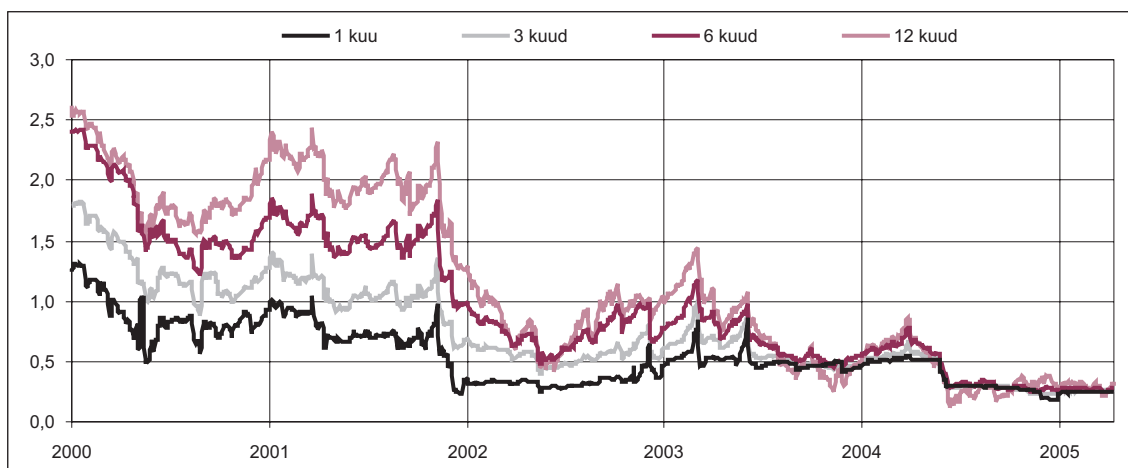


IV RAHA- JA VÄÄRTPABERITURG

■ Rahaturg

Eesti krooni rahaturul ei ole viimase poole aasta jooksul olulisi muutusi toimunud ja areng on olnud stabiilne. Ühest küljest on Euroopa Keskpanga baasintressid püsinud alates 2003. aasta keskpaigast muutumatuna, mistõttu on nii euroala rahaturuintressid kui ka sellest tulenevalt Eesti **lühiajalised krooniintressid** säilitanud stabiilselt madala taseme. Teisest küljest on Eesti krooni rahaturu käive püsinud praktiliselt muutumatuna varasemate aastate keskmisel tasemel.

Eesti lühiajaliste kroonilaenu intresside erinevus euroala vastavate intressimääradega on püsinud stabiilne – aprilli keskpaigas oli Eesti ja euroala intressivahe 25–30 baaspunkti lähedal (vt joonis 4.1). Osalemine vahetuskursimehhanismis ERM2¹ on Eesti jaoks kulgenud sujuvalt ja valuutaturul ei ole esinenud surveid vahetuskursile. Sellest tulenevalt on ka Eesti krooni ja euro tulevikutehingute aluseks olevate intressinoteeringute erinevus säilitanud madala taseme.

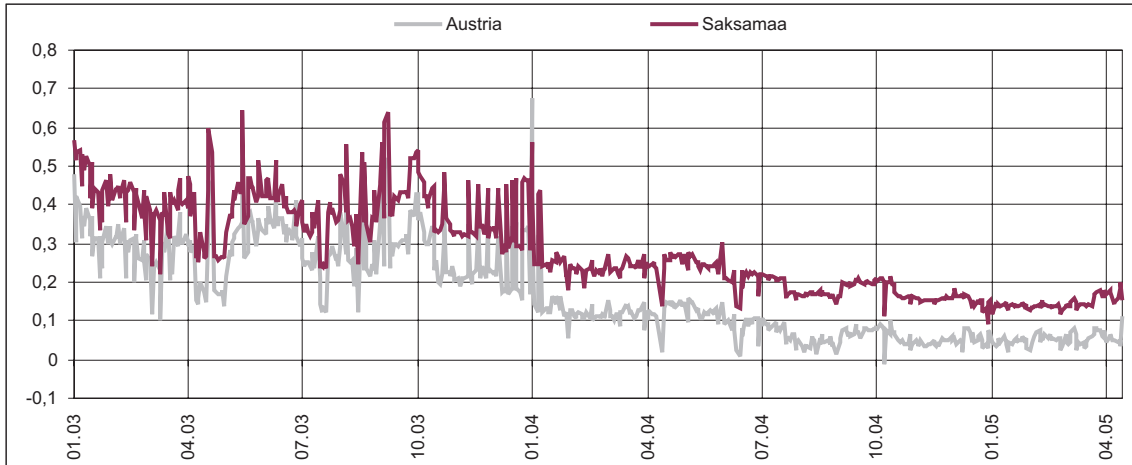


Joonis 4.1. Eesti ja euroala rahaturuintresside vahe (protsendipunkti)

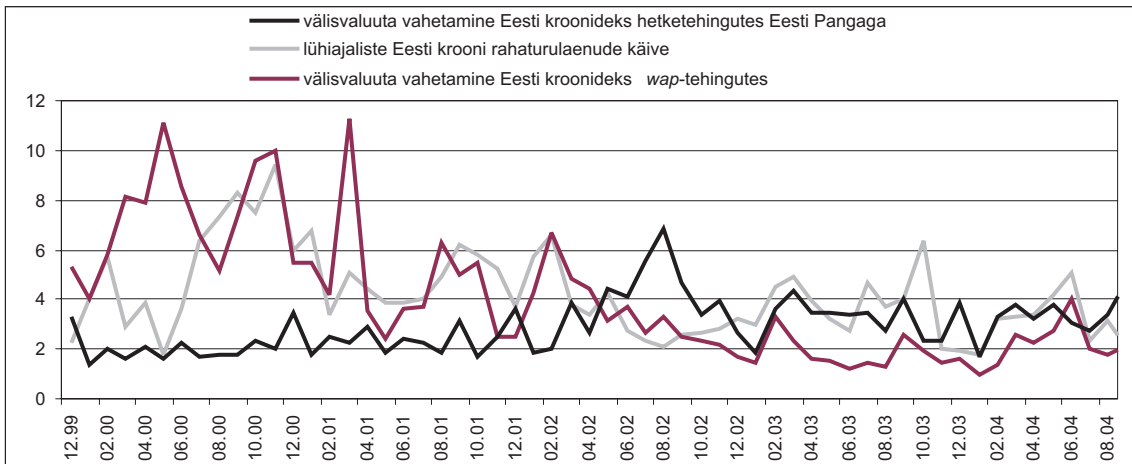
Eesti valitsuse viieaastase eurovõlakirja tulusus on rahvusvahelistel finantsturgudel liikunud kooskõlas teiste Euroopa riikide valitsuse võlakirjade tulususega (vt joonis 4.2). Eesti valitsuse eurovõlakirja tulumäär erinevus Saksamaa võrreldava tähtajaga valitsuse võlakirjaga vähenes 2005. aasta esimesel poolel 14–16 baaspunkti ja erinevus nt Austria valitsuse võlakirjaga on vähenenud kõigest 4–5 baaspunkti. Pikaajaliste intressimäärade jätkuv ühtlustumine euroala intressimääradega näitab, et turuosalised peavad Eesti usaldusvärsust pikaajaliselt endiselt väga kõrgeks.

Eesti krooni **rahaturu käive** püsis vaadeldaval perioodil (2004. aasta IV ja 2005. aasta I kvartalis) suhteliselt stabiilsena (vt joonis 4.3). Kõige aktiivsem rahaturu segment oli jätkuvalt lühiajaliste kroonilaenu turg, mis moodustas hinnanguliselt 45% kogu rahaturu käibest. Mitteresidentide tehingud moodustasid lühiajaliste kroonilaenu turust ligikaudu 70%. Aktiivsemad turul osalejad olid endiselt Rootsi ja Soome pangad.

¹ Eesti liitus vahetuskursimehhanismiga ERM2 28. juunil 2004.



Joonis 4.2. Eesti valitsuse eurovõlakirja tulusus võrreldes Austria ja Saksamaa võrreldavate võlakirjade tulususega (protsendipunkti)

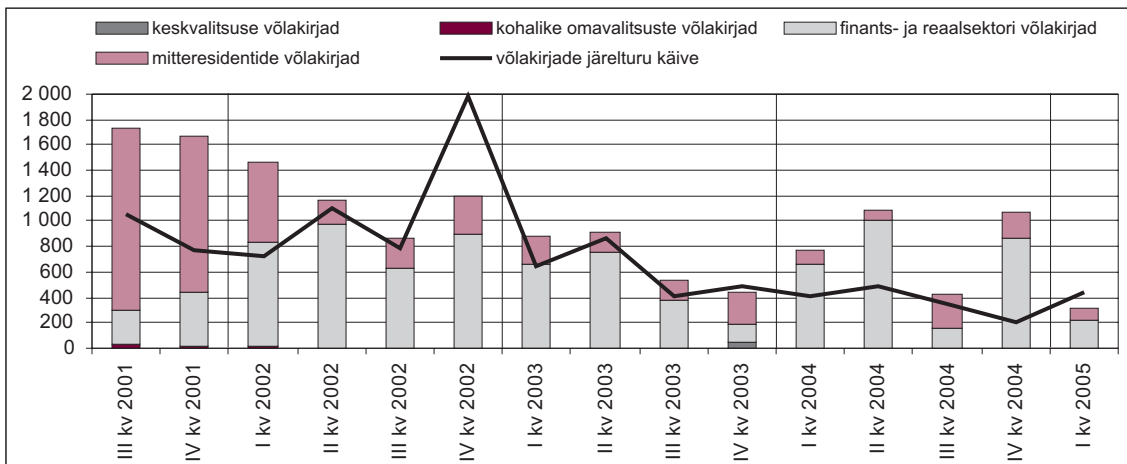


Joonis 4.3. Eesti krooni pakkumine rahaturul tehinguliikide lõikes (käive kuus; mld kr)

Eesti krooni **tuletistehingute käive** oli käesoleva aasta alguses eelmise aasta keskmisega võrreldaval tasemel, moodustades rahaturu kogukäibest hinnanguliselt 25%. Krooni tuletistehingute osakaal on tulenevalt mitteresidentide aktiivsuse vähenemisest rahaturu käivetes viimaste aastate jooksul oluliselt vähenenud (mitteresidentide osakaal moodustab hinnanguliselt 40%), peegeldades Eesti krooni usaldusväärsuse kasvu ja krooni riskimarginaalide alanemist euroalaga liitumise taustal.

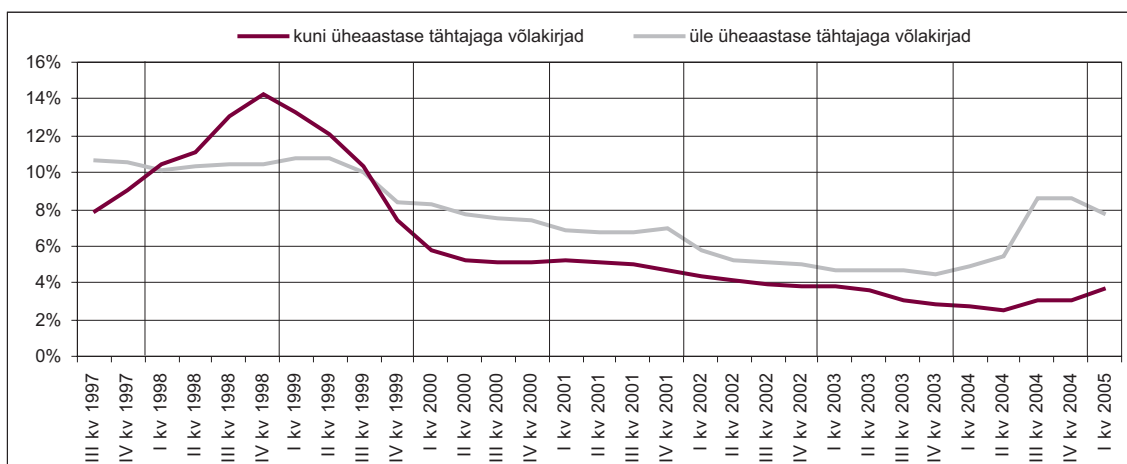
■ Võlakirjaturg

Ekspansiivne likviidsuskeskkond on kodumaiste võlakirjade turgu veidi elavdanud. Võrreldes eelneva aasta sama perioodiga suurenes võlakirjade **esmasturu** käive 15% võrra (vt joonis 4.4). Selle tagajärjel tõusis võlakirjaturu kapitalisatsioon aasta tagusega võrreldes veerandi võrra, ulatudes märtsi lõpuks ligi 3,7 mld kroonini ehk 2,5%ni SKPst. Turu kasv tulenes residentsete ettevõtete võlakirjaemissioonide mahu ligi 34%sest suurenemisest. Samal ajal kahanes mitteresidentide emiteeritud võlakirjade maht. Pankade emiteeritud võlakirjade maht vähenes, langedes märtsi lõpuks 39%ni võlakirjaturu kapitalisatsioonist.



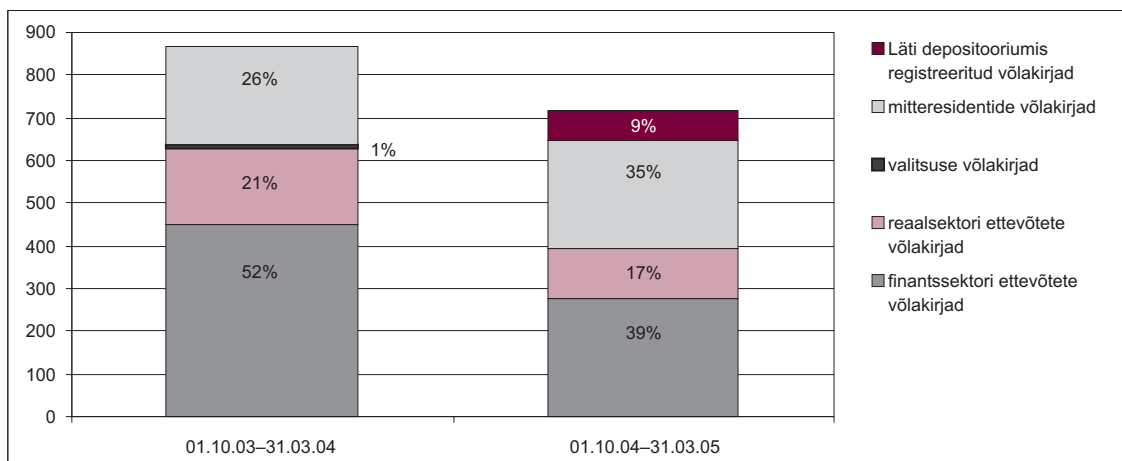
Joonis 4.4. Kvartali jooksul emitieritud võlakirjade maht emitentide lõikes ja järelturu käive (mln kr)

Käsitähtajaga võlakirjade intresside langusega järgib sarnast krediidiriski kandvate võlakirjade intressitase langustrendi. Soodsa intressikeskkonna tõttu on võlakirjade esmasturule sisenenud väiksemaid ja vähemtuntud ettevõtteid, mistõttu võlakirjaturu keskmine intress on veidi tõusnud (vt joonis 4.5). Intresside üldine langus on toetanud pikemaajaliste võlapaberite emitteerimist. Üle kolme aastase tähtajaga väärtpaberite mahu kahekordistumise tagajärjel moodustasid need kõigist emissioonidest üle 47%. Samuti pikenesid tähtajad alla aastase lunastamisajaga võlakirjade osas, millest kõik emitteeriti lunastamistähtajaga üle kolme kuu.



Joonis 4.5. Kroonivõlakirjade kaalutud libisev keskmine intress (%)

Kuna suur osa võlakirjadest omandatakse hoidmiseks, on **järelturg** olnud mõõdukas. Vastukaaluks aktiivsemale võlakirjade esmasturule langes järelturu keskmine päevakäive viimasel poolaastal 5,1 mln kroonini 7 mln kroonilt eelmise aasta samal perioodil. Samas oli võlakirjaturu elavnemist märgata märtsikuus, mil väärtpaberiturg oli aktsiaturul toimunud sündmuste tõttu enneolematult aktiivne ning võlakirjade järelturu käive küündis ligi 10 mln kroonini päevas. 77% võlakirjainvestoritest on residendid, kellest omakorda 64% moodustavad ettevõtted ja 26% investeerimisfondid.



Joonis 4.6. Võlakirjade järelturu käibe struktuur (mln kr)

Kõige enam tehti tehinguid finantssektori ettevõtete võlakirjadega, kuigi võrreldes eelneva aasta sama perioodiga on nende käive üle kolmandiku võrra vähenenud (vt joonis 4.6). Samas koguvad populaarsust mitteresidentide võlakirjad, mille käive näitab võlakirjade tehingutes ainukesena kasvutrendi. Lisaks on 2004. aasta sügisest investorite jaoks võlakirjaturg avardunud Läti Väärtpaberite Depositooriumis registreeritud võlakirjadega, mille käive ulatus viimasel poolaastal ligi kümnendikuni järelturu kogukäibest.

Börsil noteeritud võlakirjade nimekirja² lisandusid viimasel poolel aastal Balti Investeeringute Grupi ja Baltika võlapaberid. Selle tulemusena olid 2005. aasta märtsi lõpus Tallinna Börsil noteeritud kuue ettevõtte võlakirjad turuväärtusega 0,9 mld krooni ehk ligi veerand võlakirjaturu kogumahust. Hoolimata börsil noteeritud võlakirjade kapitalisatsiooni 82%sest aastakasvust, ulatus nendega tehtud börsitehingute päevakäive 2004. aasta lõpus vaid 0,5 mln ja 2005. aastal 1 mln kroonini.

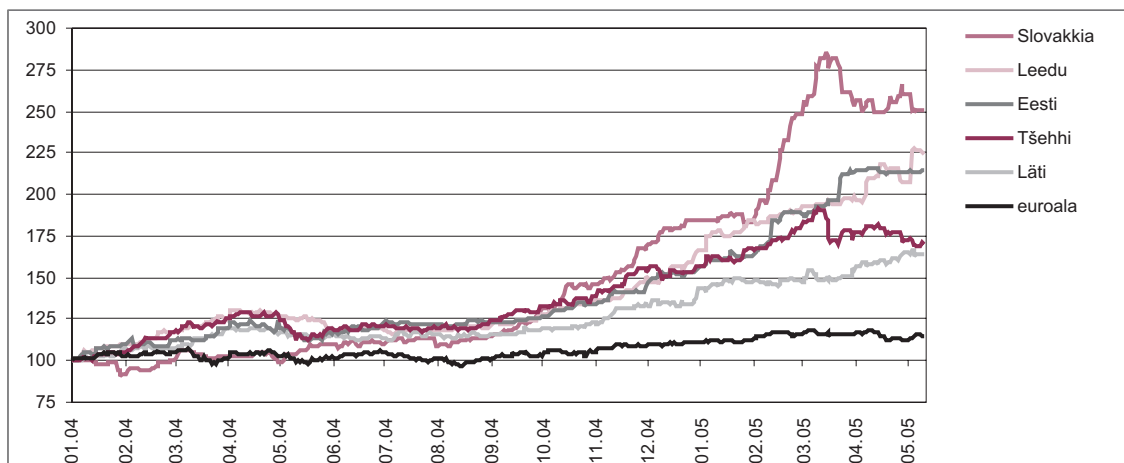
■ Aktsiaturg

2004. aasta algusest, eriti aga Euroopa Liiduga ühinemise ajast tõusma hakanud **Kesk- ja Ida-Euroopa riikide börsiaktiade hinnaindeksid** järgisid tõusutrendi 2005. aasta märtsi keskpaigani, kui neilt börsidelt liikus tulenevalt USA dollari intressimäärade tõstmisest välja välisraha ning võeti välja kasumid (vt joonis 4.7). Korrektsioon toimus Slovakkia ja Tšehhi turgudel, samuti Ungari börsil, mis liigub Tšehhi börsiga üldjoontes samas rütmis. Vähemal määral puudutas langus Poola ja Sloveenia väärtpaberiturgusid, mille indeksid liiguvad Kesk- ja Ida-Euroopa riikide börsidest kõige enam euroala indeksiga³ ühtemoodi. 2004. aasta mai algusest on aasta jooksul suurima tõusu (165%) läbi teinud Slovakkia börs, millele järgnevad Eesti ja Leedu börsid (vastavalt 79% ja 64%). Kesk- ja Ida-Euroopa, sealhulgas Baltikumi ja Venemaa, börside edasise tõusu suhtes on analüütikud tulenevalt nende riikide oodatavast majanduskasvust jätkuvalt positiivselt meelestatud.

Tallinna Börsil 2004. aasta sügisel alanud kiire tõus kestis ka 2004. aasta oktoobrist kuni 2005. aasta märtsi lõpuni, mil börsiindeks **TALSE** kasvuks kujunes 68% (vt joonis 4.8). Märtsi lõpus oli TALSE väärtus seega 611 punkti. Sellise arengu tulemusena suurenes Tallinna börsil noteeritud ettevõtete turuväärtus 2004. aasta oktoobrist kuni 2005. aasta märtsi lõpuni ligi 70% ehk 40 mld krooni võrra. Börsi kapitalisatsioon tõusis

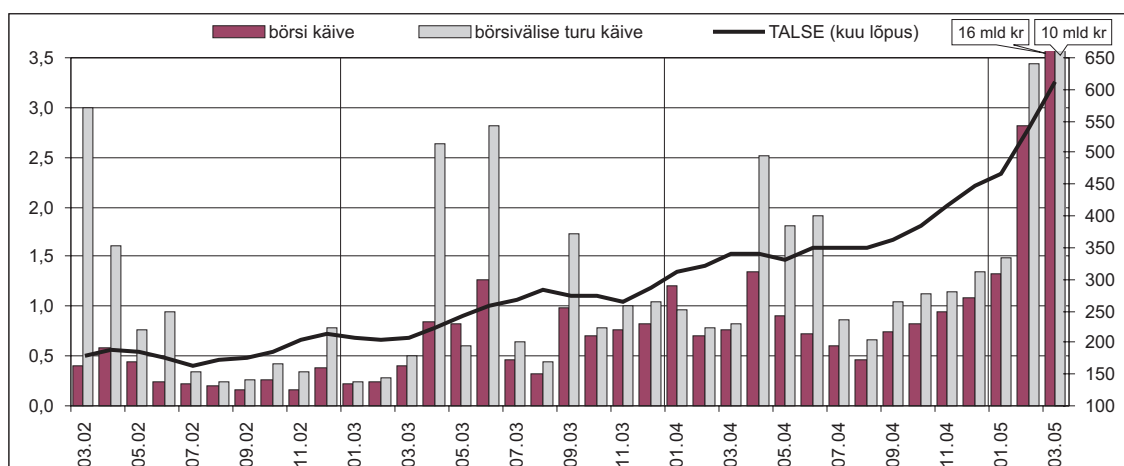
² Sampo Pank, Tallinna Sadam, Eesti Post, Fenniger.

³ Siin on vaadeldud FTSE Euro 100 indeksit.



Joonis 4.7. ELi uute liikmesriikide ja euroala aktsiaindeksite dünaamika (punkti; 01.01.2004 = 100)

Allikas: EcoWin AB



Joonis 4.8. Aktsiate käive Tallinna Börsil ja börsivälisel turul (mld kr; vasak telg) ning börsiindeks TALSE (punkti; parem telg)

98 mld kroonini ehk 69%ni SKP suhtes (2004. aasta märtsi lõpus 48%). Selle näitajaga on Eesti hetkel samal tasemel, kui Euroopa Liidu vanad liikmesriigid 2003. aastal kokku.⁴ Euroopa Liidu uute liikmesriikide seas oli Eesti esikohal, järgnesid Malta ja Küpros ligi 35%ga.

Turu elavnemisest andis märku ka börsikäibe pidev kasv. Kui 2004. aasta lõpukuudel kujunes päevakäibeks 43 mln krooni, siis keskmise päevakäibe kümnekordistumise tagajärjel 2005. aasta I kvartali lõpuks⁵ küündis see kvartali keskmisena 0,3 mld kroonini. Börsi tõusu põhivedajaks oli Hansapanga aktsia, mille hinna kasv on olnud ajendatud Swedbanki ülevõtmispakkumisest Hansapanga väikeaktsionäridele⁶. Seega moodustasid 94% börsikäibest tehingud Hansapanga aktsiatega. Lisaks ulatuslikule Hansapanga aktsiatega kauplemisele toetasid börsi kasvu ka tehingud teiste börsil noteeritud ettevõtete aktsiatega. Neist poolte hinnad on 2005. aasta esimestel kuudel tõusnud üle 40%. Lisaks Hansapanga aktsiatega kauplemisele keskendus tähelepanu Eesti Telekomi ja Merko Ehituse aktsiatele, mille tehingud moodustasid 5% börsi kogukäibest.

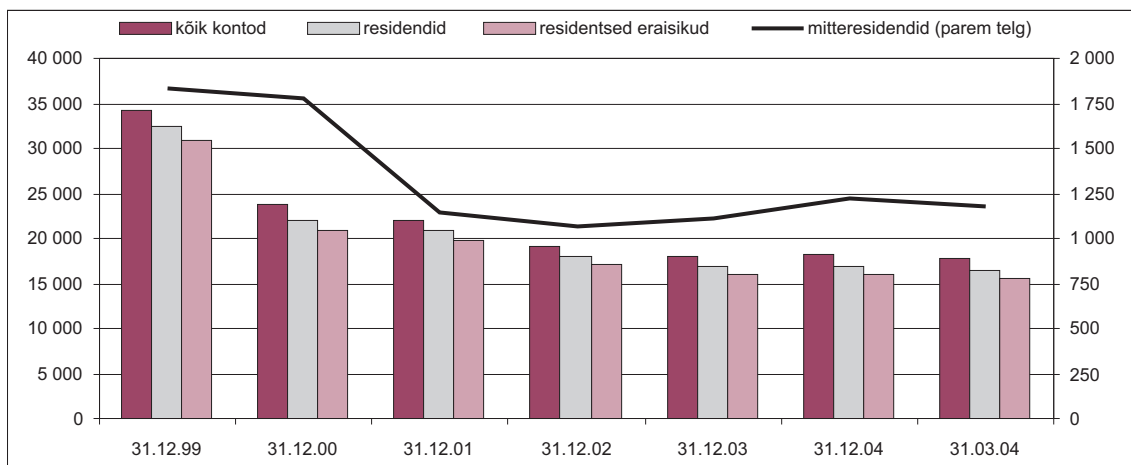
⁴ Allikas: Euroopa Keskpang, *Banking Structures in the New Member States*, jaanuar 2005.

⁵ 2005. a märtsis oli börsi keskmine päevakäibe 0,7 mld krooni.

⁶ Swedbank tegi märtsi algul ülevõtmispakkumise Hansapanga väikeaktsionäridele hinnaga 11 eurot aktsia kohta, 22. märtsil tõstis aga pakkumist 13,50 euroni aktsialt. Swedbanki-poolne ülevõtmispakkumise kohane aktsiate kokkuost toimus 1. märtsist 4. aprillini. Mai alguses oli Swedbanki omanduses 99% Hansapanga aktsiatest.

Börsiaksiade hinnatõus oli tingitud eelkõige välismaiste institutsionaalsete investorite huvist, mille tulemusena **mitteresidentide investeeringute osakaal** börsi kogukapitalisatsioonist kasvas 2005. aasta märtsi lõpuks 85%ni. Suurim osa – 77% kapitalisatsioonist – langes endiselt Rootsi investorite arvele. Residentidest investorid olid valdavalt finants- ja reaalsektori ettevõtted, kellele kuulus börsiaksiad 12,4 mld krooni väärtuses ehk 12,8% ulatuses börsi kogukapitalisatsioonist. Residentidest eraisikute investeeringud aktsiaturul ulatusid 2,6 mld kroonini ehk 2,3%ni börsiaksiade koguväärtusest. Alates 2003. aasta teisest poolest aktsiatesse investeerinud pensionisüsteemi teise samba pensionifondide osakaal langes märtsi lõpuks marginaalse 0,2%ni kogukapitalisatsioonist. Eraisikute ja investeerimisfondide paigutuste maht börsiaksiatesse kahanes märgatavalt märtsis, kui Hansapanga aktsiad liikusid järk-järgult Swedbanki omandusse. See tähendab, et kui kohalikud ettevõtted on Hansapanga aktsiate müügist saadud vaba kapitali investeerinud teistesse kohalikul börsil noteeritud aktsiatesse, siis eraisikud ja investeerimisfondid on Hansapanga aktsiate müügist vabanenud kapitali investeerimisel kasutanud muid viise ja instrumente⁷.

Tallinna Börsi elavnemist, iseäranis sügisel alanud tõusu, väljendab ka börsil noteeritud aktsiade hoidvate **väärtpaberikontode arvu** kasv 2004. aastal (vt joonis 4.9). Samas on aktiivselt kasutatavate kontode arv 2005. aasta veebruarist 2004. aastale eelnevaile aastatele samaselt olnud taas kahanev. See on seotud ühelt poolt turgude üldise rahvusvahelistumise ja lõimumisprotsessiga, mistõttu kohalikud investorid eelistavad likviidsemaid välisurge, samas kui rahvusvahelised investorid huvituvad kiirelt kasvavatest turgudest. Seetõttu järgib mitteresidentide kontode arv pigem kasvutrendi. Teisalt tuleneb kontode arvu vähenemine viimasel kvartalil tõenäoliselt tehingutest Hansapanga aktsiate ülevõtmiseks Swedbanki poolt.



Joonis 4.9. Tallinna Börsil noteeritud aktsiade hoidvate väärtpaberikontode arv

Börsitehinguid on õigus vahendada 17-l börsiliikmel, kellest kolm on ajutiselt mitteaktiivsed. Börsiliikmetest kaheksa kauplevad välismaalt. Põhilise osa – 95% tehingute väärtusest – vahendasid Suprema Securities ja Hansapank.

Tulenevalt mitme börsiettevõtte strateegilisest enamusosalusest (Hansapank, Eesti Telekom) jääb börsil esialgu valdavaks suundumus ettevõtete börsilt lahkumiseks. Börsikapitalisatsioonist 68% hõlmava Hansapanga võimalik börsilt lahkumine on omakorda tekitanud avalikke diskussioone kohaliku börsi tulevikust ning börsiettevõtete uue laine tulekust. Nii on riigisektori institutsioonide kui ka ettevõtete juhtide poolt avalikkusele märku antud mitme ettevõtte tõenäolisest börsile viimisest (näiteks AS Starman, AS Tallinna Vesi). Tallinna Börsi tulevikku võib näha senisest veelgi ulatuslikuma integreerumisena Põhja- ja Baltimaade väärtpaberituru infrastruktuuridega.

⁷ Võimalik, et eraisikud on maksude optimeerimise eesmärgil investeerinud aktsiaturule ettevõtete kaudu.

Põhja- ja Baltimaade väärtpaberiturgude integratsiooni järgmiseks etapiks on kauplemissüsteemi SAXESS kasutuselevõtt 2005. aasta mais Leedu börsil, misjärel kasutavad kõik Põhja- ja Baltimaade börside liitu NOREX kuuluvad börsid ühtset kauplemissüsteemi⁸. 2005. aasta esimese poole lõpus kavatakse laialdasemalt kasutusele võtta ettevõtete klassifitseerimisstandardid⁹, mille alusel liigitatakse börsiettevõtteid alates 2001. aastast Stockholmi, Kopenhaageni ja Oslo börsidel. 1. juulil 2005 laieneb nende standardite kasutus Balti riikide ja Helsingi börsidele¹⁰. Balti turu lõimumisprotsessist annab tunnistust piiriüleste börsitehingute arveldamiseks loodud Eesti Väärtpaberikeskuse ja Läti deponooriumi arveldusühenduse uuendamine 2004. aastal. Arveldusühenduse vahendusel saavad Eestis väärtpaberikontot omavad isikud investeerida Läti deponooriumis registreeritud väärtpaberitesse ning vastupidi (vt "Võlakirjaturg"). Samased ühendused on loomisel Leedu ja Soome deponooriumidega.

⁸ Tallinna Börsil võeti SAXESS kasutusele 2004. a septembris.

⁹ *Global Industry Classification Standard* (GICS), mis võimaldab majandusharude analüüsi, klassifitseerides ettevõtteid neljal erineval tasemel – sektorite, gruppide, tegevusalade ja alamharude järgi.

¹⁰ Allikas: Tallinna Börs.