

Nõrgim lüli - USA

Esimese kvartali huvitavamad sündmused

- Euroopa Keskpank tõstis intresse (3,75%)
- USA Föderaalreserv (fed) on alates juuni teisest poolest jätnud intressid muutumatuks, kommentaaris senisest enam muret ka majanduskasvu pärast
- Jaapani Pank tõstis veebruaris intresse (0,50%)
- Jeeni *carry-trade* lühiajaline kokkutõmme ja jeeni tugevnemine, varahindade lühiajaline ühiskorrektsioon

Indeks	2007 Q1 muutus
S&P 500	0,2%
EUROSTOXX50	3,3%
NIKKEI	0,4%
BALTIX	4,0%
Jeen	-0,2%
USD	-1,2%

USA: Tööpuudus langes märtsis 4,4% tasemele ja aastainflatsioon kasvas 2,4%-ni. Miski ei viita sellisele nõrkusele majanduses, millele fed on lootnud inflatsioonisurve alandamiseks. Tõenäoliselt veel mõnda aega kestva kinnisvaraturu jahtumise taustal püsib majanduskasv ca 2% kandis, hoides inflatsiooni soovitud kõrgemal. Kui pildile veel lisada üpris nõrgaks muutunud töövõime kasv, siis pole fed-i positsioon sugugi lihtne. Inflatsioon püsib, madal tööpuudus tähendab suurenenud palgasurvet ja tõusmas on lisaks ka toorainehinnad, mistõttu loodetak intresside langustükkel polegi nii kindel. Võimalik, et fed peab laskma liigsest inflatsioonist võitu saamiseks majandusel veelgi jahtuda ilma intresside alandamisega appi tõttamata.

Euroopa: 8. märtsil tõstis ECB intresse 0,25% võrra. Osade analüütikute arvates võiks kaasnenud kommentaarist välja lugeda intresside tõusutsükli lõpu lähenemist. Seega ootavad turud hetkel 2007.a. veel vaid ühte intresside tõstmist 4,0%-ni ja sellise taseme püsimist kuni 2008.a. lõpuni. Hoolimata lühiajaliste intresside tõstmisest pole intressikõvera pikem ots sellele täielikult järgi tulnud ja laenuitingimused seega püsinud pigem soodsad, mitte aga piiravad. Seetõttu on sarnaselt USA-s 2005.a. lõpus esimest korda nähtule EUR tulukõver lähedal pöördumisele. Ajalooliselt on see

viidanud majandussurutise võimalusele, kuid viimastel aastatel on see pigem leidnud tõlgendamist kui turgude usk keskpankade võimesse inflatsioonist jagu saada.

Jaapan: Tarbijahinnad veebruaris langesid odavamaks muutunud nafta tõttu. Ka ettevõtjate meeleolu näitav Tankani küsitlus näitas märtsis tagasiminekut. Lühiajalistest tagasilöökidest hoolimata usub Jaapani Pank võimalusse intresse aeglaselt edasi tõsta. Kinnisvarahinnad Jaapanis on tõusmas, pankade laenuportfellide kvaliteet on seetõttu paranenud ja valmisolek laenuvõimaluste avardamiseks seega olemas. Ka majapidamiste suurenev jõukus peaks endiselt madalate intresside kontekstis tähendama suuremat tarbimist.

Pealkirja juurde

USA tundub olevat saanud maailmamajanduse vedurist muidu tugeva globaalse majanduse nõrgim lüli. Fed-i eelmine juht A. Greenspan pani turgudele põntsu arvates, et USA 2007.a. lõpu majandussurutise tõenäosus on 1/3. Praegune fed-i juht B. Bernanke ei saa arusaadavalt enda arvamust nii vabalt väljendada, kuid nentis oma 28.03 esinemises US kongressi majanduskomitees: „määramatus on suurenenud ja seetõttu on vaja omada pisut rohkem paindlikkust“. Ameerika 2006. neljanda kvartali majanduskasv oli 2,5% ja mul on üsna raske uskuda praeguste majandusuudiste

taustal selle **kiirenemist** 2007 aasta jooksul, mida iseenesest eeldab praegune fed-i poolt prognoositav 2,5-3% vahemik. Kui otsene majandussurutise tõenäosus tõepoolest oleks 1/3, siis aktsiaturule negatiivne variant on tavaliselt juba majanduskasvu langus alla 1,5%. Sellest tasemest allpool ettevõtete kasumid pigem stagneeruvad ja sellele reageerivad ka aktsiate hinnad. Selle majanduskasvu vahemiku lisamine annab USA aktsiaturu tõusu/languse tõenäosuseks lähemal pooltel aastal üsna 50/50, korrektsioon aktsiaturul on sellises olukorras väga tõenäoline.

Kas USA turu tõusu saab praegu automaatselt loota intresside langetamisega? Tavaliselt mõjutavad madalamad intressid majandust rohkem selle kaudu, et varahinnad tõusevad, inimesed tunnevad ennast jõukamana ja julgevad/jaksavad enam tarbida ja ettevõtted investeerida. Väga raske on sellist stimuleerivat efekti saavutada siis, kui varahinnad juba on kõrged. 2001.a. toimunud tehnoloogiaettevõtete ja enamasti selle sektoriga seotud üleinvesteeringu mulli lõhkemine viis 2002.a. USA ajaloo kõige pehmema majandussurutiseni. Uue kasvutsükli käivitamiseks majanduses pidi fed sellest hoolimata alandama lühiajalised intressimäärad enneolematult madalaks, kinnisvaraturg jätkas seetõttu õnneks tugevana ja see hoidis ära hullemate tagajärgede saabumise. Järjekindlalt nõrkuse märke ilmutav kinnisvara ja aktsiaturg on endiselt pigem kõrgelt hinnatud. Ootused peagi rahapoliitikat lõdvendavast fed-ist on hoidnud aktsiaturgu rallimas juba eelmise aasta suvest alates. Intresside alandamise mõju võib olla juba hindadesse sisse arvestatud, aga turgudele pole veel päralt jõudnud risk, et jonnakalt kõrgel püsiva inflatsiooni tõttu ei pruugi tegelikult USA intresside lagi veel käes olla. Intresside tõstmist jätkavad kõik teised suuremad keskpangad, mistõttu praegune globaalne paljuräägitud „metsik likviidsus” võib osutuda korrektsioonialtiks illusiooniks.

Globaliseerumine ja järjest enam ühte rütmi suunduv maailma majandustsükkel on ühe loogilise kõrvalnähtuna kaasa toonud aktsiaturgude omavahelise korrelatsiooni tõusu viimase paarikümne aasta kõige kõrgemale tasemele. Merrill Lynch'i andmetel on viimase viiel aastal korrelatsioon S&P500 ja globaalsete aktsiaturgude vahel 95%. Ka teised varaklassid, millele finantsinvestorid on (loodetavalt) riskide paremaks hajutamiseks järjest enam tähelepanu hakanud pöörama, on viimastel aastatel käitunud väga sarnaselt aktsiatele. Praeguses olukorras soovitatakse ma mõelda riskide hajutamiseks USA võimaliku jahtumise korral tõenäoliselt kannatavate indeksite (näiteks Russel 2000) lühikeste positsioonide lisamisele portfelli. Kui praegu hoolimata aktsiaturu volatiilsusest üsna rahulikult püsinud võlakirjaturul näeme 'spread' ide järsku laienemist = riskinälg väheneb, võiks lühikeste positsioonide osakaalu veelgi suurenda. See tähendab suure tõenäosusega likviidsuse kokkutõmbumist ja eriti riskantsemate varade hinna jätkuvat langust. Kui USA-s näeme tõesti majandussurutist, siis on automaatselt küsitav alates 80-ndate algusest tekkinud arvamus majandustsükli modereerimisest, mis on aidanud vähemalt osaliselt põhjendada suurt USA jooksevkonto defitsiiti. Sellise küsimuse tekkimisele + intresside alandamisele reageerib dollar tõenäoliselt langusega, mistõttu koos pikemaajalise USA lühikese positsioonidega peab mõtlema ka dollaririski maandamisele.

Turulangusel hindadeni, kus aktsiad ja muud varad oleksid jälle odavad, oleks aga ka positiivne aspekt. Nimelt saab siis rahapoliitika lõdvendamisega taas nende uuele tõusule aitamisega majandust ergutada ja sellel hetkel tasub kahtlemata taas olla aktsiate suhtes konstruktiivne.

Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee