

XI. VÄLISVALUUTARESERVI HALDAMINE

Välisvaluutareservi roll ja struktuur

Eesti Panga välisvaluutareservi (VVR) peaesmärk on tagada Eesti krooni stabiilsus. Reservilt teenitav tulu peab aga keskpika perioodi lõikes tagama vahendid keskpanga iseseisvaks operatsiooniliseks funktsioneerimiseks.

1999. a lõpul oli VVRi suurus ca 13,3 miljardit krooni. Sealjuures moodustas netoreserv, st reserv, mis ületab emiteeritud kroonide väärtust, 1,8 mld krooni. Aasta jooksul suurenes Eesti Panga välisvaluutareserv ligi 22%. Suure kasvu põhjuseks oli valdavalt valmistumine aastatuhande vahetuseks, mille käigus kommertspangad varusid ressursse võimaliku suureneva (sula)rahanõudluse rahuldamiseks.

VVRi investeerimisel lähtub Eesti Pank krooni kattevarale kohastest konservatiivsetest riskipiirangutest, mis seavad tulu teenimisel prioriteetideks **vahendite säilivuse ja likviidsuse**.

Välisvaluutareserv on jaotatud kaheks osaks – **likviidsuspuhvriks** ja **investeeringusportfelliiks**. Esimese moodustavad valuutakomitee funktsiooni täitmiseks vajalikud üllikviidsed vahendid, mida saab igal ajahetkel kasutada Eesti krooni ja välisvaluuta ostu-müügitehinguteks kodumaiste krediidasutustega. Teine ja suurem osa VVRist investeeritakse rahvusvahelistel finantsturgudel. Vahendite säilivuse ja piisava likviidsuse tagavate piirangute raames on investeerimisportfelli eesmärgiks **saavutada globaalse majandustsükli jooksul optimaalne, rahaturu intresse ületav keskmine tulusus**. VVRi jaotamine kahte ossa on vajalik eelkõige seetõttu, et väga lühikese tähtajaga investeeringud ei anna rahaturu intressidest kõrgemat tulu. Kui aga kõik vahendid paigutada pikemaajalistesse instrumentidesse, võib valuutakomitee funktsiooni täitmine kaasa tuua ebasoovitavat lisakulu. Seepärast ongi VVRist eraldatud likviidne osa, mille suurus katab 95%lise tõenäosusega pangasüsteemi igakuise välisvaluuta vajaduse ja mis moodustab umbes 5% kogu välisvaluutareservist. **Valdavalt on likviidsuspuhvri varad investeeritud üleöö-repotehingutesse, mille tagatiseks on riiklikud võlakirjad.**

Investeeringusportfellis on peamiselt juhtivate tööstusriikide riiklikud võlakirjad. Osa reserve (ca 0,28%) hoitakse ka kullas. Reservi paigutamisel võlakirjadesse on oluline saavutada optimaalne riski ja tulususe vahekord. Peamised VVRi investeerimisega seotud riskid on valuuta-, intressi-, krediidi- ja likviidsusrisk. Kõiki neid mõõdetakse ja juhitakse investeerimisportfelli struktuuri optimaalselt hajutades ning arukalt instrumente ja hoolikalt tehingupartnereid valides. Iga loetletud riski kohta on kehtestatud ka üldine raamistik, mis välistab keskpangale sobimatute riskide võtmise. Riskilimiitide järgimist kontrollitakse pidevalt, enamasti reaalaajas.

Kõige raskemini prognoositavaks on osutunud **valuutakursside muutumine**. Seetõttu on VVRi juhtimisel otsustatud üldjuhul valuutariski üldse mitte võtta. Valuutarisk maandatakse täielikult sel teel, et **Eesti Panga varade ja kohustuste valuutastruktuur ühildatakse**. Kuna Eesti krooni kurss on jäigalt seotud euro ning ühisrahamaade rahvusvaluutade omaga, siis praktikas tähendab see, et Eesti Panga VVRi baasvaluuta on euro, mis moodustab ka valdava osa reservi struktuurist. Kuigi osa investeeringuid on tehtud ka väljapoole euroturge, on valuutariski maandamiseks kasutatud tuletisinstrumente. Seetõttu avaldavad valuutade kursimuutused Eesti Panga VVRi väärtusele üksnes marginaalset mõju.

Kuna Eesti Pangal ei ole võimalik **intressiriski** vältida, siis juhitakse seda aktiivselt läbi **normportfelli, mis määrab keskmise riskitaseme, mida pank on valmis võtma**, ning on ühtlasi VVRi juhtimise efektiivsuse tulemusetaloniks. Normportfell koostatakse selliselt, et suure tõenäosusega oleks tagatud välisvaluutareservi säilivus ning tulususe ja riski suhe oleks optimaalne. Kehtestatud on ka limiidid, mille ulatuses võib tegelik investeerimisportfell normportfelist erineda ning mille raames on pangal prognoosidest lähtudes võimalik saavutada normportfelli tulususest erinevat tulemust.

Vaatamata sellele, et VVRist on eraldatud likviidsuspuhver, on ka investeerimisportfellile seatud kõrged likviidsusnõuded. Vajaliku likviidsuse tagamiseks kasutatakse vaid **aktiivseid ja laialdast teisest turgu omavaid instrumente**. Viimaste määratlemisel on kasutusel piirangud nii emissioonimahu kui ka osakaalu suhtes üksikutes emissioonides, mida Eesti Pank võib omada.

Krediidiriski e ohtu, et Eesti Panga suhtes finantskohustusi omav osapool ei täida endale võetud kohustusi, juhitakse läbi **emitentidele ja instrumentidele seatud koguseliste ning proportsionaalsete piirangute**, mille aluseks on juhtivate rahvusvaheliste reitinguagentuuride hinnangud. Enamik reservist investeeritakse riiklikesse võlakirjadesse ja nendel baseeruvatesse repotehingutesse, mille krediidirisk on minimaalne.

Kõigi loetletud riskide suhtes kehtestatud piirangud sõltuvad Eesti Panga kohustustevaba reservi suuruselt. Mida väiksem on netoreserv, seda väiksem on ka välisvaluutavarade investeerimisel lubatud risk.

Kuidas toimub investeerimine

Investeerimistegevus on Eesti Pangas koondunud **finantsturgude osakonda**, kus mõõdetakse ja juhitakse kõiki sellega seonduvaid riske. Aluseks on **kinnitatud üldpõhimõtted ja strateegiad ning kehtestatud riskilimiidid**. Investeerimisotsus tähendab normportfelist erineva investeerimispositsiooni võtmist ning konkreetsete instrumentide valikut. Otsuseprotsess on jaotatud kaheks: strateegiliseks ja taktikaliseks.

Strateegiline otsus kujundatakse makromajandusliku analüüsi ja prognooside baasil. Strateegiline investeerimisotsus tehakse 3-6kuulise perspektiiviga ning see seisneb investeerimisportfelli jaotuses riikide vahel ja normportfelli suhtes suurema või väiksema riski võtmises.

Taktikaline investeerimisotsus tehakse lühema ajalise perspektiiviga ning selle juures arvestatakse turulähedasi näitajaid, nagu finantsturgude hetketase, viimase aja dünaamika, riikide intressimäärade erinevus jmt. Taktikaline investeerimisotsus tähendab investeerimisportfelli konkreetse struktuuri fikseerimist kuni üheks kuuks.

Investeerimisportfelli vastavust kehtestatud limiitidele kontrollitakse reaajas. Regulaarseid aruandeid positsioonidest, riskidest ja tulemustest edastatakse nii panga juhtkonnale kui ka sisekontrolli osakonnale.

Reservi haldamine 1999. aastal

Vastavalt korraldatud rahvusvahelise konkursi tulemustele sõlmiti 1999. a alguses otsustusriikide täiendavaks hajutamiseks leping VVRi ühe osa juhtimiseks välise varahalduriga *J. P. Morgan Investment Management Inc*. Kuna välisele varahaldurile on seatud samasugused investeerimispiirangud, nagu need on Eesti Pangal, siis on tema tegevus ka täiendavaks tulemuste etaloniks, võimaldades ühtaegu juurdepääsu maailma tippaseme oskusteabele.

Rahvusvaheline Valuutafond teostas Eesti Panga välisvaluutareserve investeerimisega seotud struktuuriüksustele **operatsioonilise auditi**, mille tulemusena soovitati muuta mõningaid koguselsi riskiliimite. Samas konstateeriti, et investeerimiskeskond vastab struktuurilt ja sisult rahvusvahelistele nõuetele ning on kooskõlas investeerimistegevuse heade tavadega.

1999. a jooksul rakendus **uus ja täpsem riskide ja tulemuslikkuse mõõtmise süsteem**, mis võimaldab seda teha reaajas. Riskide mõõtmine toimub reaajas ja on integreeritud välisvaluutareserve juhtimise infosüsteemi.

Tulususe mõõtmisel hakati lisaks absoluutnäitajale hindama ka **investeeringute efektiivsust**: normportfelliga võrreldes võetud lisariskide ja selle tulemusel saavutatud lisatulususe suhet. Alustati ka **tulususe hindamist komponentide kaupa**. See seisneb kogu tulususe jagamises erinevate riskiklasside vahel. Viimane võimaldab hinnata eri tüüpi investeerimisotsuste efektiivsust ning selle osa kogutulemis.

1999. aastal kehtis VVRi investeerimisel normportfell, mis oli hajutatud Euroopa (50%), Ameerika Ühendriikide (40%) ja Suurbritannia (10%) turgude vahel. Riikidesisene hajutus tulukõveral baseerus intressiriski ühtlasel jaotusel. Normportfelli keskmine kestus oli ligi 2 aastat.

Üldise intressitõusu tõttu tootsid maailma võlakirjaturgud 1999. aastal keskmiselt 0,8% kahjumit¹. **Tänu konservatiivsetele riskipiirangutele VVRi investeerimisel oli Eesti Panga reserve tootlus positiivne (ca 0,06%), kuid planeeritust oluliselt väiksem.**



Finantsturgude osakonnas.

¹ Mõõdetud *SalomonSmithBarney* maailma riiklike võlakirjaturgude indeksi WGBI baasil.