



## Mis õieti toimub turgudel?

Järgnev on Mandatum Life'i vanemportfellihaldur Ted Robertsi ajakohane ülevaade praegusest turuolukorrast. Käesolevas kirjatükis esitab ta ülevaate investeerimisturust 2011. aastal ning keskendub teguritele, mis on põhjustanud praeguse aja ebakindluse turgudel. Lisaks sisaldab artikkel analüüsi selle kohta, mis meie arvates turgudel käesoleval ajal toimub ja kuidas sellises olukorras aktsiaturul tegutseda. Lõpuosas toome näite, kuidas oleme juhtinud Finland Dividend portfelli, mis investeerib Soome aktsiaturule.

## Ülevaade 2011. aastast

See aasta pidi olema aktsiainvestoritele üle terve maailma lihtne. Pankade ökonomistide ja strateegide väljavaated eelmise aasta lõpus selle aasta suhtes olid ühtsed. Aktsiainvesteeringud pidid olema tugevad eriti aasta alguses ning arenevad turud parim koht investeerimiseks. Nüüd aga näeme, et konsensuslikud ootused osutusid valeks ja aktsiad tõeliselt halvaks investeringuks kõikjal maailmas. Sellest nähtub, et on problemaatiline, kui konsensuslikud arvamused on üldiselt aktsepteeritud ja kõikide investeerimisotsused põhinevad nendel samadel tõsiasjadel. See võib kergesti tuua kaasa ebameeldivaid üllatusi, kui ootustest erinevad uudised muudavad masside arusaama tulevikust.

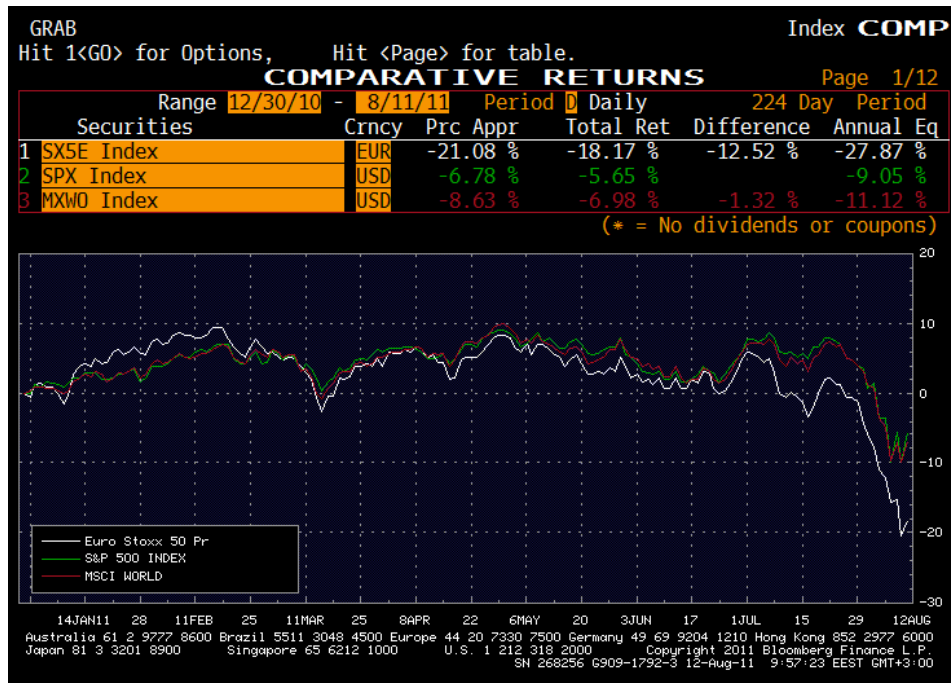
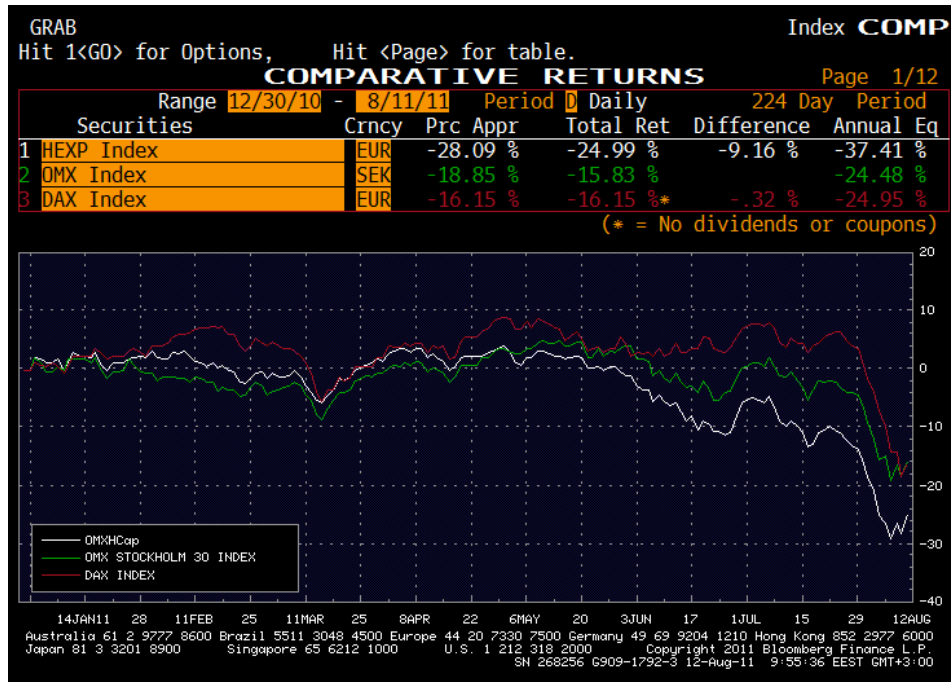
Selle aasta jooksul on kerkinud esile mitmeid asju, mis on pannud inimesed kahtlema aktsiaturgude tõusu jätkumises:

1. Rahutused Lähis-Idas, millel on olnud erinevaid tagajärgi, kuid peamiselt nafta hinna tõusu (mis on põhjustanud inflatsiooni kasvu)
2. Jaapani maavärin, mis põhjustas vähemalt häireid paljude tööstuste tarneahelas, aga võib-olla mitte midagi rohkemat
3. Euroopa riikide võlaprobleemid, eriti suured probleemid Kreekas, tänu millele on EKP pidanud juunis-juulis tugevama hakkama
4. Võlaprobleemide levimise oht Hispaaniasse ja Itaaliasse (see on selgelt suurem probleem, sest need riigid on liiga suured, et pöruda ja liiga suured, et neid päästa. 7. augustil alustas EKP Hispaania ja Itaalia võlakirjade ostmist)
5. USA võlaprobleemid, mis on osutunud tõeliseks poliitiliseks farsiks (kõik teadsid, et poliitikud peavad võlalage tõstma, kuid otsusega viivitati ikka viimase minutini).
6. USA krediidireitingu alandamine AAA tasemelt AA+ tasemele
7. Nõrgenevad makronäitajad nii Euroopast kui ka USA-st (kuid ettevõtete kasumid on olnud suhteliselt head).
8. Analüütikud, kes võistlesid eelmise aasta lõpus selles, kes annab kõige positiivsemad prognoosid, võistlevad nüüd selles, kes annab kõige negatiivsemad prognoosid.

Tagasi vaadates tundub kõik kõigile väga selge ja loomulik, kuid tegelikult väga vähesed on aktsiate selle aasta tulemuste osas õigeid ennustusi teinud.

2011. aasta peamised pettumused on olnud:

1. Paljude toorainete hindade tõus, mille on põhjustanud arenevate turgude kasvav nõudlus ja tarneprobleemid, mis on toonud kaasa inflatsiooni kasvu Euroopas ja USA-s, samas kui tarbijatel on kitsas käes. EKP ja FED on inflatsiooniprobleemi lahendamisele väga erinevalt lähenenud. EKP on baasintressimäära kaks korda tõstnud, FED on lubanud selle veel paar aastat madalal hoida.
2. Nõrgenenud makronäitajad nii USA-s kui ka Euroopas
3. Mure Hiina majanduskasvu ja kõrge inflatsiooni pärast
4. Nõrgenenud makronäitajad on pannud analüütikud alandama prognoose aastateks 2012-13. Analüütikute ootused olid aktsiaturu taevasse tõustes niigi äärmiselt kõrged ja nad pidid oma ostusoovitusi põhjendama. Nüüd alandatakse prognoose aastateks 2012-13 10-20% ilma mingi tõelise põhjendusega, lihtsalt madalama kindlustunde tõttu tuleviku suhtes, mida omakorda põhjustavad madalamad aktsiahinnad. Analüütikud võivad oma müügisoovituse alal hoida, aga madalamate prognooside ja hinnasihtidega.



Graafikutelt on näha, et turureaktsioon on olnud augustis eriti tugev. Kõik indeksid peale Soome ja Rootsi olid enne selle aasta augustit positiivsel poolel. On selge, et Soome turg on teinud kõige teistest kehvema tulemuse, ja kuigi turg oli juba enne augustit tugevalt langenud, kukkus see koos teiste indeksitega veelgi.

#### Mis toimub praegu?

Praegusel hetkel toimub finantsturgudel asju, mida ei ole kunagi varem nähtud. Seda on eelkõige näha kiirusest, millega aktsiaturud üle maailma on augustis kukkunud, ja ka päevasiseste üles/alla liikumiste ulatusest (kuni +5% / -5% päeva jooksul).



EuroStoxx50. Augusti esimene nädal. Kaks esimest päeva pidev kukkumine, aga 3. ja 5. augustil tõeliselt suured liikumised üles ja alla! Nädala sündmused: USA võlalae tõstmise kokkulepe pärast poliitilist farssi (30-31/7), USA nõrk ISM (1/8), USA nõrk ADP (3/8), turgu šokeerivad EKP kommentaarid (4/8), USA pisut parem tööhõiveraport (5/8), S&P alandas USA reitingut tasemelt AAA tasemele AA+ (6-7/8)



EuroStoxx50. Augusti teine nädal. Pilt näitab aktsiahindade tugevat kõikumist. Esmaspäeval, 8. augustil ennelõunal +4,7% ja seejärel alla -9,1%, teisipäeval +5,4% -> -7,7% -> +6,8% -> -4,7% -> +5,5% ja neljapäeval +2,5% -> -6,9% -> +9,4%. Nädala sündmused: FED-i otsus hoida baasintressimäär pikka aega madalal (9/8), Prantsusmaa reitingu alandamise spekulatsioonid (10/8), pankade lühikeseks müümise keelu spekulatsioonid (11/8), kuulutati välja teatud Prantsusmaa, Itaalia, Hispaania ja Belgia finantsettevõtete lühikeseks müümise keeld (12/8)

Nüüd tekib muidugi küsimus, miks need asjad on juhtunud ja miks just nüüd? Inimestel on eelmine, 2008-09 finantskriis värskelt mees ja me usume, et paljud inimesed on hakanud majanduskasvu aeglustumisest kuuldes kiiresti aktsiaid müüma. Tegelikuses ei ole majandusnäitajad viimase paari kuu jooksul eriti muutunud ja näib, et USA kuu alguse ISM-näitaja muutis inimeste maailmapilti täielikult! On juba mitu kuud olnud selge, et 2011. aasta peamine pettumus SKT kasvu osas on olnud USA.

Turgudel kauplemine põhineb ootustel tuleviku suhtes ja järgnevalt on toodud suurte investeerimispankade ootused majanduskasvu ja aktsiatoonuluse osas:

USA SKT kasvu prognoosid 2011. aastaks:

1. Bank of America =3,2%
2. Barclays=3,1%
3. Citigroup=3,1

**S&P500 tootluse prognoosid 2011. aastaks:**

1. Bank of America = +11,4%
2. Barclays = +13,0%
3. Citigroup = +11,4%

Tegelikud näitajad on olnud USA SKT kasvu osas 0,36% esimeses kvartalis ja 1,29% teises kvartalis, aga S&P500 on langenud -10,9%. Need numbrid näitavad, et ootused eriti aktsiaturgude suhtes on olnud liiga roosilised.

Turud vihkavad ebakindlust ja nüüd on neil tekkinud veendumus, et tulemas on uus majanduse aeglustumine või topeltlangus. Ja kuna aktsiaturud on langenud iga päevaga, on see mulje muutunud järjest tugevamaks. Hetkel on turgudel valdav hirm, mitte ahnus, ja kõiki uudiseid tõlgendatakse negatiivselt. Sellistel aegadel võib iga kuulujutt turgusid kiiresti ühes või teises suunas liigutada ning asjad, mis oleksid turud kuu aega tagasi kihama löönud, näiteks vihjed võimalikust kvantitatiivse leevendamise lisapaketi USA (QE3), ei ole tekitanud positiivseid reaktsioone. Praegusel hetkel on raske näha asju, mis muudaksid turu meelsust ja investorid on tõeliselt hirmul ning see pole turgude seisukohalt kunagi hea.

*J. Reid Deutsche Bankist kommenteerib, et lääneriikide võlg on aastakümnetega liiga suureks kasvanud ja selline võlatase ei ole jätkusuutlik. Kui turud saavad lõpuks aru asjade tegelikust seisust, võib seal tekkida suur segadus.*

Kõik põhjused, miks olla aktsiate suhtes positiivne, on jätkuvalt kehtivad, isegi enam kui varem.

Dividenditootlus on selgelt kõrgem kui võlakirjade tootlus (võlakirjade tootlus on langenud, sest investorid on liigutanud raha turvalisematesse kohtadesse, mis peaks olema hea aktsiate seisukohalt, kuid on läinud vastupidi). USA valitsuse võlakirjade tootlus on madal: 1-aastane 0,10%, 5-aastane 0,95%, 10-aastane 2,27%.

Ettevõtete kasumid on olnud 2011. aastal head. Teise kvartali tulemused eriti Euroopas on olnud kehvemad kui need, millega oleme harjunud, aga ainult väike osa ettevõtetest on langetanud väljavaadet terve aasta osas. Sellele vaatamata on analüütikud alandanud oma prognoose, peamiselt aktsiahindade languse tõttu. Tasub meele pidada, et analüütikute ennustused on suuresti ajalool põhinevad arvamused tuleviku kohta ja ükski analüütik ei ennusta oma mudelites majandustsükleid, vaid eeldab ettevõtete vaikset lõputut kasvamist. Kui aktsiahinnad liiguvad üles, on nende ootused väga kõrgel, kui alla, siis madalal.

### Kuidas sellisel turul kaubelda?

Inimeste jaoks, kellel ei ole turgudel suuri positsioone ja kes ei pea andma igapäevaselt aru portfelli tootluse kohta, võib praeguse hetke turuolukord näida üpris tavalisena. Turud liiguvad alati üles ja alla ning liikumised mõlemas suunas on alati äärmuslikud. See on kõigile hästi teada, kuid praegust eristab varasemast turureaktsioonide kiirus ja päevasisese kõikumise ulatus. On märkimisväärne, et turud on kukkunud oluliselt kiiremini kui Lehman Brothersi pankrotistumise järel. See on omakorda toonud kaasa ajalooliselt madalad RSI-näitajad, mis kirjeldavad, kui ülemüüdnud või -ostetud turg on. Tavapärases olukorras vihjaks see suurepärasest ostu kohta, aga mitte praegu!

Kommentaari Bank of Americalt <sup>12. augustil</sup>.

*Turgude volatiilsus on äärmiselt tugev. Aktsiaturg on neljal järjestikusel päeval liikunud vähemalt 4% ühes või teises suunas. Seda on juhtunud ainult kahel korral pärast 1929. aasta Suurt Depressiooni: 1987. aasta oktoobri börsikrahhi ajal ja 2008. aasta novembri finantskriisi haripunkti ajal. Need mõlemad langused olid aga V-kujulised, praegune on W-kujuline, mis viitab ulatuslikule ebakindlusele finantsturgudel.*

Sellistel turgudel pole põhimõtted olulised ja aktsiate valikul on väga väike mõju tootlusele. Meie investeerimisfilosoofia põhineb suure osas ettevõtete ja makromajanduse fundamentaalsel analüüsil. Kuna hetkel on aktsiate valimine väikse tähtsusega, on väga raske teha veendunud investeerimisotsuseid. Näeme mitmete ettevõtete puhul isegi üle 50% aktsiahinna tõusuruumi, aga lühikese perioodi vältel on raske raha teha. Kui tulemas on järjekordne langus, muutuvad praegu odavad ettevõtted veelgi odavamaks. Majanduslangust ootavatel turgudel ei ole mõtet hinnata ettevõtete väärtust ainult oma ennustuste põhjal, vaid tuleb arvestada sellega, milline võiks olla aktsia hind halvima stsenaariumi korral. Kuna meie ise ei usu langusesse, on meie ennustused langusesse uskuvate turgude kõrval teisejärgulised ning me peame langetama lühiajalised investeerimisotsused teistsugustel alustel kui tavaliselt. See on psühholoogiliselt keeruline olukord, sest meie meelest odavate ja madalal väärtustasemel kaubeldavate ettevõtete aktsiahinnad võivad veelgi langeda, kui turud usuvad majanduslangusesse. On alati raske müüa ettevõtet, mis on juba niigi odav, kui usud, et see võib veel tunduvalt odavamaks

muutuda. See tuleb sellest, et ettevõtte on turul saadaval või turud muudavad kiiresti oma makronägemust, mille korral ettevõtte aktsiahind kiiresti kerkib.

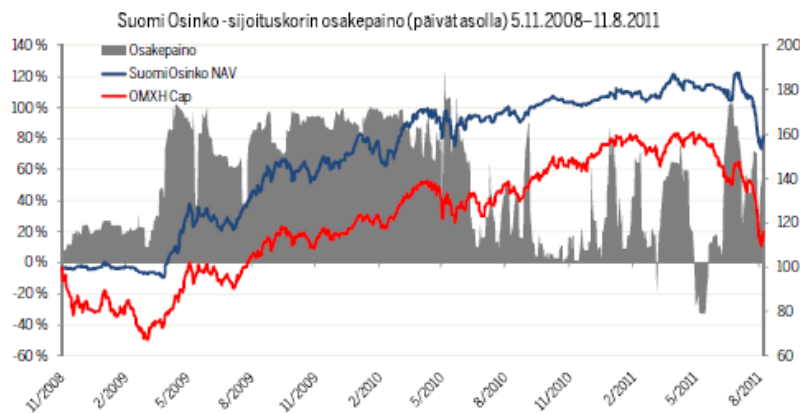
Sellises turuolukorras muutub õne osakaal tootluses suuremaks kui tavaliselt. Seda sellepärast, et tootluse määrab suure osas igapäevane valitud riskitase. On selge, et keegi ei suuda tegelikult ennustada, millal põhi kätte jõuab ja millal aktsiahinnad tõusma hakkavad ning olukorda ei tee kuidagi lihtsamaks see, et hindade kõikumisvahemik päevas on peaaegu 10%. Loomulikult sooviksime teha ainult pikaajalisi investeeringuid, kuid igapäevaselt portfelli tootlust ja väärtust jälgivas maailmas ei ole see lihtsalt võimalik. Järgime absoluutse tootluse strateegiat, mis on meie arvates see ainus ja õige, ja see tähendab, et meie tootlus ei tohi kõikuda nii palju kui turud kõiguvad. Sellises olukorras on positiivse tootluse saavutamine lühikese aja vältel äärmiselt raske, kuna turgudel puudub selge suund ning liikumised on ülisuured isegi tunni lõikes. Ühel hetkel tuleks omada lühikesi positsioone ja järgmisel pikki. See on aga võimatu. Turgudel tuleb arvata, millise positsiooni on võtnud teised, ja võtta sellele vastupidine positsioon. Tagajärjeks on sageli ka pisut ebaõnnestunud otsused, ja see on psühholoogiliselt raske.

Üks väga hea asi on siiski see, et meil võib olla mingis aktsias pikk positsioon, aga võime end turulanguse eest kaitsta ehk olla end turul lühikeseks münud. Kui sa oled traditsiooniline long-only investor, kelle varast peab olema üle 90% pikad positsioonid aktsiates, saad ainult istuda ja oodata, et turud toibuksid.

Sellistel rasketel aegadel peaksime suutma saavutada selgelt paremad tulemused kui meie long-only konkurendid, ja nii on ka läinud, kuid absoluutne tootlus praeguses turuolukorras on äärmiselt raske. See ei rõõmusta meie kliente ega kindlasti meid ennast, aga anname endast kõik, et jõuaksime absoluutse tootluseni, ning usume, et selle aasta lõpuks on meie tulemused märgatavalt tugevamad kui konkurentidel ja loodetavasti on need ka positiivsed.

### Finland Dividend-portfelli analüüs

Järgnev graafik illustreerib aktsiate osakaalude muutusi Finland Dividend-portfellis, seejärel vaatame üle portfelli tootluse.



Finland Dividendi aktsiate osakaalud (päeva lõikes) 5.11.2008 11.8.2011

Graafikult on näha, kuidas oleme muutnud aktsiate osakaalu aja jooksul ning aktsiate kõrge ja madala hinna korral. Meie hinnangul on Soome aktsiad olnud mõistliku hinnaga juba eelmise aasta oktoobrist-novembrist saadik. Turud on kord riski vältivad ja riski võtavad alates Kreeka probleemide esimestest ilmingutest. Oleme hoidnud aktsiate osakaalu mõeldaval tasemel juba eelmise aasta maikuust ning see on olnud keskmiselt 35-40%. Madalama aktsiariski tõttu tegime eelmise aasta neljandas kvartalis kehvema tulemuse ameeriklaste kvantitatiivse leevendamise tõttu (aktsiate tugev ostmine ei olnud siis turgudel meie hinnangumudelite põhjal põhjendatud, seda on praegu selgelt näha).

Suurendasime aktsiate osakaalu märkimisväärselt Jaapani maavärina järel märtsis, aga vähendasime riskitaset pärast turgude kiiret korrektsiooni üles. Soome aktsiaturg hakkas ilma mingi põhjuseta langema maikuu, kuigi muud turud tõusid. Säilitasime negatiivse aktsiate osakaalu terve maikuu vältel ja väga madala osakaalu juuni esimeses pooles (<20%). Sel ajal oli Soome aktsiate suhteline alatootlus väga kõrgel tasemel ning suurendasime aktsiate osakaalu märgatavalt juuni keskel (kohati oli aktsiate osakaal isegi >100%). See toimus väga hästi kuni juuli teise nädalani, mil turgudel hakati spekulierima Itaalia võlgade saatuse üle (intressid tõusid väga kiiresti). Vähendasime sel hetkel taas nobedalt aktsiate osakaalu ja suurendasime seda vaikselt juuli lõpupoole (aktsiate osakaal juuli lõpus 72%).

Tõstisime aktsiate osakaalu, sest 1) turul oli mitmeid soodsaid aktsiaid, mis olid langenud 3-4 kuu jooksul üle 30%, 2) Soome aktsiaturg oli kukkunud -17,3%, kuigi muud turud olid tõusnud, 3) väärtustase oli langenud märgatavalt rohkem kui prognoosid tuleviku kohta, ja 4) Soome/Euroopa ja USA ettevõtete tulemused olid head ning ettevõtete juhtide väljavaated aasta lõpu osas tugeval tasemel.



# MANDATUM LIFE

1. august. Turg oli üle 2% plussis ja Finland Dividendi tootlus alates aasta algusest positiivne. Turg hakkas päeva jooksul langema ja sattus vabalangusse pärast oodatust nõrgemate USA ISM-näitajate avalikustamist. Me ei reageerinud sellele informatsioonile, sest meie arvates ei erinenud see viimase 3-4 kuu valdavatest majandusnäitajatest. 2. augustil jätkas turg kukkumist ja me vähendasime 3. augustil aktsiate osakaalu umbes 20% tasemele. Pärast seda oleme üritanud aktiivselt reguleerida aktsiate osakaalu äärmiselt volatiilsel turul 10-80% vahel. Kahjuks oleme sel kuul kaotanud rohkem raha kui varem. Oleme praegu kuu lõikes -8.0% ja aasta lõikes -10.1%, Helsingi börsi vastavad näitajad on -13.0% kuu lõikes ja -28.1% aasta lõikes. Teiste sõnadega, meie tulemus on Soome turu omast märgatavalt parem, kuid ei ole suutnud säilitada positiivset tootlust terve aasta lõikes.

Hetkel on äärmiselt raske määratleda, milline on meie soovitud aktsiariski tase. Kui arvestada, et tõelist langust ei ole tulemas, on väärtustasemed Soomes väga atraktiivsed. Teisest küljest on probleeme nii palju, et on väga lihtne öelda, et aktsiate osakaal peaks olema võimalikult väike või isegi negatiivne. Näib olevat mõistlik vähemalt osaliselt aktsiad müüa ja/või reguleerida aktsiate osakaalu futuuride abil isegi tunni tasemel. Probleemiks on äärmiselt tugev tunnisisene volatiilsus.

Me ei tohi ega taha mängida oma klientide rahaga ning seetõttu ei ole õigustatud teha suuri panuseid turu tõusmisele või langemisele enne, kui saame selgust maailma majandust ähvardavates probleemides (mõned *hedge* fondid riskivad oma klientide rahaga ning hea õnne korral läheb neil hästi, aga võib minna ka vastupidi. Kunagi ei tohi kahekordistada riskitaset, kui varasemad ennustused ei ole täide läinud!). Praegusel hetkel on väga raske öelda, mis võiks lahendada turgudel valitseva hirmu. Iga selline uudis võiks turgu lühiajaliselt elavdada. Samas, mida kauem probleemide lahendamine aega võtab, seda väiksemaks muutub investorite kindlustunne, ja võimalik on veelgi suurem müügisurve. Jätkame Finland Dividendi juhtimist selgelt madalama aktsiate osakaaluga kui tavalised long-only investorid lühikese aja jooksul, kuni saame informatsiooni, mis lubab aktsiate osakaalu suurendada. Tasub meeles pidada, et meil võib aktsiate osakaal olla ka 150%, kui riski ja tootluse vahekord on meelital tasemel ning sel juhul võidame turu tõusust enam kui konkurendid. Praegusel hetkel ei pea me seda siiski põhjendatuks.

---

Käesolev ülevaade põhineb Mandatum Life'i nägemusel ja hinnangutel, mis toetuvad avalikest allikatest kogutud informatsioonile. Mandatum Life ei taga esitatud andmete, nägemuse ega hinnangute õigsust ega täielikkust, samuti ei vastuta Mandatum Life käesolevas ülevaates esitatud andmete kasutamisest tulenevate otsuste või kaudsete kahjude, kulude ega kaotuste eest. Ülevaate nägemus ja hinnangud põhinevad koostamise hetkel kättesaadaval olnud informatsioonil ja Mandatum Life võib oma arvamusi ja prognoose ilma etteteatamata muuta. Ülevaade ja selles sisalduvad andmed, vaated ja hinnangud on antud lihtsalt informatsiooniks ning seda ülevaadet ei tohi võtta soovitusena märkida, hoida või vahetada teatud investeeringuid ega teha muid kindlustuse väärtust mõjutavaid tehinguid. Kindlustusvõtja peaks enne kindlustuse võtmist, muutmist või investeeringute valimist ja muutmist hoolega uurima kindlustuse ja investeeringute tingimusi ja tutvustusi.