

Toorained=paha, aktsiamull=hea?

Viimase aja huvitavamad sündmused

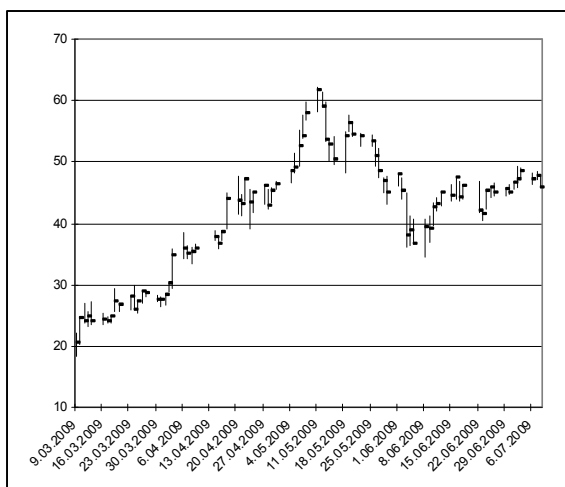
- **Ameerika Conference Board Leading Economic Index™** (LED) kasvas mais 1,2% jätkuna aprilli 1,1% kasvule
- ECB alustas turult 60 miljardi EUR varadega tagatud võlakirjade ostmisega, mis juba teatavakstegemisega varaklassis hindu positiivselt mõjutas.
- USA-s jutud uuest stiimulpaketi vajadusest
- USD langeb ja raha liigub USA-st välja, kas dollari *carry-trade* alanud?
- Jeeni tugevnenemist peetakse liigseks ja peetakse võimalikuks BOJ interventsiooni

| Indeks | 2009 Q2 |
|------------------|---------|
| S&P 500 | 15,2% |
| EUROSTOXX50 | 15,5% |
| NIKKEI 225 | 22,8% |
| BALTIC Benchmark | 11,7% |
| USD | -5,6% |
| Jeen | -3,2% |

Kawe Investeerimisfond

| 30.06.09 | NAV | Q2 | YTD | 12 kuud |
|---------------|-------|-------|-------|---------|
| A osak | 69,99 | 13,4% | 9,8% | -27,8% |
| E osak | 7,0 | 13,3% | 9,7% | -27,8% |
| D osak | 7,78 | 20,1% | 10,2% | -35,9% |

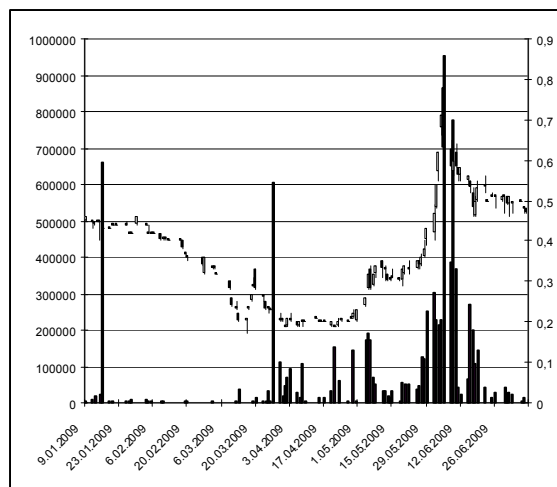
Skandinaavia pangad püsisid kuni maini tõusukursil, kuid devalveerimishirm Lätis põhjustas juuni alguses korrigeerimise siin tegutsevate pankade aktsiahindades. Graafikul Swedbank'i aktsia



Vahepealsetest finantseerimisraskustest tänu riigi garantiiga laenamisele üle saanud

pangad ei ole olnud enam nii finantsmürast haavatavad, kui sügisel ja pärast Läti Euro- ja kohalike valimiste möödumist (millega kaasnes isegi lätlaste kohta hämmastavalt palju müra, millest väljastpoolt sündmusi jälgijad ei osanud igaks juhuks välja lugeda midagi muud, kui kohese devalveerimise) ja EC poolt Lätile raha laenamise kinnitust on turud rahunemas.

Portfellis väikese positsioonina olevas Snaige:



aktsias ja vahetusvõlakirjades tekkis tavatult aktiivne kauplemine, kuna üks ettevõtte aktsionäridest otsustas oma osalust

suurendada. Eesmärk võiks olla kontrolli liikumine teiste finantsinvestorite käest Leedu taustaga investoritele. Mõned aastad tagasi said need samad leedukad kaalukeeleks, mis takistas ettevõtte strateegilist müüki. Võimalik, et käimasolev likviidsuspigistus on nende seisukohti ettevõtte aktsiate strateegilise müügi osas muutnud. Igal juhul tuleb järgmisi sündmusi jälgida kõrgendatud tähelepanuga, kuna kiusatust kontrolli saamisel varasid kantima asuda ei saa ka välistada.

Võtsin kasumit mõnelt fondi väiksemalt positsioonilt (Grindex, osaliselt Merko), mis näitasid lühiajalises plaanis viimastel kuudel väga järsku tõusu.

Toorained=paha, aktsiamull=hea?

Paljud viimaste aastate otsused põhinesid lootusel, et vähemalt USA-s on keskpangal nüüdseks juba nii palju kogemusi, et saadakse hakkama praktiliselt ilma negatiivse majandustsükli. See viimasel 20 aastal tekkinud usk (*great moderation*) kombineerus pärast internetimulli lõhkemist tagantjärele tarkusena liiga pikalt madalal hoitavate intressimääradega ja tõusvate varahindadega. Finantssektoris tähendas stabiilne tõus koos madala volatiilsusega ajapikku tekkivat sundseisu. Suuremate kasumite nimel, mida aktsionärid igalt ettevõttelt alati ootavad, tuli konkurentsis püsimiseks ametis püsida soovival juhtkonnal tihti nende nõudmistele vastu tulla. Madalate intresside ajal liiguti lihtsaima vastupanu suunas ja puuduvate uute ideede tõttu kasutati vanade ideede ülesvõimendamist. Stabiilsuse lõpp ja varahindade langus tähendas selle massiivse

võimenduse tõttu probleemide pundart, milletaolisega maailm pole seni rahanumbrite suuruses kunagi kokku puutunud. Rahvusvaheline Valuutafond nendib oma "[Initial Lessons of the Crisis](#)" kuivalt: "aset leidis süsteemsete riskide, mis tulenesid finantssektori tagasisidest reaalmajandusele, alahindamine". Lehmani pankrotijärgne umbseis finantssektoris näitas, kui raske on keskpankadel mõjutada sellises olukorras reaalmajandust. Sarnase olukorra kordumise vältimine on mõnda aega üks keskpankade ees seisev ülesanne, et finantskriis uuesti ei eskaleeruks ja krediidi läbilaskevõime reaalmajanduse jaoks normaliseeruks. Sektori erakorraline käsitlemine väljendub nii riigi garantiiga võimaldatud laenamises pankadele ja keskpankade/valitsuste valmisolekus pankadesse omakapitali paigutada. Võrreldes väljaantavate laenudega väga madalal hoitavad lühiajalised intressid peaks andma võimaluse pankadele ka teenitava kasumiga auku omakapitalis lappida. Näiteks oli esimeses kvartalis Goldman Sachs'i intressikandvate kohustuste keskmine kulu vaid 1,24%. Suurte mahakirjutamistega ühele poole saanud pankadelt võiks seega eeldada mõnda aega (kuni intressid madalal hoitakse) prisket kasumimarginaali ja kasumit.

Olukorra normaliseerumise algusest annab märku see, et mitmed USA suurpangad on alustanud riigi poolt tehtud kapitalisüstide tagasimaksmisega ja on võimelised taas turult pikemaajalist raha laenama ilma riigi garantiita. Juba on hakanud näiteks UK-s konkreetsemat vormi võtma ka plaanid edaspidi karmistada nõudeid kapitalile ja likviidsusele nendele finantsteenuste

pakkujatele, kelle tegevusest tulenevad suurimad riskid finantssüsteemile.

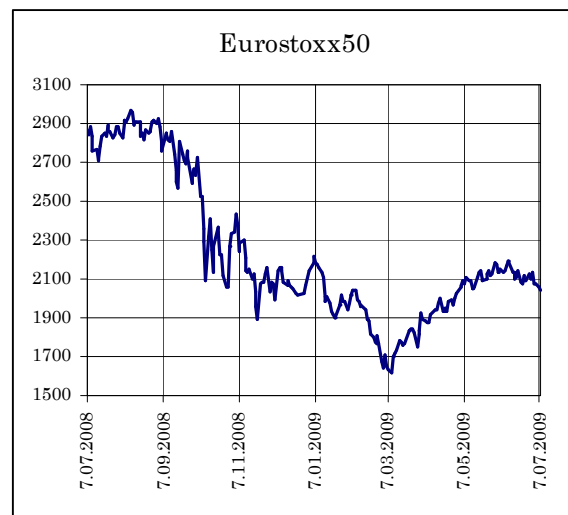
Seni on vähemalt USA's Fed-i praktika olnud selline, et nende rolliks pole olnud mullidega (sest ei ole peetud võimalikuks hinnata, millal on tegu mulliga) võitlemine, vaid alles pärast selle lõhkemist (likviidsus)lapiga järelkoristus. Tehnoloogiamulli lõhkemisele järgnes mitmeaastane läbi sõrmede vaadatud kinnisvaraturu mullistumine. Kas väljapääs praegusest olukorrast eeldab taas mõne uue mulli algatamist või vaatame vastu "uuele normaalsusele", mille käigus regulatsioon finantssektoris ja varadega kauplemisel karmistub ja uute mullide tekkimine on seetõttu keerulisem?

Keskpankade sammude mõju reaalmajandusele on ajalooliselt avaldunud enamasti varahindade tõusule aitamise kaudu. Tõusvad varahinnad julgustavad taas ettevõtteid ülevõtmistele ja investeerima ning ennast jõukamana tundvat tarbijat ostma. Hinnatõus varaturgudel on seega märk, et keskpankade tegevus on olnud efektiivne. Kuid kuna terava hinnatõusu on teinud läbi ka toorainehinnad, on taastekkinud poliitikute ja tooraineturgude kauplemise korraldajate huvi "spekulatiivsete toorainest investeeringute" piiramiseks. Kas keegi aga kujutaks ette arvamustlugu¹, mille avaldasid Suurbritannia peaminister Gordon Brown ja Prantsusmaa president Nicolas Sarkozy Wall Street Journalis, mille kohaselt nafta hinnakõikumine (eriti tõus!) rikub

¹
<http://online.wsj.com/article/SB124699813615707481.html>

"aktsepteeritud majandusreegleid" ja hinnatõus "võib panna pommi usaldusele just siis, kui me pingutame taastumise nimel", aktsiaturgude kohta? Vähemalt Lääne meedias mitte. Vastupidi, tõus aktsiaturul on üks oluline komponent ettevaatavates majandusindikaatorites ja mõjutab tavaliselt positiivselt samuti selle komponendiks olevat tarbijausaldust.

Hoolimata praegu kestvast korrektsioonist aktsiaturgudel võiks minu arvates tõus teisel poolaastal kokkuvõttes jätkuda.



Keskpankade poolt pakutav likviidsus hakkab taas pangandusest reaalmajandusse jõudma ja lähikvartalitel pole veel kuigivõrd tõenäoline selle tagasitõmbamine. Ülearu pikalt sellega viivitamine tekitab vähemalt ECB silmis probleeme, mille tõttu nad on juba hakanud sellele mõtlema².

Kuna aktsiaturg on juba mitmeid kuid tõusnud, ei saa võimenduse vähenemine ja sundmüügid enam selles varaklassis suureks probleemiks olla. Lähene loodetavasti

² ECB. „Asset price misalignments and the role of money and credit“
<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1068.pdf>

jätkuvalt efektiivsemale turule, kus jooksvad majandustulemused taas hakkavad suuremat rolli mängima. USA turg tundub olevat teistega võrreldes kallis ja seetõttu on investorite raha taas hakanud liikuma sealt välja riskantsematele jahimaadele. Hoolimata rakendunud majanduse stimuleerimispaketist ja selle abil lühiajaliselt tõusnud tarbimisest võib minu arvates USA-s probleemiks olla piiride kompamine, millise piirini tarbijatele antava krediidi suurendamine suudab tarbimist positiivselt mõjutada ja millisest võlatasemest alates selle teenindamine hakkab edasist tarbimist kokkuvõttes negatiivselt mõjutama. Krediidipakkumise järsk kasv Hiinas on seega mõnda aega ehk parem uudis, kui see oleks USA-s, kus tarbimine võiks olla suurem hoopis madalamal võlatasemel.

Baltikumi üleeksponeerimine finantsuudistes võib mõne aja möödudes siinsele turule isegi positiivne olla. Probleemset regiooni jälgitakse rohkem ja lõpuks aset leidev paranemine jääb silma varasemast suuremale hulgale investoritele.

Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee