

## Kumb on patriootilikum – pankrot või offshore?

Esimeses kvartalis jõudis USA aktsiaturg seisu, kus senine tõus pidurdus (kvarataliga S&P +1.3%, Nasdaq -0.4%, Dow -0.9%). Täiendavate stiimulite lisandumiseta ei olnud intresside paigalseisus tõusuks enam „kütust“ ja ka usutavat põhjendust paranenud ootuste näol. Hoolimata 9-st järjestikusest kvartalist, kus majanduskasv on olnud positiivne, uute töökohtade loomine märkimisväärselt ei paranenud. Kui seni on USA-s jätkusuutlikuks majanduskasvuks peetud ca 3.5% kasvu, siis sellest isegi suuremate kasvunumbrite korral ikka veel hädiselt vedu võttev täiendavate töökohtade loomine suurendas kartust, et suurenenud produktiivsuse, ressursside hinna tõusu ja töö offshore'ingu tõttu jääbki intresside langetamisest loodetud majanduse kasvutsükli käivitumine ja tööpuuduse vähenemine olemata. Kartusi murendas ja intresside tõusu tõi kaasa märtsi *non-farm payroll*, mis näitas oodatust (keskmise ootus ca 120 000) tugevamat töökohtade lisandumist.

Avaldamise aeg	Lisandunud <i>non-farm</i> töökohti
12.2002	-209 000
01.2003	94 000
02.2003	-159 000
03.2003	-110 000
04.2003	-20 000
05.2003	-28 000
06.2003	-14 000
07.2003	-45 000
08.2003	-25 000
09.2003	67 000
10.2003	88 000
11.2003	83 000
12.2003	8 000
01.2004	97 000
02.2004	21 000
03.2004	308 000

Hoolimata mitme viimase aasta parimast tulemusest on oluline aga ka see, et kogusummas on *non-farm payroll* siiski üle kahe miljoni töökoha võrra väiksem, kui oma kõrgetasemel 2001. aasta märtsis ja uue tööjõu pideva turulesisenemise tõttu peaks tööpuuduse vähendamiseks uute töökohtade loomine olema püsivalt seninähtust kõrgem. Kuigi statistika näitab ameeriklaste reaalsissetulekute kasvu, tuleb tähele panna ka paralleelselt suurenevaid sotsiaalkindlustuse makseid, mis tarbimise suurendamiseks töötavale inimesele vähe võimalusi jätab.

Ehki viimastel päevadel on USA võlakirjaturg teinud läbi kukkumise, jääb muutus täielikult viimase poole aasta tavalise kauplemisvahemiku piiresse. 10-aastase Valitsuse võlakirja tootlus tõusis reaktsioonina positiivsele töökohtade loomisele esmalt 3,90%-lt 4,14%-ni ja teenuste sektori indeksi uus rekord järgmisel kauplemispäeval viis tootluse 4,21%-ni. Tõenäoliselt ootab turg nendelt tasemetelt täiendavat kinnitust tööhõive olukorra paranemise suhtes järgmistel kuudel ja seetõttu ei tohiks suuremat võlakirjade hinnalangust ees seista. Liiga suur intresside tõusmine mõjutaks negatiivselt kõrge laenukoormaga tarbijaid ja hakkaks majanduskasvu sellelt poolelt kahjustama, nii et FED ei tohiks seda arvestades lühiajaliste intresside tõstmisega ülearu kiirustada.

Euroopa võlakirjade intressid tegid USA eeskujul läbi lühiajalise tõusu, millele kohalikku tugevat põhjendust paraku ette näidata ei ole. Sotsialistide hiljutine valimisedu nii Hispaanias kui Prantsusmaal näitab rahva rahulolematust ebaseeldivate, kuid paratamatute reformide suhtes. Nende edasilükkumisel võib lühemas perspektiivis elu küll ilusam tunduda ja tarbimine isegi kasvada, kuid pikas perspektiivis on pilt reformide edasilükkumise korral nukram ja seetõttu ei muuda me positiivset hoiakut eurovõla suhtes.

Jaapani selle aasta alguse erakordselt aktiivne jeeni müük ja dollari ostmise on vähemalt verbaalses vormis saanud *Financial Times*'is esinenud BOJ esindajate sõnul tänu kindlustunde kasvamisele Jaapani majanduse kasvu suhtes ja 285 miljardi dollari mahus jeeni nõrgendamiseks aset leidnud interventsioonidele „ametliku lõpu“. Kui BOJ tavaliselt deklareerib, et sekkub valuutaturgudel ainult „jeeni kaitsmiseks spekulatiivsete rünnakute vastu“, mida tuleks õigupoolest lugeda: „on aastaid järjest suuremates kogustes jeene ainult müünud, püüdes nõrgema jeeniga eksportööridele maailmaturul eelist hoida“, siis tegelik jeeni müümise vähendamine tähendaks ühe suurima USA valitsuse võlakirjade ostja tagasitõmbumine dollari ning dollaris nomineeritud võlakirjade ostjate leerist täiendavat survet USA intresside tõusuks. Senise praktika radikaalne ja püsiv muutus tundub samas liiga raske uskuda, et teha otseselt panust jeeni tugevnemisele (ja USA võlakirjaturu kokkukukkumisele), kuna senise praktika taastamise tõenäosus suureneb jeeni liigse tugevnemisega teiste valuutade suhtes.

Balti riikide, nagu ka kogu Ida-Euroopa väärtpaberiturgudele, on Lääne-Euroopaga võrreldes kõrgemana püsiv majanduskasv toonud muljetavaldavas koguses paremaid investeerimisvõimalusi otsivat uut raha. Lisaks kiiremale majanduskasvule on asetleidnud aktsiate hinnatõusu taga ka kahtlemata Euroopa Liidu peatsest laienemisest hoogu saanud ootused piirkonna riskitaseme edasisest vähenemisest. Samas on suhteliselt ebalikviidsel turul hindu uutele rekorditele upitada küllaltki lihtne ja seetõttu pole enam sugugi haruldased olukorrad kus Balti riikide ettevõtete aktsiate hinnatasemed isegi ületavad sarnaste ettevõtete hinnatasemeid Lääne –Euroopas. Viimasest tulenevalt leiame, et oht tugevaks korrektsiooniks vähemasti on oluliselt suurenenud ning soovitame uute positsioonide võtmisel olla äärmiselt ettevaatlikud.