

Tingitud refleksid

Teise kvartali huvitavamad sündmused ja kujunenud ootused

- Euroopa Keskpang tõstis intresse (4%)
- USA 10 aastane võlakirja tootlus ületas 5% määra
- Turg ootab Austraalia, Kanada, Hiina, Inglismaa, Euroopa, Lõuna-Korea, Lõuna-Aafrika ja Šveitsi keskpankadelt 2007 teisel poolaastal veel kuni poole protsendi võrra lisa intressidele
- Jaapani Pangalt oodatakse suvel 0,25% intressitõusu
- Ülevõtmised ja ühinemised kasvasid esimesel poolaastal 2,78 triljoni dollarini, 51% kasvu võrreldes aasta varasemaga.

Indeks	2007 Q2 muutus
S&P 500	5,8%
EUROSTOXX50	7,4%
NIKKEI	4,9%
BALTIX	5,9%
Jeen	-5,7%
USD	-1,3%

USA: Inflatsioon ilma energia ja toiduhindadeta langes alla 2%, mida peetakse Föderaalreservi mugavustsooniks. Esimese kvartali vaid 0,7% majanduskasv peaks teises kvartalis olema kasvanud, kuna esimeses kvartalis toimus tugev varude korrektsioon ja tavalisest väiksemad olid ka valitsuse kulutused. Juunis käis USA 10 aastase võla intress viimase viie aasta kõrgeimal tasemel (5,30%), tekitades ka aktsiaturgudel lühiajalise raputuse. Hiina oli aprillis esimest korda pärast 2005.a. oktoobrit Ameerika valitsuse võla müüja (-5,8 miljardit USD).

Euroopa: Võrreldes eelmise kvartaliga on ootused eurotsooni intressimäärade tõstmise osas pisut kasvanud. Majandus kasvab Euroopa kohta tugevalt 2,6% ja tööpuudus on langenud alla 7%. Tõenäoliselt tõstab ECB sügisel intresse veel 0,25% võrra ja jätab vajadusel ukse lahti veel üheks intressitõstmiseks aasta lõpus. Kuigi juba 10 kuud järjest on inflatsioon püsinud allpool 2% tasemel olevat ECB mugavustsooni, võib praegune kõrgel tasemel olev tootmisvõimsuse kasutamine ja alanev tööpuudus inflatsiooni aasta lõpus ECB hinnangul kõrgemaks kujundada.

Jaapan: Jeeni müügi ja jõudsalt jätkuva *carry-trade* ühe järjest olulisema osalisena tuuakse välja Jaapani enda majapidamisi ja pensionisäästude investeerijaid, kes aktiivselt oma sääste jeenist kõrgema tootlusega valuutadesse ümber vahetavad

ja kapitali Jaapanist väljapoole investeerivad. Viimastel nädalatel on praktiliselt iga päev mõni Jaapani Rahandusministeeriumi või Jaapani Panga esindaja pidanud vajalikuks jeeni juba liigest nõrkusest mõtteid avaldada. „Keskpankade keskpang“ *Bank of International Settlements* kommenteeris 24. juunil jeeni järgnevalt: „selgelt on jeeni väärtuse jätkuvas nõrgenemises midagi anomaalset. ...[P]eamine probleem tundub olevat osade investorite liiga kindel veendumus, et jeeni ei lubata olulisel määral tugevneda“. Pensionäride tulv mingi „kindla“ rahateenimise strateegia suunas pluss turuosaliste veendumus selle vääramatusse on ajalooliselt olnud üsna plahvatusohtlik kokteil.

Pealkirja juurde

Üpris tihti loetakse turgudel negatiivseid lugemeid „positiivseks“ (ja vastupidi) – kõrge put/call või lühikeseks müüdud aktsiate osakaal näitab langusele panustajate suurenevat hulka ja seda tõlgendatakse tihti turgudele pigem positiivseks, kuna karud peavad kunagi ka oma lühikesed positsioonid katma ja selleks aktsiaid ostma. Tihti on sellised „tingitud refleksid“ ka raha sisse toonud. Mõnikord meenutavad mulle sellised tõlgendused lugu sellest, kus öösel surnu majja tuleb hommikul arst ja küsib, kas haige ka higistas. Kuuldes, et too seda tõesti tegi, peab arst seda väga positiivseks märgiks. 2000 aasta internetimulli lõhkemise eel oli

palju neid, kes seda selleks ka pidasid ja see ei takistanud selle paisumist ja lõhkemist.

Viimaste aastate rahapakkumise kasv on seni mõju avaldanud peamiselt varahindade tõusuna ja kuna traditsioonilises mõistes inflatsioon on püsinud kontrolli all, pole keskpangad seda protsessi takistada üritanud. Osad majandusanalüütikud usuvad, et globaliseerumine on esimese hooga mõjunud inflatsiooni alandavalt, kuna Hiina odavad kaubad on alandanud traditsiooniliselt tarbija ostukorvi kuuluva kauba hinda. USA Föderaalreserv keskendub tavaliselt inflatsioonile, millest on välja jäetud volatiilsemad toit ja energia. Viimastel aastatel on just nende väljajäänud komponentide „volatiilsus” avaldunud peamiselt ühes suunas, nii et laiem inflatsioon on püsivalt kõrge. Tarbija poolt vaadates saab vaevalt inimene olla rahul võimalusega, et kui ta autoga ei sõida, kodus kütte välja lülitab ja ei söö, on muude hindadega ju kõik enam-vähem korras. Nende väljajäänud komponentide eest paratamatult tehtavad kasvavad väljaminekud kahandavad võimalust teiste kaupade tarbimiseks ja võivad seega mõnevõrra alandada survet tarbimiskorvi selle osa hinnatõusule.

Tarbimist võib iga hetk mõjutada kinnisvarahindade langusest tulenev negatiivne jõukusefekt, mida seni on kompenseerinud aktsiaturu tugevus. Ehki esialgu probleemseks kujunenud madala kvaliteediga laenajate (*subprime mortgage*) moodustab kõigist laenudest väikese osa, on see jätkuvalt probleemide allikas. Kinnisvara, mis sellise laenaja poolt on ostetud, ei ole „subprime” ja selle sundmüük suurendab turul pakkumist ning alandab hindu. Alates juba 2005 lõpust toimunud selliste laenude probleemide ilmnemisele on viimase aasta jooksul jõutud faasi, kus USA kinnisvarahinnad tõepoolest langevad. Protsessi süvenemine võib tekitada majandusele probleeme pikema aja jooksul, kui seni arvatud.

Käimasolev CDO (varaga tagatud võlakirjad) turu riskide ümberhindamine suurendab väga tõenäoliselt investorite skepsist selliste investeringute hindamismeetodite ja varaklassi suhtes tervikuna. Kui üks Bear Stearns'i poolt juhitud fondidest suudab 40 järjestikuse kvartalikasumi kõrvale nüüd panna kvartali, kus praktiliselt kogu investorite raha on hävinud, võib see viia laiem riskide ümberhindamiseni krediiturgudel.

Oma pikaajalisest, paljude poolt eeldatud langustrendist, järsult väljunud pikaajalised intressid ja taas ennast meelde tuletav *default rate* kasv juba jahutab riskinälga. Skeptilisemaks muutunud võlaostjad on viimastel nädalatel nõudnud ülevõtmistehingute finantseerimisel kõrgemat intressi. Taas nõutakse viimastel aastatel pea unustatud võlausaldajat kaitsvate lisatingimuste olemasolu, see aga vähendab huvi laenata. Viimaste aastate finantsettevõtete kasumite kasv seondub suuresti mahtude tugeva kasvuga. Selle pidurdumine tähendab tavaliselt probleemsete laenude osakaalu kasvu ja alandab finantsettevõtete paljukiidetud efektiivsust. Hullemaal juhul selgub, et see osutub kokkuvõttes olevat lihtlabane lohakuks, mille lähiaastatel pankadest kokkupakitud riske ostnud kliendid või nad ise peavad läbi seedima.

Kui praegu veel turg järgib „muremüüri mööda ülesronimise” klišeed, siis järjest sagedane ja senisest negatiivsema „*hard evidence*” laekumine teisel poolaastal võib mõneks ajaks tõusu väärata.

Miks ma nii arvan? Jällegi tingitud refleksid. Kui liigse võimenduse tõttu asjad juba hakkavad halvaks minema, siis selle mõju on kumulatiivne ja kestab kauem, kui alguses tundub.

Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee