

„Ei midagi erilist”

Esimese kvartali huvitavamad sündmused

- Shanghai Composite Indeks kukkus 34%, suurim langus alates 1992
- USA föderaalreserv (Fed) alandas intresse 2,25% tasemele
- Fed'i poolt organiseeritud Bear Stearns'i ülevõtmine JP Morgani poolt
- ECB jättis intressid samale tasemele ja jätkas suures mahus likviidsuse pakkumist pankadele

Indeks	2008 Q1 muutus
S&P 500	-9,9%
EUROSTOXX50	-17,5%
NIKKEI 225	-18,2%
BALTIC Benchmark	-14,9%
USD	-7,5%
Jeen	7,5%

Kawe Investeerimisfond

31.03.08	NAV	Q1	12 kuud
A osak	102,56	-3,3%	-8,4%
E osak	10,26	-3,3%	-8,5%
D osak	12,82	4,6%	6,4%

Alates 2008 aasta algusest on Kawe Investeerimisfondi juht Kristjan Hänni. Esimeses kvartalis toimunud turgude hinnalanguse käigus suurendasin fondi portfelli aktsiate osakaalu (aasta alguses 42%) pooleni portfelli, optioonipositsioone arvestades on pikk positsioon veelgi suurem. Sulgesin pikka aega portfelli olnud Russell 2000 indeksi lühikese positsiooni, kuid turu tõustes olen hakanud järk-järgult seda positsiooni taastama.

Fondi tootlust mõjutasid negatiivselt aktsiate hinnalangus Baltikumis ja Euroopas, mis kujunes kokkuvõttes suuremaks, kui õnnestus teenida neile müüdnud optioonide volatiilsuse eest. Ootame jätkuvalt turuootustest püsivamat kasumit Baltikumi telekomidelt ja Skandinaavia pankadelt.

Ameerika: Fed-i juht B. Bernanke ja USA Treasury juht H. Paulson ei välista enama negatiivseid kasvunumbreid sellel aastal. Majandussurutise võimalusega on leppinud järjest suurem osa analüütikuid ja konsensuse kujunemisele vastavalt on aasta alguses negatiivselt reageerinud ka aktsiaturg. Pikaajalise töötuse näitaja, mis tavaliselt käitub üsna sarnaselt USA tööpuudusega, püsis kvartali lõpus avaldatud andmete kohaselt ajaloolisel 2,1% madaltasemel (pikaajaline keskmine 2,9%). Hoolimata aastaid kestnud kinnisvaraturu langusest ei ole tööpuudus seni kujunenud ülemäära suureks probleemiks. Märtsis 5,1%-ni kasvanud tööpuudus on tavapärast surutiste korral nähtust oluliselt madalam, kuid tõenäoliselt kasvab lähitulevikus. *Non-farm payroll* kuine langus oli viimase viie aasta suurim ja suurendas ootusi 50 bps intresside alandamiseks.

18. märtsi Fed'i koosoleku materjalide põhjal võib öelda, et vaated on hakanud seal rohkem eristuma ja mitmete hääleõiguslike liikmete

arvates on edasise tegevuse üle otsustamiseks vaja ära oodata seniste sammude võimalik mõju. Minu meelest on põhjendatud seisukoht¹, mis seob toorainete praeguse kõrge hinna madalate reaaltressidega. Seetõttu võiks Fed olla intresside langetamisega märksa ettevaatlikum, et mitte tekitada endale täiendavaid probleeme toorainete hinnatõusu tõttu.

Euroopa: Saksamaa Ifo ärikliima indeks näitas sentimendi paranemist 104,8 punktile (veebruari 104,1), kõrgeimal tasemel alates augustist. Paranemist märtsis näitas ka Prantsusmaa Insee poolt avaldatav ärisentimendi indeks.

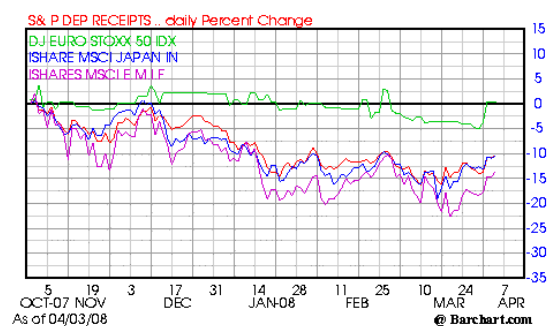
Langenud tööpuudus ja ootustest tugevamatena püsivad tööstustellimused Euroopas ei ole suutnud genereerida samas julgemat tarbimist. Võib olla on tarbijatele mõju avaldanud murelik toon meedias (USA ja selle võimaliku mõju tõttu Euroopale) majanduse suhtes. Euroopa Komisjoni andmetel on tarbijausaldus üle viimase kahe aasta madalalaimal tasemel. Sentix'i poolt kokku pandav ülevaade eurosooni investorite meeleoludest näitas märtsis aga pärast 9-kuulist langust, et arvamus jooksvast olukorrast ja ootused tuleviku osas on ootamatult taas paranenud. Euroopas on aktsiaturg viimastel nädalatel püsinud tugevana ja see võib olla investorite silmis ka ettekujutus olukorrast parandanud.

Jaapan: BOJ on üritanud turgude aeg-ajalt tekkinud ootust ka seal intressikärpeid näha oma kommentaaridega summutada. Pigem

võiks suurema selguse saabudes globaalsetel turgudel BOJ juhtkonna mõne liikme hinnangul taastuda intresside aeglane tõusutsükkel. Esimeses kvartalis tugevnenud jeen võib lühiajalises plaanis olla negatiivne eksportööridele, kuid võiks pikemas plaanis majandusele tervikuna olla positiivne.

Pealkirja juurde

Kvartali lõpus suutsid mitmed USA majandusuudiste kanalid (mida muidugi ka Euroopa ja Eesti meedia vaieldamatu tõena edastas) väljastada uudiseid USA turgude „paremusest” võrreldes teistega viimase poole aasta jooksul ja/või selle aasta alguses. Enamjaolt oli tegemist tavapärase ajakirjandusliku *data-mininguga*, mis võrdlusesse otsis andmed, mis esitatud teesi toetasid. Korrektsem oleks viia võrreldavad indeksid ühele baasile ka valuutakursside arvestuses ja võrrelda omavahel olemuselt lähedasi indekseid. Enam-vähem sellistele tingimustele peaks vastama erinevate USD-is kauplevate *blue-chip* indeksite trækkerite võrdlus:



Nagu näha, pole erilist põhjust USA paremast tootlusest rääkida, jätkuvalt on tavapärase arenevate turgude (EEM) allajäämine langusperioodil hoolimata nende „tugevatest fundamentaalnäitajatest”.

¹ <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1002>

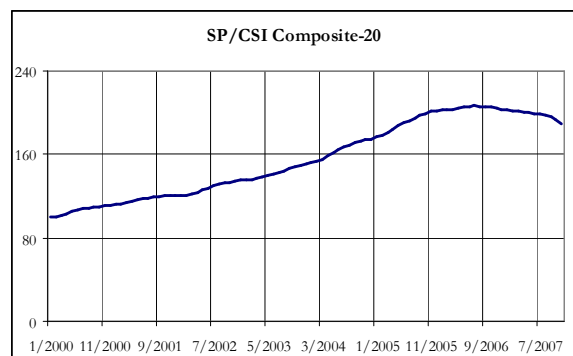
Blue-chip indeksiträkkerite võrdluses löid Euroopa ja Jaapan dollari baasil Q1 USA turgu: DBX (EuroSTOXX 50) -4,7%, EWJ (Nikkei 225) -6,2%, SPY (S&P 500) -9,9%, EEM -11%. Volatiilsete aegadel on üsna tavapärane tekkima investorite *home bias*, mistõttu raha osalt naaseb turgudele, kust aktsiatesse globaalselt rohkem raha pärit ja igaks juhuks müüakse tavapäraselt arenevate turgude aktsiaid. Tavaliselt järgnevad pärast kinnitust, et arenenud turud jälle „peavad” mõningase viitajaga ka arenevad turud, kus praegune jälle meelde tuletatud ebalikviidsus investoreid mõnda aega sisenemast hirmutab.

Viimased kuud on jällegi näidanud investorite sentimendi globaalset iseloomu ja selle seotust USA turuga. Seose püsimise korral on küsimus USA majanduse käekäigust jätkuvalt oluline.

Võlad on olemuselt 0-summa mäng. Kinnisvara hinnalangus USA's muudab sealse seadusandluse kontekstis laenuga koduostnute jaoks väikese omafinantseeringu korral praeguse langusnumbri juures ratsionaalseks oma eluaseme loovutamise laenuandjale ja käed taskus minemajalutamise. Tema koondbilanss sellega paraneb, samas kui ebalikviidse tagatise realiseerimisega hätta jääval laenuandjal tuleb hakkama saada laenusummast väiksema müügihinna tõttu tekkiva kahjumiga ja keskpangad sellest potentsiaalselt tulenevate negatiivsete mõjudega majandusele.

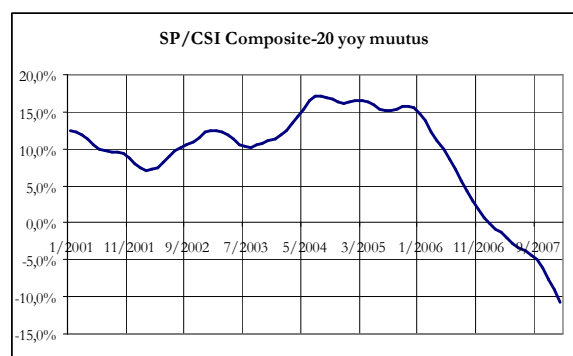
Finantssektoris samal ajal saadavad kahjumid on üle pikema tsükli vaadates liigoptimismi

ootuspärane tulem. Kuna *sub-prime* CDO'd kauplevad juba 30-40%-se diskontoga nende aluseks olevate laenude nominaalväärtusesse, siis võib möönda pankade jaoks mõningase varu olemasoluga täiendava hinnalanguse suhtes. Pangad peavad oma selliseid positsioone (enamjaolt) juba hindama turuhinnas, mistõttu oleme näinud viimastel kvartalitel massiivseid mahakirjutamisi.



Kui USA kinnisvaraturul on hinnad 2006.a. tipust langenud (SP/CSI composite 20) 12,5%, siis keskmiselt vähemalt selle taustal on need võlainstrumendid tänaseks hinnatud üsna konservatiivselt.

Hinnalangus on samas viimastel kuudel kiirenenud:



Paranenud bilanssidega ekslaenuvõtjad peavad jätkuvalt kusagil elama, suurendades potentsiaalsete ostu- või rendihuviliste hulka. Kui tööpuudus liiga kiiresti ei kasva, krediitingimuste järsku karmistumist koduostjate jaoks suudetakse vältida ja

tasapisi lisandub nõudlust rahvaarvu kasvust, peaks seniste majandusseaduste kehtivuse puhul kinnisvara hinnalangus genereerima ostuhuvi (kas rendileandmiseks või eluasemeks). See suudab lõpuks languse peatada ja algab taas positiivne varade hinnatsükkel. Kiirem hinnalangus viib teoreetiliselt kiiremini ka nõudluse tekkimiseni ja ootuspärane on näha taas tehingute arvu kasvu, mis viiks põhja moodustumiseni. Olemasolevate majade müük kasvas veebruaris 2,9% (-0,4% jaanuaris) ja veebruaris müüdnud ühepereelamute arv kasvas 2,8%, jätkuna jaanuari 0,7% kasvule. Müügitehingute arv on võrreldes tipptasemetega endiselt poole väiksem, kuid lootust tavapärase majandusreeglite rakendumisest võis nende põhjal juba üldises positiivsete uudiste põuas tekkida.

Oma osa selles arvuliselt kasvanud müügis mängisid laenuvõtjatelt tagasi saadud kinnisvara senisest agressiivsem müük ning käimasolevate kinnisvaratehingute indeksi (PHSI) languse tõttu (paarikuise viitajaga kajastub tavaliselt tehinguna) veebruaris ei saa veel eeldada positiivse trendi jätkumist.

USA tarbijakeskse majanduse jaoks ülioluline küsimus on praeguse pankade omakapitali haihtumise pikemaajaline mõju tarbimisele. Omakapitali on kaotatud märksa suuremas ulatuses, kui seda on õnnestunud lisada ja sellest tulenev (spekulatiivsema) võimenduse vähendamine on tabanud üsna paljusid varaklasse. Märtsis toimunud korrektsioon tooraineturul võis olla samuti selle tulemus. Fed'i poolt turgudele likviidsuse lisamine ja selle iseloom tundub olevat piisav, et näiteks

tarbimiskrediidi osas varasemaga võrreldes suuremaid piiranguid pole finantssektor kokkuvõttes teinud. Hoolimata hinnalanguse tõttu kokkukuivanud raha väljavõtmisele kodukapitalist (MEW) on seni tarbimine püsinud. Nii USA-s kui ka näiteks Eestis võib praegusel hetkel isegi rohkem kujuneda probleemiks kahanenud tarbijausalduse tõttu langenud krediidinõudlus, kui selle pakkumine.

Ajalooliselt on aktsiate mõnda aega kestev tõus olnud positiivne tarbijausaldusele. Koos maist USA-s laekuma hakkavate maksutagastuste lisandumisega tarbimisele võiks see kokkuvõttes anda mõnda aega jätkuvalt tuge ka aktsiaturgudele, mida aegajalt paratamatult raputavad jätkuvalt negatiivseid uudiseid. Sügise tippudega võrreldes märtsis maksimaalselt -17% näidanud S&P 500 indeksi põhjal (hetkel -12%) saab praegu vaid nentida, et formaalselt pole USA-s seni tegemist karuturuga, vaid korrektsiooniga. Seega – „ei midagi erilist”.

Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee