

Õlisummer

Teise kvartali huvitavamad sündmused

- Jefferies-Reuters CRB indeks (toorainete hinnad) tõusis H1 kokkuvõttes 30,4%
- USA majanduskasv Q1 1%, Jaapan 1,3%, Eurotsoon 2,2%
- Fed lõikas intresse 30. aprillil 0,25% võrra 2% tasemele. Edaspidi on nende retoorika muutunud pisut enam inflatsiooniriski rõhutavaks.
- ECB jättis Q2 intressid samale tasemele, kuid olles järjest enam mures inflatsiooni pärast tõstis 03.07 intresse 25 bps võrra

Indeks	2008 Q2 muutus
S&P 500	-3,2%
EUROSTOXX50	-7,6%
NIKKEI 225	7,6%
BALTIC Benchmark	-8,5%
USD	0,1%
Jeen	-5,7%

Kawe Investeerimisfond

30.06.08	NAV	Q2	12 kuud
A osak	97,40	-5,0%	-12,0%
E osak	9,74	-5,0%	-12,1%
D osak	12,16	-5,1%	+2,4%

Eelmise kvartali lõpus poole portfelli mahust moodustanud aktsiate osakaal ulatus kvartali lõpus 58%-ni, kuna mitmete aktsiate hinnatasemed on meie arvates juba huvitavad. Juunis kasvas aktsiate osakaal lühiajaliselt veelgi enam, kuna Carlsbergi poolt tehtud kohustuslik ülevõtmispakkumine Saku Õlletehase aktsionäridele andis võimaluse selle pealt pisut teenida. Võtsin pakkumise vastu, kuna ei olnud näha opositsiooni tekkimist tõenäolisele ettevõtte äraviimisele börsilt. Meie aktsiate kogus polnud piisav, et oleks mõistlik kohtuvaidluse kaudu kõrgema hinna saavutamist üritada juhul kui ettevõtte börsilt lahkub.

Juunis näitas France Telecom üles huvi Telia ostmise suhtes, kuid ei jõudnud 37,3% omava Rootsi riigiga kokkuleppele ettevõtte hinna

osas. Kuna fondi portfellis on esindatud Eesti Telekom ja Leedu TEO aktsiad, kus Telia omab valitsevat mõju, oleks France Telecomi ülevõtmistehingu teostumise korral toonud see kaasa Carlsbergi pakkumisega sarnase neis aktsiates. Näiteks Saku puhul kasutatud viimase kuue kuu kaalutud keskmise aktsiahinna põhjal tuletatud pakkumishind oleks kõrgem praegustest turuhindadest, kuid ei vastaks ligilähedaseltki põhjendatud hindadele. Võrdluseks võib tuua kasvõi Telia pakkumishinna, mida ettevõtte juhtkond „naeruväärseks“ nimetas – ca 12x EV/EBITDA. See oli pea kaks korda kõrgem, kui Eesti Telekom praeguse turuväärtuse juures kujunev suhe ning pea kolm korda suurem TEO omast.

Aktiivne reageerimine Carlsbergi pakkumisele näitas, et siinsetele turgudele investeerivate fondide ja väikeinvestorite positsioon on piisavalt nadi, et heas rahalises seisus tuumikomanikel on ülimalt mõistlik hetk väikeaktsionäride käest aktsiate ülesostmiseks. Rootsi valitsuse erastamisprogrammi kohaselt peaks Telia

olema müüdnud 2010 aastaks, mistõttu väljumisvõimalus ka suurematele investoritele ei ole väga kauges tulevikus. Seega hoolimata Baltikumi aktsiaturu ebalikviidsusest võib pakkumise tõenäosus + vahepealsed dividendimaksud kombinatsiooni tõttu investorite huvi selliste varade suhtes pigem ajas isegi kasvada.

Hoolimata korralikest Q1 tulemustest jätkasid Skandinaavia pangaaktsiad langust (portfellis Nordea, SEB ja Swedbank), mis on jätnud oma negatiivse jälje fondi tootlusele. Eesti Panga avaldatud statistika näitab jätkuvalt, et vähemalt siinmail on pangad jätkuvalt Q2 korralikult kasumit teeninud. Baltikumi osas on aga detailidesse süüvivaid väliseid vaatlejaid üpris vähe ja kohalikke ja Skandinaavia analüütikuid igaks juhuks nende omade huvide mängusoleku pärast sellises olukorras ülearu tõsiselt ei võeta. Praegust usalduskriisi leevendaks ainult „*hard evidence*“. See võiks seonduda millalgi stabiliseeruvate Baltikumi makronäitajate või pankade ootustest püsivamate majandustulemustega. Näiteks Deutsche Bank teatas, et ootab lõppenud kvartalis kasumit ja ei näe vajadust täiendava kapitali järele. Tavapäraselt rõhutatakse nõrkusest ülesaamist ka mõne ründava käiguga, milleks oli ABN-Amro Hollandi kommertspanganduse ostmine Fortiselt. Kui Euroopa pangad suudavad nüüd paari järgneva kvartali tulemustega näidata, et nende eelnevatel kvartalitel kantud kahjumid on osalt siiski ühekordse iseloomuga ja näeme uute mahakirjutamiste vähenemist, võiks see kaasa tuua pangavõlgade *spreadide* kokkutõmbe ja aktsiate kergendusralli. Euroopa panganduses

on keerulised ajad toomas välja ühinemismõtteid (näiteks Commerzbank ja Dresdner Bank), mõningast retoorikat selles suunas on kuulda ka Skandinaavias.

Ostsin juunis fondi osakuid.

Ameerika: Föderaalreservi arvates on riskid majanduskasvule „modereerunud“ ja inflatsioonirisk kasvanud. Siiski on majanduses palju probleeme, mille leevendumise selgemaid märke tuleks oodata enne intresside tõstmist. Inflatsioon näeb numbriliselt välja selline, et võiks seda teha, kuid paljud turuintressid on jätkuvalt kõrgemal, kui Fed'i intresside langutsükli alguses. Krediitingimused on pigem kitsenevad, näiteks 13 nädalaga, mis lõppesid 18. juunil, vähenes laenamine aasta baasil 9.14%. Osade võlainstrumentide kauplemise sisulise seiskumise tõttu koguneb pankade bilanssidesse tavapäraselt enam ebalikviidseid ja potentsiaalselt volatiilseid varasid. Oma kapitaliadekvaatsuse pärast muretsevad pangad ei julge seetõttu Fed'i poolt pakutavat odavat laenuraha tavapärase aktiivsusega vahendada. Kinnisvaraturu langus jätkub, kuna pangad on üsna resoluutselt asunud lepingust välja jalutanud laenajate laenu tagatisteks olnud kinnisvara realiseerima. Kasvanud on samas tehingute arv, mis võib olla selle trendi jätkumise korral lootustandvaks eelmärgiks kinnisvara hinnalanguse peatumiseks lähikvartalitel.

Euroopa: ECB president Trichet kirjeldab inflatsioonilist survet kui “küüruga” fenomeni, mis toorainete hinnatõusuga on kasvanud, kuid peaks ajapikku välise hinnašoki

möödudes leevenduma. Igatahes on see fenomen kestmas oodatust kauem ja osutunud kõrgemaks keskpankade prognoosidest. Eurotsooni inflatsioon on seetõttu kõrgeim alates 1999 aastast, kus selle arvutamist alustati. Eurostati andmetel olid hinnad juunis 4% kõrgemal, kui aasta tagasi.

Ähvardavalt madal majanduskasv on samas suurendamas poliitilist survet ECB'le, et lisaks hinnastabiilsusele ka seda enam arvesse võtta.

Jaapan: Jaapani tootmisettevõtete kindlustunne langes juunis viimase viie aasta madalaimale tasemele. Samas oli number ja ka kapitalikulutuste plaanid ootustest paremad ja Jaapani aktsiaturg suutis kvartali tervikuna lõpetada positiivselt.

Alates Masaaki Shirakawa saamisest BOJ juhiks aprillis on pank väljendanud selgelt enam muret majanduslanguse riski suhtes, kui teised keskpangad, mistõttu intresside tõstmine seal mõnda aega teema veel ei ole. Oodatakse ajutist majanduse aeglustumist aasta keskel ja kasvu kiirenemist aasta lõpuks, kui mured Euroopa ja USA pankade osas võiksid hakata vähenema.

USA's kujunesid juunis väikesed ja kütusesäästlikud autod müügihitiks. Toyota (-11,5% kuuga) jaoks tundus see olevat pisut ootamatu, mistõttu on näiteks Priuse hübriidauto ooteajad kujunenud liiga pikaks, võimaldades näiteks Hondal (+13,8%) selles nišis turgu võita.

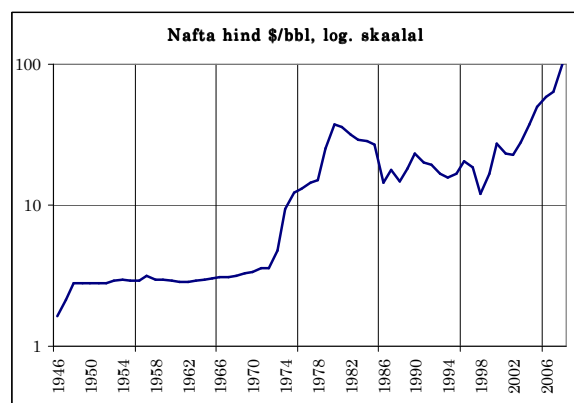
Kombineeritult on kolm Jaapani autotootjat (lisaks Nissan) suurendanud oma turuosa

USA's aastaga 32,9%-lt 34,7%-le. Juba pikka aega üsna energiasäästvalt elama ja tootma harjunud jaapanlastel võib praegustes oludes olla palju muule maailmale õpetada ja selle arvelt mõnda aega teenida.

Pealkirja juurde

Terve esimese poolaasta pigem investorite ootusi H1 USA majanduse suhtes allapoole rääkinud USA Treasury juht H. Paulson ütles hiljuti: „mitte keegi meist ei kahtle, et kõrge nafta hind saab mõju avaldama“ ja „pole mingit kahtlust, et teine kvartal on raske“.

Laialdaselt aktsepteerimist leidev sõnum iseenesest. Patuoinas võimaliku majanduslanguse korral on sellega olemas ja igal juhul pole USA'l endal sellega sealse avalikkuse silmis suurt midagi pistmist – USA finantsettevõtete haihtunud kapitali ohtralt oma raha paigutanud araablased süüdistagu iseennast. Konteksti sobis hästi hiljutine Goldman Sachsi „*conviction sell*“ nimekirja pistetud prints Alwaleedi osalusega Citigroup.



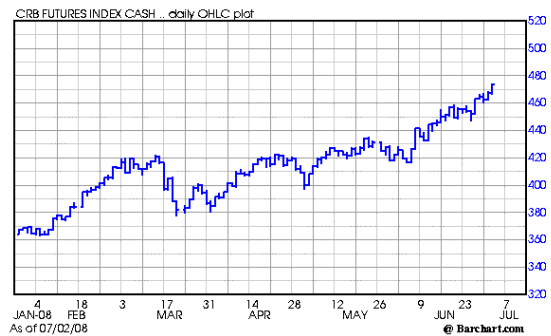
Esitan nominaalse aasta keskmise naftahinna logaritmilisel skaalal, kuna see võimaldab paremini tajuda ajalooliselt toimunud protsentuaalseid muutuseid. Viimasel 10-l aastal oleme näinud üsna sarnast hinnatõusu,

kui kogeti eelmise naftašoki ajal 70-ndatel. Aastatel 1972-80 naftahind kümnekordistus, sama (praeguste hindade püsimisel isegi enam) on juhtumas ka nüüd. Tähelepanuväärne on see, et 1998 kohati isegi alla 10 USD maksnud nafta senise hinnatõusu on maailmamajandus seni üsna rahulikult üle elanud. Suurem nutt ja hala nafta hinna üle meedias (ja ohtralt innukaid tipuennustajaid) on tekkinud alles nüüd ja paljude negatiivsete asjaolude koosmõjus.

Majandusele ja aktsiaturgudele mõjuvad negatiivselt jätkuv USA kinnisvara hinnalangus, krediidituru jahenemine ja kõrged toorainehinnad. Kahanemine nõudluses toob pakkumise samaks jäädes tavaliselt alla ka hinna, mistõttu viimase negatiivse teguri suhtes omab majanduse jahtumise globaalne laienemine lõpuks hinda alandavat mõju. Mõnda aega võib pragune investorite kapital reaalse nõudluse vähenemist kompenseerida, kuid varem või hiljem tuleb neilgi oma positsioonid kasumi teenimiseks realiseerida. Kas kasumivõtu ajendiks saab juba üllatavalt kaugele jõudnud „spekulatiivsete toorainestusteeringute“ seadusandlike piirangute kehtestamine USA's, Hiina olümpiaeelse ehitusbuumi leevendumine või mõni muu sündmus, pole võimalik prognoosida. Mulle tundub toorainete turg olevat üsna korrektsioonialdis ja seda isegi pikaajalise ülestrendi raamesse jäädes. Samas ma isegi loodan, et nafta hind jääb pikemaajaliselt piisavalt kõrgeks selleks, et tulevikkuvaatava energiainnovatsiooni finantseerimine jätkuks ja praeguseni ressursside suhtes üsna hoolimatult

ümberkäinutele aru nende rahakoti kallale minevate kulutuste kaudu kohale jõuaks.

Uute tippude poole liikuva CRB indeksist suur osa komponente pole juba ca pool aastat oluliselt ülespoole liikunud, järjest kitsamaks muutuvat tõusu veab peamiselt nafta hind.



Valdkondades kus pakkumist on võimalik reaktsioonina hinnatõusule suhteliselt kiiresti suurendada, on see toimumas ja selle tulemusena on selle aasta esimeses pooles mitmete põllumajandussaaduste hinnad märkimisväärselt langenud. Näiteks nisu osas ootab *International Grains Council* koguseliselt 2009 30. juuniga lõppeval aastal ca 8% suuremat saaki võrreldes eelmise aastaga ja võrreldes veebruari tipphindadega on nisufutuuri hind langenud tänaseks 36%.

Aktsiaturgudel viimaste kuudega kätte õpetatud refleks – nafta üles, aktsiad alla – töötab seni päris hästi. Kuni siis lõpuks araablased otsustavad imelikult kombel oma Lääne finantsinvesteeringutest ka mingit kasu saama hakata ja refleksid teistpidi tööle pannakse. Iraagi sõja vaikne sumbumine ja vastne Lääne naftafirmade (eeldatav) lubamine sealsete naftaväljadele näitab ilmekalt, et lisaks Fed'i intressilõigetele võib vajadusel ameeriklaste jaoks eesmärgipärane

olla ka merejalaväe ja muude sarnaste „open-market operations“ kasutamine.

Juuni lõpus Reutersi poolt avaldatud andmetel on investorid alandanud portfelliges aktsiate osakaalu rohkem kui viimase nelja aasta madalaimale tasemele. 50-ne juhtiva investeerimisfirma küsitlus näitas, et keskmine aktsiaosakaal portfelliges kukkus juunis 56,9%-le (mais 59,5%). Raha osakaal tõusis juba 5,5%-le, mis on oluliselt kõrgem pikaajalisest 4,6% keskmisest.

Mis iganes selle ralli H2 lõpuks põhjustab – kütust selleks (ja milleks iganes) on maailmas esialgu piisavalt.

Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee