

Langus aeglustub

Viimase aja huvitavamad sündmused

- G20 kohtumisel lubati IMF-ile eraldada täiendavalt 750 miljardit USD kriisis enim kannatanud riikide abistamiseks.
- ECB lõikas baasintressi aprilli alguses turu ootustest pisut vähem, 1,25% tasemele.
- USA-s tulemas suurpankade „stress test“, uued algatused senisest paindlikuma pankade raamatupidamise vallast
- PPIP, 1 triljon USD, mis on mõeldud laenudena investoritele, kes soovivad USA pankadelt laene ja muid varasid osta.
- Jaapanis sellel nädalal uus stiimulpakett tulemas, oodatav maht 3% GDP-st.

Indeks	2009 Q1
S&P 500	-11,7%
EUROSTOXX50	-15,5%
NIKKEI 225	-8,5%
BALTIC Benchmark	-11,3%
USD	5,5%
Jeen	-3,2%

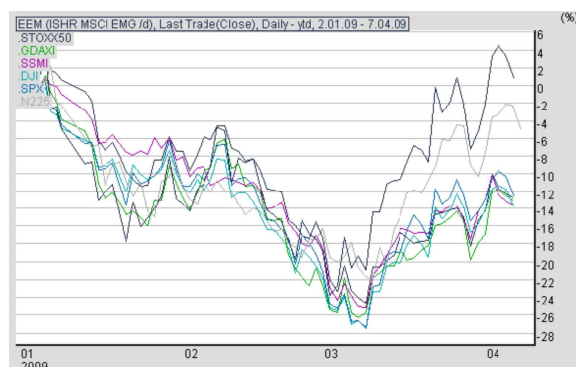
Kawe Investeerimisfond

31.03.09	NAV	Q1	12 kuud
A osak	61,73	-3,1%	-39,9%
E osak	6,18	-3,1%	-39,9%
D osak	6,48	-8,2%	-49,6%

Tänaseks on fond aasta algusega võrreldes pisut plussis, kuna märtsis alanud ralli on jätkunud. Portfelli suurim finantsettevõtte – Goldman Sachs on novembri põhjadest tõusnud 142% ja juba üsna lähedal hinnatasemetele, kus ta kauples enne Lehmani pankrotti. Pisut veel ja ma kaalun sellele positsioonile callide müümist. Lisaks sellele muidu ainsale USA positsioonile oli portfellis märtsis lühiajaliselt SSO (2x S&P indeks), kuna turg tundus lühiajaliselt ülemüüdud. Rootsi pank-allveelaevad on märtsi põhjadest vähemalt kahekohaliste protsentide võrra kerkinud, kuid kauplevad endiselt hinnatasemetel, mis eeldavad meie hinnangul liiga suuri (1/3) laenukahjumeid Baltikumis.

Kasutasin nii Swedbanki kui Nordea rights'e uute aktsiate ostmiseks, suurendasin Eesti Ehituse aktsiate kogust ja portfelli lisandus esimest korda Merko aktsia.

Lühiajalises plaanis pole arenevad turud (joonisel EEM) 20. novembri põhjadeni enam kukkunud, kuigi arenenud turud tegid märtsi alguses uue madala:



Suurem osa arenevate turgude tugevusest tuli Aasiast ja Brasiiliast. CEE regioon nii tugev pole olnud ja suurimate portfelli positsioonide (Baltikumi telekomid ja Tallinna Vesi) aktsiad kauplevad üsna samadel hinnatasemetel, kui aasta alguses.

Ameerika: Baasrahapakkumise suurendamine (QE) Ameerika moodi jätkub. Erinevalt selle rakendamisega 10 aastat majanduse vindumist kannatanud Jaapani Pangaga (BoJ) on Föderaalreserv (Fed) oma tegevuses palju agressiivsem. Kui BoJ ostis oma bilanssi ainult valitsuse võlga, siis Fed üritab pankade krediitdivõimet taastada muuhulgas ka madalama kvaliteediga emitentide võlakirjade ostmisega. Fed'i tegevus mitmetes ettevõtetud valdkondades on olnud jätkuvalt efektiivne, näiteks fikseeritud intressiga 30-aastane kodulaen oli korralikule laenajale kättesaadav ajaloo soodsaimal tasemele 4,78%. Prognoositakse selle jõudmist 4,2% tasemele aasta lõpuks.

Esimeses kvartalis näitas USA kinnisvara- ja korporatiivsete võlakirjade turg esimest korda eelmise aasta suvest paremat tootlust, kui valitsuse võlakirjade oma. Fed-i plaan 300 miljardi USD eest US Treasury võlga osta pani ilmselt paljud mõtlema selle turu võimalikule mullistumisele ja suunas otsima tootlust riskantsematest võlakirjadest.

“Ameeriklased teevad asju alati õigesti”, olla W. Churchill öelnud, “aga alles pärast kõikide teiste alternatiivide järeleproovimist”.

Nüüd üritavad ameeriklased asjade seisu parandada päris mitme uue algatusega, mis on osalt välja kasvanud uue *Treasury* sekretäri T. Geithneri palju kriitikat (tihti just ebakonkreetsuse tõttu) pälvinud kontseptsioonist ja sellele osaks saanud sisulisest kriitikast. Sellise uduse kontseptsiooni väljakäimise mõte võis just ollagi see, et kõik kritiseerijad saaksid ennast

välja elada ja kokkuvõttes vajadusel reaalse plaanide juures midagi sellest kriitikast ka arvestada. See, kui lõpuks ometi laialdaselt usutakse ettevõtetud plaani toimimist, on antud juhul võib olla isegi olulisem, kui kõik plaani sisulised detailid.

Olulisema rakendus on minu arvates PPIP (*Public-Private Investment Program*) e. 1 triljoni USD suurune summa, mis on mõeldud laenuna lisaks erakapitalile, mille eest on võimalik osta pankadest laene ja muid varasid. Eesmärk – pankade likviidsuse parandamine ja selliste varade turu (taas)käivitamine.

Paralleelselt sellega on formaalselt riigist sõltumatu FASB (Financial Accounting Standards Board) lõdvendamas oma käsitlust varade osas, mille puhul tuleb seda bilansis arvestada turuhinnas. Eeldatavasti annab see võimaluse võrreldes varasemaga mõned varad bilansis ka üles hinnata. Seda võib hädasti vaja olla mõnel neist 19-st suurpangast, kes peaksid selle kuu lõpus läbi tegema stress testi, mis nende täienda kapitalivajaduse välja toob. Võimalik, et selle testiga või sellele järgnenud sammudega saab „oma“ ka USA-s üheks kõige häälekamaks valitsuse valikute kritiseerijaks kujunenud nobelist P. Krugman, kes eelistaks suurpankade natsionaliseerimist.

Kunagi ütles üks regulaator pankade suhtes normatiivide kehtestamise kohta: „tähtis on pangad mingi kriteeriumi järgi ritta saada ja siis kõige kärnasem koer teistele õpetuseks maha lasta“. Et sellesse testi tõsisemalt suhtuma ja teisi testi läbinuid tõepoolest

rohkem usaldama hakataks, peaks keegi ka läbi kukkuma. Siis on asjade lahendajaks nende osas tõenäoliselt Föderaalne Deposiidikindlustus (*FDIC*) ja natsionaliseerimine on üks tõsine võimalus.

Euroopa: Paljude turuosaliste jaoks on ECB oma sammudega teistest lootusetult maas. Asja võib siiski ka vaadata sellest vaatepunktist, et ECB on teistega võrreldes jätnud endale suurema manööverdamisruumi. Lisaks täiendavalt võimalikele intressialandustele (üldiselt oodatav 1% tase suveks) on järgmisel kuul lubatud välja käia rida mittestandardseid poliitikavahendeid, millega Euroopas majandust turgutada. Võimalikud on näiteks ettevõtete võlakirjade ostmine, ECB antavatele laenudele tagatiseks sobivate varade nimistu laiendamine ja pankadele senisest pikemaajalise krediitvõimaluse pakkumine.

Jaapan: Veel detsembris eitas Jaapani rahandusminister vajadust täiendava majanduse stimuleerimispaketi järele. Käesoleva nädala jooksul peaks valitsus siiski tegema ettepaneku ca 3% GDP-st mahus paketiks. Jaapani võlakoorem on kõrgeim arenenud riikide hulgas – ca 170% GDP-st, mis annab vähemalt USA-le võimaluse sellel aastal aset leidvat järsku võlakoorma kasvu arvestades ennast isegi oma praeguselt ca 77% tasemelt ülespoole liikudes vähemalt nende suhtes pisut paremas valguses näidata (liikumas selle aastaga kardetavasti küll kuhugi Itaalia näitajate juurde...).

Märtsi põhjadest toimunud järsu ralliga maailma aktsiaturgudel kaasnes jeeni

nõrgenemine teiste tavapärase *carry trade* pikkade positsioonidena kasutatavate (Uus-Meremaa, Austraalia dollar) valuutade suhtes. Võib oletada, et lisaks jeeni *carry trade* elustumisele on sellel aastal asjade normaliseerumisel õhus võimalus USD *carry trade*ks.

„Kodu eri“

Pole vist kedagi, kes märtsist alanud aktsiaturu rallit peaks kindlaks pullituru alguseks (samas on see skepsis iseenesest hea märk). Laialdaselt leiab aktsepteerimist, et väga palju halbu uudiseid on veel tulemas, mis võib aktsiaturgu jätkuvalt negatiivselt mõjutada. Ei ole aga mingit sisulist põhjust, miks peaks keegi aktsiate ostmiseks ilmtingimata ootama häid uudiseid. Kasvõi investeerimisklišeeks „turg hakkab tõusma kuus kuud enne tõusu majanduses“ tuletab meelde, et turutõusu ei genereeri head uudised, vaid pigem märgid languse pidurdumisest ja taastekkinud usk nende kunagi paremaks muutumisse.

Eesti Valitsus on saanud väga palju kriitikat näiteks 2007-2013 aastatel Eestil saada võimalike eurotoetuste aeglase rakendamise osas. Selle aasta alguses oli kokku teoreetiliselt võimalikust 75 miljardist kroonist (ca 30% GDP-st!) kasutust leidnud ainult 1%. Täna on see summa juba kasvamas (ca 5%) ja arvatavasti kiireneb protsess lähikuudel veelgi. Küsimus, „hilja või mitte“ vajab vastamiseks ehk pisut rohkem tausta. Üsna ülevaatlik uurimus¹ „Praegune

1

http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=4132

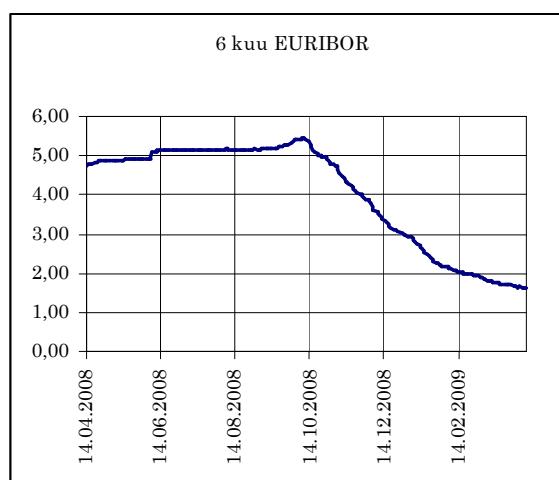
finantskriis: mida oleks võimalik õppida 20. sajandi Suurtest Depressioonidest“ pakub kokkuvõttena välja: „kahekümnendal sajandil suuri majandusdepressioone kogenud riikide kogemus õpetab, et massiivne riiklik sekkumine tööhõivesse ja investeringute tegemisse finantskriiside ajal, kui see moonutab liigselt loomulikke turuajendeid, viib suurde depressiooni“.

Kumba eelistada, kas Tšiili või Mehhiko varianti? Kas esimese väga järsku paariaastast „kreatiivset destruktsiooni“ või teise pikka vinduvat sõda nii või naa juhtuma pidavaga?

Mõlemas algas kriis aastal 1982. GDP tööelise elaniku kohta langes Mehhikos 80-ndatel märkimisväärselt ja hakkas vaikselt taastuma alles 1988. Järgmine pangakriis aastal 1995 hävitas suurema osa sellest taastumisest ja isegi tänaseks pole tagasi jõutud 1982 aasta tasemele. Tšiilis oli langus esialgu palju järsem, kukkudes 20% (Mehhikos sama palju kuue aastaga). Aastaks 1988 oldi tagasi 1982 aasta tasemel ja tänaseks ollakse juba kaks korda kõrgemal tasemel. Hoolimata sellest, et Tšiili oli võlakriisis üks enim pihta saanud riikidest, on viimase paarikümne aasta jooksul olnud tegemist Ladina-Ameerika kiireima kasvuga riigiga.

On muidugi oluline, et Tšiilis oli suhteliselt Mehhikost rohkem sääste ja maavarasid ja kindlasti ei saa üks-ühele Eesti praegust olukorda võrrelda. Aga siiski. Ka Eestil on riigina sääste (märtsi lõpus järgi 14 miljardit) ja euroliidust võimalik saada väga suured

summad. Lisaks on riik praktiliselt võlavaba ja omab seetõttu rohkem manööverdamisruumi, kui paljud teised riigid hetkel maailmas. Euribori langus tähendab kergendust laenajate jaoks. Eestis on ligikaudu 120 miljardi krooni väärtuses laene eraisikutele. Suures osas on need pikaajalised eluasemelaenud, millest 90% on intress seotud 6-kuu EURIBORIGA.



Senine langus tähendab juba ca 1/3 võrra väiksemat laenumakset võrreldes eelmise aasta suvega. Samas "karistab" intresside langus muidugi raha deponeerijaid (eraisikute hoiuseid ca 60 miljardit). Hindaksin selle positiivse mõju tarbimiseks rohkem kätte jääva rahana kokkuvõttes sellel aastal siiski 1-2% GDP-st suurusjärku.

Minu arvates on Eestile kokkuvõttes paremgi, et 2006-2007 kinnisvarabuumile seda va euroraha kohe otsa ei väänatud. Las majandusosalistele jõuab valusalt kohale, et lisaks kinnisvarale ja ehitusele on olemas ka mingid muud tegevusalad ja sektoris hõivatute arv, palgad ja marginaalid langevad. Kaob probleem, et liiga paljud noored õpivad ehitajateks ja palju muud. Kokkuvõttes viib

kriis loodetavasti majanduse pikaajaliselt mõistlikuma struktuuri poole. Arenenud riikides on tavapärase ehituses hõivatute osakaal 6-7%, CEE-s 8-9%. Meie tipptase oli 13%.

Pole üllatav, et viimastel kuudel on laekumised Euroopast kiiresti kasvanud, EIB laenuleping peaks tulema mais ja majanduse elavdamise eelnõu liigub vastuvõtmise suunas. Kahed valimised sellel aastal tulemas ja poliitikute jaoks oleks hädasti vaja näidata usutavaid märke majanduslanguse pidurdumisest. See peaks olema saavutatav.

Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee