

### III RAHA- JA VÄÄRTPABERITURG

#### Rahvusvahelised finantsturud<sup>1</sup>

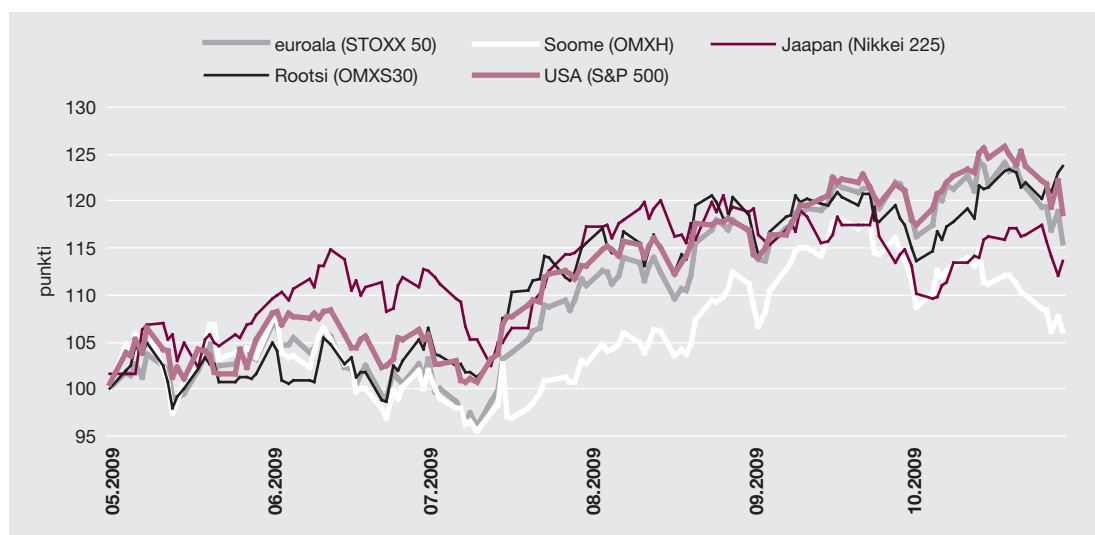
Peamistel **aktsiaturgudel** jätkus vaadeldud perioodil märtsi esimeses pooles alanud hinnatõus. Seda põhjustas nii finantskriisi leevenemine ulatuslike rahapoliitiliste abinõude toel kui ka majanduse elavnemine 2009. aasta II ja III kvartalis. Juba I kvartali majandustulemused (eriti finantssektoris) olid oodatust paremad ja näitajad paranesid ka viimase kuue kuu jooksul. Oktoobri lõpuks olid kõik peamised aktsiaindeksid teinud läbi korraliku tõusu. Võrreldes aprilli lõpuga kasvas aktsiaindeks USA-s 18,7%, Jaapanis 11,0%, euroalal 15,5%, Rootsis 23,7% ja Soomes 6,2% (vt joonis 1). Võrreldes arenenud riikidega oli arenevate riikide aktsiaturgude tõus veelgi tugevam: Hiina aktsiaindeks (Shanghai koondindeks) tõusis 20,9%, India oma (BSE 30) 39,4% ja Venemaa indeks (MICEX koondindeks) 34,4%.

**Võlakirjaturgude** arengut mõjutas juhtivate keskpankade rahapoliitika. Aprilli lõpuks

oli mitmes arenenud riigis (sh USA, Kanada ja Suurbritannia) **baasintressimäära** alandamise tsükkel lõpule jõudnud. Ajavahemikul maist juulini tegid viimased baasintressikärped ka Euroopa Keskpank, Rootsi ja Norra keskpank. Euroalal langetati baasintressimäär 1%, Rootsis 0,25% ja Norras 1,25% tasemele. Lisaks võeti euroalal majanduse toetamiseks kvantitatiivseid meetmeid<sup>2</sup>.

**Pankadevahelisel rahaturul** jätkus rahapoliitika ja finantskriisi leevenemise mõjul **intressimäärade** langus. Kolme kuu Libor alanes USA-s 74 baaspunkti võrra 0,28%le, euroalal 69 baaspunkti võrra 0,67%le ja Rootsis 45 baaspunkti võrra 0,48%le. Tegu on läbi aegade madalaimate pankadevahelise rahaturu intressimääradega nendes riikides (vt joonis 2). Seega on likviidsusprobleemid rahaturgudel vähenenud ning usaldus pankade vahel tugevnenud (vt joonis 3).

**Pikaajaliste (kümneaastaste) riigivõla-kirjade intressimäärad** tõusid mais-juunis

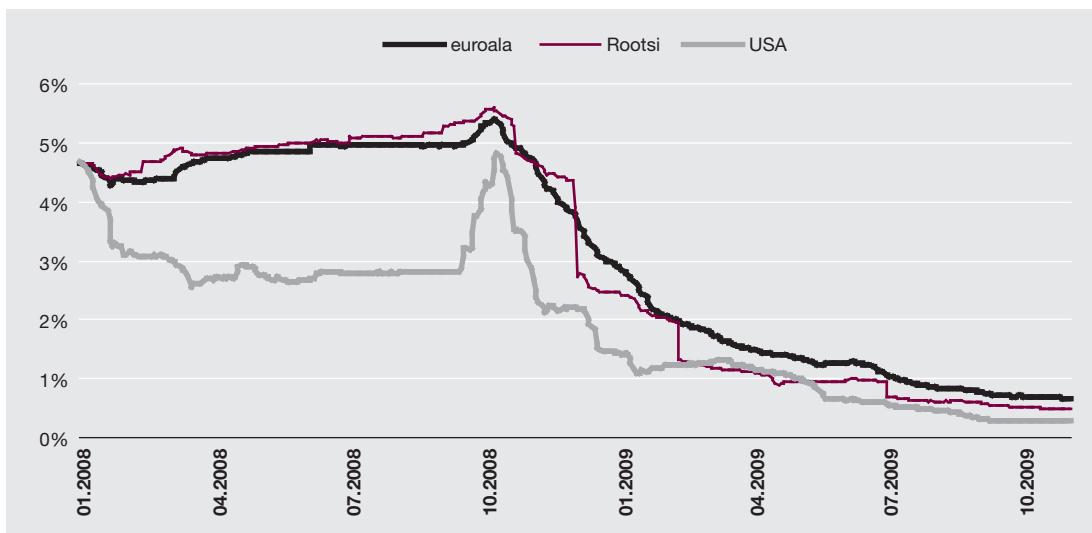


Joonis 1. USA, euroala, Jaapani, Rootsi ja Soome aktsiaindeksid (30.04.2009 = 100)

Allikas: EcoWin

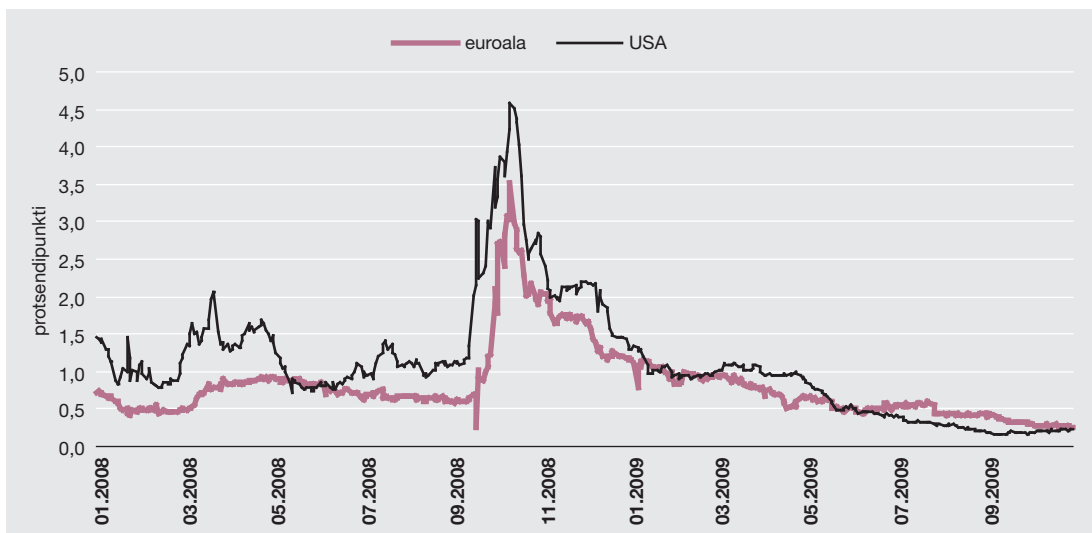
<sup>1</sup> Ülevaates käsitletakse turuarengut ajavahemikul 30.04.2009–31.10.2009.

<sup>2</sup> Keskpank ostab rahapakkumise suurendamiseks riiklikke või erasektori võlakirju (või mõlemaid) ja suurendab oma bilansimahtu eesmärgiga hoida ka pikemaajalised intressimäärad madalad.



**Joonis 2. Euroala, Rootsi ja USA riigivõlakirjade kolme kuu intressimäärad**

Allikas: EcoWin



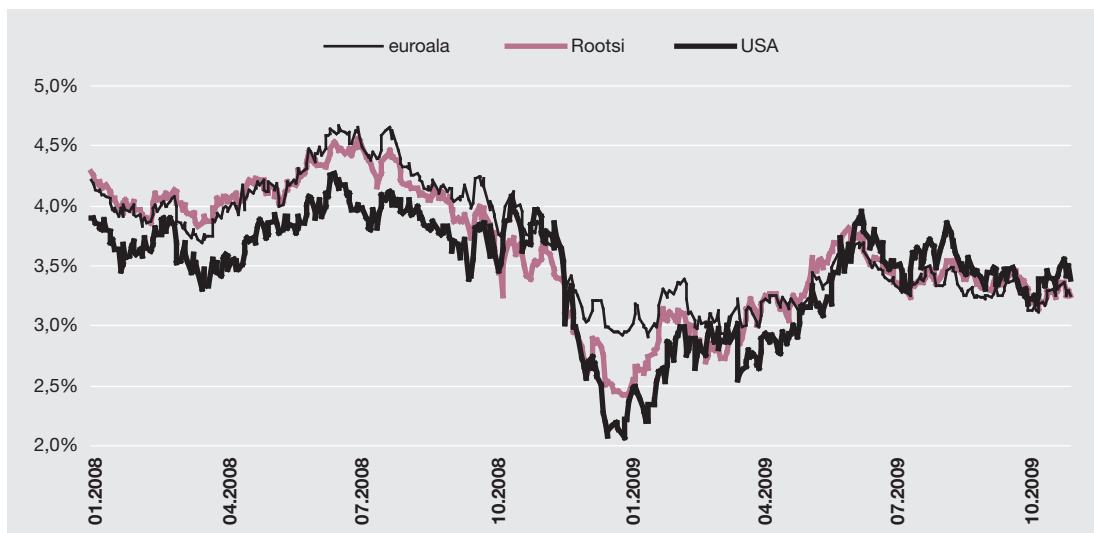
**Joonis 3. Pankadevahelise rahaturu ja lühiajaliste riigivõlakirjade intressimäärade erinevus USAs ja euroalal**

Allikas: Bloomberg

finantskriisi raugemise ja majanduse elavnemise toel selle aasta kõrgeimale tasemele, kuid alanesid seejärel taas. Kokkuvõttes polnud intressimäärade muutused väga suured. USAs tõusis kümneaastaste riigivõlakirjade intressimäär 27 baaspunkti võrra 3,39%le, euroalal 5 baaspunkti võrra 3,24%le ja Rootsis jäi muutumatult

3,26% tasemele (vt joonis 4). Aasta algusest on see intressimäär tõusnud USAs 120, euroalal 29 ja Rootsis 83 baaspunkti võrra.

Oktoobrikuu tõi kaasa uue muutuse mõnede arenenud riikide rahapoliitikas. Majandusaktiivsuse kasv lõi vajaduse senise väga leebe



**Joonis 4. Euroala, Rootsi ja USA kümne aasta intressimäärad**

Allikas: EcoWin

**rahapoliitika karmistamiseks**, et ennetada inflatsioonisurve tugevnemist. Esimesena tõstis 7. oktoobril baasintressimäära Austraalia keskpank, tema eeskuju järgis oktoobri lõpus Norra keskpank. Norra majandusele avaldas positiivset mõju majanduse elavnemisega kaasnenud naftahinna tõus maailmaturul. Mis puutub baasintressimäära ootustesse USAs ja euroalal, siis ei eelda võlakirjaturud uue tõusutsükli kiiret algust. USAs prognoositakse esimest 25 baaspunkti suurust intressimäära tõusu 2010. aasta esimese poole lõpus ja teist sama suurt tõusu teisel poolaastal. Enam-vähem samasugused ootused on euroala rahapoliitika suhtes. Kuna majanduskriis on G3 riikides toonud kaasa tööpuuduse ulatusliku kasvu, nõudluse nõrgenemise ja deflatsiooni, siis ei eeldata keskpankadelt kiiret rahapoliitika karmistamist.

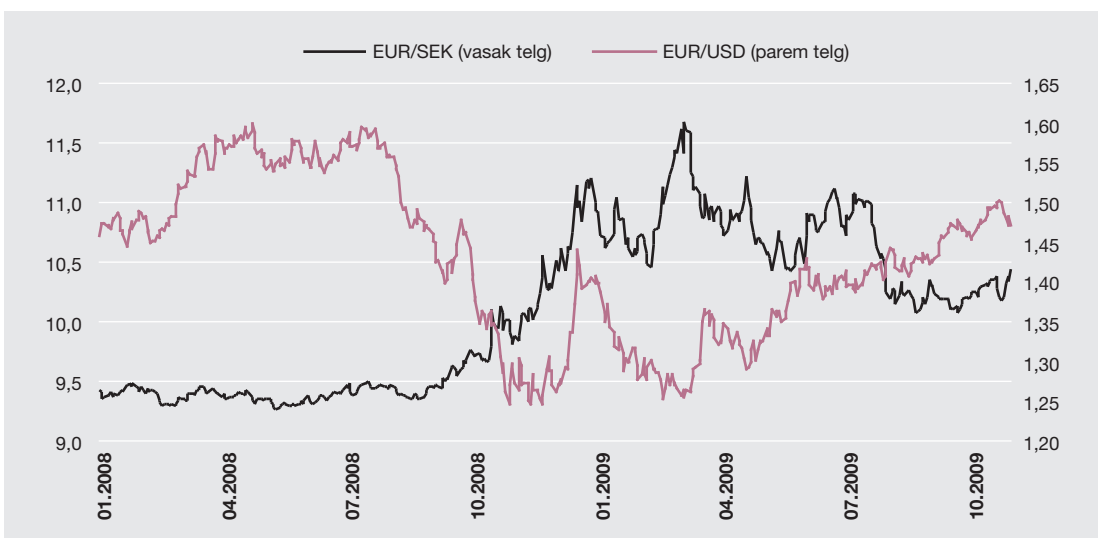
Valuutaturgude areng oli üsna selgelt seotud aktsiaturu arenguga: aktsiaturu tõusutrendi ja investorite riskihuvi muutus tõi kaasa dollari nõrgenemise teiste põhivaluutade suhtes. Euro tugevnes vaadeldud perioodil dollari suhtes

11,3% 1,4715 tasemele ja Jaapani jeen 7,6% 90,08 tasemele (vt joonis 5). Vaatamata paranevatele majandusnäitajatele USAs on sealne üllisebe raha- ja eelarvepoliitika ning majanduse ulatuslikud struktuursed probleemid vähendanud märgatavalt dollari atraktiivsust investorite jaoks, kes sageli näevad selles vaid turvalist investeringut kriisisituatsioonides. Rootsi krooni kurss tugevnes euro suhtes 2,1% 10,44 tasemele. Valuutakursside keskmine päevane volatiilsus alanes kuni septembri lõpuni, kuid hakkas siis taas vähehaaval kasvama.

Toormeturgudel peatus 2008. aasta lõpus majanduskriisist tulenev langustrend ja I kvartalis toormehinnad stabiliseerusid. Maailmamajanduse tasakaalustumise ja elavnemise tõttu hakkasid hinnad märtsi lõpus taas tõusma ja see trend jätkus kuni vaatlusperioodi lõpuni. CRB indeks, mis peegeldab 22 peamise tooraine hinnamuutusi, tõusis kuue kuuga 15,3% ning oli oktoobri lõpuks tasa teinud ligemale poole 2008. aasta langusest. Naftahinna madalseis oli veebruaris, kui barrel maksis 34 dollarit, kuid ootuste para-

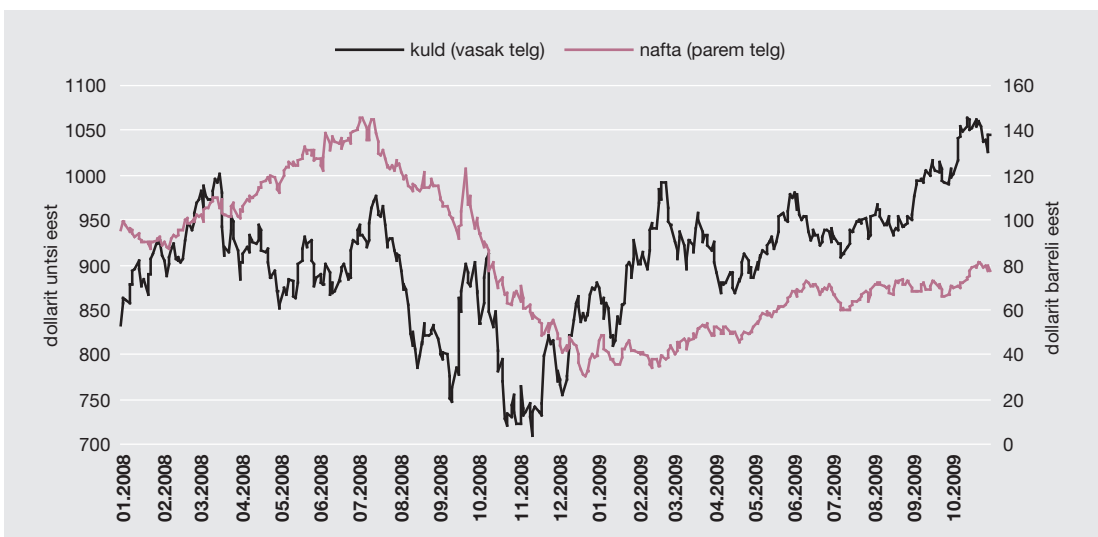
nemine tõi kaasa selle strateegilise toorme hinna kiire tõusu. Oktoobri lõpus tuli toornafta (WTI) barreli eest maksta juba 80 dollarit ning kogu vaadeldava perioodi hinnatõusuks kujunes 53% (vt joonis 6). Kulla hind kasvas CRB indeksiga

sarnases tempos (17,9%) ning püsis oktoobris kindlalt üle 1000 dollari untsi eest. Seega kajastab toormehindade areng ilmekalt maailmajanduse elavnemist ja üldist konjunktuuri.



**Joonis 5. Euro kurss Rootsi krooni ja USA dollari suhtes**

Allikas: EcoWin



**Joonis 6. Kulla ja toornafta (WTI) hind**

Allikas: EcoWin

## Rahaturg

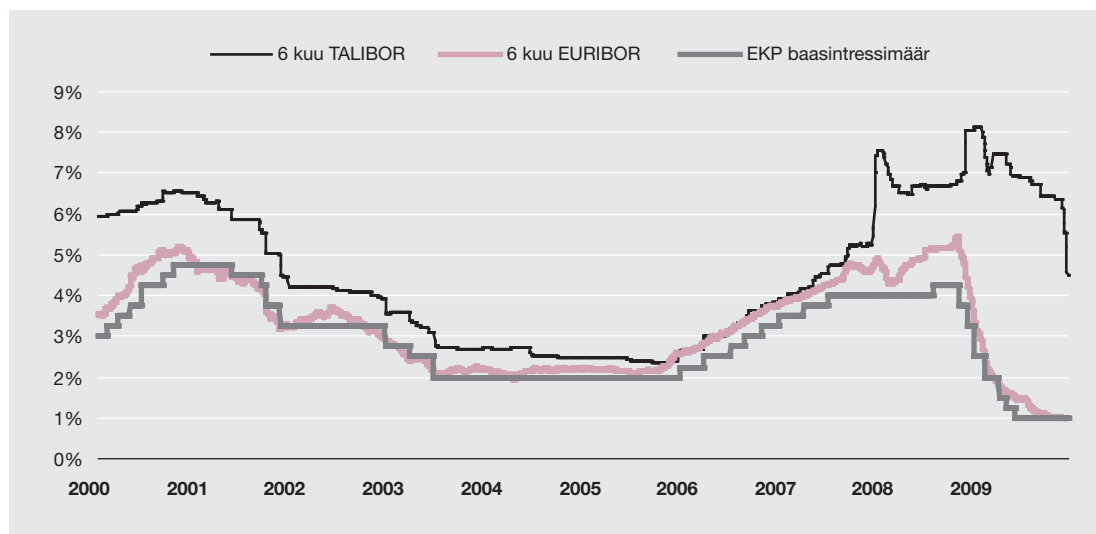
Eesti pankadevahelise **rahaturu intressimäära TALIBORI noteeringud** kahanesid kuni 2009. aasta novembri keskpaigani EURIBORI varasema langusega võrreldes väga tagasihoidlikus tempos. Novembri viimastel nädalatel alanes aga kuue kuu TALIBOR rohkem kui protsendipunkti võrra, jõudes 2007. aasta mai tasemele (vt joonis 7). Kuigi ka erinevus EURIBORI noteeringuga vähenes, jäi TALIBORI ja EURIBORI hinnavaheks 3,5% ehk sama palju kui 2008. aasta novembri keskel.

Rahaturg on endiselt väga loid – tehinguid toimub harva ja sedagi vaid peamiselt lühemate tähtaegade osas. Rahaturutehinguid on tehtud noteeringutega võrreldes märgatavalt madalamate intressimääradega, mis on alanenud samuti mõnevõrra kiiremas tempos.

Tulenevalt Eesti finantsvahenduse struktuurist eripärast ei mängi krooni rahaturg pankade likviidsuse juhtimises endiselt kuigi suurt rolli. Seetõttu ei kajasta rahaturu noteeringud reaalsektori kapitali hinna muutusi.

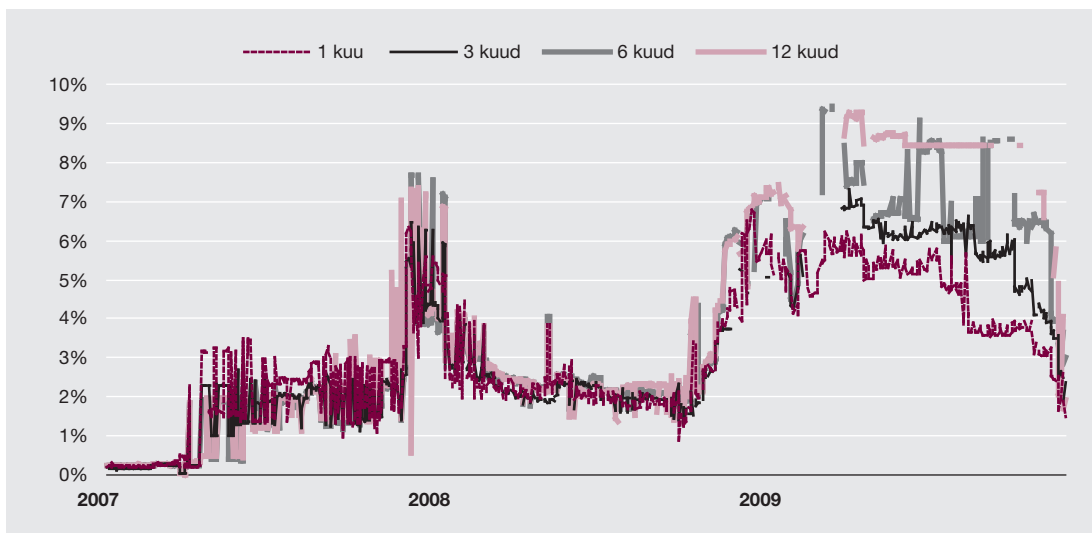
Nii nagu rahaturul, alanesis intressimäärad ka krooni tuletistehingute turul, peegeldades krooni usaldusväärse märgatavat kasvu novembri teises pooles. Krooni ja euro tulevike tehingute aluseks olevate intressinoteeringute erinevus (forvardpreemiad) taandus enamiku tähtaegade lõikes 2008. aastal kulmineerinud üleilmse finantskriisi eelsele tasemele (vt joonis 8).

Krooni **tuletistehingute turul** võis alates aasta keskpaigast täheldada mõningast aktiivsuse kasvu. Selle põhjustajaks oli siiski ainult üks pank, kes osaleb turul sooviga katta mitteresidentide kroonipositsioone. Kui see asjaolu välja arvata, siis on tuletistehingute käive viimasel poolaastal pigem alanenud (vt joonis 9). Alates 2008. aasta augustist on kommertspangad hetketehingute (*spot*) turul Eesti Panga valuutaakna kaudu kroone enam müünud kui ostnud. See tuleneb väiksema majandusaktiivsuse tõttu kahanenud baasrahanõudlusest, mis viitab Eesti valuutakomitee süsteemile omasele automaatsele kohandumisele muutunud majanduskeskkonnaga.



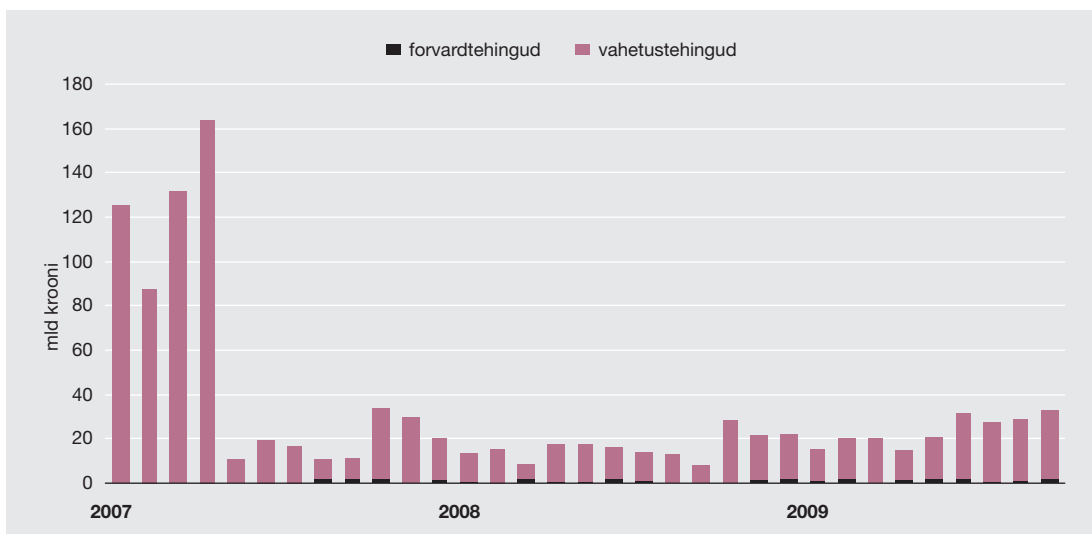
Joonis 7. Eesti ja euroala rahaturu intressimäärad

Allikas: EcoWin



**Joonis 8. Eesti krooni forvardpreemiad euro suhtes**

Allikas: Reuters

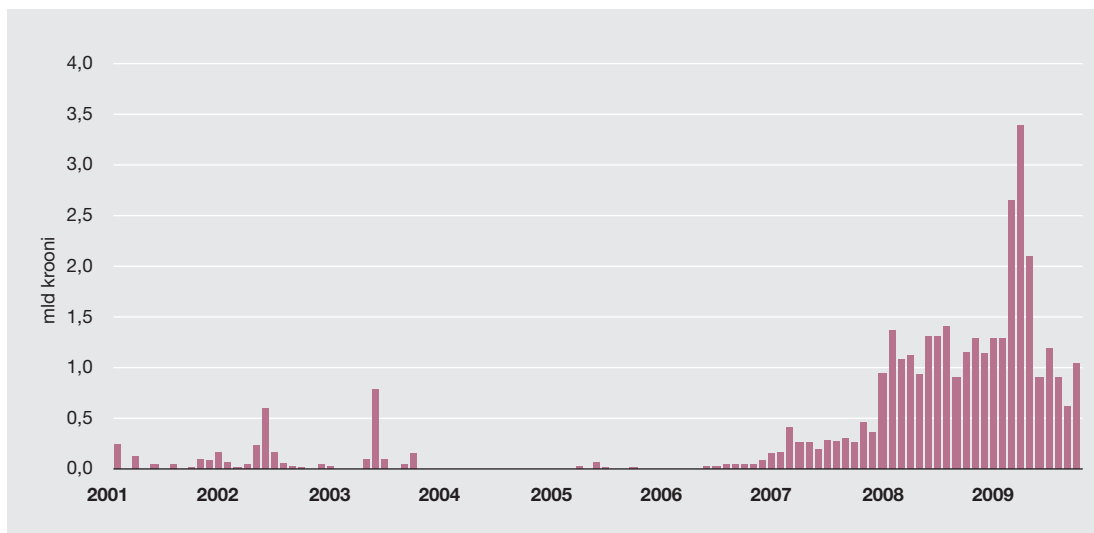


**Joonis 9. Eesti krediidasutustega sõlmitud tuletistehingud**

Kuigi forvardpreemiad olid novembri keskpaigani suhteliselt kõrgel tasemel, ei põhjustanud see mingit survet krooni vahetuskursile. Osalemine vahetuskursimehhanismis ERM2 on Eesti jaoks kulgenud sujuvalt.

taga oli valdavalt üks pank, kes varem kattis oma valuutapositsiooni suhteliselt enam rahaturul. Samas juhivad Eesti krediidasutused oma likviidust endiselt valdavalt eurodes emapanga kaudu või otse välisurgudel, kasutades eurode konverteerimiseks kroonideks keskpanga valuutaakent.

**Lühiajaliste kroonilaenude käive** alanes 2009. aasta mais märgatavalt (vt joonis 10). Selle



**Joonis 10. Lühiajaliste kroonilaenude käive**

Eesti krooni likviidsus on püsinud stabiilne ning finantssektori kroonilikviidsuses ei ole suuri tõrkeid esinenud. **Pankade arvelduspuhvrid keskpangas** on olnud piisavad ning kohustusliku reservi nõude täitmine ei ole pankadele raskusi valmistanud. Majanduskriisi leevenemine ja euro kasutuselevõtu perspektiiviga kaasnev usalduse kasv on loonud eeldused ka pangandusnormatiivide lõdvendamiseks. Kui Eesti Panga sügisprognoosi põhistsenaarium läheb täide, võib keskpanga hinnangul hakata pankadele kehtestatud rangeid kohustusliku reservi nõudeid vähendama järgmise aasta II kvartalis.

### Võlakirjaturg

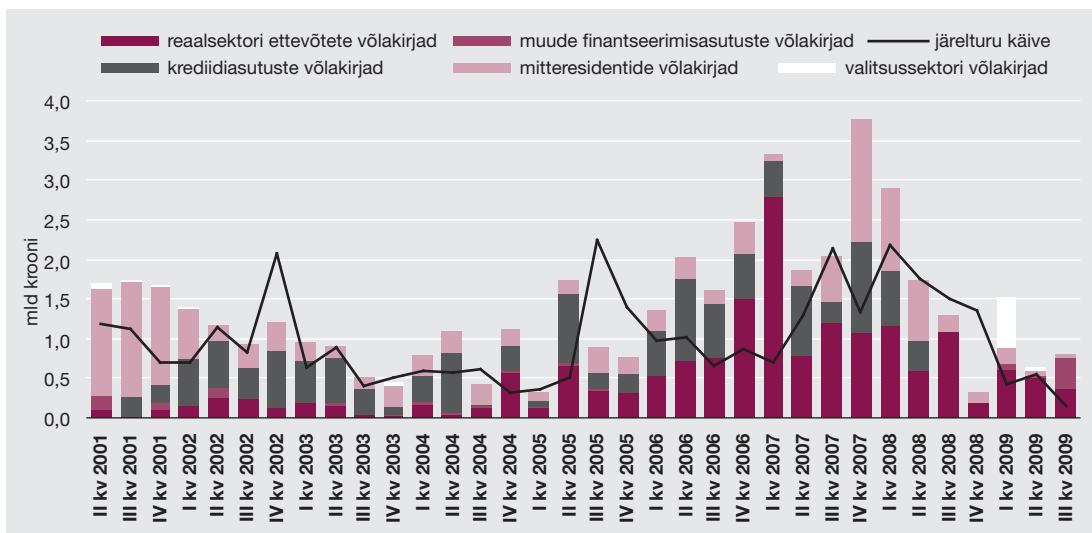
Võlakirjaturg on 2008. aasta algusest alates nii uute emissioonide kui ka järeleturu keskmise käibe poolest vähenenud 2005. aasta tasemele (vt joonis 11). Viimase poolaasta keskmine emissioonimaht 760 miljonit krooni püsis samaväärne aasta alguse tasemega, kuid oli üle nelja korra madalam 2008. aasta alguse esmasturu käibest. Võlakirjade esmasturu kapitalisatsiooniks kujunes 2009. aasta septembris 10,3 miljardit

krooni, mis moodustas 4,7% SKPst (2008. aasta septembris 5,2%). Võlakirjade kapitalisatsioon on käesoleva aasta jooksul vähenenud 1,4 miljardi krooni võrra ja 2008. aasta algusest saadik kokku 3,7 miljardi krooni võrra.

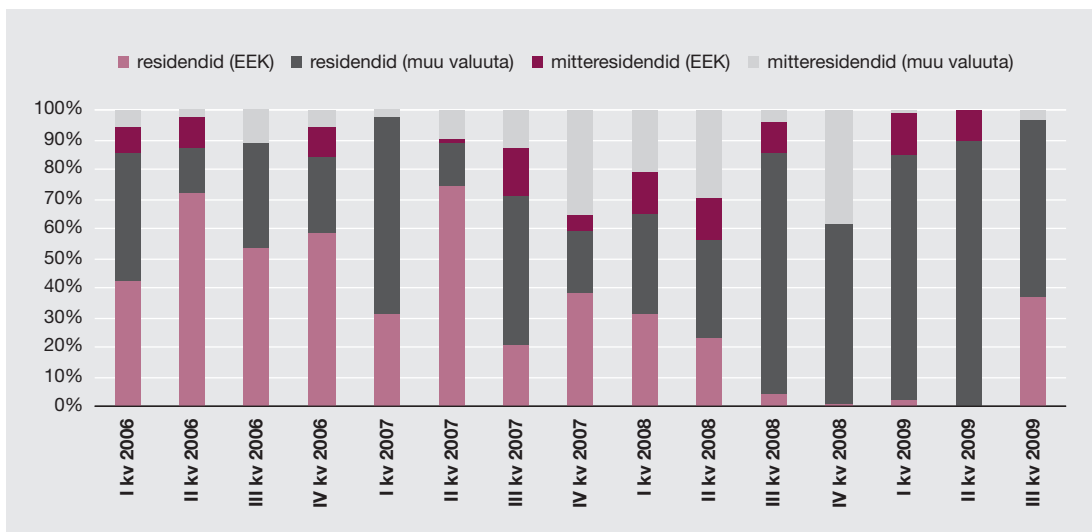
2009. aasta esimeses kolmes kvartalis elavdasid võlakirjade **esmasturgu** valitsussektori ja muude finantseerimisasutuste suuremahulised emissioonid. Aasta alguses toimus Tallinna linna võlakirjaemissioon (490 mln kr) ja septembris tegi emissiooni AS Gild Fund Management (355 mln kr) eesmärgiga ümberstruktureerida Gild Arbitrage fondi laenukohustused.

Septembri lõpuks oli võlakirjaturul emiteeritud üle 100 ettevõtte võlakirjad, millest ligikaudu 86% moodustasid kohalikud reaalsektori ettevõtted. Emiteeritud võlakirjadest peaaegu poolte kupongiintressimäär on kõrgem kui 8%.

Võlakirjaemissioonide vähenemise taustal on kasvanud residentidest emitentide osatähtsus, septembri lõpus kuulus neile 92% kogukapitalisatsioonist (vt joonis 12). Kolmandas kvartalis



Joonis 11. Kvartali jooksul emiteeritud võlakirjade maht emitentide järgi ja järelturu käive



Joonis 12. Esmaemissioonid kvartalis residentsuse ja valuuta järgi

tõusis Eesti kroonis tehtud emissioonide osakaal 37%ni<sup>3</sup>.

Võlakirjade **järelturu** keskmine kvartalikäive vähenes viimasel poolaastal võrreldes aasta alguse käibega enam kui poole võrra. 2009. aasta III kvartali käive oli üle aastate madalaim

(153 mln krooni) ning keskmiseks päevakäibeks kujunes vaid 3 mln krooni, mis moodustab poole 2009. aasta keskmisest päevakäibest.

2009. aasta oktoobri lõpuks oli **Tallinna Börsil** noteeritud kahe ettevõtte võlakirjad kogumahus 101 miljonit krooni. Juunis lõpetati SEB Panga

<sup>3</sup> Seda näitajat mõjutas olulisel määral OÜ Rävalla Kaheksa poolt septembris tehtud suur võlakirjaemissioon (254 mln kr).



võlakirjade noteerimine ning viimasel poolaastal uusi võlakirju börsil noteeritud ei ole. Samal ajal toimus ABC Grupi ja LHV Ilmarise Kinnisvara-portfelli võlakirjade osaline lunastamine.

**Võlakirjainvestorite struktuur** püsis muutumatuna ka viimasel poolaastal. Suurima osatähtsusega on residentidest investorid (69%), kellest eraisikuid on vaid 3,1%. Residentide omanduses olevast kapitalisatsioonimahust hõlmavad enamuse krediitiasutused (25%) ning realsektori ettevõtted (25%). Kindlustusandjate ja pensionifondide osatähtsus kogumahus vähenes 22%lt 15%le.<sup>4</sup>

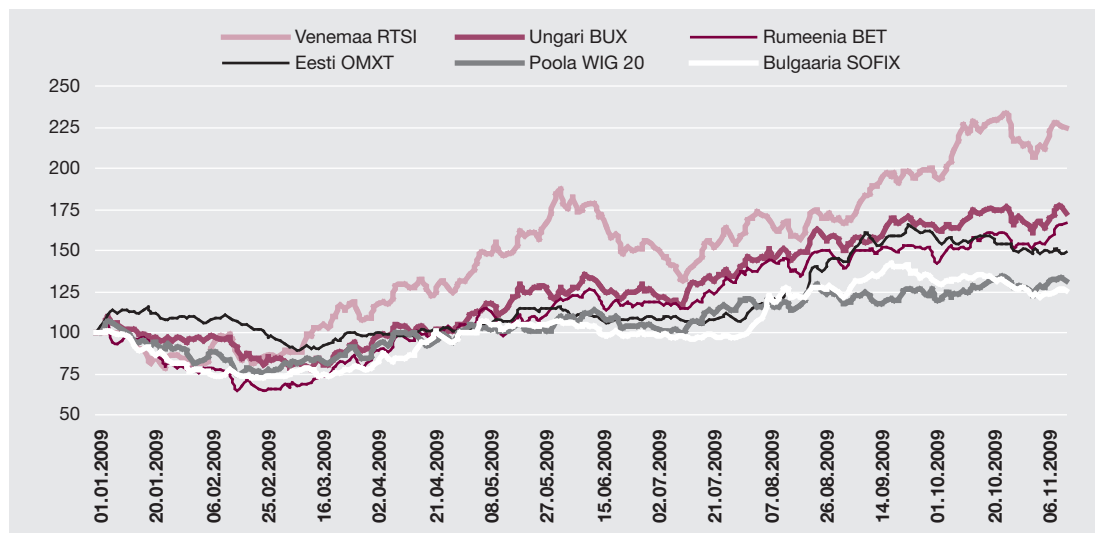
### Aktsiaturg

Tallinna Börsi indeksi **OMXT** väärtus püsis 2009. aasta suvel aasta alguse tasemel, kõikudes 300 punkti juures. Eesti Telekom'i ülevõtmispakkumise teade TeliaSonera AB poolt augusti teises pooles elavdas Eesti aktsiaturgu taas. OMXT kasvas augusti teisest poolest septembri lõpuks ligikaudu

33%. Novembri alguses toimus väike korrigeerimine ning indeksi väärtus alanes 410 punktile.

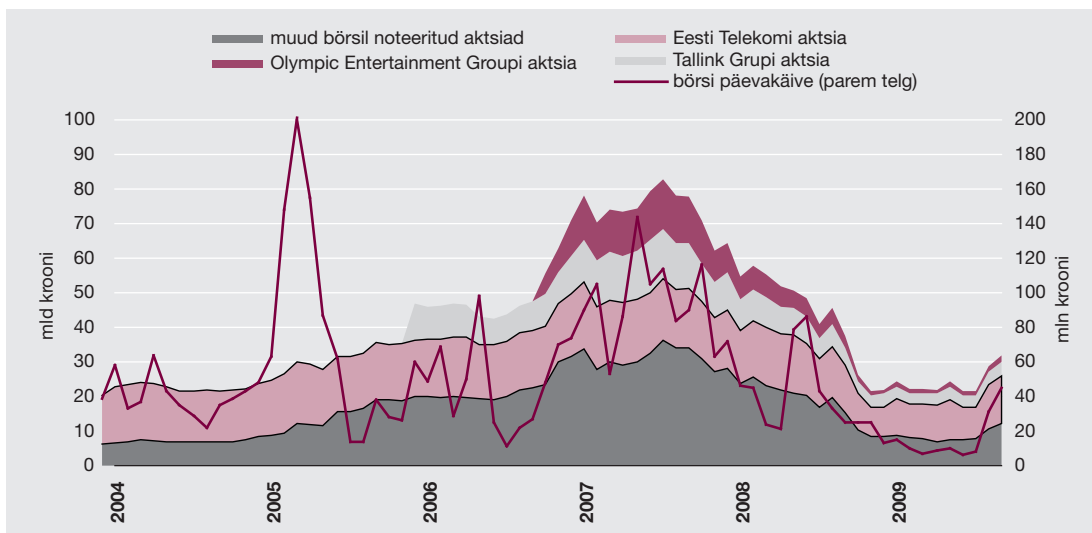
Võrreldes teiste Ida-Euroopa riikide indeksitega on Tallinna börsiindeks OMXT kasvanud aasta algusest saadik kiiremini Poola ja Bulgaaria indeksitest, kuid vähem kui Rumeenia ja Ungari börsiindeksid (vt joonis 13). Balti riikidest on kõige hoogsamalt kasvanud Leedu börsiindeks, kuid novembri alguseks oli selle kasv aeglustunud Tallinna börsi indeksiga samale tasemele.

Kiire hinnatõusu tõttu kasvas ka börsi aktsiakapitalisatsioon (vt joonis 14). Kui 2009. aasta algusest alates kõikus börsil noteeritud ettevõtete turuväärtus 22–24 miljardi krooni vahemikus, siis viimase kahe kuuga kasvas kapitalisatsioon 10 miljardi krooni võrra ehk septembri lõpuks 32 miljardi kroonini. Kapitalisatsiooni suurenemisse panustasid peamiselt Eesti Telekom, Tallinna Kaubamaja ja Tallink Grupp. Nende aktsiate väärtus kasvas vastavalt 4,4, 1,4 ja 1,1 miljardi krooni võrra.



Joonis 13. Rahvusvaheliste börsiindeksite areng alates 2009. aasta algusest

<sup>4</sup> Grupi „määramata“ osakaal nii residentide kui ka kogu investorite hulgas kasvas vastavalt 28% ja 24%ni.



**Joonis 14. Tallinna Börsil noteeritud aktsiate kapitalisatsioon (kuu lõpus)**

2009. aasta novembri alguseks oli Tallinna Börsil noteeritud 16 ettevõtte aktsiad kogumahu 32 miljardit krooni, mis moodustab 14,5% SKPst. Septembri keskpaigas lõpetati AS Luterma aktsiate noteerimine börsi põhimekirjas ning juunis toimus AS Järvevana aktsiate üleviimine börsi lisanimikirja.<sup>5</sup> Lisaks taotles oktoobris Eesti Telekom, kelle kapitalisatsioon moodustab börsi kogukapitalisatsioonist ligikaudu 43%, aktsiate noteerimise lõpetamist. Eesti Telekom lahkus börsilt peale ettevõtte täielikku ülevõtmist TeliaSonera AB poolt.

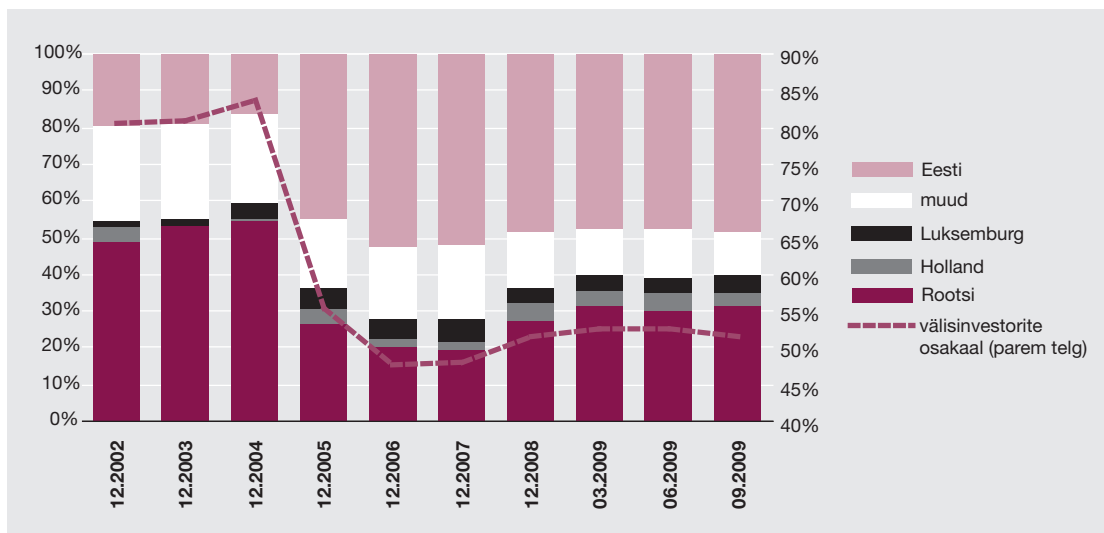
2009. aasta novembri alguses tegutses Tallinna Börsil kokku 33 liiget. Alates septembri algusest on Swedbank (Läti) börsi liige kõigis Baltimaades ning oktoobri lõpus toimus Bankas Snoras AB liikmestaatuse lõpetamine. Enamik börsitehinguid teostati SEB Bankase, LHV Panga ja Swedbank Eesti kaudu (vastavalt 25%, 13% ja 11% kõigist börsitehingutest).

Suve lõpust alates on likviidsus Tallinna börsil kasvanud. Augustis kasvas börsi keskmine

päevakäive varasematest kuudest enam kui kolm korda ehk 31 miljoni kroonini. Septembris oli keskmine käive 45 miljonit krooni, mis on 2009. aasta keskmisest päevakäibest kolm korda suurem. Enamiku börsi käibest moodustasid Eesti Telekom, Tallink Grupi ja Olympic Entertainment Groupi aktsiatega teostatud tehingud (vastavalt 30%, 21% ja 18% kogukäibest).

Võrreldes 2007. aasta suvel saavutatud tippväärtusega (82 mld krooni) on börsikapitalisatsioon peale Hansapanga börsilt lahkumist, kui kapitalisatsioon oli läbi aegade kõrgeim (100 mld krooni), vähenenud enam kui kaks korda. Investori struktuur on seevastu püsinud muutumatuna (vt joonis 15). Kohalike investorite osakaal aktsiaturul oli septembri lõpus 48%, millest eraisikud hõlmavad ligikaudu 12%. Välisinvestorite omanduses olevate aktsiate kapitalisatsioonist 10 miljardit krooni ehk 61% kuulub endiselt Rootsi investoritele. Suhteliselt suure osa Tallinna Börsi aktsiakapitalisatsioonist hõlmavad ka Luksemburgi ja Hollandi residendid (vastavalt 9% ja 7,4%).

<sup>5</sup> Pärast Merko Ehituse jagunemist 2008. aastal oli loodud äriühingu Järvevana kapitalisatsioon liiga madal, et kuuluda börsi põhimekirja.



**Joonis 15. Tallinna Börsil noteeritud aktsiate investorid residentsuse järgi ja välisinvestorite osakaal perioodi lõpus**