

Viimase aja huvitavamad sündmused

- Inflatsiooni taastumise märgid ja pikaajaliste riigivõlakirjade negatiivne hinnareaktsioon sellele USA-s ja Euroopas.
- Hiinas valmistatakse Trumpi poolt ähvardatud kõrgemateks kaitsetollideks. Likviidsuskraanid on majanduse turgutamiseks lahti keeratud ja Hiina 10-aastaste võlakirjade tootlus rekordmadal.

Indeks	Q4 '24	2024
S&P 500	2,1%	23,3%
EUROSTOXX600	-3,5%	5,4%
NIKKEI 225	5,2%	19,2%
BALTIC Benchmark	3,1%	1,5%
USD	7,3%	6,4%
Jeen	-3,2%	-4,7%

Compensa Kasvuportfell ¹	3 kuud	6 kuud	9 kuud	aasta algusest	1 aasta	3 aastat	Alates 22.10.02
	0,7%	0,6%	-0,3%	0,8%	0,8%	-0,4%	5,8%

Portfelli koosseis	31.12.24
Varaklass	Osakaal
Sularaha	1,0%
Deposiidid	3,7%
Võlakirjad	38,9%
Balti riikide aktsiad	50,3%
Muude Euroopa riikide aktsiad	5,5%
USA aktsiad	0,6%
Portfelli maht, mio EUR	11,05



- Portfellis olevatest võlakirjadest enamuse moodustavad UPP Olaines'i, UPP&Co Kauno, PRFoodsi, Auga Groupi, BRC Groupi, Urbos Bankase (end.nimega Medicinos Bankas), Storenti ja USA valitsuse võlakirjad.
- Aktsiatest on suuremad positsioonid Tallink, Telia Lietuva, Ignitis Grupe ja TKM Grupp. Kasvuportfelli osas tundub turg lõpuks oktoobri alguses märganud olevat, et Tallink võiks ka jooksva aasta eest maksta

dividende. Hetkehinnalt ületab dividenditootlus 8%.

- Kvartali jooksul oleme tegelenud laekunud dividendide ja intresside reinvesteeringisega.

Ago Lauri
ago@kawekapital.ee

¹ Portfelli tootlus vastaval perioodil. Alates 1 aastast annualiseeritult

Indeksinvesteerimisest

2024 aasta oli mõneski mõttes ebatavaline. Seda, et S&P500 indeks suudaks 2023 aasta supertootlusele veel sama palju otsa lisada, oli aasta alguse juba kallivõitu hinnatasemelt keeruline prognoosida. Ajalooliselt on kõige enam aktsiaturu liikumist mõjutanud ettevõtete teenitava tulu dünaamika. 2023 aastal kasvas S&P 500 EPS +1% ja S&P 500 kogutootlus oli +26%. 2024 on oodatav S&P 500 EPS kasv +10% ja aastaseks kogutootluseks kujunes +25%. 2025 S&P 500 EPS kasvaks eeldatakse praegu +13%. Kuigi kasumite kiirenev kasv võimaldaks põhjendada kasumite kasvust kiiremat aktsiahindade tõusu, siis peaks selle täitumiseks kiirenev kasv pikka aega jätkuma, mis on väga ambitsioonikas eeldus.

Ehk on aeg mõtiskleda selle üle, kas rahavoog (suur)indeksitesse on muutunud sedavõrd oluliseks tootluse kujunemise faktoriks, et see on juba teisi tahaplaanile jätmas. Automaatne raha sissevool tähendab seda, et passiivsed fondid ostavad aktsiaid sõltumata hinnast või ettevõtte kvaliteedist ja see loob võimaluse hinnamulliks.

Pikaajaliselt on kasvav passivsete investorite osakaal vähemalt turumajanduse jaoks tupiktee. Indeksfondide ideega 1975 aastal turule tulnud John Bogle hoiatas 2018 aastal, et indeksfondide osakaalu kasv ettevõtete omanikeringis võib tulevikus põhjustada olukorra, kus ettevõtete korporatiivne juhtimine pole enam rahvuslikes parimates huvides. Ta tõmbas mõttelise piiri, millest alates see võiks tõsiseks probleemiks

kujuneda, suurte indeksfondide 30% osakaalule. Kolmel suuremal indeksfondide halduril on kogumahus selleni veel kasvuruumi. Mõningatel hinnangutel² ületas juba 2023 aastal kõigi passiivselt juhitud investeringute osakaal USA aktsiaturust siiski juba 1/3.

Passiivse investori oluline erinevus on see, et ta ei kasuta võimalust „jalga dega hääletada“, samas kui aktiivne investor saab ettevõtte omanikeringi siseneda ja väljuda. Võrreldes Bogle kriitika ajaga on suuremad indeksfondide haldurid oma kasvavat tähtsust aktsionäride langetavates otsustes mõistnud ja hakanud enda hääleõiguse kasutamist mingil moel rohkem reguleerima. On rida „pehmeid“ suuniseid, millest hääletamisel lähtutakse. Kuna ettevõttesse ollakse investeeritud pikaajaliselt, siis peaksid ideaalis ka toetatavad otsused soosima pikka vaadet. Omades sarnast osalust teisteski indeksisse kuuluvates ja omavahel konkureerivates ettevõtetest, peaks huvide konflikti vältimiseks raamistik olema väga üldine. Selliste pehmete filtrite (näiteks ESG) rakendamine ei ole kaugeltki piisav, et asendada kapitali vaba liikumist turumajanduses. Mõnes olukorras võib see isegi sellele vastu töötada. Näiteks kaitse/relvatööstus on eetilistel kaalutustel olnud põlu all. Euroopa Liidu eelarvest on keelatud selliste investeringute tegemine ja pangad pigem sellist tegevust ei rahasta. Ühtäkki on nüüd Euroopaski kohale jõudnud,

²

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4188052#:~:text=While%20index%20funds%20held%2016%25%20of%20the%20US,put%20the%20overall%20passive%20ownership%20share%20at%2033.5%25.

et võimel ennast kaitsta on ülimalt otsene seos ESG „S“-ga (sustainability/jätkusuutlikkus). Mis mõte on kogu sellel ilusal Euroopa roosamannal, kui vaenulik seda mitterakendav naaberriik suudab oma relvasüsteeme toota ja rakendada murdosaga Euroopa kuludest asendades tehnoloogilise mahajäämuse suurema kogusega? Sarnaselt on pikaajaliste kliimaeesmärkide poole pürgimine vaid osal planeedist viinud konkurentsivõime vähenemisest tulenevate probleemideni.

Osa viimaste kuude hinnatõusust on olnud põhjustatud optimismist Trumpi presidendiks saamisel eeldatavast regulatsiooni leevenemisest. Kasvamas on surve USA ettevõtete jaoks häiriva regulatsiooni koomalevõtmiseks ka mujal, eelkõige Euroopas. USA valitsuses tundub E. Muski roll saavat olema midagi „valgustatud ettevõtlusmonarhi“ taolist, kust võiks loota uusi sähvatusi majanduse edendamiseks. Esimese hooga tundub tema idee selle saavutamiseks olevat Euroopa survele ja killustatusele kaasa aitamine (näiteks Putini seisukohtade levitamine, Orbani ja Euroopa paremäärmuslikele parteide sõnumi võimendamine oma kanalites). Ühtne Euroopa Liit on suurtele USA tehnoloogiafirmadele ebamugav vastane oma tarbijaõiguste kaitsmise, trahvimiste ja konkurentsi säilitamise eest võitlusega. Ettevõtete domineerimine oma sektorites on muutnud suuremahulised M&A tehingud riikide väga tõenäolise sekkumise tõttu keeruliseks, mistõttu edasiseks kasvuks tuleb otsida võimalusi ka läbi rahvusvahelise poliitika mõjutamise. Euroopal on väga oluline osa

tehnoloogiahiidude teenitavates tuludes. Kui Trump lajatakse mõnele Euroopa tööstussektorile sarnaselt Hiinaga kaitsetollidega, siis oleks igati ootuspärane vastukäik USA tehnoloogiafirmade kaukasse.

Viie suurima tehnoloogiafirma osakaal (28.8%) on S&P500 indeksis kasvanud suuremaks, kui senises börsiajaloo varem mistahes viie ettevõtte puhul. Suur osakaal ja sektori riskikontsentratsioon ähvardab kaubandus-sõja korral negatiivse mõjuga turule tervikuna. Trumpi ametisseastumise esimeste „executive order“-ite ootuses ja Muski laia profiiliga ärplemist tõttu aasta alguses mõnevõrra närviline turg võiks seetõttu mõnda aega olla korrektsioonialdis... kuni segadus klaarub ja saadakse sotti, mis selles uues administratsiooni sõnumites on müra ja mis tõsiseltvõetav. Enamik „magnificent seven“ ettevõtetest omab massiivset rahapuhvrit, mida on juba rakendatud ja saab ka tulevikus rakendada dividendimaksetest märksa suuremas mahus aktsiate tagasiostuprogrammidele. Turg võtab aktsiate tagasiostu enamasti positiivse margina juhtkonna kindluses ettevõtte tuleviku suhtes ja enamasti tõstavad sellised uudised ettevõtte turuväärtust rohkem, kui see tagasiostetavate aktsiate tühistamisel väheneb. Aktsia hinnatõusu toetab ka tulu aktsia kohta suurenemine selle tulemusel. Kuna neil puuduvad märkimisväärsed ex-dividend hinnalangused, siis selliselt käituvate ettevõtete osakaal indeksites kasvab ja passiivsete investorite raha liigub neisse järjest suuremas proportsioonis. Siia juurde veel (esialgu küll pigem kulutusi tähendavat)

tehisaru entusiasmi ja eeldused sellises seisus
mulli tekkimiseks on päris märkimisväärsed.

Investeerimise passiivsemaks muutmise
suund on saanud viimaste aastate tõusust
taas väga head reklaami ja momentumit lõpu
saab enamasti nentida alles tagantjärele.
Turumajandusest eemaldumise ja mõne
sektori võimalik mullistumise risk on
indeksinvesteerimise kasvava leviku puhul
ainult aja küsimus.

Kokkuvõttes on meie valitud suund selle
taustal endine – ignoreerida selle pärast
millessegi investeerimist, et selle hind
parasjagu tõuseb ja investeerida (vähemalt
praeguselt hinnatasemelt suurtest indeksitest
väljaspool olevatesse) varadesse, mida on
põhjust pidada allahinnatuks.

Kristjan Hänni

kristjan@kawekapital.ee