

Eesti Pank

Finantssektori struktuur ja toimimine Eestis

Seminar Euroopa Liiduga ühinevate maade finantssektoritest

24.–25. oktoobril 2001 korraldas Euroopa Keskpank Maini-äärses Frankfurdis seminari teemal “Finantssektori struktuur ning toimimine kandidaatriikides“. Seminar oli ettevalmistuseks samateemalisele kõrgetasemelisele seminarile Berliinis 2001. aasta detsembris. Eestit esindasid seminaril Eesti Panga keskpangapoliitika osakonna juhataja Ilmar Lepik ja peaspetsialist Jaak Tõrs. Käesolev dokument on koostatud antud seminariks ning annab ülevaate finantssektori ülesehitusest ja toimimisest Eestis.

Tallinn 2002

SISUKORD

Sissejuhatus.....	3
1. Ülevaade finantsturgude ülesehitusest.....	5
1.1 Pangandussektor.....	5
1.1.1 Institutsiooniline areng.....	5
1.1.2 Pankade varad ja kohustused.....	6
1.1.3 Pankade laenukanalid – tütarliisingühingud.....	7
1.2 Rahaturud.....	7
1.2.1 Völakirjaturg.....	7
1.2.2 Valuutaturg.....	8
1.2.3 Eesti krooni pankadevaheline rahaturg.....	9
1.3 Aktsiaturg.....	10
1.4 Muud finantsturud.....	11
1.4.1 Kindlustus.....	11
1.4.2 Investeeringufondid.....	11
1.5 Makse- ja arveldussüsteemid.....	12
1.5.1 Pankadevaheline arveldussüsteem.....	12
1.5.2 Maksevahendid.....	13
2. Finantsvood ja finantsvahendus.....	14
2.1 Väliskapitalivoogude areng ja struktuur: mõju finantssektorile.....	14
2.1.1 Välisinvesteeringud.....	14
2.1.2 Finantssektor ja väliskapitali sissevool.....	15
2.2 Finantssektori vahendajaroll.....	16
Taustinfo 1. Finantssüvenemine – konvergensti ilmingud.....	18
3. Rahapoliitika ülekandeprotsess Eestis – empiirilised tõendid.....	19
3.1 Välismaiste intressimäärade ülekandumine Eestisse – pankadevaheline rahaturg.....	19
3.1.1 Lühiajalised intressimäärad.....	20
3.1.2 Pikaajalised intressimäärad – tulukõvera probleematika.....	21
3.2 Impulsside ülekandumine eraisikute intressimääradele.....	21
3.3 Mõju reaalmajanduse aktiivsusele ja inflatsioonitempole.....	24
Taustinfo 2. Tulukõvera määratlemine valitsuse väärtpaberituru puudumisel.....	22
4. Finantsstabiilsuse kaitse.....	26
4.1 Pangandussektori järelevalve.....	26
4.1.1 Praegune organisatsiooniline ülesehitus.....	26
4.1.2 Uued aspektid pangajärelevalves.....	26
4.2 Uue finantsjärelevalveasutuse loomine.....	27
4.3 Finantssektori turvavõrk.....	28
4.3.1 Valuutakomitee ja viimase instantsi laenaja funktsioon.....	28
4.3.2 Operatsiooniline raamistik.....	28
4.3.3 Kriisi ennetamine.....	29
4.3.4 Hoiusekindlustus.....	30
Lisa: statistilised andmed.....	31

Sissejuhatus

Eesti finantssektori arenguperioodiks on kõigest üks kümnend – 1992–2001. Finantssektori reformi alguseks loetakse Eesti krooni taaskasutuselevõtmist juunis 1992. Enne 1992. aastat toimunud arengud olid enamasti ebaolulised ning sobivad vaid tausta kirjeldamiseks.

Finantssektori reformi aluseks oli valuutakomiteel põhinev fikseeritud vahetuskursi ja liberaalne välistehingute poliitika. Selles oli oluline roll piirangute tühistamisel finantskonto tehingutele. Teisisõnu, 1994. aastast alates puudub Eestis kapitali kontroll. Arvestades valuutakomitee põhimõtetest tingitud viimase instantsi laenaja funktsiooni piiratust kujunes finantssektori tugevus oluliseks teguriks. Kuna riigieelarve tasakaal on üheks valuutakomitee nurgakiviks, seisib reaalmajandus juba reformide algusest peale silmitsi range eelarvepoliitikaga.

Finantssektori arengu teine faas algas 1990ndate aastate keskpaigas. Seda iseloomustas Eesti ettevõtete üha kasvav usaldusväärsus ja Eesti pankade aktiivsem osalemine Euroopa finantsturgudel nii investori kui laenajana rollis, mis omakorda märkis integreerumist Euroopa turgudega ja Eesti finantsturgude rahvusvahelistumise arenguhooni. Sellel ajal toimusid finantssektoris ka ulatuslikud erastamis- ja ühinemisprotsessid.

Kolmas suurem muutuste laine kaasnes Aasia- ja Vene kriisidega. Nende muutuste mõjul kujunes välja kontsentreeritud pangandusturg ja turule sisenesid (või pankade omanikeks said) välismaised strateegilised (peamiselt Skandinaaviast pärit) investorid. Möödunud kümnendi lõpuks viidi lõpule panganduse erastamine. Süveneva integratsiooni tulemusena kodumaine rahaturg rahvusvahelistus. Juhtivatest pankadest on tänaseks kujunenud kõiki finantssektori valdkondi – liisingut, investeerimisfondide juhtimist, kindlustust, elektroonilist pangandust, jm – hõlmavad pangagrupid, mis pakuvad ka erinevaid investeerimisvõimalusi ja muid finantsteenuseid ning tegutsevad kõigis kolmes Balti riigis.

Eesti finantsvahendus baseerub universaalsel pangandusmudelil, kus pangandussektoril on juhtiv roll ja väärtpaberiturgude osa on suhteliselt väike. Eesti pangandusturg on kontsentreeritud, põhiliselt välismaiste pankade omanduses ning täielikult erastatud. Selle mõningased eripärad on tingitud (a) riigi väiksusest, (b) arenguperioodi lühiajalisusest ja (c) Eesti kui Euroopa Liidu kandidaatriigi staatusest.

Eesti finantsturgude ulatuslik analüüs vajab laiema konteksti arvestamist. Kitsamas mõttes ei saa Eesti rahaturgu käsitleda mitmel põhjusel. Kõigepealt tuleks Eesti rahaturgu vaadelda koos valuutaturuga, kuna valuutakomitee tingimustes on valuutaturg pankade likviidsusjuhtimise seisukohalt oluline. Samuti on Eesti rahaturu piire laiendanud Skandinaavia finantsinstitutsioonide märkimisväärne roll. Üldistuste tegemise huvides tuleks vaadelda raha-, valuuta- ja lühiajaliste võlakirjade turgu kui ühte omavahel seotud kogumit.

Rahapoliitika signaalide ülekandumine Eestis omab mõningaid erijooni. Kahele neist tuleks rohkem tähelepanu pöörata: (a) valuutakomitee tingimustes on rahapoliitilised signaalid süsteemi suhtes välistekkelised ning seetõttu on vahel raske eristada välisšokke; ja (b) puudub valitsuse lühiajaliste võlakirjade turg. Eesti rahapoliitilise ülekande kogemusest peaks kasu olema Euroopa Liidu ja EMUga ühinemisel. Valitsuse võlakirjaturu puudumine ei tohiks rahapoliitika signaalide ülekandumise kanaleid oluliselt mõjutada, pigem on selle turu puudumine avaldunud teistsuguses informatsiooniahela struktuuris. Rahapoliitika signaalide ülekandumine ei peegeldu mitte traditsioonilises tulukõveras, vaid pigem pankadevahelise rahaturu kõveras (lühemates tähtaegades) ja krediiditurukõveras (valuutatehingute- ja laenuintressimäärad pikemates tähtaegades).

Rahapoliitika signaalide ülekandumise eriline lisaaspekt seisneb ka finantsvahenduse struktuuris. Tänu reaalmajanduse ja finantsturgude kõrgele rahvusvahelisele integreeritusele finantseeritakse märkimisväärset osa (ligi 50%) Eesti reaalmajandusest välismaiste tütarettevõtete puhul kontserni siseselt või otse Euroopa finantsturgudelt. Seega ei piirdu konkurents finantsturul ainult kohalike litsentseeritud finantsasutustega. Selles peitub põhjus, miks Eesti finantsvahendust tuleks käsitleda laiemas Euroopa integratsiooni kontekstis. Pikema tähtajaga laenu intressimäärad on seotud nii kodumaiste rahaturu intressimääradega kui ka europiirkonna pankadevaheliste laenuintressimääradega, seega ei mõjuta neid ainult kodumaised tegurid.

Pangandussektori usaldusväärset hinnates järeldasid nii Euroopa Liidu poolt läbi viidud administratiivse suutlikkuse hindamise programm (*Peer Review*) kui Rahvusvahelise Valuutafondi finantssektori (stabiilsuse) hindamise programm (*FSAP*), et pangandusjärelevalve on tugev ja selle normatiivne raamistik on võrreldav parima rahvusvahelise tavaga. Administratiivse suutlikkuse hindamise programmis leiti muuhulgas ka, et Eestis on finantssektori kriisijuhtimise poliitika jaoks olemas vajalik õiguslik raamistik ja vastavad vahendid. Finantssektori turvavõrk koosneb kõigist vajalikest komponentidest: (a) toetav rahapoliitika operatsiooniline raamistik, vaatamata sellele, et valuutakomitee tingimustes on viimase instantsi laenaja roll piiratud; (b) toimiv hoiuste tagamise skeem ja (c) tõhus kriisi ennetamise ja lahendamise mehhanism.

Käesoleva ülevaate esimene peatükk tutvustab Eesti finantsstruktuuri peamisi tunnuseid. Eraldi vaadeldakse pangandusturgu, raha-, võlakirja-, valuuta- ja aktsia- ning muid finantsturge. Muude finantsturgude all tutvustatakse kindlustust, investeerimisfondi, maksesüsteeme ja -instrumente.

Teine peatükk on pühendatud märksa üldisemale finantsvahenduse käsitlusele, pöörates peatähelepanu pangandussektori ja finantsvoogude väljakujunemisele. Lähemalt vaadeldakse finantssüvenemise protsesse.

Kolmas peatükk tegeleb rahapoliitika signaalide ülekandumise küsimuste empiirilise küljega. Allteemadena vaadeldakse väliskeskkonna mõju intressimääradele (mis on eriti iseloomulik valuutakomiteele), sealhulgas mõju hoiustajate intressimääradele ja

reaalsektori tegevusele ning inflatsioonile. Eriteemana analüüsitakse rahapoliitika signaalide ülekandumist valitsuse väärtpaberituru puudumisel.

Neljas peatükk on pühendatud finantsstabiilsusele, hõlmates pangandusjärelevalve kõige aktuaalsemaid küsimusi, uue finantsjärelevalve asutuse loomist ning finantssektori turvavõrguga seonduvat: viimase instantsi laenaja rolli, kriisi ennetamist ja hoiuste tagamist.

1. Ülevaade finantsturgude ülesehitusest

1.1. Pangandussektor

1.1.1. Institutsiooniline areng

Viimaste aastate jooksul on Eesti pangandus tõestanud oma kasvanud krediivõimelisust ja konkurentsi nii varasemate perioodide kui teiste arenenud üleminekuriikidega võrreldes. Pangandussektoris oli erakapitali osalus juba 1997. aasta lõpuks ligi 96%. Õigusliku ja regulatiivse infrastruktuuri kiire areng panganduses on viinud Eesti parima rahvusvahelise praktikaga võrreldavale tasemele.

Tabel 1. Panganduse valitud näitajaid

	1996	1997	1998	1999	2000
Kommertspankade arv	13	11	6	7	7
Erapankade arv	12	11	5	6	7
Riiklike pankade arv	1	0	1	1	0
Kontsentratsioonimäär C3 (%)	58,8	69,7	93,0	92,4	91,1
Kontsentratsioonimäär C5 (%)	74,7	83,4	99,4	98,9	98,8
Varad kokku (mln EUR)	1 466,5	2 593,7	2 620,0	3 008,4	3 695,3
Omakapitali tulukus	30,6%	34,9%	-10,1%	9,2%	8,4%
Varade tootlikkus	2,9%	3,3%	-1,2%	1,5%	1,2%
Kapitali adekvaatus (%)	12,4	13,6	17,0	16,1	13,2
Varad kokku/SKP	43,8%	63,4%	55,7%	61,7%	67,7%
Välisosalus aktsiakapitalis	33,4%	44,2%	60,7%	61,6%	83,6%
Enamus välisosalusega pankade osatähtsus varades	2,6%	2,3%	90,2%	89,8%	97,4%

Ometi pole tee praeguse stabiilsuseni kulgenud valutult. 1997. aasta lõpul langes krediidasutuste arv järsult 42-lt pangalt 11-le. 1998. aasta panganduskriisile järgnenud nn teise laine ümberkorraldused vähendasid pankade arvu 11-lt 6-le. Aastal 1999 andis Eesti Pank tegevusloa ühele uuele pangale, seega on praegu turul 7 pank. Konsolideerumine ja väliskapitali sissevool Eesti pangandusse on parandanud sektori usaldusväarsust, tugevdades juhtimise kvaliteeti ja edendades tegevuse efektiivsust. 82% pankade aktsiakapitalist kuulub Rootsi ja Soome päritolu finantskonglomeraatidele. Eesti pangagruppide konsolideeritud kapitali adekvaatusmäär ulatub keskmiselt 14%ni, kusjuures ükski pank ei jää allapoole 10%list miinimummäära.

1995.–1997. aasta majandustõusu ajal olid omakapitali tulukuse näitajad 10–20% vahel. Aktsiaturu hindade langusest 1997. aasta lõpust 1999. aasta keskpaigani järgnenud majanduslik mõõn muutis tulukuse näitajad negatiivseks. Kolme viimase aasta jooksul on majandus elavnenud ning pankade kapitali tasuvusmäär stabiliseerunud olles kvartaliarvestuses umbes 3%. Majanduslik mastaabisääst ja kaasaegse tehnoloogia rakendamine viimastel aastatel on etendanud olulist rolli pankade positiivse kasumlikkuse väljavaadetes.

1.1.2. Pankade varad ja kohustused

Endiselt on pangad domineerivad finantsvahendajad ja nende koondvarad küünevad 70%ni sisemajanduse koguproduktist. Aastane varade kasv on peale 1998. aasta kriisi olnud üle 20%. Suhteliselt kiire kasv on tingitud hoiuste mahu jõudsast suurenemisest; 1999. aasta lõpust alates on hoiuste kasv olnud selgelt kiirem laenukasvust. Seda toetavad tarbijate jaoks uued atraktiivsed Interneti ja sularahaautomaatide kasutusvõimalused, aga ka erinevate pangateenuste (krediitkaardid, väikefinantseerimine, jne) parem kättesaadavus. Seetõttu on Eesti pangad vähem sõltuvad välismaistest finantsasutustest laenamisest – kodumaine deposiidibaas on suurenenud ja intressimäärad on langenud pankade jaoks soodsale tasemele.

Samaaegselt on välishoiustajad, enamasti eraettevõtetest kliendid, olnud Eesti pankadele olulisteks, andes umbes veerandi eraettevõtete hoiustest ja 15% kõikidest hoiustest. Klientide ja tähtaegade alusel vaadatuna teenivad mitteresidentidele kuuluvad deposiidid valdavalt rahvusvahelisteks ülekanneteks kasutatavate likviidsete vahendite rolli.

Varade struktuur aastast 1996 näitab suurenenud laenamist finantsasutustele, peamiselt pangagrupi liikmetele – tütarliisingühingutele. Varade suurima osa moodustavad siiski nõuded mittefinantssektorile, moodustades keskmiselt umbes 40% koondvaradest ja 65% laenuportfelligist.

Paranev kliendibaas lubab pankadel edendada kliendisuhteid, mis omakorda aitab tõhusamalt jälgida ja hinnata krediidiriske. Pakutavate toodete ja teenuste mitmekesistamine vähendab instrumentidest tingitud riskide kontsentratsiooni. Arvestades täie rangusega kohaldatud rahvusvahelisi laenude allahindluse nõudeid tõestab asjaolu, et 2001. aastal moodustasid tähtjaks tasumata laenud keskmiselt vaid alla 6%, ning halvad laenud vähem kui 2% laenuportfelligist, pankade kõrget finantsvarade kvaliteeti.

Peale 1997. aasta tagasilööki aktsiaturul on pankade väärtpaberiportfelli areng olnud konservatiivne. Väärtpaberiportfelligist moodustavad olulise osa välismaised võlakirjad. Aktsiaosaluse kasv – strateegilised investeeringud sidus- ja tütarettevõtetes – on alates 2001. aasta aprillist kasvanud, kui Eesti pangagrupid laienesid teistesse Balti riikidesse (peamiselt Leetu). Seevastu müügiks või lühiajalisteks investeeringuteks mõeldud aktsiate hulk on viimastel aastatel märkimisväärselt vähenenud, langedes alla 3% aastal 2001.

1.1.3. Pankade laenukanalid – tütarliisingühingud

Liisinguturg on selle loomisest saadik 1993. aastal arenenud kiiresti ja sellest on saanud arvestatav alternatiiv nii ettevõtete kui eraisikute pangalaenudele. Kuna enamus liisingühinguid kuuluvad pankadele, siis emapankadest saadav krediit ongi peamine liisingühingute rahastamise allikas, kuigi emapanga garantiiga on suudetud leida raha ka rahvusvahelistelt kapitaliturgudelt. **Pangad soodustavad liisingfinantseerimist tavaliste pangalaenudega võrreldes just tagatise omamise tõttu, kuna liisingulepingute kohaselt jääb tagatis liisingühingule.**

Liisinguportfellis on kõige populaarsemad kapitaliliising, järelmaksuga müük ja faktooring. Liisinguobjektide struktuur on suhteliselt kontsentreeritud, domineerivad kinnisvara (22%), sõiduautod (27%), kommertssõidukid (20%) ning masinad ja seadmed (20%).

Tabel 2. Liisinguturu valitud näitajaid

	1996	1997	1998	1999	2000	Juuni 2001
Liisingportfell (mln EUR)	100	292	375	402	589	682
Faktooringportfell (mln EUR)	10	23	24	31	55	81
Liising ja faktooring kokku (% SKP suhtes)	3%	8%	8%	9%	12%	12%
Liisingfirmade arv	4	4	5	5	5	5
sh pankadele kuuluv	4	4	4	4	4	4
sh välismaised filiaalid	-	-	2	2	2	2

Liisinguturu peamine haavatavus seisneb selles, et sektori raskused võivad emapanku ebasoodsalt mõjutada. Põhjus võib olla majandussurutises, mis toob kaasa märkimisväärselt suureneva lepingutingimuste täitmatajätmise, arvestades lepingute suurt kontsentratsiooni teatud sektorites. Seetõttu tuleb liisingu kasvu ja toimimist tähelepanelikult jälgida. Pangainspeksioon on kaudset liisingühingute järelevalvet teostanud alates 1998. aasta juulikuust, kui Eesti Pank alustas konsolideeritud pangajärelevalvega.

1.2. Rahaturud

Eesti krooni rahaturg koosneb lühiajalistest pankadevahelistest hoiustest/laenudest, võlakirjaturust ning välisvaluuta tuleviku- ja vahetustehingutest, riigivõlakirju ei emiteerita. Võrreldes välisvaluuta tulevikutehingute või võlakirjaturuga on pankadevaheline rahaturg lühiajalisem ja enamuses piirdub kauplemine kolmekuuliste lepingutega. Mahult on suurim tulevikutehingute turg. Intressiarbitraaži kaudu lühiajaliste tähtaegade lõikes on kolm turgu omavahel hästi integreeritud.

1.2.1. Võlakirjaturg

Erinevalt paljudest teistest riikidest ei ole valitsuse võlakirjad Eesti tasakaalus eelarvepoliitika tõttu olnud mittepananduslike finantsturgude arenguteguriks (vt

Taustinfo 2). Seega on väärtpaberiturg Eestis eelkõige aktsiaturg ning võlakirjaturg on arenenud ainult erasektori instrumentidest ja vajadustest lähtuvalt, olles nii tagasihoidliku järelturu tõttu peamiselt suunatud emissioonidega esmasturg.

Vaatamata oma väiksusele on võlaväärtpaberite turg olnud kasvava tähtsusega alternatiivseks finantseerijaks turukõlblikele firmadele ja kohalikele omavalitsustele. Peamisteks emitentideks on turul aga Põhjamaade finantskonglomeraadid, mis on ka Eesti krediitiasutuste enamusaktsionärideks. Nende võlakirjaemissioon hõlmab umbes 85% esmasturust, peegeldades Eesti ja Põhjamaade finantsturgude kõrget integreeritust.

Tabel 3. Võlakirjaturu valitud näitajaid

	1996	1997	1998	1999	2000	Juuni 2001
Võlakirjaturu kapitalisatsioon (mln EUR)	150	258	235	205	237	292
sh mitteresidentidest investorid	19%	32%	16%	10%	3%	5%
Võlakirjaturu käive (mln EUR)	20	482	1 078	466	194	163
Võlakirjaturu kapitalisatsioon (% SKP suhtes)	4%	6%	5%	4%	4%	5%
Võlakirjaturu käibe ja kapitalisatsiooni suhe	13%	187%	458%	227%	82%	56%
Emiteeritud võlakirjad (mln EUR)	325	324	100	228	253	277
sh avalikult märgitud võlakirjad (maht)	2%	2%	4%	4%	6%	2%

Levinud refinantseerimiskavade tõttu on võlaväärtpaberid peamiselt lühema tähtajaga, kõige levinumaks 3–6kuulised kommertspaberid, mis moodustavad 90% emiteeritud võlakirjadest. Võlaväärtpaberite intressimäär on üsna lähedaselst järginud pankadevahelist laenuintressi (Talibor). Lühema tähtajaga võlakirjade puhul on tegemist kolme kuu Taliboriga, pikemate tähtaegade puhul aga langevad intressimäärad kokku sama tähtajaga pangalaenu intressidega.

1.2.2. Valuutaturg

Valuutakomitee tingimustes võimaldab Eesti Pank krediitiasutustel osta ja müüa piiramatult kõiki enim kaubeldavaid valuutasid (kaasa arvatud euro ja Ameerika dollar) Eesti krooni vahetuskursi alusel. Praktikas ostavadki Eesti kommertspangad eurosid ainult keskpangalt, kuna ostu-müügikursside hinnavahe tehingutes euroga puudub. Eesti Panga pakutud valuuta ostu-müügi püsivõimalus on likviidsussüsteemi põhialus. Asjaolu, et krediitiasutused võivad oma likviidseid varasid välismaale suunata praktiliselt kuludeta, muudab likviidsuse juhtimise euro raha- ja kapitaliturgudel eriti atraktiivseks.

Eesti valuutaturu (nii hetke- kui tulevikutehingute turu) käive on umbes 4 miljardit eurot kuus (1,3 miljardit kümne päeva kohta), kusjuures Eesti krooniga seotud tehingud moodustavad neljandiku kogu kauplemismahust. Teised peamised kaubeldavad valuutad on euro ja Ameerika dollar.

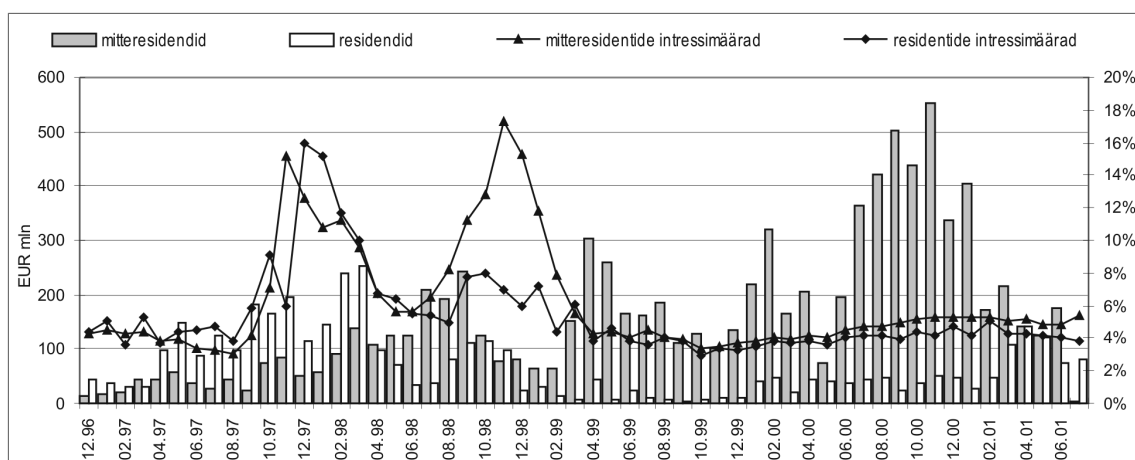
Kodumaiste krediitiasutuste peamisteks partneriteks on mitteresidentidest pangad ja residentidest ettevõtted. Mitteresidentidest pangad on väga aktiivsed nii hetke- kui tulevikutehingute turul ja nende osa valuutaturu kogukäibes moodustab peaaegu 50%.

Ettevõtted on tegusamad olnud tulevikutehingute turul, andes ligi kolmandiku valuutaturu kogukäibest.

Eesti valuutaturul kaubeldakse peamiselt peaaegu võrdses mahus hetke- ja valuuta vahetustehingutega. **Tulevikutehinguteturul on Eestis likviidsem kui rahaturg ja ka tehingute mahud on suuremad.** Tulevikutehinguteturul osalevad peamiselt kodu- ja välismaised pangad, neile järgnevad mittefinantsettevõtted.

1.2.3. Eesti krooni pankadevaheline rahaturg

Viimase üheksa aasta jooksul on pankadevahelisel rahaturul aset leidnud märkimisväärne areng. Eesti krooni algusaastatel oli rahaturu tehingute maht vaatamata suurele hulgale institutsioonidele väike ja aktiivselt kaubeldi ainult üleölaenudega. Üldiselt iseloomustas kõrge kapitaliliikuvuse ja madalate riskide ajastul Eesti krooni ja saksa marga vaheliste intressimäärade marginaale langustrend.



Joonis 1. Tagatiseta lühiajaliste kroonilaenude käive

1997. aasta sügisel päästis Aasia kriis valla krooni lühikeseks müümise tulevikutehingute valuutavahetusturul. See avaldas omakorda survet rahaturu intressimäärade noteeringule. Umbes sarnane hüpe lühiajalistes intressimäärades leidis aset ka Vene kriisi ajal, kuigi kauplemismahud nii tuleviku- kui rahaturul olid siiski tagasihoidlikumad.

Vene kriisi järelkajana toimus pangandussüsteemi stabiliseerumine ja rekapiitalseerumine. Erasektori järsult kiirenenud säästmine 1999. aastal toetas rahasüsteemi likviidsuspuhvrite kasvu, mis kajastus ka rahaturu madalamates intressides. 1999. aasta lõpuks oli Talibori ja Euribori erinevus langenud alla Aasia kriisi eelset taset. Vene kriisist alates moodustavad enamus kauplemismahust tehingud mitteresidentidega.

Ühisraha kasutuselevõtt tõi Eesti rahaturu jaoks kaasa uue võrdlusmäära ning Eesti pankadele atraktiivse võimaluse kasutada likviidsuse juhtimiseks euro raha- ja kapitaliturge. **2000. ja 2001. aasta soodsas likviidsuskeskkonnas on Eesti pankadevahelised rahaturu intressimäärad jarginud Euribori täpsemini kui kunagi**

varem ja loodetakse, et see trend jätkub. Hiljutised muudatused krediidasutuste kohustusliku reservi miinimumnõude täitmisel lubavad kasutada osaliselt kvaliteetseid eurovõlakirju ning peaksid soosima euroturgude kasutamist likviidsuse juhtimisel.

Eesti puhul on välispangad väga aktiivsed lühiajalisel pankadevahelisel hoiuse- ja laenuturul (vt joonis 1). Kehtiva reeglistiku kohaselt fikseeritakse rahaturu intressimäärad (Talibid/Talibor) igal tööpäeval kell 11:00 viie olulisema turutegija noteeringute põhjal: Eestis Hansapank, Eesti Ühispank ja Sampo Pank, Soomes *Nordea Pankki*, Rootsis *Svenska Handelsbanken*¹.

1.3. Aktsiaturg

Väärtpaberituru ülesehitus ja raamistik on välja arenenud viimase viie aasta jooksul. Tallinna Väärtpaberibörsi² edukas käivitamine 1996. aastal leidis aset tänu sise- ja välisinvestorite huvile ning olulistele investeringutele. Ajavahemikus november 1996 – september 1997 kasvas noteeritud ettevõtete arv viiekordseks. Kohalike investorite liigne optimism, finantsvõimenduse kuritarvitamine ja muutused väliskeskkonnas tõid kaasa börsiindeksi kolmekordistumise aasta jooksul, kuid peale Aasia ja Vene kriise langes see algtasemele.

Tabel 4. Aktsiaturu valitud näitajaid

	1996	1997	1998	1999	2000	Juuni 2001
Aktsiaturu kapitalisatsioon (mln EUR)	508	837	531	1 809	1 982	1 811
sh mitteresidentidest investorid	36%	42%	54%	75%	76%	76%
Aktsiaturu käive (mln EUR)	147	1 396	853	286	352	318
Aktsiaturu kapitalisatsioon (% SKP suhtes)	15%	20%	11%	37%	36%	31%
Aktsiaturu käibe ja kapitalisatsiooni suhe	29%	167%	161%	16%	18%	18%
Börsiaktiate arv (perioodi lõpu seisuga)	8	22	25	23	20	19
Litsentseeritud väärtpaberimaaklerite arv	45	45	34	23	22	22
sh Tallinna Väärtpaberibörsi liikmeid	18	25	20	12	8	9

Peale neid sündmusi meelitasid suhteliselt odavad aktsiahinnad välisinvestoreid omandama enamusosalust kohalikes ettevõtetes, tuues omakorda kaasa nende aktiate noteerimise lõpetamise börsil. Enamus investoreid olid Rootsist ja Soomest (vastavalt 52% ja 9%). 1999. aastal, kui alustati Eesti Telekomi aktiate noteerimisega börsil, suurenes börsi kapitalisatsioon 2,5 korda.

Arvestades Eesti majanduse väiksust ning avatust, tekkis Tallinna Väärtpaberibörsi (TVB) arengu huvides vajadus integreeruda naaberpiirkondade väärtpaberiturgudega. 2001. aasta aprillis omandas Helsingi Börs (HEX) 52.4% TVB aktiatest, eesmärgiga hakata Eesti väärtpaberitega kaupleva HEX kauplemissüsteemis. Uued omandisuhted ja koostöö Helsingi ning Tallinna väärtpaberibörside vahel peaks mõjuma Eesti

¹ Noteeritakse lepinguid 1, 2, 3, 6, 9 ja 12kuise tähtajaga.

² Tallinna Väärtpaberibörs tegutseb elektroonilise reaajas toimiva interaktiivse kauplemissüsteemina, pakkudes pidevalt noteeringuid tehingutellimuste süsteemis. Kliiring ja arveldus toimuvad DVP baasil.

väärtpaberiturule positiivselt ning soodustama Eesti väärtpaberituru integreerumist Euroopa turgudega.

Kuni 2002. aastani hõlmas väärtpaberituru regulatiivne ja järelevalvestruktuur kolme peamist asutust: rahandusministeeriumi, mis andis ja tühistas väärtpaberiturul kutseliste osalejate tegevuslubasid; Väärtpaberiinspeksiooni, mis vastutas tegevusloa saanud ettevõtete ja investeerimisfondide järelevalve eest; ja Tallinna Väärtpaberibörsi, mis toimis iseregulaatorina liikmesettevõtete järelevalves. 2002. aasta jaanuarist tegutseb järelevalveasutusena ühtne Finantsinspeksioon.

1.4. Muud finantsturud

1.4.1. Kindlustus

Eesti kindlustusturg on aastate jooksul läbinud mitmeid arengufaase. Kohustusliku liikluskindlustuse juurutamine tõi kaasa kahjukindlustusseltside märgatava kasvu aastal 1993 ja peale seda. 1998. aastal kasv aeglustus, sest turg oli küllastunud. 1999. aastal vähendas konkurents kahjukindlustusseltside arvu, peamiselt ühinemiste ja ülevõtmiste tulemusena. Praegu kontrollivad mitteresidentidest enamusaktsionärid 82% kahjukindlustusturust, elukindlustuses kuulub välisfirmadele 23% ja välispankade Eesti tütarfirmadele 72% kindlustusturust.

Tabel 5. Kindlustusturu valitud näitajaid

	1996	1997	1998	1999	2000	Juuni 2001
Kogutud preemiad kokku (mln EUR)	53	70	81	83	98	105
sh kahjukindlustus	92%	88%	84%	84%	80%	78%
elukindlustus	8%	12%	16%	16%	20%	22%
Kogutud preemiad kokku (% SKP suhtes)	1,57%	1,72%	1,73%	1,71%	1,79%	1,83%
Kindlustusseltside arv	23	23	23	22	13	13
sh kahjukindlustus	17	16	16	14	7	7
elukindlustus	7	8	8	10	6	6
väliskapitalil põhinevad kindlustusseltsid	9	12	9	11	9	9

Kindlustussektori peamiseks probleemiks on firmade väiksus ja nende suhteliselt suured tegevuskulud. Samuti on mõnel firmal vaja katta 1999. aastal üle võetud pankrotistunud seltside portfelli kahjumit. Seega on kindlustusseltside suurimaks ülesandeks aktiveerida oma tegevust ja kärpida kulusid. 2000. aastast alates on enamus kindlustusseltse jõudnud kasumisse.

1.4.2. Investeerimisfondid

Investeerimisfondid hakkasid arenema suhteliselt hilja, alles aastal 1996. Kõige populaarsemateks muutusid kodumaised rahaturu- ja kapitalikasvufondid. Peale aktsiahindade langust Aasia ja Vene kriisi ajal vähenes investeerimisfondide maht ja ajalooliselt kõrge aktsia- ja indeksifondide osatähtsus on jäänud tagasihoidlikuks sellest ajast peale. 1999. aastal investeerimisfondide varad pisut kasvasid. Möödunud aastal

kasvas investeerimisfondide kogumaht järsult, osaliselt seetõttu, et rahaturu- ja intressifondid jäid ettevõtetele silma alternatiivse lühiajalise investeerimisvõimalusena lisaks hoiustamisele pangas.

Tabel 6. Investeerimisfondide valitud näitajaid³

	1996	1997	1998	1999	2000	Juuni 2001
Investeerimisfondide varad (mln EUR)	31	97	23	76	98	148
sh rahaturu fondid	22%	45%	79%	79%	75%	72%
intressifondid	1%	0%	5%	14%	17%	21%
aktsia- ja indeksifondid	78%	55%	16%	7%	7%	7%
pensionifondid	-	-	-	0%	1%	1%
Investeerimisfondide varade suhe SKPsse	0,92%	2,36%	0,50%	1,50%	1,73%	2,48%
Investeerimisfondide arv	12	23	13	14	16	17
Fondi valitsejate arv	6	10	7	5	6	6

1.5. Makse- ja arveldussüsteemid

1.5.1. Pankadevaheline arveldussüsteem

Pankadevahelise arveldus- ja maksesüsteemi juurutamisest alates 1992. aastal on Eesti Pank olnud nii süsteemi operaator kui omanik. Süsteemi keskseks arveldusorganiks on Eesti Panga arvelduste osakond. Eesti esimene pankadevaheline maksesüsteem (EPNAS), mis oli käigus 1992. aastast 2002. aasta alguseni, põhines päeva lõpu brutoarveldustel ning kõik maksed, nii suur- kui jaemaksed, arveldati selle ühtse süsteemi kaudu. Seitse krediidasutust (kaasa arvatud üks välispanga filiaal) ja Eesti Väärtpaberite Keskdepositoorium on avanud arveldusarve Eesti Pangas ning on makse- ja arveldussüsteemi (piiramata kasutusõigustega) otseliikmed.

2002. aasta 21. jaanuaril käivitas Eesti Pank uue pankadevahelise maksesüsteemi, mis vastab täielikult Euroopa Liidu nõuetele. See maksesüsteem tugineb kahel allsüsteemil: reaalsel brutoarveldussüsteemil (RTGS) pankadevaheliste suurmaksete ja kiirmaksete arveldamiseks ning tähtajalisel tasaarveldussüsteemil (DNS) jaemaksete arveldamiseks. Uue makse- ja arveldussüsteemi eesmärk on parandada pankadevaheliste arvelduste efektiivsust. Tõhus makse- ja arveldussüsteem tagab Eesti valmisoleku sooritada peale Euroopa Liiduga ühinemist suurmakseid üleeuroopalise riikidevahelise reaalajas toimiva süsteemi TARGET kaudu.

Arveldussüsteemi toimimist reguleerivad krediidasutuste seadus ja Eesti Panga määrused. Peale lepingute ja lepinguväliste kohustuste seaduse vastuvõtmist 2001. aasta septembris on makse- ja arveldussüsteemi õiguslik regulatsioon täielikus kooskõlas Euroopa Liidu direktiividega. Seoses uue pankadevahelise makse- ja arveldussüsteemi käivitumisega loodi spetsiaalne organ, mis hakkab tegelema nõuete kohtuvälise lahendamise ja süsteemi administraatori ja selle osaliste vahel. Praeguste plaanide

³ Residentide investeerimisfondid pakuvad investeerimisvõimalusi ka rahvusvahelistesse investeerimisfondidesse ja ettevõtete aktsiatesse. Seega on koguinvesteeringute hulk investeerimisfondidesse tegelikult suurem.

kohaselt hakkab sama organ tulevikus tegelema samuti krediidasutuste ja nende klientide vaheliste nõuete vaidlustega.

1.5.2. Maksevahendid

Tabel 7. Maksesüsteemi valitud näitajaid

	1997	1998	1999	2000
Maksed (käive, mln EUR)	20 696	71 688	67 475	80 466
sh sularahamaksed	14%	6%	4%	2%
sh sularahata arveldused	86%	94%	96%	98%
tšekid	0,05%	0,03%	0,02%	0,03%
kaardimaksed	8%	16%	25%	30%
otsekorraldused	0%	1%	3%	7%
maksekorraldused	78%	78%	68%	62%
sh paberil maksekorraldused	56%	33%	19%	11%
telefoni- ja telepanga maksed	41%	57%	60%	58%
internetipanga maksed	1%	8%	18%	28%
Väljastatud pangakaartide arv	607 400	697 600	770 000	858 400
sh krediitkaarte	2,47%	2,75%	2,66%	5,04%
Pangakaartide arv (% elanikkonna suhtes)	42%	48%	54%	60%
Pangaautomaatide arv	427	490	591	630
Makseterminalide arv	2 153	2 586	3 267	4 084

1992. aastast 1994. aastani kasutasid ettevõtted peamiselt sularahata maksevahendeid. 1994. aastal algas deebet- ja krediitkaartide kiire areng ning pangaautomaatide paigaldamine tegi sularahata maksevahendid mugavaks ka eraisikutele. Algul oli pangaautomaatide käibes suurim (95%) osa sularaha väljavõtul, kuna aga deebet- ja krediitkaarti maksevahendina tunnustavate müügikohtade arv hakkas aja jooksul kasvama, siis sularaha väljavõtmise tähtsus langes.

Aastal 2000 olid kõige levinumaks mitterahaliseks maksevahendiks maksekorraldused, kuid pangakontori külastamise ja paberil maksekorralduse kasutamise asemel kasutasid kliendid nüüd mugavuse ja odavuse tõttu elektroonilisi vahendeid. **Eraisikud ja väikeettevõtted kasutavad rohkem telefoni ja internetipanka, suurettevõtted eelistavad aga konkreetseid telepanga tooteid.** Internetipanga levik algas juba 1997. aastal ning 2001. aasta juunis oli internetipangal 360 000 klienti. Kliendid on kiiresti omaks võtnud 1996. aastal pankades kasutusele võetud otsekorraldused.

2. Finantsvood ja finantsvahendus

2.1. Väliskapitalivoogude areng ja struktuur: mõju finantssektorile

2.1.1 Välisinvesteeringud

1992. aastal läbiviidud rahareformist alates on väliskapitali netovool Eestisse olnud suhteliselt suur ja etendanud olulist rolli majanduse alternatiivse rahastajana kodumaise säästmise kõrval. 1990ndate aastate alguses toimus väliskapitali sissevool erasektorisse otseinvesteeringutena ja teatavas koguses ka pikaajaliste valitsussektori laenudena. Kuigi ka muu kapitali sissevool on tänaseks kasvanud, on otseste välisinvesteeringute roll jäänud oluliseks. Aastatel 1993–2000 moodustas otseste välisinvesteeringute aastane sissevool 7,8% SKP suhtes. See osakaal on püsinud stabiilsena juba aastaid, sest otseste välisinvesteeringute sissevool ei ole seotud mitte ainult erastamisest laekuvate tuludega vaid ka investeeringutega loodavatesse ja juba toimivatesse erafirmadesse. Nominaalarvudes on otseste välisinvesteeringute sissevool kasvanud aasta aastalt ja seega on need vood oluline osa Eesti kapitalivoogudest.

Arvestades muul kujul esinevaid kapitalivooge on reaalsektori roll välismaise laenukapitali Eestisse meelitamisel muutunud viimastel aastatel tähtsamaks. Need on olnud ka oluliseks alternatiiviks kohalikul finantsturul baseeruvale rahastamisele. Nii on paranenud ka ettevõtete suutlikkus laenata ilma kodumaiste pankade vahendusega nii välismaiselt emafirmalt kui teistelt välismaistelt finantsinvestoritelt⁴. See trend on iseloomulik väikeriikidele, kuna finantsasutuste ja omavahel seotud reaalsektori ettevõtete gruppide kontsentratsioon on neis riikides suhteliselt kõrge. Seega on kontsentratsiooniriski mõlemapoolse vähendamise ainus viis reaalsektori otsene laenamine välismaistest finantsasutustest.

1996.–97. aastal peegeldas väliskapitali sissevool enamasti pankade aktiivset laenamist rahvusvahelistelt turgudelt ja pankadepoolset lisavahendite kaasamist sündikaatlaenude ning välismaiste võlakirjaemissioonide näol⁵. Ühelt poolt leevendasid välislaenu pangandussektori sõltuvust kodumaistest vahenditest, st pangandussektor finantseeris välislaenudega lõhet sisemaiste laenude ja sisemaiste hoiuste vahel. Teiselt poolt ei olnud reaalsektori ettevõtted tol ajal otselaenu saamiseks piisavalt usaldusväärsed.

Järgmistel aastatel keskendusid pangad oma varasemate väliskohustuste refinantseerimisele ning pankade osa täiendava väliskapitali kohalemelitamisel oli minimaalne. Seetõttu kahanes ka finantssektori poolt vahendatud väliskapitali roll Eesti majanduse finantseerimisel. Sellised trendid said alguse 1998.–1999. aastal ebasoodsate välisarengute tulemusena. Ometi ei pöördunud see trend tagasi väliskapitali suuremale kaasamisele finantssektori vahendusel ka 2000. ja 2001. aastatel, kui soodne väliskeskkond taastus. Peamine põhjus seisneb selles, et viimastel aastatel oli kodumaine

⁴ Kapitali sissevool reaalsektori välislaenude arvel on olnud praktiliselt stabiilne (4...5% SKP suhtes).

⁵ Näiteks pangandussektorisse tuli välismaiseid võõrvahendeid 1995. aastal 1,1 mld krooni, 1996. aastal 3,3 mld krooni ja 1997. aastal 11,3 mld krooni. Samal ajal tõusis pangandussektori poolt vahendatud kapitali väljavool välisaktivatesse 0,8 miljardilt kroonilt 1995. aastal 4,4 miljardi kroonini 1997. aastal.

säästmine olnud intensiivne. See vähendas finantssektori motivatsiooni pikaajaliste välisvahendite kaasamiseks finantssektorisse. Teiseks, välismaiste otseinvesteeringute pidev vool Eesti ettevõtetesse on parandanud reaalsektori võimet laenata otse välismaalt.

2.1.2. Finantssektor ja väliskapitali sissevool

Väliskapitali sissevool finantssektorisse on tihedalt seotud finantssektoripoolse likviidsuse juhtimisega. Eesti valuutakomitee rahapoliitiline raamistik on selliseid arenguid soosinud⁶. Rahapoliitilise raamistiku areng ja kodumaiste finantsturgude väiksus on soodustanud Eesti finantssektori integratsiooni välismaiste raha- ja kapitaliturgudega. Selle tulemusena on pankade välisreservide roll likviidsuspuhvrina tõusnud ja 1996.–1997. aastatest alates on pangandussektori likviidsuse juhtimises hakatud aktiivsemalt kasutama pankade välisreserve. Tihedam integreerumine välisvahenditega, välisreservide kasutamine likviidsuspuhvrina ja fikseeritud vahetuskurss on loonud vajalikud eeltingimused ka välismaiste rahapoliitiliste signaalide (eriti ankurvaluuta intressisignaalide) selgemaks kandumiseks kodumaisesse finantssektorisse (vt peatükk 3).

Lisaks eelnevale on finantssektori kapitalivood olnud suurel määral tingitud teistes Balti riikides tehtavast; selline seotus on muutunud paremini nähtavaks aga alates aastatest 1999–2000. Kapitalivoogude liikumist mõjutab see, et Eesti finantsettevõtetel on tüdarettevõtteid teistes Balti riikides, milledest nii mõndagi finantseeritakse Eestis asuvatest peakorteritest. Selle tulemusena on Eesti pangandussektor kasutanud väliskapitali nii aastal 2000 kui 2001, et finantseerida otseinvesteeringuid Läti ja Leedu pangandussektorisse. Samaaegselt ületas Eesti sisemine säästmine Eesti reaalsektorisse väljastatud laenude mahu. Veelgi enam, ka Eestis olevaid hoiuseid kasutati tegevuse finantseerimiseks teistes Balti riikides kui ühte võimalust investeeringuid mitmekesistada.

Analoogne lähenemine on iseloomustanud välisaktivate ja võõrvahendite juhtimist kogu finantssektoris. Ühest küljest on Eesti pangad kaasanud suhteliselt suures koguses välismaiseid kohustusi. Samal ajal kasutavad pangad välisreserve peamise likviidsusjuhtimise instrumendina, finantseerivad Eesti kaudu tegevust Balti riikides ja investeerivad väga erinevatesse välisvaradesse. **Seetõttu ongi Eesti pankadel suhteliselt suur brutosaldo nii välisvarade kui ka väliskohustuste osas.**

Sellised erinevused väliskapitali bruto- ja netovoogude ning saldode vahel on iseloomulikud kõikidele Eesti-suuruse väikeriigi majandussektoritele. Esiteks, arvestades Eesti finantsturgude väiksust ja finantsinstrumentide kättesaadavuse piiratust, tuleb Eesti investoril oma investeeringuportfelli mitmekesistamiseks lisaks Eesti varadele kaasata ka märkimisväärne kogus välisvarasid. Teiseks on Eesti investoritel teatav eelis investeerides välisbörsil noteeritud Eestisse suuri otseinvesteeringuid teinud välisfirma aktsiatesse. See võib olla põhjustanud teatud kapitalivooge vastupidises suunas, kus

⁶ Kõige olulisemateks rahapoliitilisteks instrumentideks on kohustuslik reserv ja piiramatu euroala valuuta vahetamine kroonideks ja tagasi ilma ostu- ja müügihindade erinevusteta. Aastast 2001 võivad krediitiasutused osaliselt täita kohustusliku reservi arvestamise nõuet teatud tüüpi võlakirjadega.

kapitali äravool Eestist on Eestisse tulevate otseste välisinvesteeringute voo ümber pööranud. **Seega on kodumaist finantsturgu äärmiselt keeruline piiritleda.**

2.2. Finantssektori vahendajaroll

Eelmist peatükki kokku võttes võib järeldada, et majanduse finantseerimise põhialuseks on pangandussektor, rahvusvahelised kapitalivood ja vähemal määral väärtpaberiturg ning liising. **Realsektori võlgatekitavas finantseerimises on välisfinantseerimise osatähtsus umbes 50%, ilma kontsernisest laenudeta (st otseste välisinvesteeringute voogudeta) on see 25%.** Teisalt tuleb Eesti ettevõtete võlgatekitavast finantseerimisest pool pankadest ja üks neljandik teistest Eesti finantssektori osadest. Kui firmasid finantseeritakse ka kodumaise finantssektori teistest segmentidest – liisingu ja väärtpaberituru kaudu, siis kodumajapidamisi finantseeritakse peamiselt pangalaenudest (85% võlgadest). Kodumajapidamiste võlakohustus on suhteliselt väike, nende võlg moodustab vaid 10% SKP suhtes.

Pangavarade kasvuga kaasneb finantseerimine, kuna kaasatakse vahendid majandusagentidelt ja vahendatakse erinevatele sektoritele. Eestis on peamiseks säästmisviisiks hoiustamine. Pankade võõrvahendid kokku moodustavad 61% SKP suhtes, millest umbes 30% on mitteresidentide hoiused ja välismaistest finantseerimisasutustest võetud laenud. Alates 1997. aastast on pangad äärmiselt aktiivselt laenanud ka täiendavaid vaheneid rahvusvaheliselt turult. Need moodustasid rohkem kui 30% kogu võõrvahenditest aastatel 1997–1999. Sellise finantseerimisviisi osatähtsus on siiski hakanud kahanema ja 2001. aastal oli sündikaatlaenude ja välismaiste võlakirjaemissioonide osakaal umbes veerand võõrvahenditest.

Viis aastat tagasi jagunesid hoiused kolme võrdsesse gruppi: eraisikud, ettevõtted ja muud. Viimastel aastatel on kiirelt kasvavad eraisikute hoiused muutunud pankadele tähtsamaks finantseerimise allikaks. 2001. aasta juuni lõpuks ületasid eraisikute hoiused 25% kõikidest võõrvahenditest, kusjuures ettevõtete hoiused langesid alla 20%.

Pankade konservatiivsest hoiakust ja kõrge kohustusliku reservi nõudest tingituna investeeritakse ligikaudu 30% varadest likviidsetesse instrumentidesse keskpangas ja välismaal. Välislaenamise tõttu ületavad pankade väliskohustused välisvarasid. Siiski on erinevus pankade väliskohustuste ja välisvarade vahel väga väike ja saldo on suurel määral tasakaalustunud alates 2000. aastast. **See tähendab, et ka pankade residentide poolt kaasatud raha on võrdne neile antud laenudega.** Umbes 60% pankade varadest investeeritakse kodumaisesse reaalsektoris, kolmandik sellest liisingühingutest tütarettevõtete kaudu. Teisisõnu, Eesti reaalsektori ja valitsussektori hoiused on laenatud: ettevõtetele (68%), eraisikutele (27%) ja avalikule sektorile (5%). Olukorras, kus on tegemist kodumaiste lühiajaliste võõrvahenditega ja pikaajaliste varadega ning välisvarade ja –kohustuste puhul vastupidi, aitab välisrahade ja investeeringute kasutamine vähendada pankade varade ja kohustuste tähtaegadevahelisi erinevusi.

Nagu eelpool kirjeldatud, on liisingühingutest saanud pankadele oluline krediidikanal, peamiselt ettevõtetele laenu andmisel. Muudatused sisemaises säästmises ja hoiuste kasv on toonud kaasa olulise struktuurinihke liisingühingute finantseerimisel. Aastatel 1997–1999 tuli

liisingühingute lisafinantseering rahvusvaheliselt turult sündikaatlaenude ja võlakirjaemissioonide näol. Viimastel aastatel on liisingut täielikult rahastanud emapangad.

Tabel 8. Pankade nõuded ja kohustused, liisingfirmade nõuded majandussektorite suhtes (% SKP suhtes)

	1996	1997	1998	1999	2000	Juuni 2001
Pankade nõuded						
ettevõtetele	15%	19%	18%	17%	17%	17%
finantsinstitutsioonidele	5%	5%	6%	8%	12%	14%
kodumajapidamistele	3%	6%	6%	7%	8%	8%
mitteresidentidele	7%	12%	9%	11%	2%	17%
Pankade kohustused						
ettevõtete ees	9%	11%	10%	12%	13%	14%
finantsinstitutsioonide ees	8%	11%	11%	13%	16%	18%
kodumajapidamiste ees	5%	5%	3%	2%	3%	4%
mitteresidentide ees	8%	20%	16%	18%	19%	20%
Liisingu kohustused						
ettevõtete ees			10%	10%	12%	12%
kodumajapidamiste ees			1%	1%	2%	3%

Vaatamata sellele, et institutsiooniliselt domineerivad finantssektoris pangad, on ka Eesti väärtpaberiturul oluline finantsvoogude vahendajaroll erinevate majandussektorite vahel. 1990ndate aastate alguses oli pankadel palju tähtsam roll kohalike ettevõtete rahastamisel. Alates 1996. aastast on väärtpaberiturust saanud ka kapitali kaasamise vahend, kõigepealt selliste majandusharude jaoks, kus kapitali kaasamine on paindlikum (finantseerimisasutused) või krediidirisk suhteliselt madalam (kohalikud omavalitsused ja suurettevõtted).

Ometi on võlakirju kasutatud finantseerimisel suhteliselt tagasihoidlikult ning kohalike ettevõtete poolt emiteeritud võlakirjade maht moodustab alla 3% SKP suhtes ja alla 10% kogu väärtpaberituru käibest. Kuna valitsuse eelarve on olnud enam-vähem tasakaalus, siis ei ole olnud vajadust ka valitsuse võlakirjade emissioonil. Kodumaise reaalsektori ettevõtted on kohalikul võlakirjaturul emitentidena välispankade järel teisel kohal. Lisaks kasutavad mõned ettevõtted rahvusvahelisi turge alternatiivina võlakirjade emiteerimiseks. Seetõttu on kodumaise võlakirjaturu suurust äärmiselt keeruline mõõta.

Tabel 9. Erinevate finantssektori osade nõuete struktuur kohaliku reaalsektori suhtes

	1997	1998	1999	2000
Pangandus	91%	43%	50%	43%
Liising	5%	9%	17%	21%
Aktsiaturg	2%	45%	26%	33%
Võlakirjad	2%	3%	7%	3%

Avatud majanduse puhul on välisinvestorite roll väärtpaberiturul oluline. Eesti ettevõtete poolt emiteeritud võlakirjade ja kaubeldavate aktsiate koguväärtus on umbes 40% SKP

suhtes, sellest enam kui 65% on saadud välisfinantsinvestorite arvelt. Rahvusvahelise investeerimispositsiooni alusel ületavad mitteresidentide investeeringud Eesti kapitaliturule Eesti residentide investeeringud välismaistesse väärtpaberitesse.

Universaalpanganduse mudelile tuginevas finantssektoris on reaalsektori kõige olulisemaks rahastamise allikaks pangalaenu. Viimase viie aasta jooksul on pankade ja nende tütarliisingühingute nõuded Eesti reaalsektori ettevõtete ja kodumajapidamiste suhtes kasvanud 25%lt SKP suhtes 40%le⁷, mis iseloomustab finantssüvenemisprotsessi. **Pangandussektori suhteliselt suur kontsentratsioon (alates aastast 1999) on alandanud puhasingressi marginaale ning ettevõtted on aktiivselt kasutanud võimalust kaasata raha välismaalt, kas otseselt välisinvesteeringutena või laenukena. See on asetanud Eesti finantssektori suuremasse konkurentsi.**

Taustinfo 1. Finantssüvenemine – konvergensti ilmingud

Finantssüvenemist iseloomustab laiemas mõttes reaalsektori dünaamika konsolideeritud finantssektoris ja finantsturgude laienemine. Finantssüvenemise protsess Eestis on sõltunud väliskapitali sissevoolust, hinnatasemest ja sissetulekute dünaamikast. Üks võimalus mõõta finantssüvenemist on seda teha läbi laiemat rahaagregaadi kasvu, aga ka väärtpaberituru mahu ja likviidsuse suurenemise.

1990ndate aastate alguses oli finantssüvenemise tase suhteliselt madal ja pankade varade suhe SKPsse oli alla 40%. Varade kasvu finantseeriti põhiliselt 1990ndate alguses pankadesse paigutatud hoiustest. Üleminekuperioodi jooksul on Eesti läbi teinud mitu panganduskriisi, mille jooksul enamus riigile kuulunud pankadest kas läksid pankrotti või likvideeriti. Seega kujunesid pankadesse deponeeritud vahendid peamiselt uutest säästudest ja plaanimajandusest pärinevate nõuete osakaal on olnud suhteliselt madal. Selle perioodi jooksul toetus finantssüvenemise protsess peamiselt suhtelise hindade korrigeerimisega seotud hinnataseme konvergenstile.

Muutus protsessis toimus 1996. aasta lõpul, kui pankade laenuportfell hakkas kiiresti kasvama ja pankade varade suhe SKPsse ületas 60%. Esimesel etapil toetas kiirenemist pankade välislaenamist ja teisel etapil kodumaiste hoiuste kasv. 1997. aastal kasvasid reaalne sisemine koguprodukt ja nominaalpalk vastavalt 10,4% ja 19,7%, peegeldades kiirenenud konvergenstiprotsessi. Samal ajal muutus aga veelgi olulisemaks sissetulekute taseme konvergenst.

1996. aastal muutus ka väärtpaberiturg ettevõtetele tähtsaks kapitali kaasamise vahendiks ja väärtpaberituru instrumendid hakkasid etendama olulist rolli finantssüvenemises. Kaubeldavate väärtpaberite mahu suurenemine ja börsiindeksi järsk kasv viisid aktsiaturu kapitalisatsiooni 50%ni SKP suhtes. Algasfaasis peegeldas aktsiahindade kasvukiirus ettevõtete väärtuse konvergensti. Esialgset ettevõtete väärtuse allahindlust ilmestab olukord, et 1996. aastani sisenesid bilansilise väärtusega aktsiad turule.

⁷ Pankade laenuportfelli suhe SKPsse on Soomes 58% (aastal 2000) ja Euroopa Liidus keskmiselt umbes 100%.

Vahetult peale Aasia ja Vene kriise oli finants süvenemine tagasihoidlikum. Finantsvarade kasvukiirus oli võrdne sisemajanduse nominaalse koguprodukti kasvutempoga, muutudes väärtpaberiturul aktsiahindade languse tõttu isegi negatiivseks. Viimase kahe aasta jooksul on finantsvarade kasvutempo ületanud sisemajanduse nominaalse koguprodukti kasvutempot, seega on finants süvenemine jätkunud. Seda on soodustanud suhteliselt kiire hoiuste kasv ja sellest tingitud laenuportfelli suurenemine. 2001. aasta juuni lõpus olid pankade varad üle 71.5% SKP suhtes⁸. Kui 1990ndate aastate alguses oli finants süvenemine suuremas sõltuvuses hinnataseme konvergenstist, siis viimase nelja aasta jooksul on juhtivat rolli etendanud sissetulekute konvergenst.

3. Rahapoliitika ülekandeprotsess Eestis – empiirilised tõendid

3.1. Välismaiste intressimäärade ülekandumine Eestisse – pankadevaheline rahaturg

Eesti rahasüsteemi põhitunnusteks on: (1) fikseeritud vahetuskurss, (2) aktiivse rahapoliitika puudumine ja (3) kapitali liikumise piirangute puudumine. Seetõttu on esimeseks lüliks välisintressimäärade ülekandumisel Eestisse seos sisemaiste ja välismaiste rahaturgude vahel.

Eesti rahaturgu saab juba täna pidada üpris rahvusvahelistunuks: Talibori noteerivate pankade hulka kuuluvad lisaks kolmele suurimale sisemaisele pangale ka kaks välismaist (Skandinaavia) panka. Ka Eesti valuutakomitee operatsiooniline raamistik soodustab kommertspankade likviidsuse juhtimisel välismaistele (Euroopa) rahaturgudele tungimist. Seda toetab valuutakomitee operatsioonilises raamistikus pakutav piiramatu ja tasuta valuuta ostu-müügi püsivõimalus.

Lisaks eelpooltoodule selgub analüüsides kodumaiste kommertspankade lühiajalisi (kuni kolme kuu pikkuse tähtajaga) nõudeid krediidasutustele, et ligi 90% tehingutest on tehtud mitteresidentidega⁹. Üsna sarnane, kuid pisut muutlikum pilt avaneb ka kommertspankade lühiajaliste kohustuste poolel – mitteresidentidest partnerite osakaal lühiajalistes rahaturu tehingutes on viimase kahe aasta jooksul kõikunud 97% ja 60% vahel (vt Lisa: statistilised andmed, joonis 12 ja 13). Seega on välismaised partnerid Eesti rahaturul üpris aktiivsed osalised.

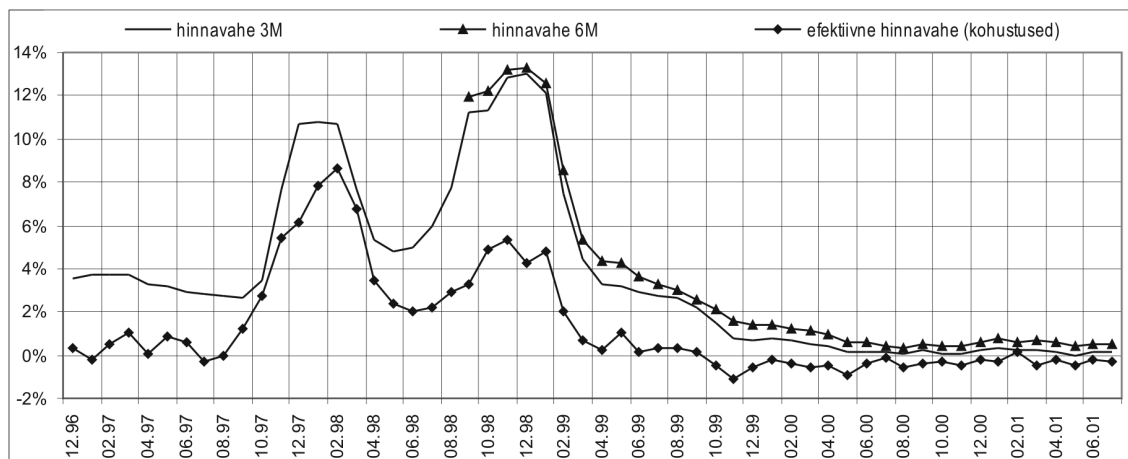
⁸ Pankade koondvarad moodustasid 102% SKP suhtes Soomes (aastal 2000) ja keskmiselt umbes 200% Euroopa Liidus.

⁹ 2000. aastal oli mitteresidentide osakaal 88,6%. 2001. aasta esimese seitsme kuu jooksul tõusis see 93,3%ni.

3.1.1. Lühiajalised intressimäärad

Kodu- ja välismaiste (kolmekuuliste) rahaturu intresside noteeringute vahe (spread) on pikema perioodi jooksul selgelt langenud¹⁰. Kahjuks moonutavad seda protsessi märkimisväärselt 1997. ja 1998. aasta šokid. Nendest šokkidest hoolimata on pikaajalises perspektiivis võimalik märgata selget ja püsivat kodu- ja välisintresside noteeringute vahe alanemist. Keskmiselt on see ühe kuu jooksul alanenud seitsme baaspunkti võrra (või 83 baaspunkti aastas, kui kasutada taolise hinnangu andmiseks lihtsat lineaarset trendikõverat). Kuigi mõnedel šokiperioodidel kaldub noteeringute vahe lihtsustatud trendist oluliselt kõrvale, toetab ka noteeringute efektiivse hinnavahe võrdlus kodu- ja välismaiste intresside erinevuse kahanemiseväidet (vt joonis 2)¹¹.

Kui rääkida kodumaise ja välismaise rahaturu intressimäärade efektiivsusest ja nende lähenemisest tänu arbitraažile, siis võib väita, et arbitraaživõimalused praktiliselt puuduvad. Peale 2000. aasta augustit ei erine Eesti kommertsbankade (noteeritud ja efektiivse) kolmekuuse hoiuse intressimäärade ja Euroopa pankadevaheliste laenuintressimäärade vahe enam oluliselt. Kõrgemad kodumaised laenuintresside noteeringud (enamasti üks protsendipunkt rohkem kui hoiustel) peegeldavad siseturu loidust. Eesti ja Euroopa intresside selline konvergens näitab, et välismaise rahaturu dünaamika kandub kodumaisele rahaturule otse edasi. **Kodu- ja välismaiste laenuintressimäärade edasine konvergens** sõltub juba kodumaise rahaturu konkurentsivõimelisusest.



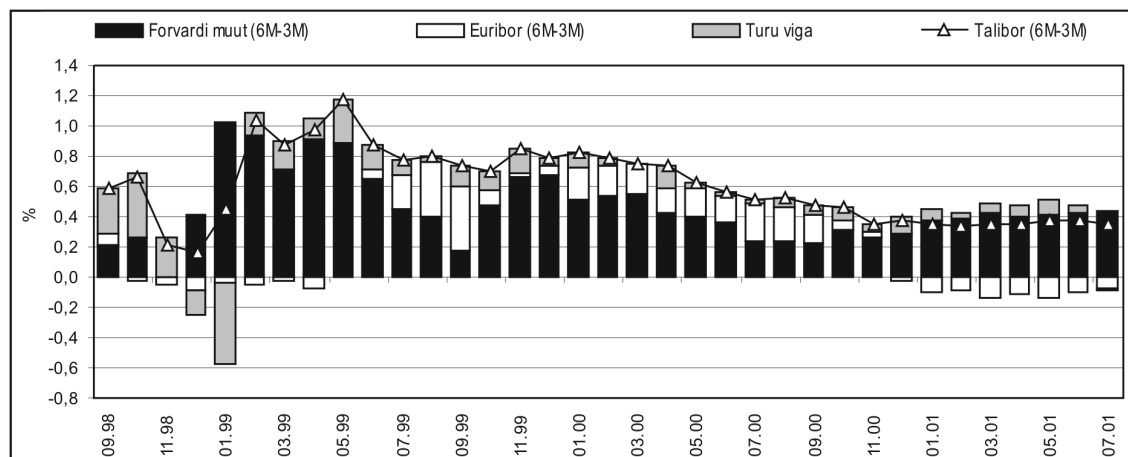
Joonis 2. Eesti krooni ja euro rahaturu intressimäärade hinnavahe

Enne 2000. aasta keskpaika oli keerulisem eristada intressierinevuse vähenemist ning välismaiste intressimäärade ja rahaturušokkide ülekandumist. Isegi kui eeldada noteeringute vahe pikaajalist kahanemist, on šokkidest tulenevate mõjude eristamine siiski võimatu. Oli ju 1997. ja 1998. aasta Aasia ja Vene kriisi šokkide ulatus mitmeid kordi suurem kui on olnud Euroopa rahaturult lähtuvad impulsid. Tulevikus võib loota

¹⁰ Talibori noteerimist alustati 1996. aasta alguses.

¹¹ Siin on tegemist suhteliselt suurte kõikumistega, sest turul on väike arv kommertsbanku ja laenavate pankade grupp erinevatel perioodidel ei ole homogeenne.

siiski Euroopa rahaturu intressimäärade üks ühele ülekandumist ning kodumaiste hoiu- ja laenuintressimäärade vahe edasist kahanemist rahaturul.



Joonis 3. 3 ja 6 kuu Talibori muutude struktuur

3.1.2. Pikaajalised intressimäärad – tulukõvera problemaatika

Tehniliselt koosneb kodumaise rahaturu tulukõver Euroopa tulukõverast ning Eesti krooni tulevikutehingute noteeringute diferentsiaalset (vt joonis 3). Viimane peegeldab Eesti ja euroala vahelist riskipremiat. Ülaloodud “tehnilise” tulukõvera ja tegelike rahaturu noteeringute vahelise erinevuse väiksus näitab kodumaise rahaturu efektiivsust¹². Selline indikaator Eesti rahaturu noteeringute efektiivsuse kohta on Vene kriisi mõjude hajumise järel pidevalt alanenud ning olnud alates 1999. aasta teisest poolest kuni praeguse hetkeni suhteliselt stabiilne. **Nendest tendentsidest võib järeldada, et perioodidel, mil valuuta tulevikutehingute turult tulenevad täiendavad surved puuduvad, jälgib kodumaise rahaturu tulukõver Euroopa suundumusi üsna täpselt.**

3.2. Intressisignaali ülekandumine reaalsektori intressimääradesse

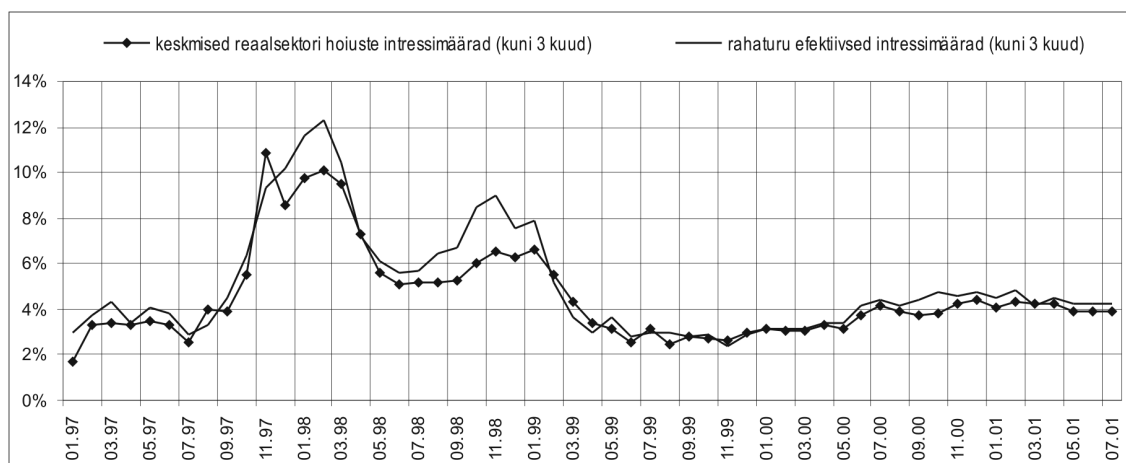
Eesti ülekandemehhanismi üheks kriitiliseks küsimuseks on kodu- ja välismaiste rahaturgude roll reaalsektori intresside määramisel. Kui rahaturge kasutatakse ainult/enamasti likviidsuse juhtimise eesmärgil, siis ei pruugi sealsete intressimäärade arengusuunad tingimata reaalsektori intressimääradesse üle kanduda. Kui neid turge kasutatakse aga ka reaalsektori laenude finantseerimiseks vajalike uute vahendite kaasamisel, peaksid arengusuunad neil turgudel reaalsektori intressimääradesse ka palju otsemalt üle kanduma.

Kodumaise rahaturu rolli väljaselgitamiseks saab kaudse hinnanguna võrrelda kodumaiste hoiuste ja välisfinantseerimise hindu. Kui need intressid liiguvad koos, siis

¹² Usaldusväärset efektiivset tulukõverat ei ole võimalik arvutada, kuna pikemaajalisi kui kolmekuiseid lepinguid esineb harva ja homogeensuse probleem kerkiks veelgi drastilisemalt esile.

võib välismaiste rahaturgude ja kodumaiste hoiuste teel toimuvat finantseerimist lugeda teineteise asenduskaupadeks ning monetaarmõjude ülekandumine reaalsektoris vastavate intresside kaudu peaks olema märkimisväärne. Kui lisaks õnnestub leida otsene side kodumaiste ja välismaiste rahaturuintresside vahel, oleks tegemist otsese ülekandekanaliga rahaturult reaalsektori intressimääradesse.

Eesti näite puhul on selgelt eristatav rahaturu efektiivsete intressimäärade¹³ dünaamika sarnasus kodumaise reaalsektori kuni kolmekuiste kroonihoiuste intressimääradega (vt joonis 4). See järeldus toetab hüpoteesi kodumaiste hoiuste ning välis- ja kodumaiste rahaturgude kaudu toimuva finantseerimise vastastikusel asendatavusest¹⁴. Seega sõltuvad kodumaiste hoiuste intressimäärad tugevalt välismaistest intressimääradest ning lisaks ka nendest monetaaršokkidest, mis suruvad rahaturu intressid välisintressidega konvergeerumisest ajutiselt kõrvale.



Joonis 4. Rahaturu efektiivsed intressimäärad ja kodumaiste hoiuste intressimäärad

Teisisõnu saab kodumaiste hoiuseintressimäärade arengudünaamikat selgitada tuues võrdluseks nende sarnasuse kaubeldavate kaupade hindadega – mõlemal puhul on Eesti majandus hinnavõtjaks ning sisemaised hinnad kohanduvad vastavalt välistele arengusuundadele. Esineda võib lühiajalisi kõikumisi, kuid pikemas perspektiivis kõrvaldab arbitraaž erinevused.

Märksa keerulisem on **eristada välismaiste rahapoliitiliste sammude ja monetaaršokkide kandumist Eesti reaalsektori laenuintressimääradesse**. See on keeruline ka vaatamata eelpool toodud analüüsile, mis näitas välismaiste rahapoliitiliste signaalide kandumist kommertsbankade kohustustesse.

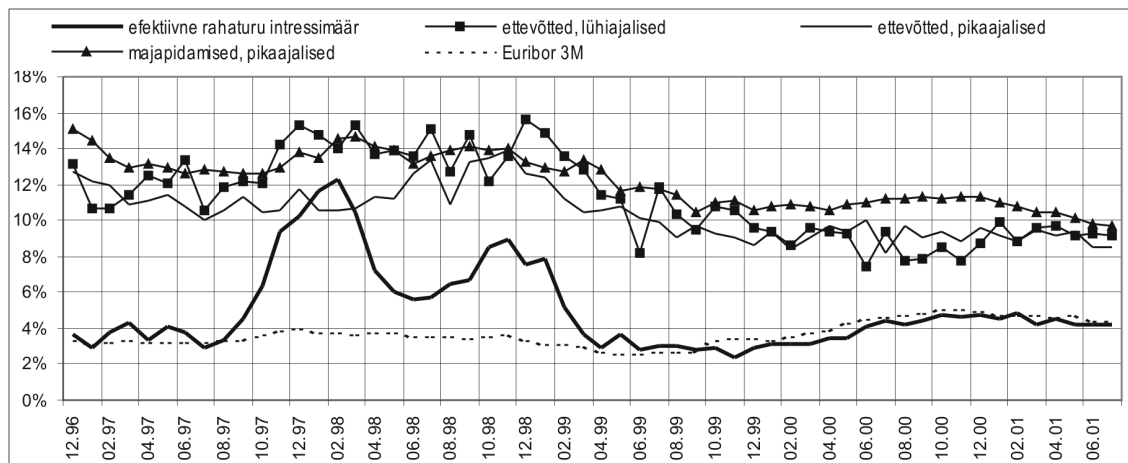
Peale viimast suurimat välisšokki 1998. aastal hakkasid Eesti reaalsektori laenude intressid alanema, sest nende hinnamarginaal hoiuste- ja rahaturuintressidega kahanes (vt

¹³ Rahaturu efektiivse intressina mõeldakse siinkohal tegelike rahaturutehingute põhjal välja arvatud intressimäär. Tänu Eesti rahaturu väiksusele võivad need intressid rahaturuintresside noteeringutest mõnevõrra erineda.

¹⁴ Selline korrelatsioon intressimäärade vahel on tegelikult isegi pisut suurem, kui kroonikohustusi ainult lähemalt vaadeldaks.

joonis 5). Laenuintresside suhteliselt järsk alanemine peatus alles 2000. aasta alguses. Täpselt samal ajal hakkasid aga Euroopa rahaturuintressid kasvama, kergitades ka Eesti rahaturuintresse. Sellel rahaturuintresside tõusuperioodil jäid reaalsektori keskmised laenuintressid aga suhteliselt stabiilseteks, seega laenuintresside erinevus võrreldes teiste kodumaiste intressidega jätkas alanemist. Tol perioodil oli ainukeseks kergelt kasvavaks olulisemaks laenuintressimääraks eraisikute pikaajaliste laenude intress.

Sellised vastassuunalised arengud reaalsektori laenuintressides (nii laenude baasintressides¹⁵ kui ka intressimäärade hinnavahes) teevad monetaarsignaalide laenuintressimääradesse ülekandumise protsessi olemasolu tõestamise ja/või selle tugevuse hindamise keeruliseks ja spekulatiivseks. On siiski üsna tõenäoline, et vaatlusalusel perioodil toimunud intressimarginaalide kahandamine tasandas Euroopa rahaturu intresside kasvutsüklit tulenevad võimalikud baasintresside tõusukatsed. Seda hüpoteesi toetab ka asjaolu, et arvutuslikes intressivahedes toimunud alanemine vaatlusalusel perioodil ei kiirenenud, vaid jätkas kergelt aeglustumist (Δ^2 hinnavahe < 0)¹⁶.



Joonis 5. Rahaturu efektiivsed intressimäärad ja pankade laenuintressimäärad

Ainsate reaalsektori laenuintressidena peegeldasid Euroopa rahaturu intressimäärade kasvu pikaajalised laenud kodumajapidamistele (see mõju oli siiski märksa väiksem intressi baasmäärade kasvust). See osa laenuagregaadist koosneb peamiselt hüpoteeklaenudest. Nende laenude ja Euroopa rahaturu intresside vaheline erinevus alanes vähem kui teiste reaalsektori intresside vaheline erinevus, toetades järeldust, et tegelikult kandusid Euroopa rahaturu intressimäärad täielikult kõikidesse Eesti reaalsektori intressidesse, kuid mõnel juhul on samaaegne intressivahede vähenemine varjutanud välisintresside otsest mõju kodumaiste intressimääradele. Kodumaiste laenuintresside arengu kohta tehtud järeldus toetab ka hüpoteesi, et Eesti reaalsektori hoiu- ja laenuintressimäärad lähenevad Euroopa reaalsektori hoiu- ja laenuintressimääradele (vt Lisa: statistilised andmed, joonised 15–17)¹⁷.

¹⁵ Reaalsektori laenude baasintressides sisaldub üpris sageli viide Euriborile.

¹⁶ Oletades, et tol ajavahemikul toimunud välismaiste rahaturuintresside kasv oleks pidanud olema märgatav ka Eesti reaalsektori laenuintressides, siis puhtmatemaatiliselt arvatud vahe peaks kasvama, mitte kahanema, nagu antud näite puhul.

¹⁷ Võrdluses kasutatud tarbijagrupid ei ole täpselt kattuvad.

3.3. Mõju reaalmajanduse aktiivsusele ja inflatsioonitempole

Reaalsektori laenuintressides toimuvad muutused on siiski suhteliselt väikesed, mistõttu nende mõju Eesti majanduslikule aktiivsusele on raskesti eristatav. Näiteks mõjutavad intresside ja majandusaktiivsuse vahelise protsessi toimimist otsesemalt või kaudsemalt ka nominaalne ja reaalne konvergens ning finantssektoris toimuvad struktuursed muudatused.

Nii näiteks loob reaalne konvergens olukorra, kus krediidiinõudluse kõver nihkub pidevalt paremale, sest üha rohkem majapidamisi ja ettevõtteid muutub “krediidikõlblikeks”. Lisaks võib fikseeritud vahetuskursi tingimustes välismaiste kõikumiste mõju suurendada Eesti inflatsiooni volatiilsust, mis omakorda suurendab ebakindlust inflatsiooniootustes, tehes seega ka reaalsete *ex ante* intressimäärade hindamise keerulisemaks. Volatiilsemad inflatsiooniootused võivad aga võimendada hinnakonvergensist tingitud “tavalist” inflatsioonierinevust (mille suuruseks hinnatakse praegu 2–3 protsendipunkti), tehes inflatsioonist reaalintresside ühe olulisema komponendi.

Finantssektori struktuursetest muutustest tingitud olulisim mõju rahapoliitika ülekandemehhanismile on käesoleval hetkel reaalsektori välismaise otsefinantseerimise ja liisingfinantseerimise osatähtsuse kasv (vt Lisa: statistilised andmed, joonis 14). Välismaine otsefinantseerimine, mis iseloomustab eelkõige avatud sektori ettevõtete finantseerimist, kahandab kodumaiste pankade võimalust sellele sektorile laenuintresse dikteerida.

Üks võimalus analüüsida monetaaršokkide ülekandumist reaalsektoris on uurida reaalsektori laenuintresside tulukõverat¹⁸ erinevates majandussektorites ning nende sektorite reageeringut selle indikaatori muutustele¹⁹. Teatud majandussektorites on selle indikaatori ja tulevase majandusaktiivsuse vahel täheldatav positiivse korrelatsiooni olemasolu. Osaliselt saab seda seletada sellega, et likviidsuskeskkond mõjutab lühiajalisi laenuintresse rohkem kui pikaajalisi. Halvenevas likviidsuskeskkonnas kasvab seetõttu lühiajaliste laenuintresside tase kiiremini (nii reaalselt- kui nominaalselt), kui pikaajaliste intresside oma. Seetõttu ongi täheldatav negatiivne korrelatsioon laenuintresside tulukõvera laugemaks muutumise ning tulevase kasvu vahel. Empiirilised hinnangud näitavad, et taoline seos on tugevam siseturule orienteeritud ettevõtete sektoris, kus otse välislaenamise osakaal on madalam.

Lisaks reaalsektori laenude tulukõvera mõjude analüüsimisele on Eesti Pangas empiirilisel uuritud ka rahapoliitika ülekandeprotsessi tervikuna. Selles uurimuses üritati eristada kodu- ja välismaiste intresside hinnaava muutumist baasintresside muutumisest.

¹⁸ Laenuintresside tulukõver on siinkohal defineeritud pikaajaliste (üle 5aastaste) ja lühiajaliste (1-2aastaste) laenuintresside omavahelise suhtena.

¹⁹ Agregeeritud laenuandmed pole eriti usaldusväärsed, sest pankade majandusliku ja rahalise ümberkujundamise protsessis ei ole kliendibaasi struktuur ja laenuühikud kogu perioodi jooksul homogeenid.

Välismaiste rahapoliitiliste signaalide (nii Euroopa Keskpanga rahapoliitiliste intresside kui ka muude väliste monetaaršokkide) ülekandumine Eesti reaalsektori intressidesse osutus mainitud uurimuse kohaselt suhteliselt kiireks – šokkide täielik mõju avaldus kiiremini kui kolme kuuga. Mainitud uurimuses eristati ka krediidikanali kaudu toimuvad efektid. Selle kanali kaudu toimuv mõju majandusaktiivsusele osutus šokiperioodidel samuti suhteliselt suureks.

Taustinfo 2. Tulukõvera määratlemine valitsuse väärtpaberituru puudumisel

Osaliselt valuutakomitee tingimustest tulenevate piirangute, kuid peamiselt siiski edukate majandusreformide tõttu on Eesti eelarvedefitsiit ja valitsuse laenamine olnud viimase kümne aasta jooksul Euroopa mõistes tagasihoidlik. Ka hiljuti valminud Eesti liitumiseelne majandusprogramm näeb muuhulgas ette, et valitsuse eelarve jääb keskpikal perioodil tasakaalu. Erandkorras on puudujääk lubatud tingimustel, et see võib tekkida vaid pensionireformi kuludest tingituna.

Ka Eesti üldine majanduspoliitika on toetanud valitsuse konservatiivset eelarvepoliitikat. Siinjuures on toeks olnud ka Eesti tugev finantssektor, mis mängib olulist rolli infrastruktuuri projektide finantseerimisel. Selliste majanduspoliitiliste suundumuste taustal näib, et valitsuse väärtpaberituru kiire edaspidine kasv pole samuti eriti tõenäoline.

Valitsuse pikaajalise väärtpaberituru puudumine tähendab, et Eestis puudub klassikaline “riskivaba” tulukõver. Siiski on Eesti krooni võlakohustuste maksumuse tuletamiseks Eesti finantsturul rida alternatiivseid võimalusi. Üks võimalusi Eesti krooni tulukõvera konstrueerimiseks oleks kasutada rahaturuinstrumente kuni üheaastase segmendi piires ja pikaajalisemate tähtaegade puhul Eesti krooni forvard-preemiaid valuuta tulevikutehingute turult ning ettevõtete pikaajalisemaid võlakirju. Valuutaturud Eestis on teiste turgudega võrreldes suhteliselt sügavad, samuti eksisteerivad igapäevased hinnanoteeringud kuni kolmeaastastele tähtaegadele.

Näitliku tulukõvera (või laenukõvera) saab tuletada ka pangalaenu intresside alusel. Empiiriline analüüs näitab, et iseäranis majandussektorite tasandil sisaldab Eesti laenukõvera dünaamika (muutused pikema- ja lühiajaliste intressimäärade hinnavahe) teavet ka *ex ante* arengutendentside kohta reaalsektoris. Ometi on taolise laenukõvera signaalide tõlgendamine pisut keerukas, sest sealsed nihked sõltuvad erinevatest nõudluse ja pakkumisega seotud teguritest. Pakkumisepoolsete tegurite hulka kuuluvad muutused riskide hindamises, fondide maksumuses, konkurents, jne.

On näha, et üldine likviidsusseisund mõjutab lühiajalisi laenuintressimäärasid rohkem kui pikaajalisi intressimäärasid. Lühiajalised laenuintressid reageerivad sise- ja välisšokkidele kiiremini ning on ajalooliselt järginud rahaturu intressimäärasid suhteliselt täpselt. Pikaajalised intressimäärad näitavad aga investeerimiskaupade finantseerimise maksumust. Viimase kolme aasta jooksul neis intressides asetleidnud rohkem kui kolme protsendipunktiline langus viitab majanduses toimuvatele jätkuvatele ulatuslikele struktuurinihetele.

4. Finantsstabiilsuse kaitse

4.1. Pangandussektori järelevalve

4.1.1. Praegune organisatsiooniline ülesehitus

Pangajärelevalve on Eestis arenenud koos pangandussektoriga ning viimaste aastate kiire konsolideerumisprotsessi tulemusena on saavutanud märkimisväärse rahvusvahelise taseme. Finantsturgude üha süvenev integratsioon, pankade kiire tehnoloogiline areng ja uute finantsinstrumentide kasutuselevõtt toovad pangajärelevalve jaoks kaasa nii uusi järelevalve aspekte kui uusi väljakutseid.

Kui varem teostasid Eestis finantsjärelevalvet kolm asutust: Eesti Panga Pangainspeksioon ning rahandusministeeriumi valitsusalas olevad Kindlustusinspeksioon ja Väärtpaberiinspeksioon, siis alates 1. jaanuarist 2002 tegeleb finantsjärelevalvega nende kolme asutuse ühendamisel loodud Finantsinspeksioon.

Finantsinspeksioon teostab sõltumatut järelevalvet riikliku finantsjärelevalve subjektide ning finantsinspeksiooni seaduses, krediidasutuste seaduses, kindlustustegevuse seaduses, kindlustusseaduses, investeerimisfondide seaduses, pensionifondide seaduses, väärtpaberituruseaduses ja Eesti väärtpaberite keskregistri seaduses ning nende alusel kehtestatud õigusaktides sätestatud tegevuse üle.

4.1.2. Uued aspektid pangajärelevalves

1996. aastal võeti kasutusele krediidasutuste konsolideeritud finantsaruannete ja järelevalve põhimõte. 1998. aastal asendati see märksa põhjalikuma konsolideeritud aruandluse regulatsiooniga. 1999. aasta juulis kehtima hakanud krediidasutuste seadus sätestas sellised usaldusnormatiivid, nagu kapitali adekvaatsus ja riski kontsentreerumise ning investeringute piirmäärad nii soolo kui konsolideeritud baasil. 2000. aastal loodi töögrupp, et parandada krediidasutuste kapitali adekvaatsuse ja riski kontsentreerumise olemasolevat raamistikku, võrreldes seda Euroopa Liidu direktiividega, Baseli Pangajärelevalve Komitee põhimõtete ja teiste riikide, eriti Suurbritannia, Soome, Hollandi ja Läti suunistega. Uued määrused rakendusid 2002. aasta algul.

2000. aastal kehtestati “Krediidasutuste avaliku aruande koostamise korraga” miinimumnõuded krediidasutustele nende juhtimist, riskiprofiili, majandustegevust ja -seisu iseloomustavate andmete avalikustamiseks. Selle korra väljatöötamisel arvestati Baseli Krediidasutuste Komitee soovitusi. Ühtsete avalikustamisnõuete eesmärk on suurendada turu läbipaistvust, usaldusväärsust, tugevdada distsipliini ning selgitada pangajuhtide rolli riskide juhtimisel, sest krediidasutuste juhid deklareerivad avalikult isiklikku vastutust informatsiooni õigsuse eest.

2001. aasta esimesel poolel viisid Rahvusvaheline Valuutafond ja Maailmapank Eestis läbi finantssektori hindamise programmi (*FSAP*). Selle käigus analüüsiti süvendatult pangajärelevalve tegevuse vastavust Baseli Pangajärelevalve Komitee 25 põhiprintsiibile.

Leiti, et oluliselt on tugevnenud nii pangajärelevalve seadusandlik ja regulatiivne raamistik kui ka administratiivne suutlikkus. Hinnangu järgi on kehtiv pangajärelevalve raamistik ebapiisav vaid järelevalvetöötajate juriidilise kaitse osas. Viimase vastavusse viimise lahendas riigivastutuse seaduse vastuvõtmine 2001. aasta kevadel. Missioon pidas prioriteetseteks ülesanneteks laenude klassifitseerimist ja laenude proviseerimist puudutavate regulatiivaktide kehtestamist, samuti suhete formaliseerimist teiste riikide järelevalveorganitega. Mõlemas valdkonnas toimus möödunud aastal oluline edasimineku²⁰.

4.2. Uue finantsjärelevalveasutuse loomine

Kolme finantssektori järelevalveorgani – Eesti Panga Pangainspektsiooni, Väärtpaberiinspektsiooni ja Kindlustusinspektsiooni – ühendamine Finantsinspektsiooniks toimus 9. mail 2001 vastu võetud finantsinspektsiooni seaduse ja praeguste finantsjärelevalveasutuste tegevust sätestavate seaduste muutmise alusel. Finantsinspektsiooni seadus jõustus 2001. aasta 1. juulil. Finantsinspektsiooni seaduse kohaselt on Finantsinspektsioon autonoomse pädevusega Eesti Panga juures asuv asutus.

Finantsinspektsiooni sõltumatust toetab ka organisatsiooni ülesehitus. Inspektsiooni juhtorganid – nõukogu ja juhatus – ei kuulu keskpanga juhtimishierarhiasse. Finantsinspektsiooni seaduse alusel on inspektsioonil oma eelarve, mis moodustub finantsjärelevalve subjektide poolt tasutavast järelevalvetasust. Finantsinspektsioon on sõltumatu institutsioon tehes ettepanekuid järelevalvet puudutavate õigusaktide kohta ja langetades otsuseid finantsjärelevalve subjektide kohta.

Finantsinspektsioon on halduslikult Eesti Panga juures asuv asutus ja paikneb samas hoonetekompleksis. Inspektsioon kasutab mitmeid Eesti Panga teenuseid (infotehnoloogia, haldusteenus), kuna see kärbib märgatavalt inspektsiooni ülalpidamiskulusid ja väldib ülesannete dubleerimist.

Peale Finantsinspektsiooni tegevuse alustamist teevad inspektsioon, rahandusministeerium ja Eesti Pank kirjaliku kokkuleppe alusel koostööd kriisijuhtimise vallas, õigusaktide eelnõude väljatöötamisel ning teabe vahetamisel.

Ühtse järelevalve loomise mõte oli tingitud finantskonglomeraatide otsustavast rollist finantsvahendusturul. Kuigi Eestis domineerib järelevalveorganite efektiivset koostööd eeldav universaalpanganduse mudel, näitas tegelik olukord ametkondadevahelise suhtluse nõrkust. Samuti tingis ümberkorralduse vajaduse mittepangandussektori kasvuga seotud järelevalve kvaliteet ning suutlikkus.

²⁰ Eesti Panga presidendi määrusega kehtestati “Laenude teenindamise miinimumnõuded ning ebatöenäoliselt laekuvate nõuete kuludesse kandmise kord”. Aastal 2000 allkirjastas Pangainspektsioon koostöömemorandumid Läti ja Leedu pangajärelevalveorganitega ja uuendas koostöömemorandumit Soome Finantsjärelevalvega. Lõpptapis on memorandumid sõlmimine Rootsi Finantsjärelevalvega, läbirääkimised toimuvad Venemaa ja Saksamaa pangajärelevalvetega.

4.3. Finantssektori turvavõrk

4.3.1. Valuutakomitee ja viimase instantsi laenaja funktsioon

Valuutakomitee tingimustes on viimase instantsi laenaja funktsioon piiratud välisreservidega, mis ületavad ringluses oleva Eesti krooni kattevara (st ületavad valuutakomitee kattevara). Mida suurem on kattevara ülejääk, seda usaldusväärsem on rahasüsteem. Praegu moodustab kattevara ülejääk 140 miljonit eurot, moodustades ligi 20% baasrahast ja 6% laiemast rahapakkumisest. **Praeguses olukorras ei ole viimase instantsi laenaja raamistiku puudumine süsteemi nõrkuse näitajaks. Vastupidi, see pigem suurendab valuutakomitee usaldusväärset ning on täiendavaks stiimuliks pankade riskiastme vähendamisele.**

Lisaks sularahale ja likviidsetele pankadevahelistele hoiustele on pangad säilitanud ka märkimisväärse likviidsuspuhvi investeringute näol välisriikide pikaajalistesse võlakohustustesse, millega moodustavad umbes 80% lühiajalistest võõrvahenditest. Selline konservatiivne lähenemine vähendab moraaliske ja peegeldab ka õppetundi, mis saadi kahe Eesti kroonile osaks saanud spekulatiivse rünnaku ajal, kui Eesti Pank jäi kindlalt valuutakomitee rangete reeglite juurde. Sellega on samuti seotud asjaolu, et välismaiste strateegiliste investorite omandus suurpankades vähendab vajadust viimase instantsi laenajaga seotud selgete tegevusjuhiste järele. Siiski ei tohi välisaktsionäride rolli ülehinnata.

Vaatamata formaalse raamistiku puudumisele on Eesti Pank mõnikord aktiivselt osalenud ebastabiilse finantsolukorra lahendamisel, andes likviidsusabi või osaledes pankade rekapiitalseerimises. **Siiski on keskpang iga üksikjuhtumit eraldi käsitletud, eesmärgiga vältida ühe panga probleemide kasvamist süsteemseks. Need episoodid ei ole avaldanud märgatavat mõju keskpanga liigreservidele.** Erakorralise laenu saamine keskpangast aitaks muidugi lahendada üksikute pankade likviidsusprobleeme ja hoiduda süsteemsetest likviidsuskriisidest, kuid samal ajal julgustaks ka panku võtma suuremaid riske. Eesti pangasüsteemi arengu seisukohalt kompenseerivad stabiilne rahasüsteem ja üldine finantssektori turvavõrk klassikalise viimase instantsi laenaja puudumise ja tagavad tõhusa ning usaldusväärse pangandussektori arengu.

4.3.2. Operatsiooniline raamistik

Institutsiooniline korraldus, operatsiooniline raamistik koos rahapoliitiliste instrumentidega ja usaldusnormatiivid aitavad vähendada süsteemse likviidsuskriisi ohtu, piirates samal ajal riiklike institutsioonide suvalist sekkumist. Reeglitel põhinev rahasüsteem, nt valuutakomitee, paneb suuremat rõhku operatsioonilise raamistiku sujuvale toimimisele ja mittesekkumisele. Likviidsusjuhtimise eesmärgiks on seega ennetada ja vältida võimalikku vajadust keskpanga poolt pakutava likviidsustoetuse osas. Likviidsussüsteemi mistahes täiendamisel tuleb lähtuda süsteemi usaldusväärsusest ja sujuvast toimimisest.

Valuutakomitee tingimustes peaks kohustusliku reservi nõue looma kommertspankadele piisavad likviidsuspuhvid, mis asendaksid viimase instantsi laenaja instrumendi ja teiste rahapoliitiliste vahendite puudumist. Kohustusliku reservi abil saab tagada automaatse juurdepääsu keskpanga likviidsustoele. **Kohustusliku reservi arvestatavus põhineb kuu keskmisel täitmisnõudel, olles seeläbi pankadele krooni likviidsuse allikaks.**

Võrreldes teiste üleminekumaadega on Eestis kohustusliku reservi määr suhteliselt kõrge – 13%. Lisaks raamistikus sisalduvatele suurtele likviidsuspuhvritele suudab kohustusliku reservi nõue teatud mõttes ka asendada viimase instantsi laenaja rolli, kui kohustusliku reservi nõuet osaliselt täita või vähendada keskpangapoolset nõuet. Sel juhul on karistusintress kohustusliku reservinõude mittetäitmise eest nagu keskpanga laenuintressimäär. Kohustusliku reservi väljatöötatud süsteem ei asenda siiski täielikult viimase instantsi laenaja funktsiooni, sest need täiendavad varad on osa pankade varadest.

Valuutakomitee tingimustes on viimase instantsi laenaja kasutamise üks suurimaid probleeme kõlblike tagatisvarade nappus. Viimane kohustuslike reservinõuete reform tõi kaasa kvaliteetsete likviidsete varade (vähemalt AA reitinguga eurovõlakirjade) omandamise pankade poolt. Praegune võimalus täita kohustuslikku reservi osaliselt kvaliteetsete välisvaradega (kuni 50% reservinõudest) aitab pankadel parandada oma likviidsusjuhtimist. Kohustusliku reservinõude reformi oluliseks eesmärgiks oli edendada integreerumist Euroopa ja kogu maailma finantsturgudega, mis toetab valuutakomitee latusat toimimist.

Arvestades asjaolu, et kohustuslikud reservid on arveldussüsteemi puhvriks, pakub Eesti Pank krediitiasutustele võimalust kasutada välisvarasid kodumaise likviidsuse juhtimiseks T+1 (erandjuhtudel T+0) põhimõtte alusel. Kuid selle võimaluse kasutamine viitab pigem panga likviidsusprobleemidele. Kaasnevad riskid, eriti usaldusvääruse alanemine, ei julgusta seega turuosalisi seda võimalust kasutama.

Operatsioonilist raamistikku saab veelgi muuta, kasutades laenamisel tagatisena kvaliteetseid välisvarasid. See on aga suunatud tulevikku ning seotud operatsioonilise raamistiku lähenemisega eurosüsteemile.

4.3.3. Kriisi ennetamine

Rahapakkumise piiritlemine keskpanga netovälisvaradega piirab erakorralise likviidsusabi andmise võimalust. Eelistatud on erasektori osalemine lahenduste leidmisel, lahendus aga sõltub suures osas konkreetsest olukorrast. **See on oluline süsteemsete probleemide korral.** Poliitikakujundamisel tuleb leida tasakaal ühelt poolt avaliku sektori ja erasektori rollide vahel ja teiselt poolt eelnevalt paikapandud raamistiku ning *ad hoc* lahenduse vahel.

Siiski on hädavajalik välja töötada kokkulepitud koostööraamistik, juhul kui peaks osutama vajalikuks tegelda maksevõime- ja likviidsuskriisiga panganduses. Minimaalselt peaks selline raamistik hõlmama infovahetust keskpanga, valitsuse ja järelevalve vahel.

Hädavajalik on finantsüsteemi arengute ja eelhoiatusnäitajate pidev analüüsimine, tugevate omanike olemasolu, korralikul tasemel riskijuhtimine pankades ning suured likviidsus- ja kapitalinõuded. Täiendatud on pankade aruandlussüsteemi eesmärgiga omada väga head ülevaadet pankade finants- ja eriti likviidsus seisundist. Eelpool mainitud kohustusliku reservi raamistikku võib käsitleda lühiajalise likviidsusabi allikana kogu süsteemi jaoks.

Süsteemskriisi korral sekkuvad nii valitsus kui keskpank finantsüsteemi kui terviku stabiilsuse kaitsmise huvides, nii nagu see juhtus 1998. aastal. Valitsusel ja keskpangal on piisavalt vahendeid ja tahet, et hoiduda süsteemsete kriiside avaldumisest. Kriisi lahendamine on kolmeastmeline: problemaatilise panga tegevuse lõpetamine; ühinemine, ülevõtmine või kapitali suurendamine erasektori poolt; ja lõpuks, vajadusel ka avaliku sektori sekkumine, mis on kõige viimane võimalus.

4.3.4. Hoiusekindlustus

1.oktoobril 1998 jõustunud hoiusekindlustust reguleeriva seaduse kohaselt loodi Hoiuste Tagamise Fond, mis baseerub *ex post* finantseerimisel. Hoiuste Tagamise Fondi varad moodustatakse krediitiasutuse ja välismaiste krediitiasutuste filiaalide asutamisel tasutavatest ühekordsetest maksetest ja kvartaalsetest osamaksetest, fondi vahendite paigutamisest saadavast tulust ja muudest laekumistest.

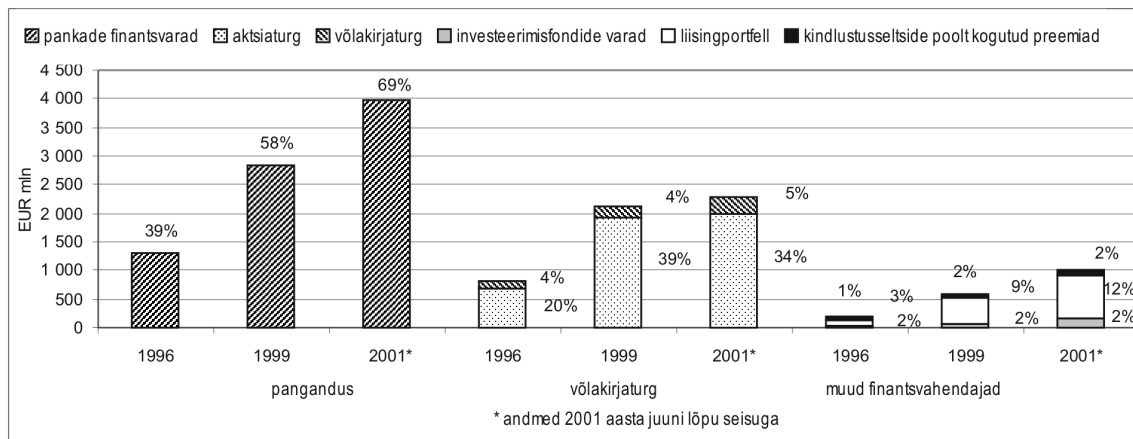
Kvartaalse osamakse suuruse otsustab Hoiuste Tagamise Fondi nõukogu. Maksimummääraks on 0,125% kvartalis krediitiasutuse või välisriigi krediitiasutuse Eesti filiaali poolt kaasatud hoiuste summast eelmise kvartali lõpu seisuga.

Fond hüvitab seadusega ettenähtud korras hoiused oma vara arvel. Fondi vara ebapiisavuse korral võtab fond laenu või taotleb Vabariigi Valitsuselt edasilaenatava laenu võtmist.

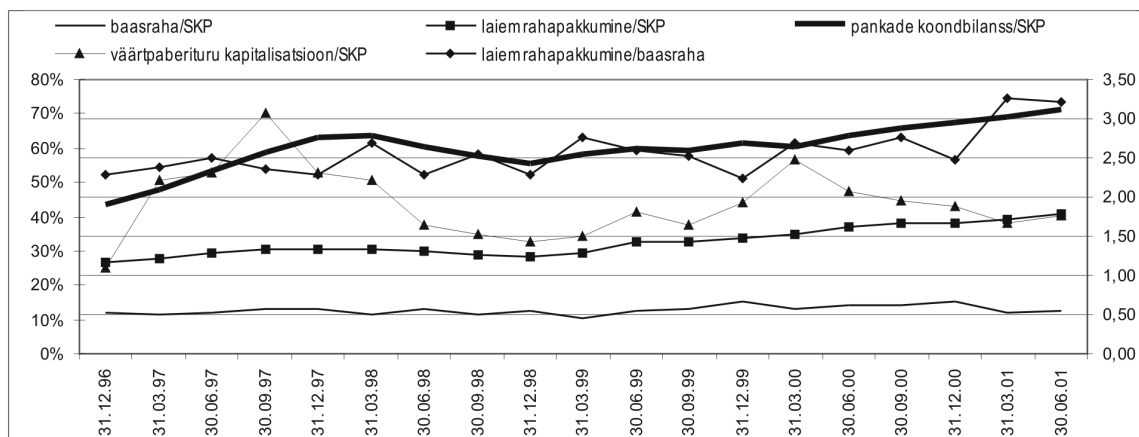
Fond hüvitab tagatud hoiused, kaasa arvatud arvestatud intressid, kuni 90% ulatuses. Praegu makstakse hüvitist maksimaalselt 40,000 krooni (2,556 eurot); Hoiuste Tagamise Fondi nõukogu on kiitnud heaks tähtajad ja graafiku Euroopa Liidu miinimumpiirmäära (20,000 eurot) rakendamiseks 2007. aasta lõpuks.

Senised kogemused näitavad, et hoiuste tagamise skeem toimib edukalt. Varsti peale seaduse jõustumist pankrotistusid kaks väikepanka ja Hoiuste Tagamise Fondil tuli maksta hüvitist mõlema panga hoiustajatele. Antud hetkel ei omanud fond piisavalt vahendeid kohustuste katmiseks (8,5 miljonit eurot) ning fond laenas kodumaiselt laenuturulult 4,8 miljonit eurot. Kaks aastat peale hüvitamise lõppu maksis fond tagasi viimase osa laenust.

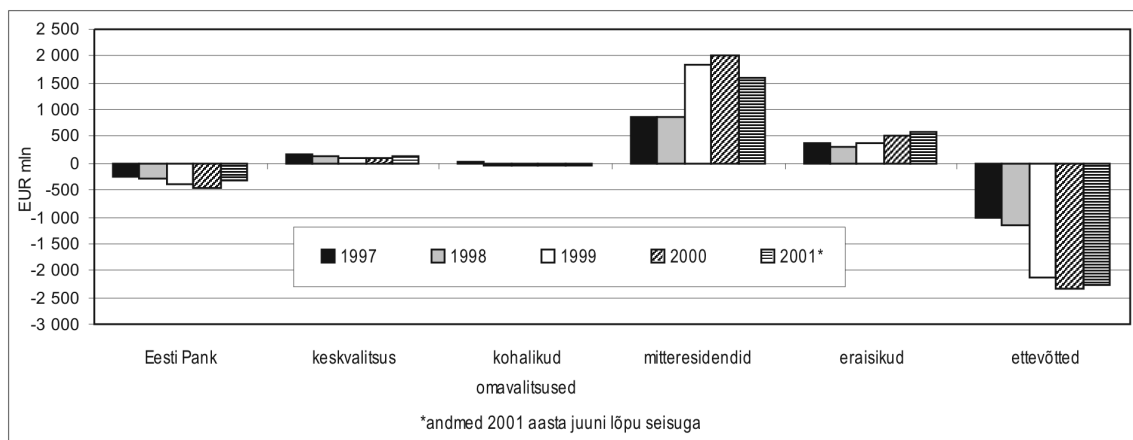
Lisa: statistilised andmed



Joonis 1a. Finantsvahenduse struktuur ja maht (mln EUR, % SKP suhtes)



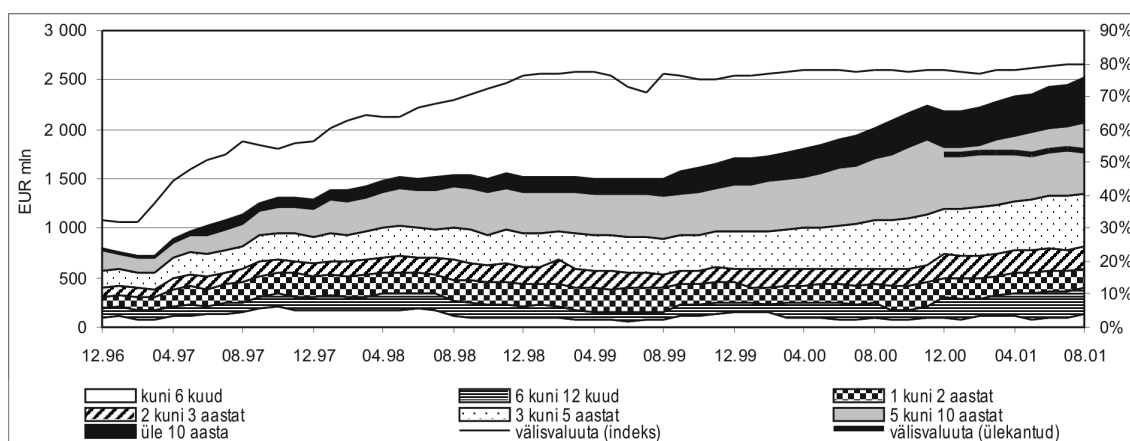
Joonis 2a. Finantsvarade suhe SKPsse ja rahakordistisse (laiem rahapakkumine/baasraha)



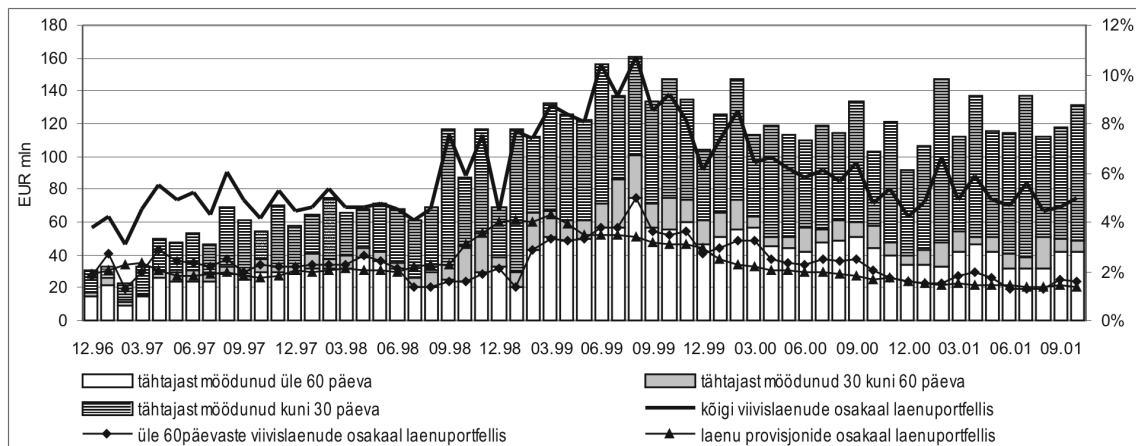
Joonis 3a. Majandussektori netopositsioon võrreldes finantssektoriga (mln EUR)

Tabel 1a. Kommertspankade bilanss (mln EUR)

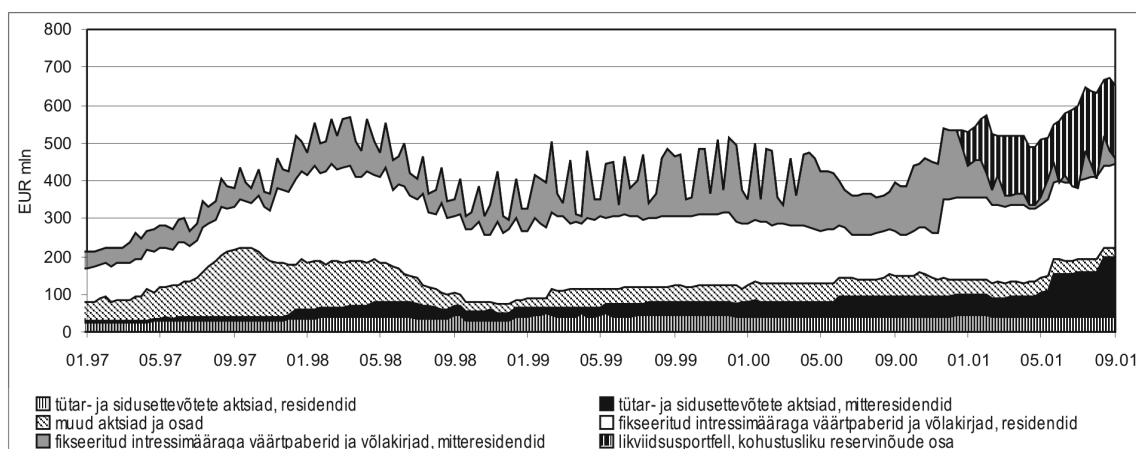
	31.12.96	31.12.97	31.12.98	31.12.99	31.12.00	30.06.01
Finantsnõuded	1 045,7	1 758,2	1 892,2	2 175,5	2 843,4	3 236,0
kodumaised	875,3	1 449,9	1 626,3	1 894,7	2 447,7	2 556,8
keskpangas olevad reservid	77,0	194,0	233,8	310,2	365,0	231,8
krediitiasutused	70,7	23,2	1,2	4,3	9,0	10,9
finantsinstitutsioonid	113,4	196,9	262,4	364,8	668,8	807,7
avalik sektor	10,9	12,9	13,4	32,1	55,2	61,2
ettevõtted	487,9	760,2	848,5	847,8	917,2	967,6
majapidamised	115,4	262,7	266,9	335,5	432,5	477,8
mitteresidendid	170,4	308,4	265,9	280,8	395,7	679,2
krediitiasutused	126,2	205,8	190,5	206,4	314,3	604,2
finantssektor	1,5	13,6	11,9	18,5	5,7	7,6
muud sektorid	42,6	89,0	63,4	55,9	75,7	67,4
Väärtpaperiportfell	222,5	544,5	405,6	495,3	532,0	578,7
residendid	153,3	360,3	271,3	242,4	287,8	279,1
mitteresidendid	69,2	184,3	134,3	252,9	244,2	299,6
Muud nõuded	198,3	290,9	322,3	337,5	319,9	296,8
Nõuded kokku	1 466,5	2 593,7	2 620,0	3 008,4	3 695,3	4 111,6
Finantskohustused	1 158,1	1 846,0	1 749,9	2 122,5	2 652,0	2 996,1
kodumaised	919,3	1 246,8	1 229,7	1 444,6	1 906,4	2 191,0
keskpank	3,1	1,5	0,9	0,7	0,5	0,5
krediitiasutused	66,6	29,1	0,8	5,9	11,4	19,3
finantsasutused	32,0	34,9	40,9	48,9	71,6	88,7
valitsuse laenu ja välisabifondid	63,1	47,2	35,5	34,5	28,7	25,0
avalik sektor	157,4	219,1	154,1	114,2	169,8	224,5
ettevõtted	317,4	462,7	486,6	595,5	734,0	803,5
majapidamised	279,9	452,1	510,9	644,8	890,4	1 029,5
mitteresidendid	238,8	599,2	520,2	677,9	745,6	805,0
krediitiasutused	131,0	400,4	340,5	392,1	388,9	380,2
finantssektor	1,3	4,8	49,3	45,2	53,1	50,3
muud sektorid	106,5	194,0	130,4	240,5	303,5	374,4
Emiteeritud väärtpaperid	34,2	261,0	250,7	225,2	331,9	348,3
residendid	4,3	23,6	12,8	28,6	27,6	10,1
mitteresidendid	29,9	237,4	237,9	196,6	304,3	338,1
Muud kohustused	115,0	145,3	119,9	121,9	180,5	170,3
Omakapital	159,1	341,4	499,5	538,7	530,9	596,9
Kohustused ja kapital kokku	1 466,5	2 593,7	2 620,0	3 008,4	3 695,3	4 111,6



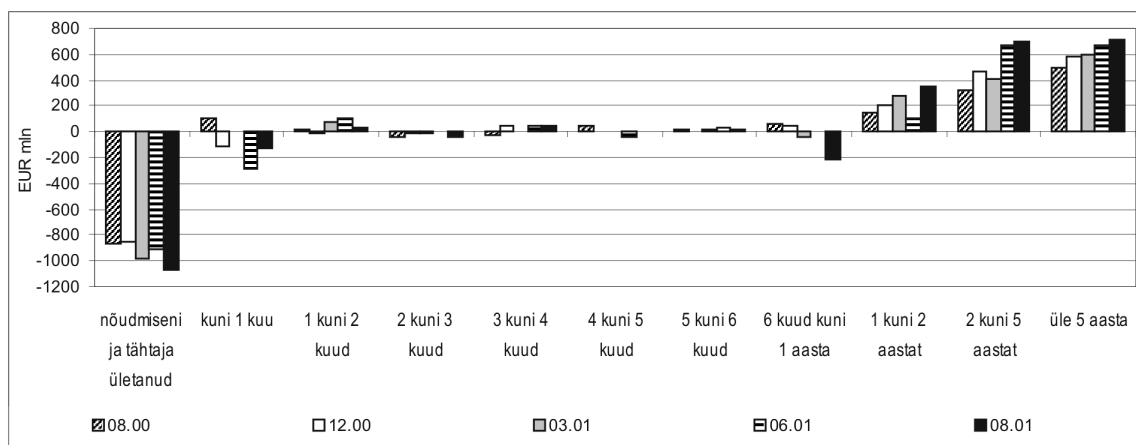
Joonis 4a. Pankade laenuportfell tähtaegade järgi (vasak telg) ja välisvaluuta-laenu osakaal (parem telg)



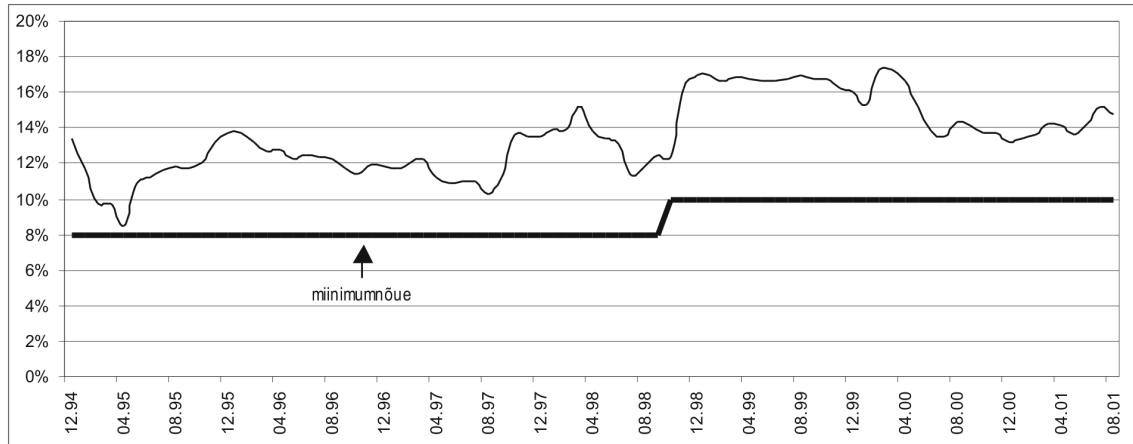
Joonis 5a. Pankade tähtaja ületanud laenud ja laenu provisjonid (mln EUR, % laenuportfellist)



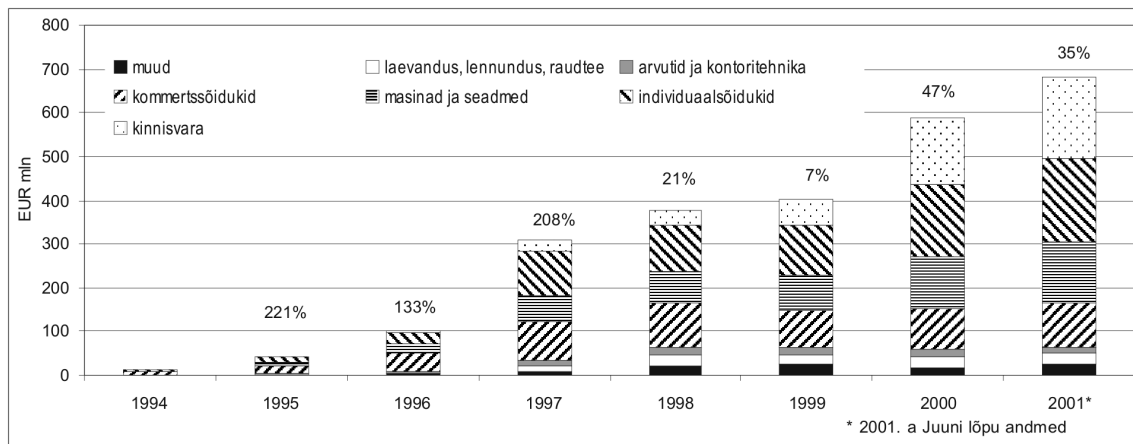
Joonis 6a. Pankade väärtpaberiportfell



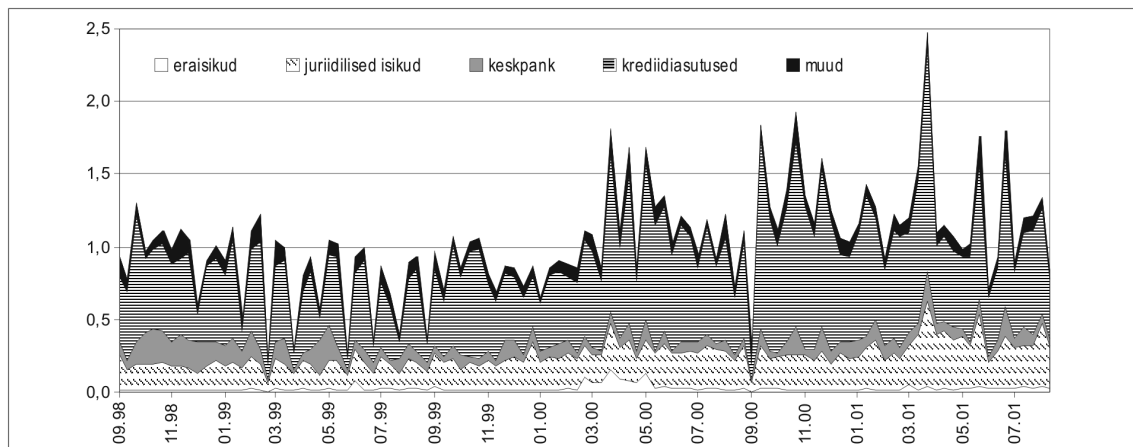
Joonis 7a. Pankade netopositsioon tähtaegade järgi



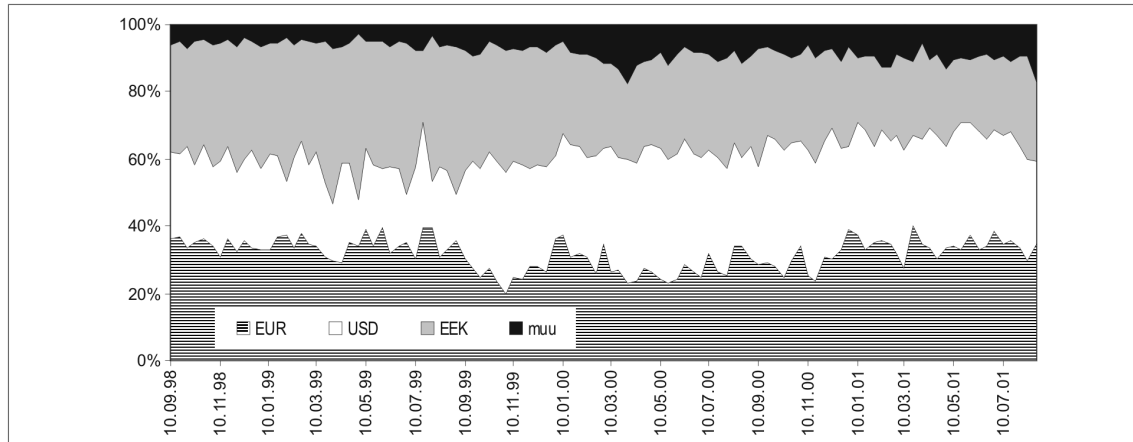
Joonis 8a. Pankade kapitali adekvaatsus



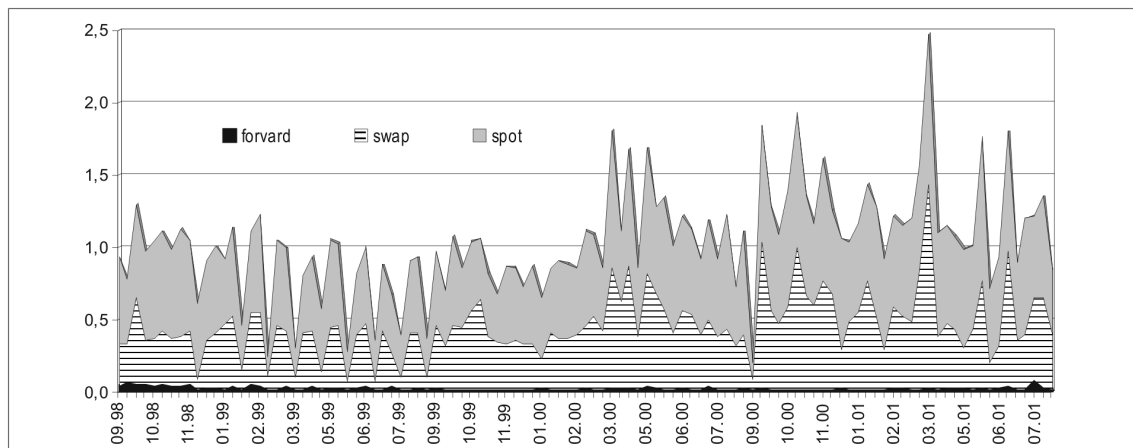
Joonis 9a. Liisingportfelli maht, struktuur ja aastane kasvumäär



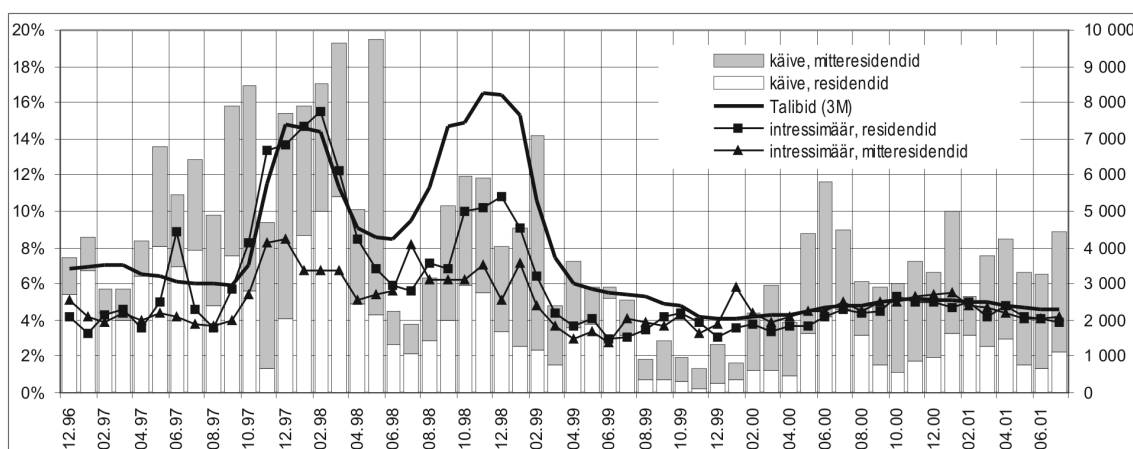
Joonis 10a. Eesti valuutaturu käive 10päevastes perioodides (mld EUR)



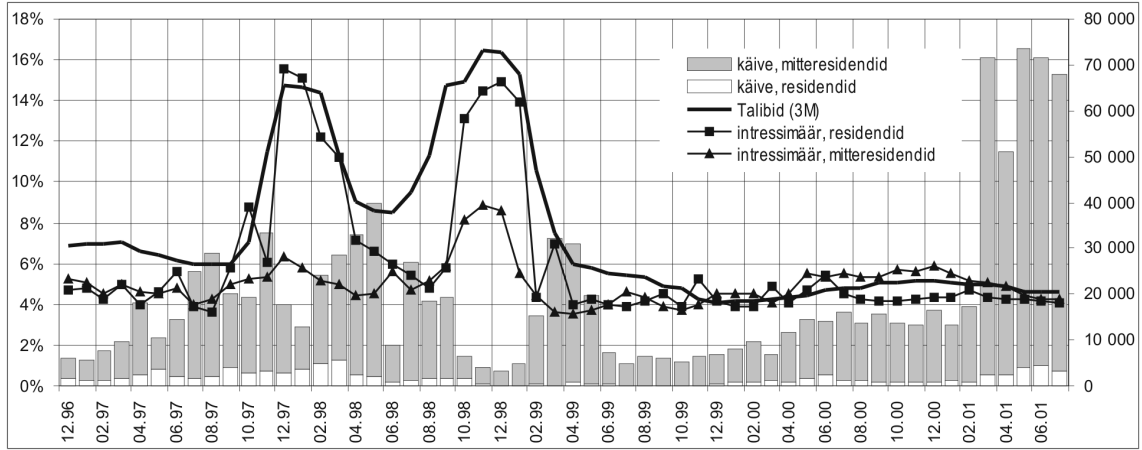
Joonis 11a. Peamised kaubeldavad valuutad Eesti valuutaturul



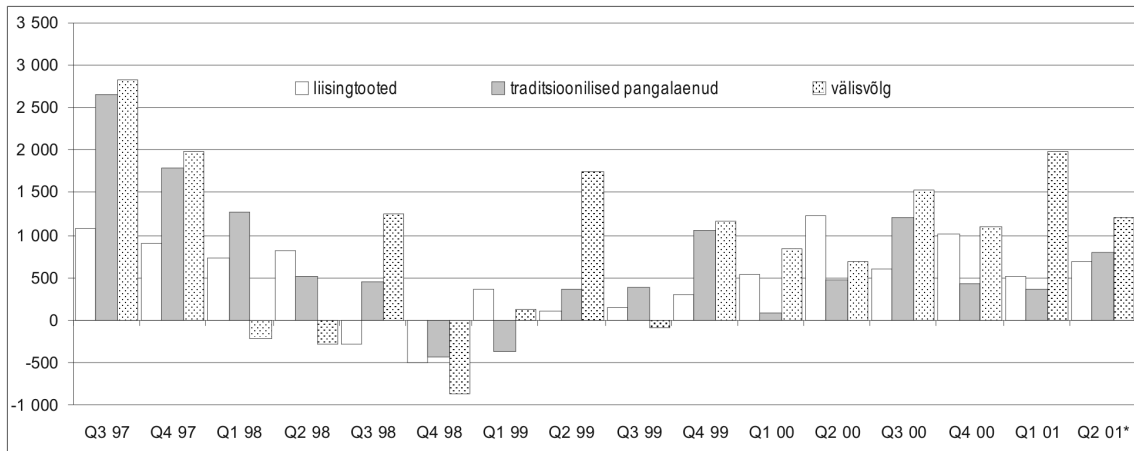
Joonis 12a. Eesti valuutaturu käive 10päevastes perioodides instrumentide järgi (mld EUR)



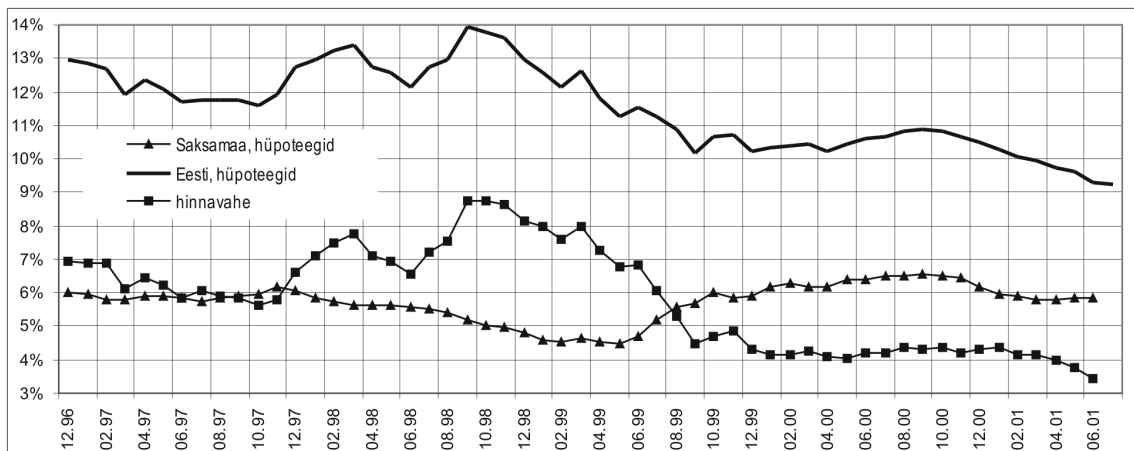
Joonis 13a. Pankade lühiajaliste (kuni 3kuuliste) kohustuste käive (mln EUR) ja vastavad intressimäärad



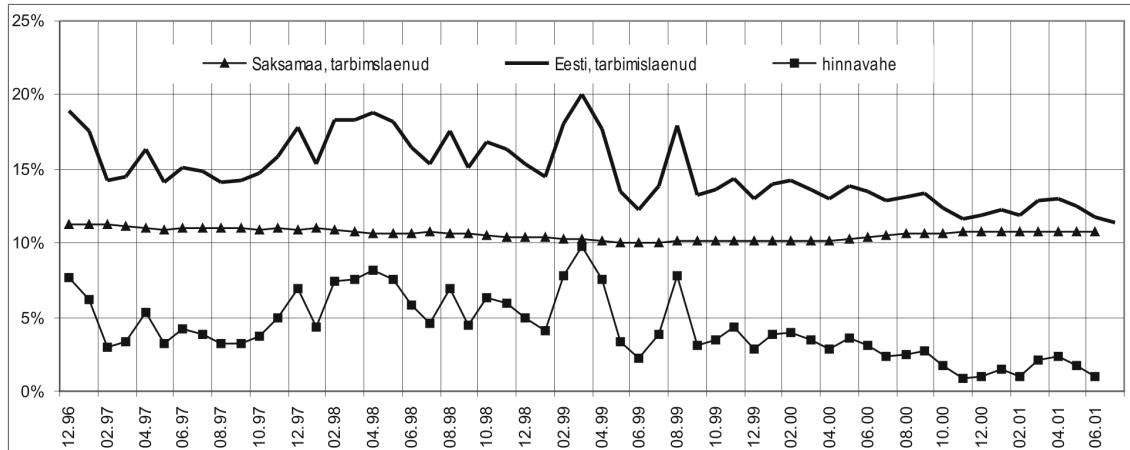
Joonis 14a. Pankade lühiajaliste (kuni 3kuuliste) nõuete käive (mln EUR) ja vastavad intressimäärad



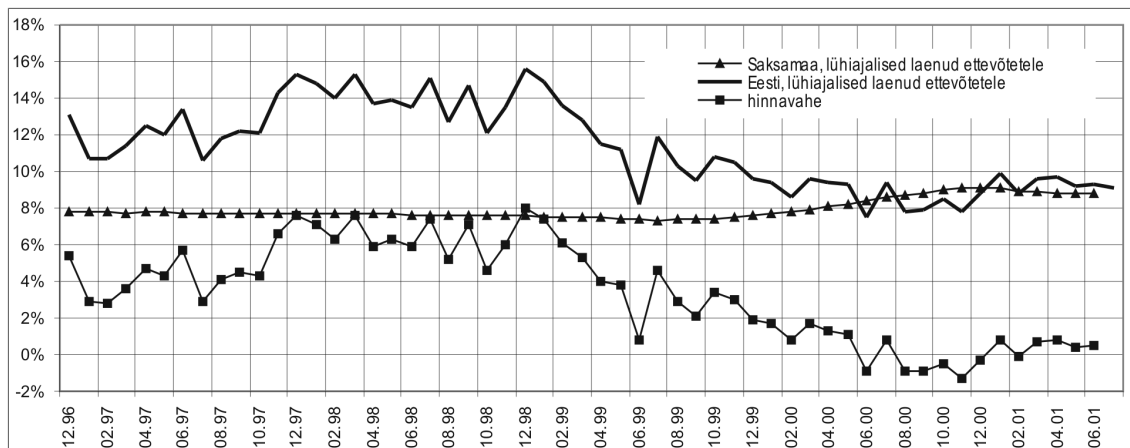
Joonis 15a. Muutused kodumaise reaalsektori võlgade jäägis (mln EUR)



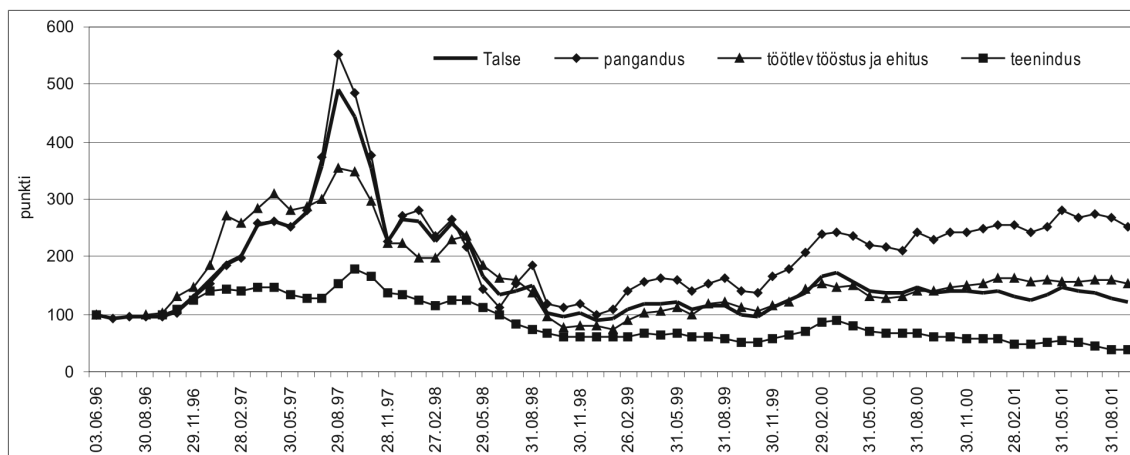
Joonis 16a. Eesti ja Saksamaa keskmised hüpoteeklaenude intressimäärad



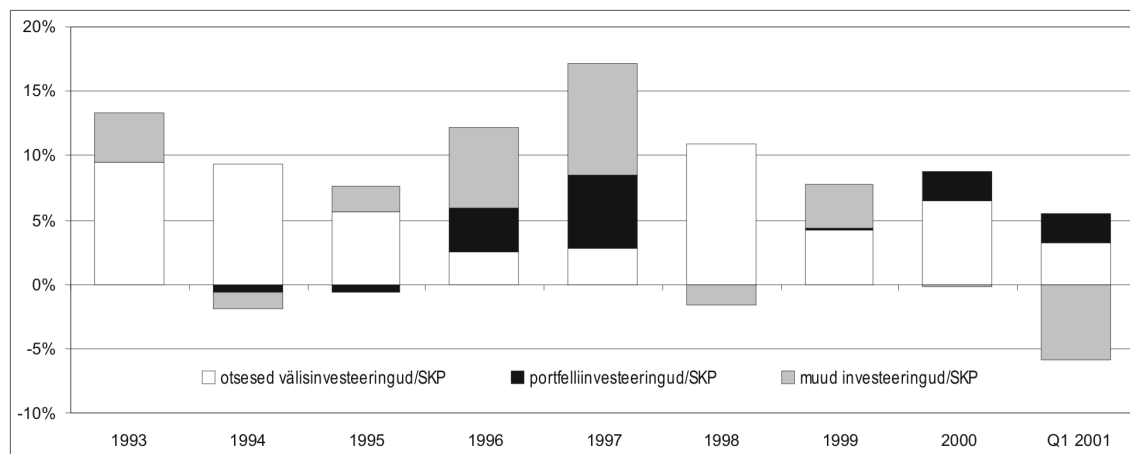
Joonis 17a. Eesti ja Saksamaa keskmised tarbimislaenude intressimäärad



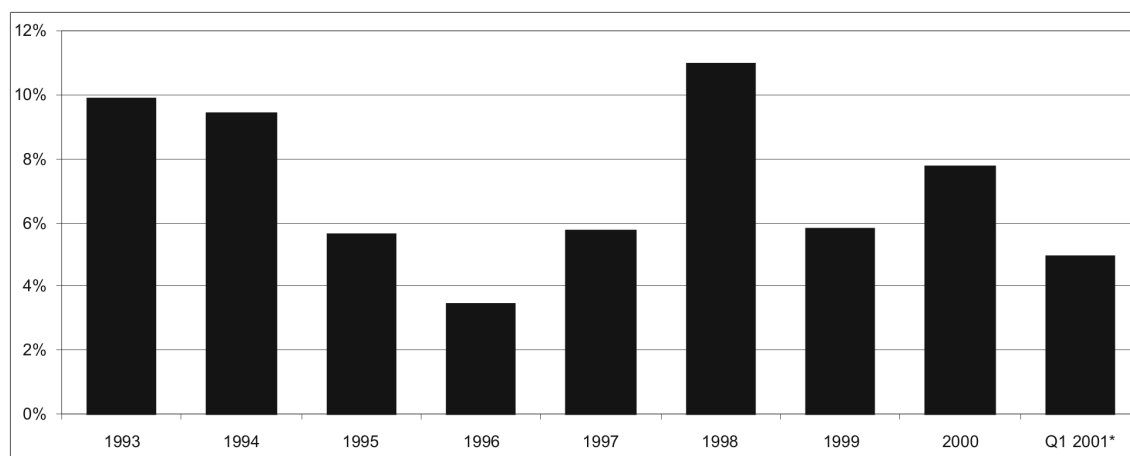
Joonis 18a. Lühiajaliste Eesti ja Saksamaa ettevõtetele antud laenude keskmised intressimäärad



Joonis 19a. Tallinna Väärtpaberibörsi põhiindeks (Talse) ja sektoriindeksid



Joonis 20a. Kapitali netosissevool (% SKP suhtes)



Joonis 21a. Otseste välisinvesteeringute sissevool Eestisse (% SKP suhtes)

Tabel 2a. Otseste välisinvesteeringute (investeeringud aktsiakapitali ja muud) vood maksebilansis majandussektorite järgi (mln EUR)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001 I kv
Otsesed välisinvesteeringud	97,9	113,8	510,8	205,3	264,7	194,3
Välismaale	-19,5	-124,0	-18,4	-91,3	-201,3	-142,5
<i>finantssektor</i>	2,3	-71,1	-24,6	-43,7	-102,6	-62,2
<i>reaalsektor</i>	-21,8	-52,9	6,2	-47,6	-98,7	-80,2
Eestisse	113,0	160,1	504,4	257,8	343,0	270,4
<i>finantssektor</i>	0,6	23,8	287,5	44,9	124,5	5,3
<i>reaalsektor</i>	112,4	136,3	216,9	212,9	218,5	265,1
Reinvesteeringud netotulu	4,4	77,7	24,7	38,7	123,0	66,4

Tabel 3a. Portfelliinvesteeringud ja muud vood maksebilansis majandussektorite järgi (mln EUR)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001 I kv
Portfelliinvesteeringud ja muud vood	417,8	622,5	412,9	360,9	346,3	-76,9
Nõuded	-66,5	-568,5	-185,1	-295,5	-230,8	-602,1
<i>finantssektor</i>	-14,5	-410,5	-17,1	-206,9	-147,2	-436,5
<i>reaalsektor</i>	-44,2	-132,5	-111,8	-21,5	-108,1	-159,2
<i>avalik sektor</i>	-7,8	-25,5	-56,2	-67,1	24,5	-6,4
Kohustused	484,3	1 191,0	597,9	656,4	577,1	525,1
<i>finantssektor</i>	283,0	980,3	301,5	182,7	180,8	168,4
<i>reaalsektor</i>	187,3	247,7	311,8	450,1	416,2	372,8
<i>avalik sektor</i>	14,0	-37,1	-15,3	23,7	-20,0	-16,0

Tabel 4a. Otsesed välisinvesteeringud majandussektorite järgi rahvusvahelises investeerimispositsioonis (mln EUR)

	1998	1999	2000	2001 I kv
Otseinvesteeringud	1 391,2	2 174,3	2 564,5	2 253,8
Otseinvesteeringud välismaale	170,0	278,4	277,2	296,1
<i>finantssektor</i>	97,0	174,5	87,7	89,1
<i>reaalsektor</i>	73,0	103,9	189,5	207,0
Otseinvesteeringud Eestisse	1 240,3	2 070,4	2 465,1	2 549,9
<i>finantssektor</i>	197,0	388,6	639,8	630,3
<i>reaalsektor</i>	1 043,3	1 681,8	1 825,2	1 919,6
Reinvesteeritud netotulu	321,0	382,3	376,7	na

Tabel 5a. Portfelli- ja muud investeeringud majandussektorite järgi rahvusvahelises investeerimispositsioonis (mln EUR)

	1998	1999	2000	2001 I kv
Portfelli- ja muud investeeringud	452,7	594,6	420,8	279,1
Nõuded	1 801,6	2 122,9	2 518,7	2 718,4
<i>finantssektor</i>	563,9	740,8	1 002,7	1 310,6
<i>reaalsektor</i>	456,7	401,0	428,8	475,1
<i>valitsus</i>	83,7	128,9	94,0	91,5
<i>keskpanga välisreserv</i>	697,2	852,2	993,2	841,2
Kohustused	2 254,3	2 717,5	2 939,6	2 997,6
<i>finantssektor</i>	1 213,2	1 396,3	1 552,5	1 585,4
<i>reaalsektor</i>	840,4	1 083,5	1 176,0	1 197,5
<i>valitsus</i>	200,0	237,2	207,7	214,4
<i>keskpanga väliskohustused</i>	0,7	0,5	3,4	0,3