

## Hea-vana-ilm

### Neljanda kvartali ja alanud aasta huvitavamad sündmused

- „Lühiajaline paanika” pankadevahelisel rahaturul USA-s ja Euroopas kestab
- USA föderaalreserv (Fed) alandas intresse kokkuvõttes 0,5% võrra (4,25%)
- Jaapani Panga (BOJ) intressitõus on lükkunud edasi määramatule ajale
- Euroopa Keskpang (ECB) jättis 10.01 inflatsioonile viitavast retoorikast hoolimata intressid samale tasemele ja pakkus Q4 pankadele enneolematust ulatuses likviidsust
- Kulla hind ajaloolisel kõrgtasemel

Indeks	2007 muutus
S&P 500	3,5%
EUROSTOXX50	6,8%
NIKKEI 225	-11,1%
BALTIC Benchmark	-8,6%
Jeen	-3,2%
USD	-9,5%

**USA:** Turud on veendunud jaanuari lõpus toimival Fed-i istungil vähemalt 0,25% intresside langetamises, 0,5% intresside langetamise tõenäosuseks hinnatakse 70%.

S&P 500 ettevõtted ostsid lõppenud aastal tagasi 586 miljardi USD väärtuses oma aktsiaid (431 miljardi eest 2006), mis turgu väljaspool finantssektorit keskmiselt üle 10% tõusta aitas. Ka järgnevas aastaks lubab finantsseis eeldada suuremahulist aktsiate tagasiostu jätkumist.

**Euroopa:** ECB jättis 10.01 intressimäära muutmata (muuseas põhjus, miks selle aasta esimene „Extra” tavatult hilja valmis sai – tahtsin näha, kas ECB on „team player” või mitte), oodates kõrgema inflatsiooni püsivust senioodatust pikema aja jooksul. Analüütikud eeldavad praegu 4% tasemel püsivust ka 2008 aasta jooksul. Samas on kasvanud surve oma poliitika ühtlustamisele Fed-iga, kes selgelt on hakanud käsitlema inflatsiooni, kui majanduse jahtudes mööduvat fenomeni ja asunud juba intresse langetama. Võimalik, et see muutus ootustes ka ECB tegevuse suhtes ka aset leiab, kui EUR veel oluliselt tugevneks

või Euroopa majanduskasv oodatust kiiremat jahtumist näitab. Kolm eurotsooni juhtivat majandusanalüüsi instituuti ootavad 2007 eurotsooni neljanda kvartali majanduskasvuks kujunevat 0,5% ja 2008 esimeseks kvartaliks 0,4% kasvu, mis oleks märkimisväärne aeglustumine võrreldes kolmanda kvartali 0,8% kasvuga.

**Jaapan:** Eelmisel aastal arenenud turgudest enim langenud ja praegu viimase 18 kuu madalaimal tasemel olev Jaapani aktsiaturg on minu arvates juba hindadesse sisse arvestanud majandussurutise võimaluse Jaapanis ning USA's. BOJ-l ei lase see võimalus esialgu mõelda intresside tõstmisele. Oodatust parema USA või Jaapani majanduse käekäigu, minu arvates ka „*decoupling* stsenaariumi” mingilgi määral teostumise korral võiks see turg pakkuda positiivset tootlust.

### Pealkirja juurde

Q4 2006 „Extras” oletatud „2007 - parim enne möödast” aasta osutus tootluste mõttes keskmiselt üsnagi madalalennuliseks. Pole

üllatus, et lõppenud aastal alanud krediidi- ja likviidsusprobleemide tõttu on analüütikute arvamused 2008.a. suhtes palju ettevaatlikumad, kui suuremate majade üheülbaliselt bullish 2007 prognoosides oldi. Järsult 5%-ni kasvanud tööpuudus ja jätkuv osade varade likviidsuskriis on mitmete analüütikute hinnangul (Bill Gross PIMCO'st, Merrill Lynch, Bear Stearns) juba praegu viinud Ameerika majandussurutise territooriumile. Majandussurutise (võimalikku) toimumist on praegu hindadesse korrigeerimas ka aktsiaturg ja vastavalt langenud. Kaugeltki mitte kõik analüütikud ei näe USA majandust nii mustades värvides. Konsensuse puudumine tähendab aga võimalust, et selle saavutamisel võib aktsiaturu liikumine ühes või teises suunas olla praegu oodatavast kauplemisvahemikus püsimisest suurem.

Turul on minu arvates esimesel poolaastal konsensuseni jõudmiseni kolm peamist võimalust:

- 1) kukkuda tasemetele, kus majandussurutise toimumine oleks selgelt aktsiahindadesse sisse hinnatud ja jätkata sealt uut tõusutsükli, kui ettevõtete majandusnäitajad taas paranevad või
- 2) turg jätkab ilma kindla suunata kauplemist, kuni USA majandustsükli modereerumise tees saab kas kinnitatud (vast isegi kerge majandussurutis ei suudaks tõenäoliselt viimase paarikümne aastaga kinnistunud usku väärata) ja turg lõpetab aasta isegi parema tootlusega, kui 2007 või
- 3) ümber lükatud, mille korral aktsiate, kui varaklassi, tänu majandustsükli (oletatavale)

keskpankade kontrolli all olemisele tekkinud stabiilsete kasumite teenimisvõime ja praeguste kõrgete kasumimarginaalide püsimine on kahtluse all ja aktsiaturg võib sellisel juhul märkimisväärselt langeda.

Vähemalt seni on Ameerika *blue-chip* aktsiaturg sealse majandusest jahtumisele viitavad uudised suutnud jätkunud globaalse kasvu abil absorbeerida, kuid kohalikust majandusest rohkem sõltuv Russell 2000 lõpetas eelmise aasta -1,6% ja alustas seda aastat 7% langusega. Ehki alanud on aktsiaturule tavaliselt positiivne valimistsükli neljas aasta oma tavapäraselt populistlikuma riikliku rahakulutamisega, ei pruugi see takistada ettevõtete majandusnäitajate mõningast halvenemist tarbijate tagasitõmbumise korral. Reutersi kogutud andmete põhjal on alles 1. oktoobril S&P 500 ettevõtetele neljandaks kvartaliks oodatud 11,5% kasumite kasvu ootus selle aasta alguseks asendunud -6,1% ootusega, seda peamiselt finantssektori suurte kahjumite tõttu. Järgnevate kvartalite praegu ca 5% kanti oodatavate kasumite kasvu saavutamine tundub päris keeruline. Osalt on sellised pankade „kollektiivsed mahakirjutamised“ ühekordse iseloomuga ja tingimuste normaliseerudes selgub, et osad finantsinstitutsioonid on olnud liiga konservatiivsed. Mõni kvartal hiljem leiab tänu siis kahanevatele provisjonidele ja mahakirjutatud vara väärtuse taastumisele aset kasumikasvu järsk kiirenemine.

Siiski tundub, et selleni läheb veel aega ja finantssektori karuturg võiks jätkuda. Lisaks eluasemete väärtuse langusega probleemseks

muutunud väärtpaberitele võivad pankadele tekkida probleemid kommertsinnisvara ja tarbimislaenude valdkonnas ja üle pisut pikema perioodi ka ettevõtete võlgade osas. Kui Ameerika kõrgema tootlusega võlaga ettevõtete *default rate* langes detsembris 0,34% tasemele, siis on väga tõenäoline selle tõus eesolevatel aastatel. Näiteks J.P. Morgani prognoosi kohaselt peaks see 2009 aasta lõpuks kasvama 4%-ni ja sarnaseid seisukohti on väljendanud üsna mitmed analüütikud.

### **Alanud aasta tõenäolisemad arengud alates minu subjektiivsel hinnangul suurema tõenäosusega variandist**

Kui USA majandus sellest kõigest 2008-09 tõepoolest ainult pehme majandussurutisega läbi pääseb, oleks kuidagi põhjendatav ka praegune jooksva 12-kuu S&P 500 P/E 17,8. Selle selgumiseni ootan esimeseks poolaastaks kokkuvõttes pigem USA suuremate indeksite paigalpüsimist/ kergest langust. Loomulikult teeks karude elu raskeks aeg-ajalt toimuvad paanilised lühikeste positsioonide katmisega seotud rallid.

Teise variandina võiks aasta alguses toimuv langus kujuneda sügavamaks ja sealt edasi jätkuks valimisteeelne tõusev turg.

Ja siis pole täiesti välistatud paraku ka see kolmas variant, mistõttu minu arvates on näiteks Russell 2000 lühikeste positsioonide rakendamine ka sellel aastal mõistlik.

„Wild card” staatuses on sündmused, mis võivad aktsiaturule pikemaajaliselt positiivset mõju avaldada. Näiteks toorainete

suurem hinnalangus, mille võiks käivitada näiteks Hiina majanduse oodatust kiirem jahtumine ja/või volatiilsus aktsiaturul. See omaks positiivset mõju nii ettevõtete kasumimarginaalidele, kui jätaks inimestele pärast küttekulude ja autosõidu eest tehtavate kulutuste kätte rohkem raha muu tarbimiseks. Senise tugeva seose tõttu erinevate varaklasside vahel oleks minu arvates keskpankadel aasta alguses pigem isegi mõistlik pisut aega varaturgude suuremale volatiilsusele läbi sõrmede vaadata. Vastasel korral võiks toorainete, kui varaklassi osakaal tihti aasta alguses tehtavate portfelliinvesteeringute valikute hulgas tähtsamale kohale kerkida (mis küll praegu tundub niigi surmkindlalt juhtuvat, mistõttu ma sellesse millegipärast eriti ei usu ☺), muutes toorainete jätkuva hinnatõusuna keskpankadele võitluse inflatsiooniga keerulisemaks. Samas toorainehindade suurem korrektsioon viiks need valikute hulgas esialgu lihtsalt veelgi suurema tõenäosusega ettepoole. Seda tõenäoliselt kuni tooraine tõusutsükli lõpuni. Siis saab liiga pikatoimeline investor jälle mõned pikad aastad aega mõtiskleda, mida selle toorainega õigupoolest ise oskaks peale hakata, teistel seda sellise hinnaga osta tahtmist ei ole.

Kokkuvõttes 2008 – hea-vana-ilm. Meeldetuletus, et aktsiate hinnad võivad lisaks tõusmisele ka langeda. Aga nagu pikemaajaliselt tavaks, peaks ka sellel aastal kokkuvõttes volatiilsust müüa olema kasulik, kui seda osta.

Kristjan Hänni  
kristjan@kawe.ee