

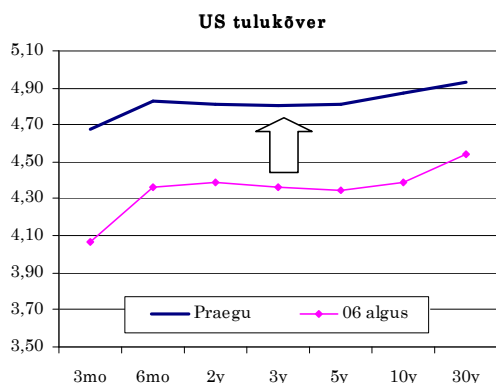
## Tagasipöördumine normaalsusesse

### Esimese kvartali huvitavamad sündmused

- Euroopa Keskpank (nüüd 2,5%) ja USA Föderaalreserv (4,75%) jätkasid intresside tõstmist
- EUR hakkas USD vastu taas tugevnema
- Jaapani Pank lõpetas „piiramatu likviidsuse” pakkumise
- Islandi kroon, Ungari forint, Poola zlott, Türgi liir, Austraalia ning Uus-Meremaa dollar jäid surve alla
- Raha väljavool Baltikumisuunalistest fondidest

Indeks	2006 Q1 muut, %
S&P 500	1,1%
EUROSTOXX50	4,8%
NIKKEI	5,9%
BALTIX	-5,5%
EUR/Jeen	2,3%
EUR/USD	2,3%

**USA:** A. Greenspanile peamurdmist pakkunud intressimäärade „conundrum” on hakanud lahenema. Senine USA lühiajaliste intresside tõstmine, millele pikaajalised intressid Eesti moodi „tuima” on pannud, tundub olevat lõpukorral ja 10-aastase USA valitsuse võlakirja tootlus on tõusnud 4,9%-le.



Föderaalreservi ühe harupanga president Thomas Hoenig avaldas arvamust, et lühiajalised intressid on jõudmas neutraalsele tasemele ja nüüd peab mõnda aega jälgima värskemaid majandusandmeid otsustamiseks, kas see on piisavalt majandust toetav. Selline kommentaar suurendas turuosaliste ootust, et Fed peatub oma

intressitõusu tsükliga pärast järgmist 25 bps mõneks ajaks 5% tasemel.

**Euroopa:** Esimeses kvartalis intresse tõstnud Euroopa Keskpank pidi 6. aprillil pisut jahutama turu poolt juba kindlana võetava „mai intresstõusu” ootust, suunates selle edasi pigem juunisse, kui seis majanduses selgem. Hea ettekäändena leidsid analüütikud tugevnenud euro (USD vastu viimase 7 kuu tugevaim), mille liigne kallinemine võiks veel üsna õrna majanduskasvu uuesti rajalt maha võtta.

**Jaapan:** Pärast aastatepikkust viibimist olematute intresside ja praktiliselt piiramatu rahapakkumise keskkonnas alustas Jaapani Pank märtsis tagasipöördumist „ortodokssema” rahapoliitika juurde. Samas on pangale selge, et normaalse olukorra taastamisega ei tohi ülearu kiirustada ja seetõttu jätkab pank endiselt väga suures mahus valitsuse võlakirjade ostmist ja ei kiirusta intressimäärade tõstmisega. Üldiselt piirduvad turuosaliste ootused 1-2 võimaliku intresside 25 bps tõstmisega 2006.a.

**Tärvavad turud:** Tootluse erinevus arenevate ja arenenud riikide võlakirjade vahel hakkas

kvartali lõpus suurenema, tõustes märtsi alguse 186 punktilt 202 punktile. 1990-ndate lõpus oli see aga tervelt 1500 punkti. See illustreerib ilmekalt riskinälja poolt põhjustatud ühtlustumist ja samas paneb muretsema märkimisväärse kukkumisruumi pärast võrreldes ajalooliste keskmistega. Hoolimata võlaturu närvilisusest püsisid tärkavad turud tervikuna kvartali lõpuni väga tugevad, kuid oli ka silmatorkavaid erandeid. Raha väljavool Baltikumi fondidest põhjustas väikese korrektsiooni kohalikul aktsiaturul, mille tõttu mõnedki Balti aktsiad lähenesid pisut enam oma fundamentaalselt põhjendatud tasemetele.

**Carry-trade lõpu algus?** Kvartali vast kõige huvitavamad sündmused leidsid aset Islandil. Nimelt on sealne majandus saanud viimastel aastatel tõsise buumi osaliseks seotuna sinna rajatava suure alumiiniumitehasega. Kuna 1/3 alumiiniumi tootmiseks vajalikust sisendist on energia, siis tegi Island omal ajal oma odava hüdroenergia toel soodsa pakkumise Alcoale. Vaid 300.000 elanikuga riigi jaoks tähendas hiidtehase rajamine buumi majanduses. Suured investeeringuid, kõrged intressid ja islandi krooni tugevnenemine tegi krooni üheks carry-trade<sup>1</sup> lemmikuks.

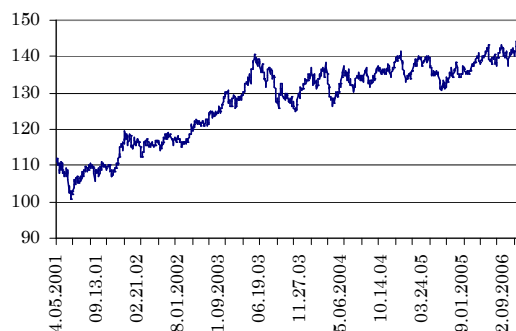
Jaapani rahapoliitika muutus viis tähelepanu ka ühele carry-trade peamisele riskile – valuutade omavaheline hind võib liikuda ka investori jaoks ebasoovitavas suunas ja tuletas meelde sellealast eelmist suurt õppetundi. 1998.a. Aasia kriis viis paljude jeeniga seotud analoogsete tehingute lõpetamisele ja jeen tugevnes paari kuuga 20%. Seetõttu vaatasid investorid kriitilise pilguga üle turud, kus selliselt on saanud teenida ja alustasid positsioonide sulgemist riskantsemate makronäitajatega riikides. Lisaks Islandile ka

<sup>1</sup> Laenates raha sisse madalama intressiga valuutas, vahetada ja investeerida raha mõneks parema tootlusega valuutaks ja teenida endale see tootlustee erinevus, paremal juhul lisandub veel sisselaenatud valuuta odavnemisest teise suhtes teenitav kursikasum.

Uus-Meremaal, Austraalias, Türgis, Poolas ja Ungaris oli tunda, et välisinvestorid asusid müügipoolle ja nende riikide valuutad olid tõsise surve all.

Väga raske on öelda, kas see „lõpu algus” tähendab nende riikide valuutade jätkuvat nõrkust või piirdub asi selleks korraks juba nähtuga. Jeeni intresside tõstmiseni on veel aega ja tootluste erinevus veel väga pikka aega EUR või USD-ga selline, et neis suurtes positsioonides mingit põhimõtetlist muutust oodata (pidevat muret dollari pärast võiks lugeda osaks neist põhimõtetest©). Jeeni teiste valuutade suhtes allavett triivimise ootamine tundub olevat endiselt töökindel.

EUR-JPY 2001-2006



Samas on üks positsioonide sulgemiseks „kahtlastes riikides” (kuhu kahtlemata kuuluvad ka ülekuumenevad Balti riigid) lahti tehtud. Maavarade ekspordist sõltuvate tärkavate turgudele õnneks on maavarade hinnad pärast mõnekuulist väikeses vahemikus pendeldamist suutnud ennast jälle asutada tõusule, päästes esialgu suuremast korrektsioonist Venemaa ja Ladina-Ameerika kuumad aktsiaturud.

Viimane tõsisem metallituru tõusutsükkel lõppes 1989 NL-i kokkuvarisemisega ja globaalse 1990 aastate alguse majandussurutisega. Võimalik, et ka selle tõusutsükli väärib alles majandusseisak, olles ise ühtlasi üks selle põhjustajatest.

[kristjan@kawe.ee](mailto:kristjan@kawe.ee) +372 6651 703