

2007. „Parim enne” möödas, kuid veel söödav

Neljanda kvartali huvitavamad sündmused	Indeks	2006 muutus
• Euroopa Keskpank tõstis oktoobris ja detsembris intresse (3.50%)	S&P 500	13,6%
• USA Föderaalreserv on alates juuni teisest poolest jätnud intressid muutumatuks (5,25%)	EUROSTOXX50	10,4%
• DowJones30 indeks uuel rekordtasemel	NIKKEI	6,9%
• Jaapani Pank ei jätkanud detsembris intresside tõstmisega	BALTIX	22,4%
• Arenevate turgude jätkuv tugevus	Jeen	-11,2%
• Jeen ja USD kukkusid EUR-suhtes	USD	-10,2%

USA: Kinnisvaraturu languse pidurdumine tekitas lootust olukorra paranemiseks sektoris ja toitis optimismi majanduse pehme maandumise suhtes ka aktsiaturul. Aasta lõpus avaldatud elamuehitajate majandustulemuste kommentaarid sisaldavad samas üsna ebalevaid tulevikuootusi. Võimalik, et jahtumine pärast kerget korrektsiooni jätkub ka 2007. aastal. Fed'i viimase koosoleku materjalid näitavad endiselt muret inflatsiooni pärast ja samas ka majanduse jätkuva jahtumise suhtes kinnisvaraturu mõõna jätkumise korral.

Euroopa: 05. oktoobril ja 12. detsembril tõstis ECB intresse 0,25% võrra jättes oma kaasneva kommentaari suures osas muutmata. Tööpuudus eurotsoonis on langenud 7.6%-le, e. madalaimale tasemele pärast 1993.a. novembrit. Euroopa jaemüüjate tulevikuootused ei olnud detsembris samas päris ootustele vastavad ja Saksamaa suhteline tugevus selle taustal võis olla põhjustatud suuremast nõudlusest enne käibemaksu tõstmist 3% võrra 2007.a. Sellise vastandliku informatsiooni taustal on ECB esindajad jätkuvalt väljendanud oma muret inflatsiooni pärast ja viidanud vajadusele intresse tõsta. Kokkuvõttes on EUR USD vastu tänu sellele ja suhteliselt heale majanduslikule seisule tugevnenud. Lisaks indeksite muutusele ka valuutakursse arvestades pakkus eurotsoon suurtest turgudest selle aasta parimat tootlust.

Jaapan: Juulis toimunud intresside tõstmine ja likviidsuse kokkutõmme jäigi 2006. aastal ainsaks. Hoolimata tootjate jätkuvast optimismist aasta lõpus ei anna jaapanlaste väga aeglaselt kasvav tarbimine ja madalal püsiv inflatsioon põhjust intressitõusuga kiirustada ning detsembris toimunud Jaapani Panga (BOJ) intressipoliitikat määrav kogu oli oma otsuses intresse mitte muuta üksmeelne. GDP deflaator 2005/06 fiskaalaastal oli -0,4% ja 2007/08 oodatakse selle muutumist positiivseks esimest korda viimase 10 aasta jooksul. Edasiste sammude tegemiseks eelistatakse näha kindlamaid märke kohaliku tarbimise paigaltvõtmisest, deflatsiooniohu kadumist ja loodetakse näha, et USA aastalõpumüük püsib tugevana.

Kui 17.-18. jaanuaril intressitõstmist arutav BOJ seda tõesti peaks tegema, võiks 05. jaanuaril ainult selle kuulduse põhjal toimunud toorainehindade ja kõrgema tootlusega valuutade/halvema makropildiga aktsiaturgude korrektsiooni põhjal oodata sellest tulenevat mõningast volatiilsust. Esimese hirmuga toimunud *carry-trade* likvideerimine tõi kaasa üsna järsu jeeni tugevnenemise ja tehingu teise poole (mis iganes kõrgemat tootlust pakkuv finantsvara) müügi. Mais toimunud korrektsioon sai alguse üsna sarnasest olukorrast, kuid nüüd võiks turg olla selle mõttega juba rohkem harjunud.

Pealkirja juurde

Aasta lõpp on aeg, kus turustrateegid avaldavad oma prognoose järgnevas aastaks. Üllataval kombel saame me neid lugedes teada, et kui kõik läheb hästi, siis kõik (suhteliselt suure tõenäosusega ja vihjates igaks juhuks ka kõigile muudele võimalustele) läheb hästi. Nende prognoosidega pole paraku reaalses elus midagi peale hakata. Viimane kord, kui Wall Street'i suuremad majad analoogselt praegusega sedavõrd üksmeelselt ennustasid S&P 500 indeksi tugevnemist ja majanduse pehmet maandumist, oli 2001. aastaks. Aastatel 2001-2002 langes S&P indeks kokkuvõttes 33% ja USA majandus tegi läbi ajaloo kõige kergema majandussurutise.

Prognoosimise kuldreegel on see, et numbrit ja selle saavutamise aega ei tohi iialgi koos ühte ennustusse paigutada. Eelmises kvartaliprognosis ma selle vastu eksisin. Eksimine on inimlik, aga olen jätkuvalt arvamusel, et praegune hinnatase arenevatele turgudele eriliselt eksimisvõimalust ei võimalda. Ettevõtete ja arenevate turgude võlakirjade spread valitsuse võlakirjadega on jällegi ajaloolistel madalatel ja arenevad aktsiaturud tunduvad võrreldes S&P indeksiga olevad liiga kallid. Ka Baltikumi ca 20-ni küündiv keskmine P/E ei jäta siinsetele kasvuettevõtetele eriliselt ruumi pettumusteks lähema 5 aasta jooksul. Ja see on liiga pikk aeg, et selles veendunud olla.

Neljanda kvartali arenevate turgude „põdemine” leidis esialgu aset vaid minu peas ja turud jätkasid ronimist. Mõned spektakulaarsed volatiilsuse väljapääsemised leidsid siiski aset – Tai turg (aasta kokkuvõttes -4,75%, P/E ca 8) põrus valuuta väljavoolu piirangute kehtestamise tõttu ühe päevaga 15% ja India turg elas detsembris paari päevaga läbi 7% kukkumise keskpanga oodatust suurema intressitõstmise tulemusena. Tooraineturul leidis neljandas kvartalis aset vase hinna 16,5% langus. Toorainete hinnaindeks CRB näitas kvartali lõpus järjest enam väsimuse märke, millele

jaanuari alguse *carry-trade* kokkutõmbamise hirm silmapaistva finaali andis.



Isegi USA majanduse pehme maandumise korral on väga raske uskuda, et väiksemate ja seetõttu rohkem kohalikust tarbimisest sõltuvate ettevõtete kasumi kasv tõenäoliselt pisut praegusega võrreldes madalama majanduskasvu taustal kiireneks. Ometi just seda eeldab praegu analüütikute konsensus kokkuvõttes Russel 2000 (indeksaktia IWM) komponentidele, kus 2006 eeldatavale EPS 22.8% kasvule loodetakse 2007. aastal näha veelgi kiiremat (26.5%) kasvu, 2007E P/E 21, versus S&P 15. Seetõttu võikski aastal 2007 portfelli riskide vähendamiseks kasutada IWM müügioptione. 2001-2002 olid Russel 2000 ja Nasdaq 100 kaks ainukest jälgitavamat USA indeksit, mille komponentideks oleval ettevõtte kokkuvõttes isegi kahjumisse jäid.

Asjade rahuliku kulu korral võiks selleks aastaks oodata kokkuvõttes siiski positiivset tulemust aktsiaturgudel, samas nähes ka märkimisväärseid ärakukkumisi kõrgendatud ootustega arenevatel turgudel. Üldpildi võivad ära rikkuda keskpankade raskused inflatsiooni kontrolli all hoidmisega majanduskasvu säilitades. Seni on korralikku kasumlikkust näidanud tootmisettevõtted saanud hiinlaste ja tõusvate toorainete hinnaga hirmutamisega töötajate palganõudmisi tahaplaanile suruda. Langenud toorainehindade ja ka Hiinas pead tõstva palkade tõusu taustal tuleb töandjatel tõenäoliselt sellel aastal hakata töötajatele järeleandmisi tegema.

kristjan@kawe.ee