoose. Seoses muutustega rahvamajanduse arvepidamise statistikas hinnati 2006. aastal ümber prognoosimiseks kasutatav ökonomeetiline mudel. Arendustegevuse teine peamine suund

oli seotud praktiliste ettevalmistustega Euroopa Keskpanga prognoosiprotsessis osalemiseks. Eesti Panga esindajad võtsid osa Euroopa Keskpanga majandusprognoosi töögrupi koostamisest, kus arutati üleilmse majanduse väljavaateid ja kooskõlastati prognoosi eeldusi. Euroopa Keskpankade Süsteemi liikmete vahelise infovahetuse eesmärk on suurendada majandusprognooside täpsust.

### Uuringud

Eesti Panga majandusuuringud põhinevad **strateegilisel uurimisplaanel**, mis määratleb pangas tehtavate uuringute üldraamistiku. Aastatel 2004–2006 olid prioriteetseteks valdkondadeks **makromajandus- ja pangandusmudelite süsteemi arendamine, rahapoliitika- ja finantssektori alased uuringud ning Eesti rahasüsteemi jätkusuutlikkuse analüüs**. Nendel teemadel teostati 2006. aastal 13 uurimust.

Uurimustes käsitleti Eesti majapidamiste säästukäitumise ning Eesti ettevõtete jätkusuutlikkuse tegureid, hinna- ja palgakujunduse paindlikkust Eesti ettevõtetes, Eesti pankade laenukasvu euroalaga liitumise kontekstis, sisemajanduse koguprodukti potentsiaalset kasvu jm. Samuti täiendati Eesti majanduse makromudelit ning arendati välja rahapoliitika simulatsioonimudel.

Kuigi uurimistöid teostatakse valdavalt majandusuuringute osakonnas, viiakse ühekordseid, konkreetseid uurimisteemasid käsitlevaid uuringuid läbi ka teistes osakondades. 2006. aastal olid sellisteks uurimisvaldkondadeks näiteks sisenõudluse ja finantsüvenemisega seotud aspektid ning äriotsuste analüüs.

Lisaks Eesti Panga toimetistes avaldamisele on keskpangas läbi viidud majandusuuringute tulemusi tutvustatud edukalt ka rahvusvahelisel tasandil. 2006. aastal avaldati rahvusvahelise levikuga akadeemilistes teadusväljaannetes kümme uurimistööd.

2006. 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. Koostöös teadusorganisatsiooniga *National Bureau of Economic Research* (NBER) korraldati Tallinnas 2006. aasta suvel kõrgetasemeline majanduskonverents *International Seminar on Macroeconomics*, kus osalesid tunnustatud majandusteadlased nii Euroopast kui ka Ameerika Ühendriikidest.

Eesti Pangas tehtud uurimusi tutvustati mitmel rahvusvahelisel teaduskonverentsil: IAESI (*International Atlantic Economic Society*) ja EACESi (*European Association for Comparative Economic Studies*) aastakonverentsil, COPE (*Congress of Political Economists*) konverentsil, Euroopa Keskpankade Süsteemi liikmesriikide keskpankade seminaridel (*ESCB Workshop on Emerging Markets, Research seminar of De Nederlandsche Bank* jm). Samuti osalesid keskpanga spetsialistid 2006. aastal kodumaistel teaduskonverentsidel: Eesti Majandusteaduse Seltsi esimesel aastakonverentsil, noorte majandusteadlaste seminaril jm.

Eesti Panga enda uuringute esitlemise kõrval kutsuti Eestisse oma töödest rääkima ka nimekaid väliseksperthe. Nii tegi Euroopa üks tunnustatumaid majandusteadlasi professor Charles Wyplosz ettekande Euroopa majandus- ja rahaliidu ajaloolisest väljakutsetest; Euroopa Komisjoni majanduse ja rahanduse peadirektoraadi Lõuna-Euroopa riikide majandusega tegeleva allosakonna juhataja Carlos Martinez-Mongay pidas maksupoliitika teemalise seminari; Soome Panga ülemineku majanduste instituudi (*Institute for Economies in Transition*) juht Pekka Sutela viis läbi seminari Venemaa majanduse hetkeseisust ning arenguperspektiividest jne.

Panga avatud seminare toimus 2006. aasta jooksul kokku neliteist, millest üheksal olid lektoriteks küllalisinejad piiri tagant ning neljal panga enda uurimistööde esitlejad.

Püsivalt oluline roll teaduskoostöös on Eesti Panga **küllalisuurijate programmil** – 2006. aastal osales majandusuuringute läbiviimises kolm väliseksperthe.

Samuti jätkati edukalt Eesti noortele majandusteadlastele mõeldud iga-aastase **teaduspreemia** väljaandmise traditsiooni. 2006. aastal määrati preemia neljandat korda ja selle pälvis Tartu Ülikooli doktorant Katrin Männik uurimusega „*The Impact of the Autonomy on the Performance in a Multinational Corporation's Subsidiary in Transition Countries*”.

## 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 emitteeritud sularaha ja kommertspankade arved keskpangas. VVRI investeerimisel lähtub Eesti Pank rangetest riskipiirangutest, mille olulisimad eesmärgid on **tagada vahendite säilivus ja likviidsus. Tulu suurus** on eesmärgina kolmandal kohal.

### Välisvaluutareservi struktuur

Välisvaluutareservi struktuuri osas 2006. aasta jooksul olulisi muudatusi ei toimunud. See jaguneb endiselt **likviidsuspuhvriks** ja **investeeringusportfelliiks**. Väikese osa reservist moodustab ka **kuld**.

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

Teine, suurem osa VVRist ehk investeeringusportfelli investeeritakse rahvusvahelistel finantsturgudel. Rahapaigutuse eesmärk on saavutada seatud piirangute raames üleilmse majandustsükli jooksul optimaalne, rahaturu intresse ületav keskmine tulusus. Investeeringusportfelli vahendeid paigutatakse peamiselt juhtivate tööstusriikide likviidsusel välikirjaturgudel, jälgides ja juhtides pidevalt investeeringute intressi-, krediidi-, valuuta- ja likviidsusriske. Riskide ja riskihalduse täpsem kirjeldus on olemas

Eesti Panga veebilehel ([www.eestipank.info/pub/et/majandus/rahasysteem/haldamine/4Riskid.html](http://www.eestipank.info/pub/et/majandus/rahasysteem/haldamine/4Riskid.html)).

### Investeeringisprotsess

Intressiriski juhitakse Eesti Pangas normportfelli kaudu. Sellega määratakse keskmine riskitase, mida pank on valmis võtma, ning ühtlasi VVRI juhtimise efektiivsuse tulemusetalon. Normportfell ei sisalda valuutariski. Kehtestatud on limiidid, mille ulatuses võib tege-lik investeerimisportfell normportfelliga erineda.

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 muutlikkusega kindlamat tootlust pakkuvatesse finantsinstru-mentidesse. Tänu sellele kompenseerivad kogune- nud intressid turu heitlikkusest tuleneva võimaliku hinnakõikumise. Riskiastme suurendamisel toimi- takse vastupidiselt – rohkem varasid paigutatakse pikema kestusega instrumentidesse ehk riiklikesse võlakirjadesse kestusega üle ühe aasta.

Kõrvuti tuluteenimisega suhteliselt stabiilse norm- portfelli abil ehk *passiivse investeerimisega* teeni- takse Eesti Pangas lisatulu ka *aktiivse investeerimi- sega*, võttes positsioone üleilmsetel finantsturgudel. Seda tüüpi investeerimisotsused põhinevad majan- dusanalüüsil, mitmesuguste turuseoste ja muu- de tegurite arvestamisel. Turgude ja väärtpaperite valikul lähtutakse investeringu ideest, eeldatavast kestusest ja oodatavast efektiivsusest. Peamise in- vesteerimisalase filosoofiana rakendatakse otsuste hajutatuse põhimõtet, mille eesmärk on riskide haj- jutamine ja turgudel tekkivate võimaluste parem ära- kasutamine. Investeeringutakse mitmel turul, kasuta- des erinevaid instrumente, ja võetakse erineva kes- tusega positsioone. Investeeringisotsuseid teevad portfellihaldurid üksteisest sõltumatult. Sõltumatu

otsustamine on võimalik seetõttu, et üldine riski- limiit on jagatud osadeks ja iga osa kasutamine jääb seda haldava portfellihalduri otsustada.

Eesti Pank püüab ajaga kaasas käia ning leida tä- nastel suhteliselt efektiivsetel turgudel oma nišši. Investeeringisel kasutatakse kahte erinevat otsusta- misviisi – subjektiivset ning mudelipõhist. Esimene neist põhineb peamiselt majandusprotsesside kva- litatiivsel analüüsil, turupsühholoogia arvestamisel ja portfellihaldurite kogemusel, teine aga kvantita- tiivsete turuseoste arvestamisel investeerimismude- lite abil (lähemalt võib kasutusel olevatest investee- rimismudelitest lugeda Eesti Panga toimetistest nr 6/2005 ja 4/2006). Nende kahe lähenemise kombi- neerimisel üritatakse teha parimaid otsuseid raha-, kapitali- ning valuutaturgudel investeerimisel.

Aktiivse investeerimise tulemusena teeniti norm- portfelli suhtes 15 baaspunkti lisatulu. Oma osa aktiivses investeerimises on ka välis- halduritel. 2006. aastal sõlmiti leping uue halduriga BlackRock, PIMCO investeerib Eesti Panga varasid 2005. aastast ja ABN Amro Asset Management alates 2003. aastast. Välis- haldurite süsteemi arendamine ja laiendamine on Eesti Panga üks strateegilisi ees- märke. Välis- haldurite kasutuses on osa riskiliimidist, mis in- vesteeritakse põhiliselt tuletis- instrumentidesse.

### 2006. aasta investeerimistulemused ja neid mõjutanud tegurid

Eesti Panga välisvaluutareservi suurus oli 2006. aasta lõpuks 33,17 miljardit krooni. Aastaga kasvas see ligikaudu 29%. Kohustustevaba reserv<sup>1</sup> moodustas sellest ligi 11% ehk 3,7 miljardit krooni.

Investeeringistegevusest saadi tulu rohkem kui prog- noositi. Tulu suurust mõjutasid nii välisvaluutareser- vide oodatust kiirem kasv kui ka intressimäärade lii- kumine euroalal ja Ameerika Ühendriikides. Euroalal ja Ameerika Ühendriikides jätkasid keskpangad

<sup>1</sup> Kohustustevaba reservi komponente ja nende arvestust on võimalik jälgida iga kuu 5. tööpäeval avaldatavast Eesti krooni kattevara tabelist (vt rida IX – välisvaluuta netoreserv).



baasintressimäärade tõstmist: USAs neljal korral (kokku 1 protsendipunkti võrra) ja euroalal viiel korral (1,25 protsendipunkti võrra). Intressimäärad tõusid mõlemas piirkonnas kogu tulukõvera ulatuses 0,3–1,2%, millest tulenevalt jäi 2006. aastal ka välisvaluutareservide tulusus rahaturu omale mõnevõrra alla (vt joonis 1).

#### Normportfelli muutused 2006. aastal

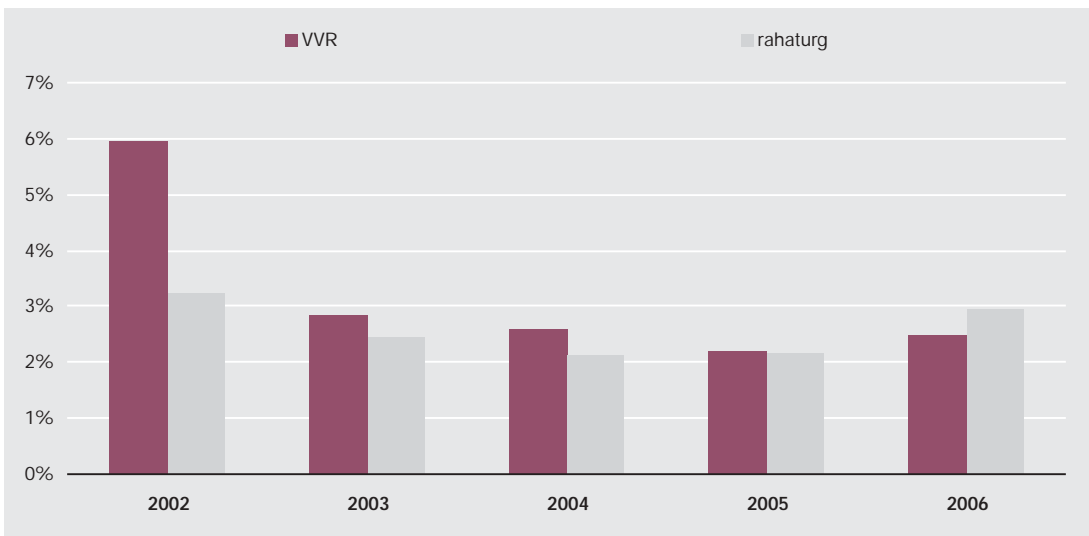
2006. aasta jooksul intressimäärad nii Euroopas kui Ameerika Ühendriikides valdavalt tõusid, seda eelkõige tulukõvera lühemas otsas. Seetõttu pidas Eesti Panga rahapoliitika komitee vajalikuks tõsta normportfelli kestust kahel korral – aprilli alguses ning septembri alguses. Selle tulemusena pikenes mõlema normportfelli kestus aasta lõpuks aasta algusega võrreldes 27%, neist euro normportfell 1,22 aastalt 1,56 aastale ja USA dollari normportfell 0,84 aastalt 1,07 aastale. Kokku pikenes normportfelli kestus 1,07 aastalt 1,36 aastale. Aasta lõpuni

kehtinud normportfelli struktuur, mille rahapoliitika komitee jõustas alates 1. detsembrist 2006, on toodud tabelis 1.

#### Varahaldusteenuse osutamine avalikule sektorile

Eesti Pank teeb juba mitmendat aastat koostööd mitme avaliku sektori institutsiooniga. 2006. aastal hakati riskihaldusteenust pakkuma Töötukassale. Teenus sisaldab väliste varahaldurite investeerimistegevuse igapäevast jälgimist, vastava aruandluse koostamist ja vajadusel Töötukassa nõustamist investeerimisega seonduvates küsimustes. Töötukassa portfelli maht oli 2006. aasta lõpus 1,6 miljardit krooni.

Täispaketina jätkas keskpank varahaldusteenuse osutamist Tagatisfondile, mille investeerimisportfelli maht oli 2006. aasta lõpus 1,3 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	Kestus
Euroala	65,67%	15,05%	7,67%	5,44%	3,98%	2,19%	1,56
USA	73,88%	12,38%	6,28%	4,18%	3,28%		1,07