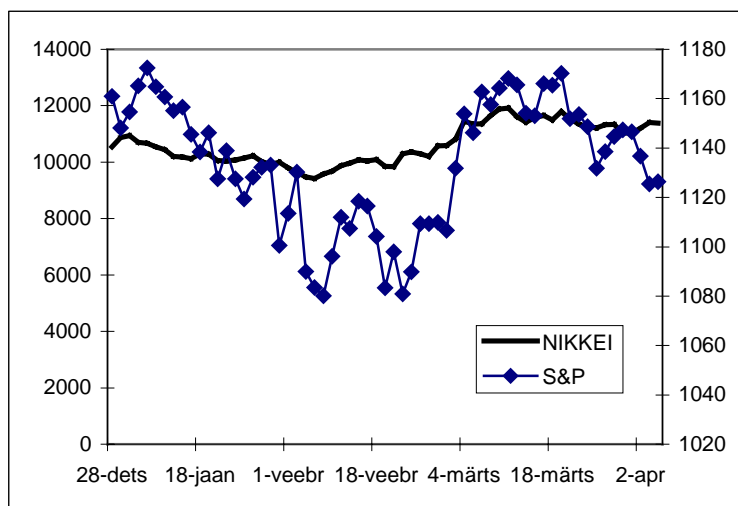


Tabamatu surutis

Kvartali olulisemaks sündmuseks võib lugeda USA Föderaalreservi poolt USA intressilangemise tsükli asendumist neutraalsega, jättes lahti võimaluse nii intresside tõstmiseks kui ka langetamiseks vastavalt majanduses toimuvale. Endiselt on selge, et hetkeks pakkumisel olnud maailmamajanduse veduri rolli ei suuda keegi peale USA astuda ja seetõttu loodetakse majanduskasvu taastumisel Ameerikas sellele “järele haakida” ka teised suurmajandused. Ootused USA 2002 ja 2003 majanduskasvu osas ületavad taas *Economist Poll*'i andmeil mõnevõrra eurotsooni omi ja taas kasvada ähvardav kaubandusdefitsiit pole esialgu suutnud nõrgestada dollarit euro suhtes.

Nafta hinnatõus seoses araablastele fundamentaalselt tundliku Iisraeli-Palestiina konfliktiga suurendab inflatsioonilist survet ja vähendab võimalust edaspidiseks intresside kärpimiseks. See pluss SEK'i nõrkus sundisid Rootsi keskpanka juba hoopis intresse tõstma. Euroopa keskpank on kogu majanduskasvu aeglustumise perioodi olnud intresside kärpimisel USA *Federal Reserve*'ist tunduvalt tagsihoidlikum. Ühelt poolt on intresside kärpimist takistanud kangekaelselt kõrgel püsiv inflatsioon. Teisalt on intresside kärpimise Euroopas muutnud teisejärguliseks tõdemus, et vana maailma majandusprobleemid on eeskätt põhjustatud struktuursetest probleemidest ning vähesest paindlikusest ja neid probleeme intresside edasine alandamine lahendada ei aitaks. 31. märtsil lõppenud Jaapani majandusaasta hoidis stabiilse muidu viimasel ajal nõrgenema kippuva jeeni hinda teiste enamkaubeldud valuutade suhtes ja tõstis Jaapani Nikkei indeksi esimeses kvartalis 4,6% võrra. NASDAQ -5,4% ja S&P 500 -0,06% olid oodatult neutraalsed ja meie positiivsed ootuseid esimeses kvartalis õigustas igati TALSE 24% tõus.

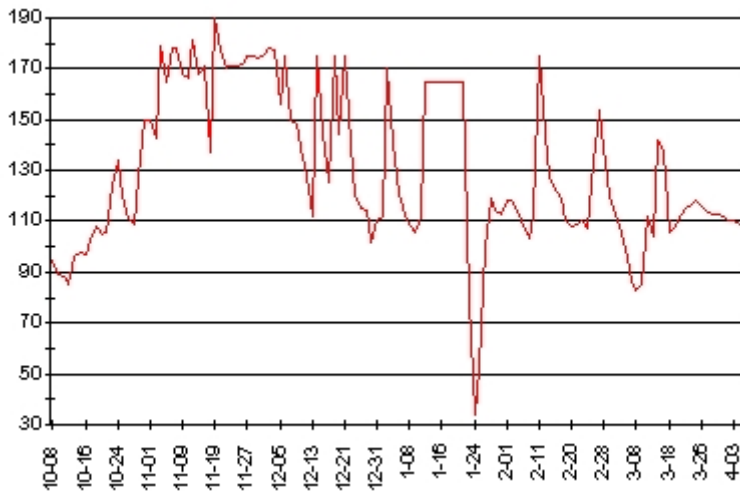


Õigupoolest ei saagi tavalise “kaks järjestikust kvartalit negatiivset majanduskasvu” definitsiooni alla Ameerikas vaid eelmise aasta teises pooles toimuvat liigitada. Täpsustatud andmetel kasvas GDP juba 2001 neljandas kvartalis taas 1,7% võrra. Tarbimiskulude kasv oli viimase paari aasta suurim ja ka ettevõtete kasumid kasvasid neljandas kvartalis viimase 50 aasta kiireimas tempos.

Eelmise aasta lõpu kodulaenude refinantseerimisbuum suurendas tarbijate ostujõudu (pigem küll julgust oma tarbimisharjumustele truuks jääda), endiselt kõrgel püsivad kinnisvarahinnad julgustasid neid oma laenukoormust kokkuvõttes isegi suurendama, tõstes laenude teenindamiseks mineva summa osakaalu 14,30% leibkonna sissetulekust. Majapidamiste jooksvad tarbimiskulutused ja kulutused kapitaliinvesteeringutele olid jätkuvalt väiksemad, kui nende tulud. Esialgsed neljanda kvartali andmed näitasid defitsiiti, mis on üsna lähedal viimase poolsajandi rekordtasemele 50-ndate aastate alguses. Toona järgnes sellisele defitsiidile tarbimiskulutuste kiire kukkumine 74%-lt GDP-st 67%-le. Ajaoluliselt on majandussurutiste korral läbinud oma “puhastustule” ka leibkondade bilansid,

kahandades oluliselt nende laenukoormust, suurendanud säästmist ja sellega andnud võimaluse uueks kiireks kasvutsükliks. Sellist võimalust praegune seis, kus viimaste aastakümnete suurim osa perekonna sissetulekutest läheb laenude teenindamisele, ei paku. Praegune madal tööpuudus (5,7%) ei võimalda oodata ka erilist tarbimise kasvu selle näitaja vähenemisest.

Ettevõtete poolel pakkus neljas kvartal esimesi märke olukorra paranemisest – tootmisvarud vähenesid 120 miljardi USD väärtuses.



Ettevõtete võlapaberite tootluse erinevus võrreldes valitsuse võlaga on hakanud kahanema (graafikul viimased 180 päeva), demonstreerides paranenud tulevikuootusi ja näidates kestvat suure rahapakkumise mõju.

Väärpaberiturul tõmmatakse võlakirjade sellist käitumisele üheselt paralleelse ajaloost, kus majandussurutisest väljumise korral on võlakirjaturu käitumine olnud sarnane. Samas

jätakse vaatluse alt üldiselt kõrvale paljud häirivad asjaolud, mis just praegust juhtu varasematest selgelt eristab. Tavaliselt on sellises majandussurutise lõppfaasis ettevõtete bilansis toimunud oluline nihe laenukoormuse vähenemise ja suurema omavahendite osakaalu suunas. Sarnaselt perekondade puhul toodud näitele võimaldaks puhastatud bilanss majandustsükli kasvufaasis siis oma võimendust tõsta ja kasvu kiirendada. Erinevalt taastumisfaasile ootuspärasest eelmisel aastal ettevõtete võlgade kogusumma hoopis suurenes 500 miljardi USD võrra, suurendades paljudel juhtudel pankrotiohtu juhul, kui pööre paremusele majanduses saab olema liiga aeganõudev.

On tavaline, et majanduskasvu taastumisfaasis esialgu ettevõtete pankrotistumine ei kahane, vaid kasvab. Sarnaselt USA'ga oli ka eurosooni suurimal majandusel Saksamaal 2001 aasta selles suhtes rekordeid purustav. Ajaloo suurim arv üle 100 töötajaga ettevõtteid tunnistasid ennast maksejõuetuks, mis tähendab ca 34% kasvu võrreldes eelmise aastaga.

Kokkuvõte

Kuigi tundub, et olukord USA majanduses hakkab paremuse poole liikuma, muudab leibkondade ja ettevõtete suur võlakoorem raskeks väga kiirete positiivsete arengute toimumise ja säilitab võimaluse negatiivseteks arenguteks. Föderaalreservi rahapump ei tööta enam senise järjekindlusega ja lootus on jätkusuutliku majandusliku kasvu kumulatiivse efekti tekkimisel ilma selletagi ja hoolimata tõenäolisest edaspidigi pankrotistuvate ettevõtete suurest arvust. (Potentsiaalsetel) investoritel on jätkuvalt väga suur osa nende varadest hoitud rahaturu tootlusega (alla 2%) instrumentides ja see pakub võimalust aktsiaturul piisavate motivaatorite tekkimisel taas tõusta. Iseasi on see, kas just (USA) aktsiad on need varad, millesse ilmtingimata peaks see raha voolama. Selle küsimuse olemasolu näitab kasvõi kulla hind, mis on ületanud 300 USD piiri ja paraku ka seni veel jätkuv huvi odavamate turgude suhtes. Kui laias laastus loetakse globaalselt aktsiate pikaajaliseks keskmiseks P/E'ks 13-14, siis efektiivsema turu tekkimise lootuse korral üritavad ka arenevate turgude aktsiad harilikult sellele tasemel läheneda.