

Tuli lühiajaliselt lokaliseeritud

Kolmanda kvartali huvitavamad sündmused

- Lühiajaline paanika pankadevahelisel rahaturul USA-s ja Euroopas
- USA föderaalreserv alandas intresse 0,5% võrra (4,75%)
- Üldiselt oodatud Jaapani Panga (BOJ) intressitõus augustis lükkus edasi
- 4. oktoobril jätsid Inglise Keskpank (BOE) ja Euroopa keskpank (ECB) intressid samale tasemele
- Aastaid teiste oluliste valuutade suhtes langustrendis olnud dollari langus kiirenes veelgi

| Indeks | 2007 Q3 muutus |
|-------------|----------------|
| S&P 500 | 1,6% |
| EUROSTOXX50 | -2,4% |
| NIKKEI | -7,5% |
| BALTIX | -0,9% |
| Jeen | 1,8% |
| USD | -4,0% |

USA: Septembris alandas USA Föderaalreserv (Fed) üleöölaenude intresse 0,5% võrra 4,75% tasemele. Otse Fed-ilt pankadele laenatava raha hinda alandati samuti 0,5% võrra (5,25%). Selline äkiline meelemuutus võrreldes augusti algusesga, kus Fed-i esindajad peamiselt olid mures mitte majanduskasvu, vaid inflatsiooni pärast, oli põhjustatud kriisist madalama kvaliteediga laenajatega seotud võlatoodete turul. Juba alates 2005 aastat lõpust vaikselt kogunenud probleemid kinnisvaraturul väljenduvad aastal 2007 ennast kinnisvarahindade langusena, mis võib tekitada probleeme tarbimisele järgmiste kvartalite jooksul.

Euroopa: Majandustsükkel Euroopas tundub olevat tipu juba läbinud, kuid tõenäoliselt on langus mõõdukas ja USA-st kiirem kasv 2008 aastal püsib. Kasv nii töötlevas tööstuses kui teenuste sektoris alanesid septembris viimase kahe aasta madalaimale tasemele. Inflatsioon kiirenes samas üle 2% piiri ja eelmise aasta lõpus toimunud energiahindade languse baasefekti tõttu on ootuspärane aastase inflatsiooni jätkuv kiirenemine lähikuudel tõusnud toiduaine- ja naftahindade tõttu. Enne krediitprobleeme USA-s oodati ECB-lt intresside tõustumist 4,5%-ni aasta lõpuks. Praegu ootavad enamik analüütikuid praegusel 4% tasemel püsimist ka 2008 aasta jooksul.

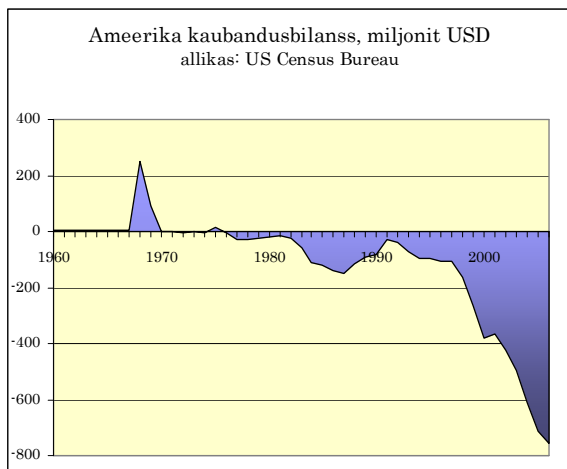
Jaapan: Jaapani Pank (BOJ) on senised intressitõstmisplaanid kalevi alla pannud oodates USA majanduse väljavaadete selginemist. Jaapanis lähitulevikus plaanitav mobiilside odavnemine 30% võrra alandaks CPI-d veelgi selgemalt deflatsiooni territooriumile. Teise kvartali algusele üle 2% raporteeritud majanduskasv korrigeeriti oodatust palju väiksemate kapitalikulutuste tõttu -1,2% tasemele. See ei luba eeldada intressimäärade normaliseerimist lähemas tulevikus ja julgustas kvartali jooksul tugevnenud jeenile lõpuks taas negatiivse, kuid arenevatele turgudele ja toorainetele soodsa *carry-trade* rahavoo tekkimist.

Pealkirja juurde

Kui veel augusti alguses pidasid keskpangad peamiseks riskiks inflatsiooni, siis sama kuu lõpuks jäeti see osa retoorikast tahaplaanile ja hakati rohkem muret tundma majanduskasvu pärast, mida seekord on ohustamas USA kinnisvaraturu jätkuv mõõn ja (esialgu peamiselt) sellega seotud finantstoodete järsk muutus ebalikviidseks. Selline muutus vajab ehk veidi pikemat tagasisivaadet sündmustest, mis selleni viisid:

2000 aastate alguses olid globaalselt intressimäärad erakordselt madalad – Jaapan võitles endiselt deflatsiooniga, Euroopa madala majanduskasvuga ja USA tehnoloogiamulli kokkukukkumisele järgnenud kerge

majandussurutisega. Globaalne kinnisvaraturg jätkas tänu madalatele intressidele tugevana, USA majandus väljus kiiresti surutisest ja 80-ndatest tekkinud usk majandustsükli modereerumisse süvenes sellega veelgi. Seetõttu ei peetud suureks probleemiks ka USA-Aasia majandussümbioosist tulenevat USA kaubandusdefitsiidi kasvu. Julge põhjendusega „kui majanduses pole näguripäevi, pole nendeks ka vaja säästa!” jätkasid ameeriklased teiste riikide säästude kasutamist enda tarbimise suurendamiseks laenamise abil.



Defitsiit ületas varem probleemseks peetava 5% taseme ja jätkas pea katkematult paisumist. Rahapakkumine kõikjal maailmas selle toel suurenes. Suurenes ka carry-trade maht, kuna jaapanlased soovisid oma sääste allavett ujuvast jeenist väljaspoole diversifitseerida, lisaks sellele suurendas kõikjal rahapakkumist finantstoodete areng ja raharinglust kiirendavate hedge-fondide maht.

Globaliseerumine tõi kaasa töökohtade loomise arenevatest riikides ja muutis ka sealsed töötajad püsiva ja piisava sissetulekuga „laenukõlblikeks”. Laenamine muutus seega tavapäraseks ka riikides, kus seni laenusaamine oli küsitav ja kinnisvarahindade tõus suurendas kõikjal jõukusefekti ja andis laenuatele tagatise.

Ettevõtted üle kogu maailma genereerisid häid kasumeid, olles atraktiivsed investeringutele.

Raha hulk aga kasvas ja hakkas jahtima vähenevat arvu mõistliku riskiga tehinguid, mis alandas riskipreemiaid. Suurenenud nõudlus tekitas lõpuks vältimatult tarvilike kaupade hinnatõusu. Toiduainete hinnad on viimase pooleteise aastaga globaalselt tõusnud veerandi võrra.

Aastal 2007

Ettevõtted on suurendanud tootmisvõimsust ja aktsiate tagasiostu rekordiliste mahtudeni. Ülevõtmiste ja ühinemiste maht püsis esimesel poolaastal uue ajaloolise rekordi graafikus. USA interressid tõusid, suurenes tööjõupuudus ja kinnisvarahinnad hakkasid langema, jõukusefekt kahaneb, kuid on pisut toetatud aktsiaturu tugevusest. Nõudlus läbipaistmatute ja kaheldava likviidsusega finantsinstrumentide järgi hakkas kokku kuivama, kuna nende hinnad ei vastanud tegelikule riskile. USA madalama kvaliteediga hüpoteeklaenu hakkasid hapuks minema.

Liiga head ajad tähendavad liiga optimistlikke investeringuid ja suurenenud tootmisvõimsus seisab nüüd silmitsi senisest aeglasema nõudluse kasvuga. Hulk raha on viimastel aastatel investeeritud sektoritesse, kus selle tootlus võib seetõttu olla ebaadekvaatne.

Tõenäoliselt seisab meil lähiaastatel ees „tagasipöördumine normaalsusesse”, mis ei tähenda aga tagasipöördumist 2006-2007 valitsenud paduoptimistlikku olukorda. Kui augustis oli S&P andmetel viimase 12 kuu jooksul ettevõtete võla *default rate* kõigest 0,21% (kohustuste väärtusest dollaris), siis pigem on edasine vähemroosiline. Krediidispremid jäävad pisut laiemaks, kuna taas küsitakse riskipreemiat, võimendus turgudel väheneb, volatiilsus võib jääda kõrgemaks, aktsiaturgude tootlus langeb, USA (ja ka mujal) ettevõtete kasumimarginaalid liiguvad tagasi pikaajaliste keskmiste suunas, kuid kiiret ärakukkumist ei tohiks samas aset leida.

Mõõnava kinnisvara kõrval on aktsiad sellel aastal olnud seni püsivam varaklass ja *blue-chip*´id kauplevad mõistuspärasel hinnatasemel. Kuna esimene on tõenäoliselt veel mõnda aega põlu all ja teise fundamentaalnäitajad peaksid püsima, on aktsiaturg esialgu suhtelise „safe haven” staatuses ja pigem tugev. Kui USA’s majandussurutist vältida ei õnnestu, siis on põhjust oodata negatiivseid arenguid ka globaalsetel aktsiaturgudel. Erinevalt 2002 surutisest oleks seekordne majanduse käest äraminemine „*real thing*” – mitte ettevõtete lühiajalise üleinvesteerimise tagasitõmme vaid tarbimise jahtumise tulemus. Selle ühe positiivse kõrvalmõjuna alaneks ka pehmema maandumise stsenaariumi korral tõenäoliselt USA kaubandusdefitsiit, väheneks kreen maailmamajanduses ja aastaid langenud dollar võiks taas tugevneda.

Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee