

Globaalne *margin-call*

Viimase aja huvitavamad sündmused

- Kvartaliga kaotas MSCI globaalne aktsiaindeks 17% ja MSCI arenevate turgude indeks kukkus 27%. Tegu oli suurima kvartaalse kukkumisega selle indeksi üle 20 aastases ajaloos
- Nafta hind suvise tipuga võrreldes 40% alla
- 700 miljardi dollariline abipakett USA's
- ECB varasemast rohkem mures majanduskasvu pärast ja vähem mures inflatsiooni pärast
- Euroopa riigid rakendavad hoiustajate rahustamiseks erimeetmeid, tõstes tagatud summa suurust
- Keskpangad alandasid oktoobris ühissammuna intresse

Indeks	2008 Q3 muutus
S&P 500	-8,9%
EUROSTOXX50	-9,4%
NIKKEI 225	-16,5%
BALTIC Benchmark	-25,7%
USD	11,9%
Jeen	10,9%

Kawe Investeerimisfond

30.09.08	NAV	Q3	12 kuud
A osak	88,64	-9,0%	-19,5%
E osak	8,87	-9,0%	-19,6%
D osak	9,90	-20,4%	-18,6%

Aktsiate osakaal fondis kasvas kvartali lõpuks 68%-ni. Mõne globaalse investori poolt arvatult just praegu "ookeanisse uhutavad" (tehniliselt keeruline seoses Taani väinade ebapiisava läbilaskevõimega) Baltikumi majandused jätkavad vaikselt oma läbinärimist kainestavast majandusseisakust ja portfellis hoitavate ettevõtete majandustulemused on oodatult hästi püsinud. Eesseeisvad kolmanda kvartali majandustulemused näitavad üsna tõenäoliselt jätkuvalt kasumlikku pangandust ja telekommunikatsiooniäri Baltikumis. Võib olla saab see mõningaseks murdepunktiks ka kohalikus turusentimentis, mis on põhjadele iseloomulikult pessimistlik. Kohalike omanike ettevõtete aktsiate tagasiostud pole olnud kuigivõrd veenvad, kuna kipuvad olema

põhjendatavad omanike muude finantsprobleemidega, näiteks repolaenude ebapiisava tagatisega. Likviidsuspigistuse klassika.

Ootuspärane oleks, et lõpuks ka mõni "päris" ettevõtte ärkaks ja oma sammud astuks. Jätkuvalt pakub meile selles suhtes huvi Eesti Telekom.

Eesti Telekomis riigiosaluse võimalik müük

Rootsi valitsus on kinnitanud, et hiljemalt 2010 aastal võiks nende 37,3% osalus Telias olla erastatud. Soome valitsus käsitleb nende 13,7% osalust Telias finantsinvesteeringuna ja ootab sobivat võimalust müügiks, mis tõenäoliselt tähendab müüki koos rootslastega. Eesti riik peaks minu arvates välja ütlema, et 27% osalus Telia tütarfirmas Eesti Telekomis on finantsinvesteering ja sobiva hinna korral olema valmis osaluse ettevõttes müüma.

Šveitsis elades maksin osade telekommunikatsiooniteenuste eest vähem kui pean maksma Eestis. Pigem peaks valitsuste positsioon olema konkurentsi jätkuv soodustamine, mis nende teenuste hinnad siingi alla tooks. Odavamad telekommunikatsiooniteenused on, nagu alanevad maksudki, kasulikud riigi konkurentsipositsioonile ja inflatsioonile. Nende saavutamiseks oleks riskivabam kui regulaator poleks mõjutatud enda osalusest ühes turuosalises.

Telia käitumine Eesti Telekomi väikeaktsionäridega

2004 aastal tegi siis oma osaluse üle 50% ostnud Telia 111,3 kroonise (pluss 8 krooni dividende) pakkumise väikeaktsionäridele, mille riik ja enamus aktsionäre tagasi lükkas. Telia juhtkonna sõnul oli nende eesmärk omandada ettevõttest 100% ja see börsilt ära viia. Pakkumise tulemusena õnnestus Telial suurendada oma osalust vaid 352 857 aktsia võrra.

Tänaseks on Telia osalus üle aastate toimunud börsiostude tulemusena kasvanud 60,1%-ni ja nad ei ole vähemalt avalikult oma eesmärki muutnud. Eesti riigile ja Arengufondile, keda on tõenäoliselt mõistlik käsitleda nende otsustes Telekomi aktsiate küsimuses seotuna, kuulub 27,2% ettevõttest. Kui Telial õnnestuks riigiosalus ära osta, moodustaks tema osalus 87,3% ettevõttest. See on juba üsna lähedal 90% piirile, mille ületamine sai hiljuti kaalukeeleks Saku väikeaktsionäridelt aktsiate äravõtmisel ja ettevõtte börsilt lahkumisel. Eesti seadusandluses on erisus kohustusliku

ülevõtmispakkumise korral omandatud vähemalt 90% osalusega võimaluse ka pakkumist mitteaktsepteerinud aktsionäride käest aktsiad ära võtta. Tavajuhul on selleks vaja vähemalt 95% aktsionäride toetust.

Nagu Saku emafirmas olulise osaluse saanud Carlsberg pidi pakkuma „õiglast hinda“ Saku aktsionäridele, peaks ka Telia erastamise korral seal uue kontrolliva omaniku tekkimisel Telia tegema pakkumise Eesti Telekomi aktsionäridele.

Telia on motiveeritud seda võimalust ära kasutama, kuna see kiirendaks oluliselt eesmärgi (ettevõtte 100% kontroll ja börsilt lahkumine) saabumist võrreldes muidu vajaliku 95%-se osaluseni jõudmisega. Ainuke võimalus selle stsenaariumi realiseerumiseks on saavutada kokkulepe hinna osas Eesti riigiga. Tõenäoliselt oleks Telial mõistlik siis teha pakkumine sama hinnaga kõigile allesjäänud aktsionäridele, osalusega liigutakse üle 90% piiri (või isegi üle tavaolukorras selleks nõutava 95%) ja edasine vt. Saku.

Mis võiks Teliat tehingule kiirustada?

Praegune globaalne likviidsuspigistus pole igavene. Tõenäoliselt saadakse mõne ajaga sellest üle, inflatsioonisurve taandub, intressid alanevad ja aktsiate hinnad tõusevad taas. Mis juhtub näiteks siis, kui Telia erastamine juhtub sellisesse aega? Sellisel juhul võib väikeaktsionäride väljaostmine olla palju kallim või võimatu, kui riik otsustab oma osalust hoida. Ei saa välistada ka stsenaariumit, et mõni finantsinvestor seadusandlust hoopis oma kasuks üritab

pöörata. Kohustusliku pakkumise hinna määramine on mõneti mehhaaniline – valik tehakse erinevate aktsia börsihinnaga seotud kriteeriumite alusel. Näiteks Saku puhul oli valikuks ettevõtte aktsiate kuue kuu keskmine hind börsil. Rahakas finantsinvestor, kellel on piisavalt suur osalus ettevõttes ja valmisolek suur osa vabalt kaubeldavatest aktsiatest kokku osta, võib selle keskmise kujundada selliseks, nagu see talle parajasti meeldib vähemalt selle piirini, kust juba ka tuumikomanik oleks nõus oma aktsiaid talle müüma.

Eesti Telekomis väärtus

Mul puuduvad etteheited Eesti Telekomis juhtkonnale selles suhtes, mis puudutavad ettevõtte majandustulemusi. Samas on selge, et ettevõtte nõukogu pole oma otsustes täielikult vaba Telia eesmärkide domineerimisest ja see võib takistada ettevõtte juhtkonda käitumast ettevõtte aktsiatega börsil majanduslikult mitte kõige otstarbekamal moel. Kuigi aktsionäride üldkoosolek on otsustanud aastaid võimaldada ettevõttel oma aktsiaid tagasi osta, pole otsusest kunagi kaugemale jõutud, kuna nõukogu on see, kes peaks juhatusele ostudega konkreetseks minemiseks rohelise tule andma.

Telia mäng on olnud seni lihtne - kasutada aktsiate endale ostmiseks kõiki suuremaid börsilanguseid. Olukorrad, kus jälle mõni fond on inetult öeldes oma okse sisse lämbumas ja sunnitud aktsiaid müüma, on Telia jaoks teretulnud.

Hiljuti pakkus France Telecom Telia väärtuseks ca 12x EV/EBITDA. Rootsi valitsus

ja Telia nimetasid seda pakkumist naeruväärseks ja ei võtnud seda vastu. Eesti Telekom kaupleb hetkel börsil ca poolega sellest suhtest. Võrreldes ajaga, kus Telia pakkus aktsia eest (pärast dividende) 111,3 krooni, on ettevõtte kasum aktsia kohta kasvanud pea poole võrra. On üsna selge, et Eesti riik pole praegu müües parema hinna kauplemiseks tugevas positsioonis, aga oluline preemia võrreldes praeguse alla 100 kroonise turuhinnaga on kindlasti saavutatav.

Tehing saadaks ka laiemalt signaali, et kohalikud finantsvarad on piisavalt atraktiivsed, et neid on asunud „üles korjama”, põhjustaks elevuse börsil ja parandaks koos „vähemalt raha eelarvekulutusteks on nüüd kindlasti olemas“ tundega tõenäoliselt tarbijausaldust.

Telekomil on ca 3500 väikeaktsionäri, kes saaksid ülevõtmispakkumise käigus märkimisväärse rahasumma, millest suur osa investeeritakse edasi väärtpaberitesse ja deponeeritakse kohalikesse pankadesse – positiivne ka kohalikule aktsiaturule ja rahapakkumisele.

Riik saaks näiteks 140 kroonise hinnaga müües $140 \times 33\,346\,464 = 4,7$ miljardit krooni. Lisaks muutuks likviidseks seni jõuetu Arengufond ($140 \times 4\,138\,636 = 579$ miljonit krooni). Näiteks kohalikesse pankadesse deponeerituna (vajadusel tuleb stabilisatsioonireservi seadusandlust kohendada) suurendaks see laiemat rahapakkumist ligikaudu 3 korda sellest summast enam, mis võiks kiirendada taas positiivse majandustsükli jõudmist. Põhjendatud küsimused 2009 aasta eelarve

kulude rahaga kaetuse osas langeksid tahaplaanile. Reserve oleks ka praegu oodatust halvema stsenaariumi korral piisavalt, et ilma neid kohe ammendamata hakkama saada.

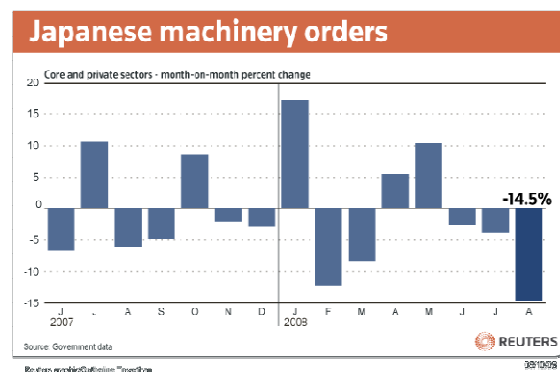
Ameerika: Lõppenud kvartali ja oktoobri alguse sündmused on olnud sedavõrd intensiivsed, et Wall Street'il ja rahvusvahelistel finantsturgudel toimuv on tavapäraselt esimeste päevauudiste hulgas. Kõige selle taustal on uudised makromajandusest jäänud tahaplaanile, kuid vähemalt esialgu ei viita need majanduskriisile, vaid madala (ja/või kohati negatiivse) kasvuga perioodile. Tänu maksutagastustele turgutatud tarbimisele ja dollari odavnemisest toetatud ekspordile kasvas majandus teises kvartalis 2,8%. Konsensus ootab majanduskasvu aeglustumist sellelt tasemelt. Kukkunud toorainehinnad on mõjunud inflatsiooniootusi alandavalt ja finantsturgude toetamiseks alandas fed 08.10 koos teiste suuremate keskpankadega baasintressi 1.5% tasemele.

Euroopa: Euroopa Keskpank (ECB) alandab tõenäoliselt oma kasvuootusi 2009 aastaks praeguselt 1,2%-lt ja ootab, et inflatsioon alaneb siis ka nende poolt soovitatava 2% tasemeni. Selles valguses sai ka ECB ühineda teiste keskpankadega ja alandas intresse 3,75% tasemele.

Saksamaa tarbijad üllatasid augustis kahe viimase aasta suurima jaemüügi kasvuga (4,6%). Saksamaa Ifo instituut raporteeris samas tööstusest järgnevas kuueks kuuks alates 1993 kõige pessimistlikumaid ootuseid.

Meeleolud on halvenenud ka Itaalias ja Prantsusmaal.

Jaapan: Jeen on kujunenud heitlikel aegadel koos dollariga turvalisemaks väärtuse hoidjaks, kui EUR. Goldman Sachsi analüütikute arvates on Jaapan kõige paremini positsioneeritud arenenud riik praegusest krediikriisist väljumiseks. Eelnevalt läbitud pikaajaline bilansside puhastus ja pankade väikesed kahjud USA-s võimaldavad Jaapanil olla võrreldes Euroopa ja USA-ga stabiilsemas positsioonis. Seetõttu finantseeris näiteks India Tata osaliselt oma UK Jaguari ja Land Roveri ülevõtmist just Jaapanis sünditseeeritud 80 miljardi jeeniga. Jaapani enda ettevõtted on näidanud tänu muu maailmaga võrreldes odavamana püsivale krediidile üles kasvavat aktiivsust erinevates piiriülestes tehingutes. Juba septembri lõpuks oli selliste tehingute maht 47,1 miljardit versus senine terve aasta rekord 44,2 miljardit USD aastast 2006 (Thomson Reuters).

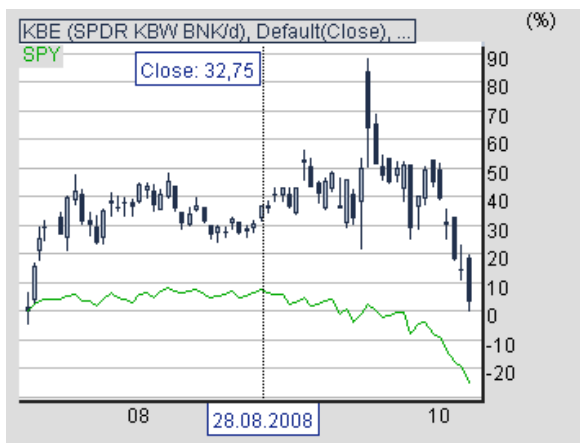


Kolmandat kuud järjest kukkunud tellimused masinaehituses ja osadel eksporditurgudel võivad siiski viia BOJ olukorrani, et ka nemad peavad majanduse turgutamiseks abipaketti kasutama.

Kuna Jaapani intressimäärad on juba niigi madalad (0,5%) ei ühinenud BOJ teiste keskpankade intressilangatamisega. Lähedastest riikidest tegid seda Hiina, Lõuna-Korea ja Taiwan.

Pealkirja juurde

USA pankade liitumiste, ülevõtmiste, konserveerimiste jne taustal kaupleb pangaaktsiate ETF praegu kõrgemal (vt. joonis, võrdlus S&P 500-ga) hinnatasemel võrreldes juuli põhjadega. Oma osa selles on kahtlemata aktsiate lühikeseks müügi keelul ja lähipäevad näitavad, kas ka juuli põhjad selle lõpule vastu peavad.



Fannie ja Freddie konserveerimisel järgnes USA-s 30-aastase fikseeritud kodulaenu intressi järsk kukkumine. Enne seda oli see üle 6%, täna juba 5,45%. On põhjust oletada, et muu majanduse käekäik ootab mõneti selle taga, et finantssüsteemi normaalne toimimine taastuks ja keskpankade intressialandused üldse läbi selle ummistuse majanduseni jõuaks. Pangaaktsiate hindade püsimine võiks olla mingigi märk usalduse taastumisest.

Võimenduse vähenemine finantsturul on lõpuks ometi kaasa toonud kiire toorainehindade ja see omakorda

inflatsiooniootuste languse. Väga keeruline on võimendust turgude „ühendatud anumates“ vähendada nii, et mõnele valdkonnale krediitingimused selle käigus jääksid täiesti muutumatuks. Siiski võib praegu veel loota, et kriis finantsturul ei tähenda veel majanduskriisi. Tööpuudus on kõikjal pikemaajalises võrdluses üsna madalal tasemel.

Viimastel nädalatel pole naljalt päeva, kus mõni pank teisega ei ühineks või tema varad üle ei võetaks. Tähelepanuväärne on see, et Euroopas (jätame Islandi pangad kõrvale) pole mitte ühegi sellise tehingu tulemusena hoiustajad sentigi kaotanud. Vähe sellest, erinevad Euroopa riigid on hoiustajate rahustamiseks suurendanud garantiisid hoiusummadele, mis peaks vähendama ohtu järsuks hoiuste väljavoolamiseks. Ajalugu näitab, et senistes pangakriisides on riigid kokkuvõttes pääsenud läbi odavamalt, kui pankade kollapsit vähemalt hoiustajate jaoks välditakse. Vaikimisi peavad keskpangad mõõnma nende endi osa liiga kaua madalal hoitud intressidel põhineva krediidimulli paisumisel. Seetõttu pole üllatav, et pärast kõigile pankuritele moraalsete kohustuste ja vastutuse meeldetuletamist Lehmani näitega astutakse nüüd täiesti erakorralisi samme pankade rekapiitalseerimiseks.

Muuhulgas on/oli paljudel turgudel keelatud pangaaktsiate lühikeseks müük ja hedgefondid, kes sellega päris hästi teenisid, on praegu SEC-i teravdatud tähelepanu all. Meede on olemuselt erakorraline ja rõhutab praegusel turul asümmeetrilist riski pikkade positsioonide kasuks versus aktsiate

lühikeseks müük. Keskpangad on otseselt huvitatud, et pangad jätkuvalt tegutseks, neile vajadusel lisakapitali leitaks ja hoiustajad rahulikud püsiksid. Selleks peavad pangad potentsiaalselt investorite jaoks atraktiivsed olema, kasvõi kunstlikult selleks loodud võimaluste abil. Alles siis, kui pangasüsteemi funktsioneerib normaalselt, saavad keskpangad naasta traditsiooniliste juhtimisvõtete juurde ja lõpetada praegu suure osa finantsturu tegutsemise võimaldamist oma bilansis.

USA 700 miljardiline abipakett moodustab ca 14 triljoni USD suurusest GDP-st ca 5%. Ma ei arva, et seda oleks liiga vähe, arvestades ka seda, et see raha konkureerib turul juba massiivselt *private-equity* (valmisolekus üle 200 miljardi), oma aktiivsust tõstnud jaapanlastega, SWF-dega jms.

Praegu turul toimuv pole kaugeltki meeldiv taluda. Paratamatult ei jäta võimenduse vähenemine puutumata ka aktsiaid. Aktsiate järsk hinnalangus on juba viinud *margin-call*ideni ja positsioonide sundlikvideerimiseni. Praegu näeme, millist vatti näevad võimenduse kasutamisse kohati süüdimatult suhtunud islandlased. Karta võib, et kuuleme lähema poole aasta jooksul valusaid uudiseid ka mitme Baltikumis samasuguse strateegiaga laienenud ettevõtte kohta.

Sundmüük tähendab pahatihti head ostuvõimalust. Arvatavasti kuuleme lähemas tulevikus kasvavas mahus M&A uudiseid ja turge likviidsusega uputavatel keskpankadel õnnestub kõigest hoolimata käivitada uus varade positiivne hinnatsükkel.



Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee