

Surve Vanale Maailmale suureneb

Vast juba paar aastat on pangast laenu võtnud tuttavad aeg-ajalt juhtunud küsima, kas oleks mõistlik oma *floating-rate* laenuid juba fikseeritud laenuintressiga laenudeks ümber vormistada. Seni pole me seda veel soovitanud teha. Silmas tuleb pidada seda et EEK intressid liiguvad allapoole lisaks eurokonvergensile peamiselt Euroopa majanduse olukorrast tulenevalt ja olulisi paranemise märke sealtpoolt veel ei ole. Kui Ameerikas on viimase mõnekümne aasta jooksul intressid olnud kõrgemad, siis pikemat perioodi vaadeldes ei saa seda pidada reegliks. Näiteks 1960-ndale eelnenud 30 aasta jooksul oli USA-s Moody-se AAA reitinguga ettevõtete keskmine võlakirjade intress 3,76%. Praegu on see sealmail peaaegu protsendi võrra kõrgemal. Aastatel 1940-1949 olid intressid veelgi madalamal, keskmine oli vaid 2,71%. Seega pole ilmtingimata vaja suhtuda praegusesse olukorda intressiturul kui ühekordsesse anomaaliasse või isegi mulli. Pole välistatud see, et madalamate intressidega tuleb harjuda märksa kauemaks. Jaapan ja ka Shveits on näited riikidest, kus erinevad põhjused on surunud intressid veelgi madalamale ja seal neid pikema aja vältel hoidnud. Shveitsi pikaajaline kõrvale jäämine sõdadest¹ on põhjustanud olukorra, kus seal asuvate varade nõutav tootlus on "turvalisuse preemia" võrra väiksem. Jaapani intressitase on kujunenud keskpanga intressikärbete tulemusena eesmärgiga pärast 80-ndate lõpu mulli lõhkemist majanduskasvu taastada.

Fed-i 25. juunil tehtud 0,25% intressikärbet loetakse enamuse analüütikute poolt lähemateks kuudeks piisavaks, et selletagi paranenud sentimendi toel USA majanduskasvu kiirendada ja deflatsiooni vältida. Kuna edasine lühemate intressimäärade alandamisest enam majandusele suurt abi loota pole, on Fed asunud turuosalistele jagama kindlust nende ressursside jätkumisest muude võimaluste näol. Eelkõige vihjatakse võimalusele asuda pikemaajaliste intresside alandamise võimaluste juurde ostes turult võlakirju. Juuni lõpus toimus korrektsioon võlakirjade turul, kus Fed-i abitagi märkimisväärselt tõusnud hinnad annavad küllaldaselt võimalusi kasumivõtuks. Suurem pikemaajalise võla hinna langus ja tootluse kasv oleks aga vastunäidustatud, kuna töötaks vastu seni vaid intressikõvara lühema otsa kaudu seda alandada üritanud Fed-i eesmärkidele. Jaapani Keskpanga suurimaks veaks omal ajal loetakse just võimetust pikemaajalisi intresse piisavalt kiiresti allapoole tuua, sellest tulenes *liquidity trap* ja hilisem deflatsiooni tekkimine.

Euro tugevnemine suurendab veelgi survet Euroopas reformide läbiviimisele. Suuremate majanduste eelarvedefitsiit ja tööpuudus teeb maksude kärpimise väga raskeks ja ettevõtete liigse rasva mahanülgmine koos tööpuuduse võimaliku kasvuga võib tähendada uutele reformidele üsna ränka algust. Hoolimata pea kuu aega kestnud streikidest endiselt kindlalt sadamasse tüüriv Prantsusmaa pensionireform viitab sellele, et paratamatult ollakse jõudnud sellesse punkti, kust enam ilma reaalse reformideta edasi ei pääse. Sarnase reformiga tehti Prantsusmaal katset juba aastal 1995, kuid siis suutsid streikijad oma populaarsuse kaotuse hirmus valitsust reformiplaanid kõrvale jätta. G. Schröderi soov Saksamaal plaanitud maksude kärpimise toomine üks aasta varasemaks – 2004. aastale - näitab olukorra tõsidusest arusaamist ka sealmail.

Kui USA-s ootavad analüütikud teisel poolaastal taas (!) juba üle 3% majanduskasvu, siis Euroopa kasvuootused on ECB hinnangul märksa väiksemad jäädes aasta kokkuvõttes alla 1%. Kuigi USA-s võib tõepoolest majanduskasv mõneks ajaks kiirenedada, ei ole eriti tõenäoline intresside tõstmine, kuna

¹Näiteks Genfis toimuvad igal aastal detsembris suurejoonelised pidustused Escalade aastapäeva tähistamiseks. Aastal 1602 üritas nimelt Savoi hertsog ebaõnnestunult linna endale allutada ja toimunud ajaloolises suurlahingus hukkus kokku ca 8 (loe: kaheksa) inimest, üks neist tubli perenaise poolt heidetud supikatta läbi. Hiljem olla sealkandis elu veidi rahulikum olnud!

2004.a. novembris on toimumas valimised ja enne seda kasvu piiramine ei ole teadupärast kombeks. Oleme võrreldes *US Treasury bond*-idega endiselt positiivsemad eurovõla suhtes, kuna eurotsooni majandusnäitajad viitavad praegu veelgi madalamate intressitasemetete võimalusele.

USA esimese kvartali GDP kasvu allapoole korrigeerimine 1,9%-lt 1,4%-le (sama aeglane oli kasv ka 2002 neljandas kvartalis) ei suutnud USA-s optimismi majanduskasvu kiirenemise osas teisel poolaastal vähendada ja töötu abiraha taotlejate väikest vähenemist loeti selleks piisavaks märgiks. On üsna loomulik, et Iraagi sõja lõppemine ja SARS-i kontrolli alla saamine mõneks ajaks suurendas optimismi ettevõtete juhtide osas nii siin kui sealpool ookeani ja seetõttu näitavad ettevõtjate ootused paranemise märke. Kuna esimeses kvartalis olid ettevõtjad veel küllaltki pessimistlikud, siis statistika kohaselt ladudesse suuremaid kaubavarusid ei kogutud ja järelkult igasugune tarbijapoolne aktiivsuse tõus tooks koheselt kaasa ka vajaduse tootmise suurendamiseks. Just lõppenud aktsiaturu 1998. aastast alates parima tootlusega kvartal näitab, et vähemalt aktsiahinnad ootavad selget pööret paremusele. Kui see toimub loodetust väiksemas mahus (seni on tegelik majanduskasv jäänud juba mitmel järjestikusel aastal prognoosidele alla), siis on ootuspärane USA aktsiate hinnatõusu pidurdumine ja langus uute nõrkusemärkide ilmnemise korral. USA töötajate produktiivsuse pidev kasv muudab madala majanduskasvu korral paratamatuks tööpuuduse kasvu ja suurendab muret majapidamiste võlakoorma teenindamise suutlikuse suhtes. Analüütikute hinnangul peaks aga tööpuudus vähenema alles ca 3-3,5% majanduskasvu korral. Juunis 6,4%-ni kasvanud tööpuudus näitab, et esialgu sellise kasvuni ei küünita.

Balti riikide aktsiaturgudel on käesoleval aastal hästi läinud sisenõudlusest sõltuvatel ettevõtetel, sest tugev välisraha sissevool ning intresside järsk langus on sisenõudlust igati soodustanud. Sisenõudlusele orienteeritud aktsiate hinnatõus võib madalamale vajuvate intresside toel jätkuda ilmselt veel mõnda aega, kuid veniv majandussurutis Euroopas avaldab ka siin kardetavasti lõpuks oma pidurdavat mõju. Hetkel oleme positiivselt meelestatud veel vaid madala võlakoormuse ja tugeva kassavooga Baltikumi telekomide suhtes.