

Globaalse soojenemise asemel vahelduseks majanduse jahenemist?

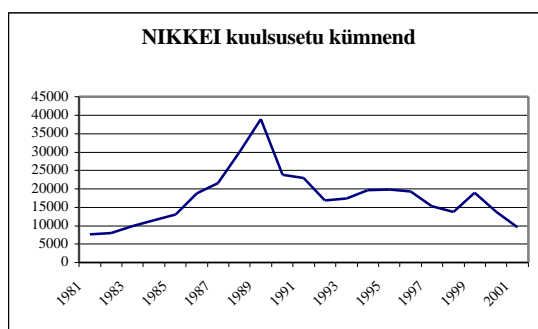
Aastat 2001 on varjutanud pidev USA majandusseisaku kartus ning kiire majanduskasvu oodatava taastumise nihkumine määramatusse tulevikku. Kui möödunud aasta teisel poolel lootasid investorid endid võimalusega, et kasv taastub juba käesoleva aasta teisel poolel, siis nüüdseks on need lootused üha uute kasumihoiatuste lainete ning koondamisteadete tulemusel haihtunud. Kuna ettevõtted on asunud vähendama kogunenud varusid ning uute tootmismahude suurendamisele suunatud investeringute järele puudub vajadus, siis püsib majanduskasv pea täielikult eratarbimise najal mis senini on suutnud püsida vaatamata pretsedenditult suurele leibkondade võlakoomale. Eratarbimise järsku langust on aidanud vältida kinnisvarahindade mõõdukas tõus koos eluasemelaenude odavnemisega millest tulenevalt on paljudel leibkondadel avanenud võimalus mitte ainult vähendada olemasolevate laenude intressikulusid vaid soovi korral ka laenu põhiosa suurendada tekitades nii täiendavaid vahendeid tarbimiseks. Kuna majandusliku ebastabiilsuse suurenedes on inimestel kaldumus rohkem säästa ning vähem tarbida, siis eksisteerib sellest tulenevalt ka oht, et eratarbimine, kui USA majanduskasvu peamine mootor, ei pruugi järgnevatel kvartalitel enam vanaviisi edasi toimida. Mingi osa eratarbimise vähenemisest katab ilmselt prognoositav turvalisuse suurendamisele suunatud valitsuse kulutuste suurenemine. Kuna kulutuste suurenemine toimub ajal mil eelarvetulud kahanevad võib ühtlasi prognoosida ka viimaste aastate jooksul kujunenud riigivõla vähenemise trendi pöördumist.

Euroopa

Jahtuva USA majanduse taustal on ka Eurosooni kuuluvate suuremate riikide majanduskasvu ootused pidevalt alanenud ning aastaga vähenenud pea poole võrra. Eriti teravalt on probleemid esile tõusnud Saksamaal, kus 92 aastast peale on keskmine majanduskasv olnud vaid 1,5% ja tööpuudus jõudnud 9,3 protsendini, ületades aeglustuva majanduskasvuga USA näitajat koguni kaks korda. Just Euroopa majanduskasvu aeglustamine ning seotus suure tehnoloogiaettevõtete osakaaluga Skandinaaviaga on mitmeid analüütikuid sundinud vähendama ka Balti riikide majanduskasvu prognoose. Samas on tõenäoline, et võimalik Euroopa majanduslanguse mõju avaldub siin alles küllaltki suure hilinemisega.

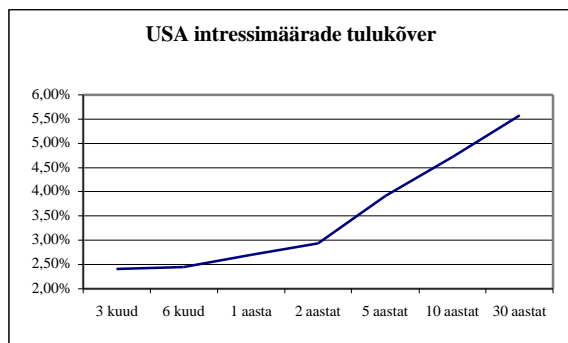
Jaapan

Jaapani majanduse jaluleaitamine ning struktuursete reformide läbiviimine, mida uuelt peaministrilt Junichiro Koizumilt oodati, on siiski osutunud loodetust keerukamaks. Varade kvaliteediga seotud probleemid panganduses on endised ning hetkel hindab Goldman Sachs Jaapani pankade halbade laenude mahu küündivat 1,7 triljoni USA dollarini. Kuna septembri lõpust alates on Jaapani pangad kohustatud oma väärtpaberipositsioone bilansis kajastama turuhinnaga, siis võib karta mitmete pankade omakapitali olulist kahanemist. Oodatakse, et nõrk eratarbimine, struktuurset probleemid majanduses ja langev nõudlus ekspordi järele põhjustavad käesoleval aastal 0,4 protsendi suuruse majanduslanguse samas kui inflatsioon püsib jätkuvalt negatiivne. Sellises keskkonnas ei ole eriti üllatav, et Nikkei 225 indeks on jõudnud oma 17 aasta madalaimate tasemete juurde.



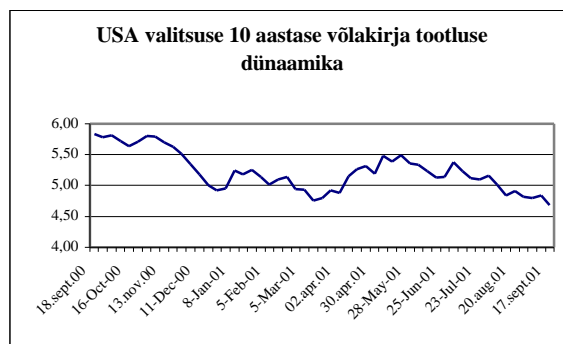
Intressid

Aeglustuvale majanduskasvule reageerides on USA keskpank lõiganud intresse juba üheksal korral, kuid intressikärped pole siiski piisavalt kiiresti majanduskasvu ergutanud. Esimeste intressikärbete positiivset mõju pärssis omakorda asjaolu, et lühiajaliste intresside langetamisele vaatamata kippusid pikaajaliste võlakirjade tootlused koguni tõusma. Alles majandusseisaku kartuste süvenedes on ka pikaajaliste võlakirjade tootlused langema hakanud, kuid intressimäärade tulukõver on endiselt jäänud vägagi järsuks ning vahe lühiajaliste ning pikaajaliste võlakirjade tootluste vahel on kärisenud koguni 3 protsendini.



tulenevalt ei pruugi lühiajaliste intresside langetamine tuua endaga kaasa võõrvahendite oodatud määral odavnemist ettevõtetele ja seda eriti just madalamate krediidireitingutega firmade osas.

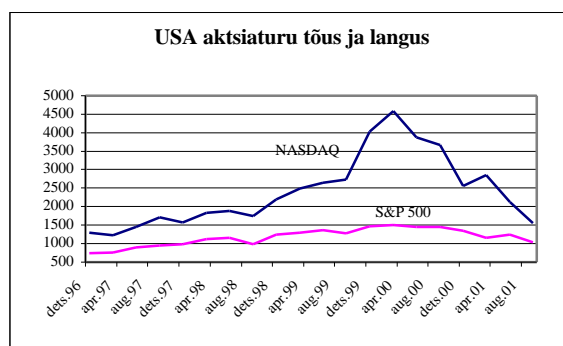
Erinevalt USAst, kus intresse on langetatud juba üheksal korral, on Euroopa keskpank olnud intresside alandamisel tunduvat tagasihoidlikum piirdudes vaid kahe kärpega, milledest viimane tehti alles peale USA terrorirünnakuid. Euroopa keskpanga rahapoliitika prioriteediks on eelkõige hindade stabiilsus ja madal inflatsioon ning majanduskasvu tagamine on alles teisejärgulise tähtsusega. Euroopa riikidest tõuseb omakorda esile Rootsi, kus keskpank on raha väljavoolu tõttu nõrgenema kippuva krooni toetuseks olnud sunnitud intresse koguni tõstma hoolimata alanevast majanduskasvust.



Olukord euro intressitaset järgival Eesti rahaturul on terve aasta jooksul jäänud küllaltki stabiilseks ning pigem on täheldatav kerge surve krooni ja euro vahelise intressierinevuse vähenemiseks. Viimast eriti just lühemate tähtaegade ning madalama riskiga emitentide osas millede järele on olemas stabiilne investorite nõudlus. Hiljutine ebastabiilsus Argentiinas ja Türgis, mis veel mõned aastad tagasi oleksid tähendanud investorite teatud närvilisust ka krooni riskide suhtes on seekord jätnud siinse rahaturu täielikult puutumata. Sellest tulenevalt võiks järgnevateks kvartaliteks prognoosida jaheneva majanduse tõttu langevaid euro intresse järgivale kroonile samuti mõningast intressitasemete alanemist.

Aktsiaturg

Käesoleval aastal on USA aktsiaturgu iseloomustavateks jooneks olnud tehnoloogia-sektori ja niinimetatud uue majanduse tuleviku kasvuootuste oluline kärpimine. Euroopas on löögi alla sattunud kolmanda põlvkonna mobiilside litsentside eest suuri summasid kulutanud telekomid. Litsentside soetamise hetkel olid telekomiettevõtete aktsiate hinnatasemed oma ajaloolistel tiptasemetel ning sellest tulenevalt tundusid ka litsentsiostude finantseerimiseks võetavad laenud ettevõtetele jõukohased.



Aktiahindade kukkumine ja sektori sattumine ebasoosinguusse on aga võla teenindamise muutnud paljudele Euroopa telekomiettevõtetele suureks probleemiks.

Varemalt põhjendati tehnoloogiasektori aktsiate kõrgeid hinnatasemeid tehnoloogiasse tehtud investeringute mõjul toimuva töövõljakuse kasvuga ja hiljem tehtud uuringud on seda ka kinnitanud kuigi mõju on osutunud oodatust väiksemaks. Kui veel mõnda aega tagasi hinnati viimase viie aasta keskmiseks töövõljakuse kasvuks USAs 3,4%, siis hilisemate hinnangute kohaselt on töövõljakus kasvanud 2,6% olles seega vaid pisut kõrgem 2% suurusest pikaajalisest keskmisest. Vähenenud kasvuootused on sundinud investoreid ka kriitiliselt ümber vaatama oma seniseid eelistusi. Seni kõrgeid kasvuootuseid sisaldanud aktsiad on läbi teinud ka suurima languse kusjuures NASDAQi koondindeks on oma kõrgeimast väärtusest kaotanud juba 70 protsenti. Natuke paremini on läinud aktsiaturgu laiemalt hõlmaval S&P 500 indeksil mis oma tippasemest on kaotanud kolmandiku. S&P 500 indeksi komponentide keskmine P/E suhtarv on tänaseks küll langenud 20-le ja hakanud jõudma oma ajaloolise keskmise lähedale, kuid investorites teeb endiselt muret võimaliku majandusseisaku pikkus ning ettevõtete kasumite järsk vähenemine käesoleval aastal.

Muu maailma volatiilsuse ja närvilisuse tõttu pole ka fundamentaalselt madalate hindadega Eesti likviidsemad aktsiad suutnud börsil saavutada oma analüütikute poolt prognoositud hinnatasemeid kuigi kõrgeid dividenditootlusi ja madalad P/E suhtarvud on enamikul juhtudel aidanud hinnatasemeid vähemasti hoida. Erandiks on siin ehk Eesti Telekom aktsia, mis sektori üldise ebasoosingu ning regulatiivsete riskide tõttu on kaotanud poole oma väärtusest kõrgeist dividenditootlusest hoolimata. Kuna intressid on tänases majanduskeskkonnas pigem langeva suunaga, siis paistavad ka TALSE jaoks hullemad ajad möödas olevat.

USA dollar

Võib tunduda pisut üllatav, et USA dollar on püsinud vastu ootusi tugevana vaatamata majanduskasvu olulisele aeglustumisele ning keskpanga agressiivsetele intressikärbetele, mis on lühiajalised intressid üle hulga aja viinud allpoola Eurotsooni intresside taset. Teoreetiliselt pidanuks intresside jõuline alandamine avaldama dollarile negatiivset mõju, kuna väheneb dollaris tehtud rahapaigutuste tootlus. Samas pole käesoleval aastal olnud haruldased juhused kus valuutataturud reageerivad järjekordsele USA keskpanga intressikärbetele dollari kursi tõusuga, peegeldades nii investorite usku USA majanduskasvu kiiremale taastumisele Europaga võrreldes. Kui täna oodatakse USA käesoleva aasta majanduskasvuks 1,6% ja Euroopale 1,8%, siis järgmise aasta majanduskasvuks ennustatakse USA'le juba 2,6% Euroopa 2,2% vastu. Kas sellised ootused ka realiseeruda võiksid peavad näitama järgmised kvartalid.

Nafta

USA vastu suunatud terrorirünnakud ning neile järgneda võivad sõjalised karistusoperatsioonid põhjustasid oodatult närvilist liikumist ka nafta hinnas. Pärast terrorirünnakuid tõusis tarneprobleemide kartuses naftabarreli hind korraks ka üle 30 dollari kuid langes seejärel taas. Naftahinna volatiilsus jäi seega oluliselt väiksemaks kui Lahesõja ajal kus sõjategevuse puhkedes tõusis nafta hind 40 dollarini barreli eest. Oma osa oli siin kindlasti ka OPEC'il kes teatas, et toetab igati USA'd ning hoiab naftabarreli hinna varem kokkulepitud koridoris tasemetel alla 28 dollari. Samal ajal on süvenenud kartus globaalse majanduskasvu aeglustumise ees, mis omakorda vähendaks nõudlust nafta järele. Deutsche Banki hinnangul vähendab globaalse majanduskasvu ühe protsendine langus nafta tarbimist 400 000 barreli võrra päevas. Lisaks väheneb nõudlus nafta järele ka lennunduses valitseva segaduse tõttu, sest näiteks USA's on lennukompaniid senini moodustanud tervelt kümnendiku kogutarbimisest. Majanduskasvu aeglustamine koos OPEC'i huviga säilitada naftaturul stabiilsus peaksid seega tasakaalustama võimalikus sõjategevusest tulenevat negatiivset mõju ning hidma nafta hinna järgnevatel kuudel stabiilse.

Kuld

Viimastel aastatel on jätkunud trend usu kadumisest kulda kui pikaajaliselt stabiilset väärtust hoidvasse instrumenti. Oma osa on siin kindlasti ka sellel, et tehnoloogia areng on muutnud kulla kaevandamise odavamaks samas kui nõudlus kulla järele pole oluliselt suurenenud. Kui varemalt hoidsid keskpangad suurt osa oma reservidest kullas, siis tänapäeval on kulla osakaal keskpankade reservides muutunud

täiesti teisejärguliseks. Erinevalt minevikus asetleidnud ebastabiilsust tekitavatest sündmustest ei põhjustanud terroriaktid USA's seekord suurt varade liikumist kulda. Terrorirünnaku järel tõusis kullaunsi hind küll 6 protsenti, kuid juba järgmisel päeval langes hind poole sellest tagasi jättes muutmata aastakümneid kestnud langustrendi.

Kokkuvõte

Terroriaktid avaldavad kiirendavat mõju USA majanduses toimuvatele negatiivsetele protsessidele. Ettevaatlikum tarbija mõjutab negatiivselt GDP'd, millest eratarbimine moodustab 2/3. Suurenevad kulutused turvalisusele, kaitse- ja sõjatööstusele on oma olemuselt ebaproduktiivsed ja neid ei saa seetõttu lugeda pikaajaliselt positiivseks. Lühemas plaanis pehmendab valitsuskulutuste komponendi kasv mõne protsendipunkti ulatuses GDP võimalikku langust.

Vähenenud tarbimise kõrval suureneb säästmine. Säästmiseks "ameerika moodi" aga on viimastel paarikümnel aastal järjest enam saanud investeerimine aktsiatesse. Hoolimata võimalikust majandussurutisest on USA investorid seni käitunud oma pensioniinvesteeringutega üsna rahulikult ja aktsiaturul pole praktiliselt kordagi esinenud väikeinvestorite paanilist aktsiapositsioonide likvideerimist. Investorid mäletavad aktsiaturu ajalugu ja teavad, et paanika on alati tagantjärgi kujunenud heaks ostuvõimaluseks. Turg ootab asjatult kapitulatsiooni, mis saaks alguseks uuele pulliturule. Aktsiaturg on aga koht, kus sündmused, mida enamus ootavad, reeglina oodatul moel/ajal ei täitu.

Paanikat polnud aktsiaturul isegi terrorirünnaku järgselt, kus aktsiate hinnad küll vajusid, kuid samas ei olnud turu tehnilised indikaatorid (tõusvate versus langevate aktsiate arv, müügi versus ostuoptsioonide suhe ja kaubeldav volatiilsus jt) iseloomulikud paanikale, vaid sarnanesid juba poolteist aastat kestnud liiga kallite aktsiapositsioonide "rutiinsele" likvideerimiste ajutistele kulminatsioonidele. Viimase pooleteise aasta jooksul on sellistele lokaalsetele miinimumidele järgnenud lühiajalised rallid, mis on järjekordse petliku lootuse tekitanud ja (väike)investorite raha taas turule tagasi meelitanud. Seni paraku vaid selleks, et juba üsna pea taas langevaid aktsiate hindu jälgida.

Kui eeldada, et vanuses 37-55 aastat olev nn *babyboomer*'ite põlvkond jätkab oma seniseid investeerimisharjumusi, siis varem või hiljem võib siiski oodata aktsiaturgude pöördumist taas tõusule. Jätkub nende raha vool pensionifondidesse ja veel vähemalt 10 aasta jooksul puudub neil otsene sund oma pensionisäästude tarbimiseks ja sellega aktsiaturult raha välja võtmiseks. Hoolimata viimaste aastate kukkumistest pole pikaajalise investeerimise mantra märkimisväärselt kahjustatud, kuna praegusele langusele eelnenud aastate kiire tõus näitab pikema ajavahemiku aktsiaportfelli tootlust endiselt tugevalt positiivsena.

Tõenäoline negatiivne GDP kasv neljandas kvartalis võib kujuneda majandussurutise alguseks, väga võimalik, et ühtlasi selle kulminatsiooniks. Tarbijauskuse praeguse tõsise kukkumise võib suures osas lugeda ühekordse terrorirünnaku tulemuseks. Raske on hinnata, kui kaua võtab aega kasvõi ligilähedaselt endiste tarbimisharjumuste juurde naasmine, võib aga oletada tarbijauskuse taastumist aastal 2002, kui terrorirünnaku psühholoogiline mõju on vähenenud. Praegu perede poolt edasi lükatud investeeringud kestvuskapadesse saavad tarbijauskuse naasmisel piisavalt kõrgele nivoole jälle tehtud ja vahepealse pausi tõttu sooritamata ostude summeerumine tõttu kiirendab võimendatult vähemalt 1-2 kvartali ulatuses majanduskasvu võrreldes alates 2001 Q4 kardetavasti loodava madala baasiga.

Praeguse languse vastureaktsioonina võib meie hinnangul aset leida majanduskasvu taastumine aastal 2002, mis ei välista samas probleemide esilekerkimist kaugemas tulevikus. Aktsiaturg on tavaliselt ennetanud pööret paremusele majanduses ja seetõttu on meie ootused lähema kuue kuu suhtes aktsiaturgudel siiski positiivsed. Võimalikud edasised negatiivsed arengud tähendaksid tarbija kapseldumist oma praeguse suure võlakooormuse tõttu, varasemaga võrreldes oluliselt madalamat tarbimise nivood ja kinnisvaraturu mõõna. Jaapani näitel võib surutis kesta sellisel juhul oodatust märksa kauem.