

2009 – efektiivne turg?

Viimase aja huvitavamad sündmused

- Ameerika Föderaalreserv löikas lühiajalised intressid praktiliselt 0-ni ja lubas neid seal pikemat aega hoida. Sellest edasise sammuna on juba rakendatud baasrahapakkumise suurendamist (*quantitative easing*)
- Detsembris kukkus eurosooni inflatsioon viimase 26 kuu madalaimale tasemele (1,6% yoy) ja järgmisest nädalast oodatakse ECB-lt järjekordset intresside kärpimist (hetkel 2,0%).
- 700 miljardi dollariline abipakett USA's ja keskpankade likviidsussüstid on taastamas usaldust suuremate finantsinstitutsioonide suhtes. Langenud on nii EURIBORID, kui LIBORID. Näiteks kolme kuu LIBOR fikseeriti eile 1.35375% tasemel, mis on madalaim alates 2004 juunist.
- Jaapani Pank löikas intressid 0,3%-lt 0,1%-le.

Indeks	2008 muutus
S&P 500	-38,5%
EUROSTOXX50	-44,3%
NIKKEI 225	-42,1%
BALTIC Benchmark	-66,7%
USD	4,4%
Jeen	28,3%

Kawe Investeerimisfond

31.12.08	NAV	Q4	12 kuud
A osak	63,74	-28,1%	-39,9%
E osak	6,38	-28,1%	-39,9%
D osak	7,06	-28,7%	-42,4%

Veel septembri esimeses pooles sellel aastal vaid 6% kaotanud fond tegi aasta viimases kvartalis läbi tõsise kukkumise. 1998 redux minu jaoks kõige ehedamal kujul, kuid veidi väiksema miinusega kokkuvõttes (loodetavasti!!!). Täiesti ebalikviidne turg, täiesti uskumatult madalad hinnatasemed ja hoolimata sellest aktsiate müüjad, kellel pole võimalust mitte müüa. Küll aga oli võimalik neid osta, mida ma tegin (otse loomulikult) vähemalt 2008 aasta kokkuvõttes liiga vara. See aasta on alanud +4,2% tootlusega, aga muidugi on selle pärast veel vara rõõmustada.

Vaadates pikaajalist aktsiaturgudelt saadud tootlust on tähelepanuväärne see, kuidas see

tootlus on kujunenud. Jeremy Siegeli andmetel on Ameerika aktsiate pikaajalisest (andmed aastatest 1871 kuni 2001) inflatsioonijärgsest tootlusest tervelt 97% andnud dividendid ja nende reinvesteering ja ainult 3% on tulnud kapitalikasvult.

Viimastel aastatel on seda pilti mõnevõrra muutnud asjaolu, et USA-s on järjest rohkem eelistatud maksuefektiivsemat aktsiate tagasiostu kui dividendide maksmist. Aktsiate dividenditootlus on seetõttu madal, kuid seda on kompenseerinud kõrge *cash-yield* (dividendideks ja aktsiate tagasiostuks kulunud raha ühe aktsia kohta). 2008 aktsiate tagasiostmine USA's üsna tõenäoliselt kukkus. Osalt oli sedagi võimaldanud lihtne laenuraha kättesaadavus. Finantssektori poolt makstavad dividendid kukkusid nende kahjumite tõttu, kuid teiste ettevõtete dividendide püsimine langevate aktsiahindade taustal annab hetkel S&P dividenditootluseks

ca 3,1%. Aastal 2007 oli see ainult 1,7%.

Aktsiate tagasiostu dividendidest kõikuvamaks osutunud iseloom muudab püsivate dividendimaksjate leidmise taas tähtsaks. Seda nii järk-järgult püsivamat tulu portfelliges eelistama hakkavate pensioniikka jõudvate Ameerika *babyboomerite* kui kõigi teiste jaoks. Kui investori eesmärk on dividenditulu, kaob tal olulises osas vajadus muretseda investeeringu aeg-ajalt tekkiva ebalikviidsuse pärast. Samas on ainult otsene dividenditulu andnud ajalooliselt 40% tootlusest ja suurema osa kasvust on andnud dividendide reinvesteeringud. Ebalikviidsus, millega aeg-ajalt paratamatult puutub kokku (eriti arenevatele) turgudele investeerija ei tähenda tavaliselt, et aktsiaid pole võimalik rahulikult talitades ikkagi osta. Halvim, mis investoriga võib juhtuda, on enese seadmine sundviskesse olukorras, kui ta peab ebalikviidsele turule vaatamata müüma. Ma olen ise selles olukorras olnud aastal 1998 ja ei sooviks sellist läbielamist kellelegi.

IMF-i abipakett Lätile muutis Baltikumis mingis osas pildi selgemaks. Väikese avatud majanduse korral, kus devalveerimine tähendaks hüperinflatsiooni, suuri probleeme laenuvõtjatele, inimeste lahkumist riigist ja järsku majanduse „rebooti“, asemel peeti siin sobivamaks „aeglast rebooti“ ja fikseeritud valuutakursi säilitamist. Kohandumine majanduses on pikemaajaline ja inflatsiooni ja jooksevkonto defitsiidi alanemine toimub ühes valusate muutustega tarbimises ja tööhõives. Ühtlasi on siin teenitavad dividendid sellega taas otseselt võrreldavad Eurotsooni analoogsete ettevõtete omadega. 2008 aasta

majandustulemuste põhjal on portfelliges olevatel Baltikumi telekommunikatsiooni-ettevõtetel võimalik välja maksta 16% dividenditootlust. Mujalt Kesk- ja Ida-Euroopast saaks ca 12%, aga ujuvate valuutakurssidega riikidest, mistõttu see pole sedavõrd atraktiivne. Eurotsoonist, mis on meie tulevik mõne aasta pärast, saaks sarnaselt suhteliselt stabiilse kassavooga ettevõtetelt 5-6% tootlust, kui sedagi.

Ameerika: Intresside praktiliselt 0-ini lõiganud ja neid sinna üsna pikaks ajaks jätta lubanud Fed on vajadusel valmis ostma suurtes kogustes kinnisvaralaene ja pikemaajalist riigivõlga. Fed on juba alustanud programmi, mille käigus ollakse valmis ostma kuni üheksandikku (500 miljardi USD väärtuses) kinnisvaraga tagatud võlakirjadest, mida on välja andnud Fannie Mae, Freddie Mac ja Ginnie Mae. Eesmärk on turul teiste ostjatega konkureerides julgustada rohkem osalisi turule tagasi tulema ja alandada nende võlakirjade tootlust.

Finantsinstitutsioonide kapitaliseerimine ja nende usaldusväärseuse taastamine TARP (*Troubled Assets Relief Program*) programmi raames on saanud koomale kaheksa suurima USA panga keskmise CDS *spreadi* ja koosmõjus teiste keskpankade tegevusega alandanud LIBOR'eid. Muuhulgas on vähemalt paberil plussis ka senised USA pangaaktsiatesse tehtud investeeringud selle raames.

Fed-i sekkumine kodulaenuurule on 30-aastase fikseeritud intressiga kodulaenu muutnud viimase 37 aasta soodsaimaks.

Erinevalt intressilõigetest, mille puhul mõju majandusele oodatakse tavaliselt mitmekuulise viitajaga, mõjub Fed-i otsene tegevus erinevatel varaturgudel praktiliselt koheselt. Näiteks kinnisvaralaenude osas avaldus mõju juba selle plaani teatavaks tegemisest.

Euroopa: Tööstussektori ostujuhtide indeks (Markit Eurozone Purchasing Managers' Index) kukkus detsembris selle küsitluse avaldamise 11-aastase ajaloo kõige madalamale tasemele. Sarnast pilti nägi nii Saksamaal, Prantsusmaal kui UK's.

Järsult kukkunud inflatsioon võimaldab ka ECB-l liikuda intressidega lähiajal veelgi allapoole.

Jätakuvalt pankadele vajadusel koheselt likviidsust pakkuv ECB näeb vajadust endale saada veelgi otsesemat rolli eurosooni panganduses. Lucas Papademosel sõnul võiks ECB võtta endale suurema osa piiriüleste suute pankade reguleerimisel ja järelevalvel. Pikemas perspektiivis võiks see tähendada väiksemat, kuid stabiilsemat kasumiteenimist Euroopa pangandussektoris.

Üldiselt negatiivse uudistevoo vahele üllatas positiivselt eurosooni novembrikuine jaemüük, mis kasvas võrreldes oktoobriga.

Jaapan: Lõppenud aastal kulutasid Jaapani ettevõtted rekordilise ligi 78 miljardit USD piiriüleseks M&A tegevuseks. Seda on üle kolme korra enam kui 2007 aastal (Dealogic).

Minu arvates näitab see, et teistega võrreldes väiksemate haavadega Jaapani

pangandussektor on endiselt võimeline tehingute finantseerimiseks ja sealsete ettevõtete bilansid lubavad neil olla teistest suhteliselt agressiivsemad järsult odavnenud varade kokkukorjajatel. Globaalselt on M&A selle aastaga kolmandiku võrra kukkunud, mille taustal jaapanlaste tegevus eriti silma torkab.

Jaapani Nikkei 225 ja Topix (ainuke indeksipositsioon Kawe Investeerimisfondis) kukkusid sellel aastal dollari baasil -28,2%. Olulisematest turgudest oli kukkumine kõige väiksem tänu jeeni tugevnemisele.

2009 – taas efektiivsemaks muutuv turg?

Kui veel 2007 aasta lõpus said Portugali, Itaalia, Kreeka ja Hispaania valitsused võlga võtta vaid veidi kallimalt (*spread* kuni 0,3%), kui Saksamaa, siis 2008 detsembri lõpuks oli laenamine neile riikidele muutunud suhteliselt kallimaks: Hispaaniale *spread* 0,8%, üle 1% Portugali ja Itaalia laenudele ja üle 2% Kreekale antavatele laenudele. Kõigil neil riikidel on ajalooliselt olnud aeg-ajalt tegemist oma majanduse stabiilsuse hoidmisega, mistõttu „normaalseks“ sai vaevalt lugeda 2007 aastal valitsenud olukorda ja Saksamaaga võrreldes kallimalt laenamine oleks igati normaalne asjade seis suurema riski kompenseerimiseks. Seega ei pruugi loodetav turuefektiivsuse taastumine alanud aastal ilmtingimata tähendada kõigi varade üheülbalist tõusu. 2008 alanud raputus jätab osad neist varadest, riikidest, ettevõtetest jne. sõelale ja osad jäävadki sinna, kus on nende põhjendatud koht muutunud oludes.

UK finantsminister Alistair Darling ütles BBC-le, et RBS, HBOS ja Lloyds TSB „on nõustunud hoidma laenamist koduomanikele ja väikeettevõtetele 2007 aasta tasemel“. Seega peetakse UK's just selle aasta taset „normaalseks“, mille poole üritatakse tagasi jõuda.

Baltikumi jaoks võib vaevalt aastal 2007 aset leidnut lugeda normaalseks ja pole reaalne eesmärk selliste laenumahtude kasvu juurde naasmine. Selline mudel, mida võib endale lubada viimasena maailma jäänud sõjaline ja poliitiline supervõim USA näol, pole meile lubatud. Me ei saa raha juurde trükkida, vaid peame selle midagi eksportides siia riiki lõpuks laenude tagasimaksmiseks teenima.

Meie veel mõnda aega kestev konkurentsieelis on veel mõnda aega olulisemalt madalamad palgad, kui Skandinaavias. Praegune surutis majanduses aeglustab keskmise palga kasvu ja säilitab seda eelist. Kui USA-s ja Lääne-Euroopas näeme aeg-ajalt uudiseid 5-6% palgalangetamistest, siis siin pole ebaharilik näha leppimist 20-30% palgalangusega. Tugevamate ametiühingutega riikides pole see lihtsalt võimalik.

Hoolimata sellest eelisest ei tuleks minu arvates ainult sellele loota, vaid Eestil tuleb sellest kriisist veel võtta, mis võtta annab. Kriis sunnib inimesi nentima, et midagi on vaja muuta ja aitab neid muutusi paremini läbi suruda. Näiteks haldusreformi on väga keeruline teha olukorras, kus kõik ainult oma tooli eest võitlevad. Kui ikka raha pole, siis pole, sellest saadakse vast paremini aru. Ja erinevalt lätlastest võiks Eestis need sammud

ka ilma IMF-i surveta astunud saada. Eesti on ennast seni kriisis näidanud reforme tegeva ja enam-vähem süüdiva riigina. Üsna positiivne PR-samm oli osalemine Läti abipaketis. Sellel sammul on aga ka oma varjatud hind – Eesti kahjustaks oma mainet viletsa etteplaneerijana oluliselt, kui ta nüüd peaks ise sarnaselt Lätile IMF-ilt laenu vajama. Kui raha laenamine turult on liiga kallis, tuleks kasutada reserve ja mõistliku hinna saamise korral müüa Eesti Telekom'i riigiosalus reservide suurendamiseks.

Võiks eeldada, et Ameerikast alguse saanud kriis levib mõnda aega maailmas ja põhjustab veel mõnda aega järellainetusena probleeme arenevatel turgudel. Samas 20. novembri põhjadest on arenevad turud (EEM) taas arenenud turgudest (S&P ja Eurostoxx50) paremat tootlust näidanud:



Oluline punkt Baltikumi ja laiema CEE varahindade taastumise ja ettevõtete konkurentsivõime seisukohast on laenude kättesaadavus. Eelmisel aastal M&A-s vägitegusid teinud jaapanlastele võiks loogilise jätkuna järgneda ka finantsüsteemi ligilähedaselt normaalse funktsioneerimise taastumisel esmalt Ameerikas ja Lääne-Euroopas sealsed ülevõtjad. Kui sinne

pangandussüsteem samal ajal (veel) konkurentsivõimelistel tingimustel krediiti andmas ei ole, saab terves CEE regioonis üsna odavalt varasid kokku osta. Üsna vähe on vast neid omanikke, kes praeguste müügihetke soodsaks peavad, kuid paratamatult leidub neid, kes selleks lihtsalt on sunnitud.

Kohalikule aktsiaturule tähendab 2009 aastal see mõne laenudega hätta sattunud finantsgrupi poolt üsna tõenäoliselt müüdavaid osalusi, millega saab mõnel juhul kaasneva pakkumisega väikeaktsionärina praeguse turuhinnaga võrreldes teenida. Teine võimalus siin turul raha teenida on dividendimaksetega. Üldine finantsturu taastumine puudutab mõnda aega minu arvates peamiselt mõnes ETF-is sisalduvaid suuremaid Baltikumi aktsiaid ja esialgu mitte veel laiemat turgu.

Ma ei nõustu nendega, kes näevad nüüd ees vaid ühte - finantskriisi levimist reaalmajandusse. Reaalmajandust jõuavad lähikuudel mõjutama mitmekuulise viitajaga mõju avaldavad intressilõiked, kohati lausa vahetut mõju avaldavad varade ostud Fed-i poolt, võimalik TARP-2 ja Obama uus majanduse toetuspakett. Jaapani ja Rootsi majandus- ja finantskriisi näitel astuti sammud pankade rekapiitalseerimisest kuni baasraha massi kasvatamiseni mitmete aastate jooksul. Praegu tehakse seda enneolematult kokkusurutud ajavahemikus ja loodetavasti jõuab selle mõju 2009 aasta jooksul reaalmajandusse.

Praeguselt hinnatasemelt ei vaja paljud aktsiad tõusuks mitte häid uudiseid (milleni

jõudmiseks peab varuma kannatust), vaid enam-vähem efektiivse finantsturu toimimise taastumist.

Kristjan Hänni
kristjan@kawe.ee