

Investeeringute ülevaade

9. aprill 2019

Naasmine uue normaalsuse juurde

Aasta esimese kvartali tõus turul on toetunud USA keskpanga rahapoliitika muutusest tulenevale üldisele intressitasemete langusele. Alanevad intressid on nõrgestanud turvaliste riigilaenuinvesteeringute tootlustasemeid ja samas tõstnud riskantsemate investeerimisobjektide suhtelist atraktiivsust. Lisaks sellele tõstab madalam intressitase pikema ajaperioodi jooksul ettevõtete oodatavat kasumi saamise võimet, kui laenude teenindamisest tekkiv surve kasumile kahaneb. Selle tõttu on nii aktsia- kui ka ettevõtelaenu turgudel nähtud aasta alguses tugevat hinnatõusu.

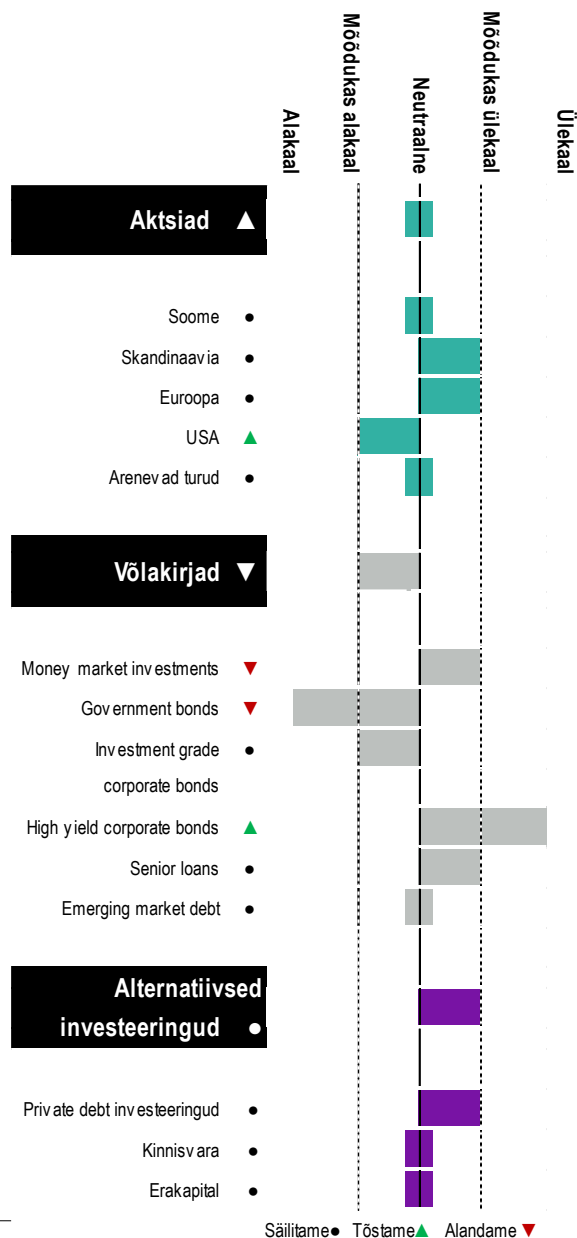
Samal ajal on reaalmajanduse aktiivsuse näitajad olnud üleüldiselt oodatust nõrgemad, mis viitab sellele, et selle ja järgmise aasta maailmamajanduse kasv jääb pika ajaperioodi trendist (3,5%) madalamale tasemele. Teisiti öeldes, maailmamajanduse kasvuootused on langenud, samas kui investeerimisturgude tootlustasemed on tõusnud selgelt pika ajaperioodi omadest kõrgemaks. Olukorda võib kirjeldada kui naasmist "uue normaalsuse juurde".

Samal ajal aktsia- ja ettevõtelaenu turgude tõusuga on reaal- majanduse aktiivsuse näitajad olnud oodatust nõrgemad

California varahaldusettevõtte PIMCO tollane juht Mohamed El-Erian võttis 2010. aastal kasutusele mõiste majanduse „uus normaalsus“ („new normal“). Uue normaalsuse all

mõtles ta USA-s valitsevat finantskriisijärgset olukorda, kus struktuurne majanduskasv oli varasemast märkimisväärselt aeglasem ja regulatsioonid, eriti pangandussüsteemi puudutavad, olid rangemaks muutumas. Aeglasem struktuurne majanduskasv tulenes ühelt poolt mineviku üleinvesteeringute lõpetamisest ning uute investeeringute vähesusest ja teiselt poolt tarbijate ületarbimise lõppemisest laenu raha pakkumise kahanedes. See kirjeldus sobitus hästi ka Euroopasse, kus majandusprobleemid olid veelgi mitmemõõtmelisemad. Ka Hiina president Xi Jinping ütles, et tema maa siirdub uude normaalsusse, kui riigi majanduskasvu tasemel lasti 2014. aastal langeda alla maagilise seitsme protsendi taseme.

Investeeringute paigutused





Joonis 1. USA reaaltressimäära areng aastatel 2008-2019. Reaaltressimäär (raha hind) pöördus aastatel 2011-2018 negatiivseks USA keskpanga stimuleeriva rahapoliitika tõttu. Sel aastal on riskantsete varaklasside hindamistasemetel tõus saanud tuge reaaltressimäära langemisest. Allikas: Mandatum Life, Bloomberg.

Uue normaalsuse majanduskeskkonnale oli iseloomulik ka see, et keskpankade tugevad ergutusmeetmed olid vältimatud majandusele aeglases kasvukeskkonnas töuke andmiseks, finantseerimissüsteemi kindlustamiseks, tarbijate usalduse säilitamiseks ja (möödapääsmatult) ühiskonna struktuuri kooshoidmiseks.

Uus normaalsus mõjutas seega reaalmajanduse nähtusi, aga investorite seisukohalt oli uues normaalsuses märkimisväärsem reaaltressimäära (raha hinna) kukkumine nulli ja alla selle (joonis 1). Raha madal hind tegi võimalikuks – ja suuresti ka põhjustas – kõigi varaklasside hindade tugeva tõusu ja suurepärase investeerimistootluse realiseerumise.

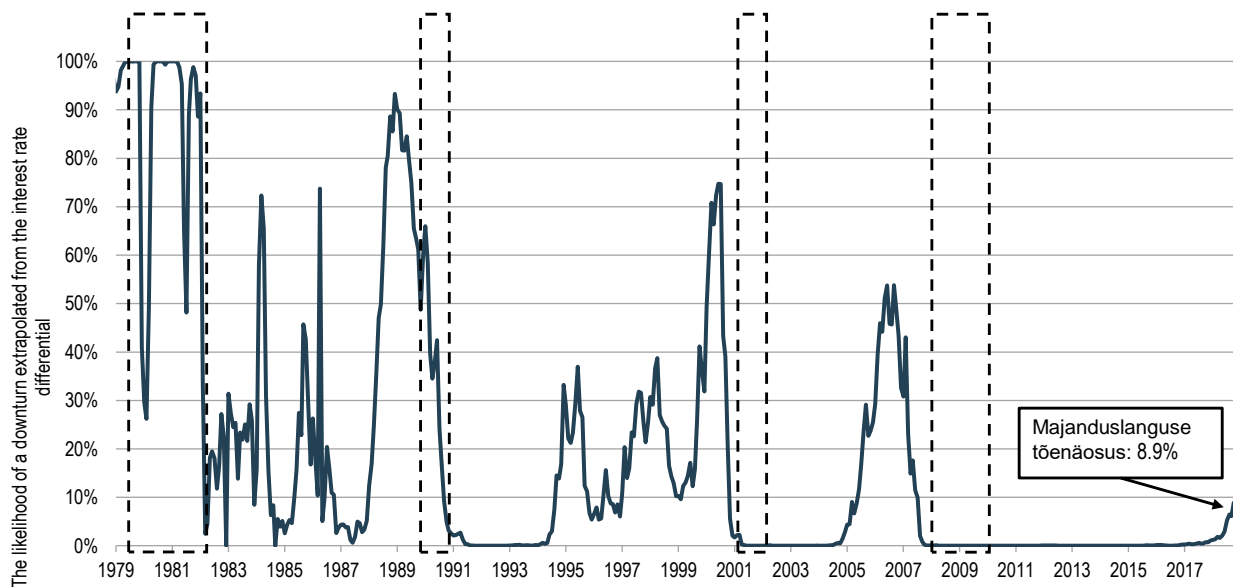
Kuid 2018. aasta suvel kuulutas El-Erian, et USA on „uue normaalsuse“ majandusolukorrast väljunud ja naasnud struktuurselt suurema majanduskasvu teele. Vajadus kunstlikult madala intressikeskkonna järele oli seega kadunud ja majandus kannataks ka pikema perioodi jooksul välja plussmärgiga hinnataseme raha. Praeguse informatsiooni valguses tundub siiski, et El-Erian tuli oma kommentaariga välja liiga vara. Nagu nägime eelmisel aastal, on maailmamajandus muutunud väga tundlikuks eriti dollarites vääringustatud raha hinnatõusule ega tundu seda väga hästi välja kannatavat. Dollarifinantseeringute kõrgem hind koormab USA-väliseid osapooli ka valuutakursi muutuste kaudu.

Investori seisukohalt oli märkimisväärsem asi uues normaalsuses reaaltressimäära langemine nulli ja alla selle

Eelmise aasta kursikõikumiste ja selle aasta keskpankade meetmete järel paistab, et oleme naasmas olukorda, kus laenuhaha hind on nulli lähedal. Reaalmajanduse seisukohalt on olukord mitmel moel problemaatiline, eriti mis puutub inflatsiooniootuste kontrollimise, millega on suuremad riskid investorite seisukohalt praegusel hetkel ka seotud. Siiski, kui uskuda ajalugu, ei ole olukord investorite seisukohalt või tulevase investeerimistootlusi silmas pidades tingimata halb, kui oletada, et investeerimisportfelli struktuuris on arvesse võetud keskkonna iseloomulikud omadused. See tähendab muu hulgas kõigi varaklasside, ka mittelikkviidsete, ärakasutamist. Kui El-Erian võttis ligi aastakümne tagasi kasutusele „uue normaalsuse“ mõiste, oletas ta, et see kirjeldab majandus- ja investeerimiskeskonna ajutist seisut. Viimase aasta põhjal võime ilmselt nüüd loobuda sõnast „uus“.

Aktsiate osakaal on tõstetud neutraalseni

Hiinast saadi märtsis oodatust paremaid ekspordi-, impordi- ja tarbimisnäitajaid, mis hajutasid muret maailmamajanduse arengu pärast. USA-s on majanduslanguse tõenäosus järgmise kaheteistkümneme kuu jooksul võrreldes aastataguse ajaga suurenenud, aga on endiselt väike. Majandusajakirjanduses viimasel ajal palju esil olnud intressikõvera kuju toimib majanduslanguse tõenäosuse alusena (joonis 2). Euroopas kahaneb endiselt eriti tootva tööstuse majanduslik aktiivsus, aga kui Hiina areng pöördub positiivsemaks, nagu praegu näib, on tõenäoline, et ka Euroopas muutub majanduse hoog hiljem sel aastal elavamaks.



Ettevõtete kasumiprognosid peegeldavad optimismi ülejäänud aasta majandusväljavaadete suhtes. Viimase kuue kuu jooksul on

Joonis 2. Intressierinevusest tulenev majanduslanguse tõenäosus USA-s järgmise 12 kuu jooksul. Kuigi majanduslanguse risk on viimase aasta jooksul suurenenud, on selle tase endiselt madal. Tüüpiliselt on majanduslanguse tõenäosus kasvanud selgelt umbes 18 kuud enne majanduse languse minemist. Allikas: Mandatum Life, Bloomberg, J. Wright (2006): The Yield Curve Predicting Recessions.

analüütikud oma kasumiprognose üsna selgelt langetanud, aga prognooside langus on nüüd peatumas. Selle arengu taganttõukajad on eriti tehnoloogiasektori kasumiprognoside tasakaalustumine ja varasemast mõistlikumale tasemele paigutumine. Ka naftasektori ettevõtete kasumi teenimise võime on stabiliseerunud, sest nafta hinna langus on peatunud Aasia nõudluse elavnedes. Eelpool mainitud põhjustel oleme märtsis suurendanud aktsiate osakaalu neutraalseks, lisades peamiselt USA ettevõtete aktsiaid.

Investeeringuid Euroopa aktsiatesse ei ole me praegu suurendanud, kuigi Euroopa saaks kaubandusleppes USA ja Hiina vahel selgelt kasu. Euroopa investeerimiskeskonda häirib endiselt Euroopa pankade halb seis, mis on nõrgenenud veelgi, kui riigilaenu intressid on kukkunud rekordmadalale. Väikesed ja keskmise suurusega ekspordile toetuvad Euroopa ettevõtted saaksid kaubandusleppes kõige rohkem kasu ja nende ettevõtete osakaal ongi meil suurem. Arenevatel turgudel on Hiina aktsiaturg pika vaikuseperioodi järel olnud heas hoos positiivsete majandusudiste ja konstruktiivse kaubanduspoliitilise retoorika toetusel. Hiina aktsiaturu hea areng jätkub ilmselt aasta teises kvartalis majanduse hea hoo veetuna.

Püsituduluinvesteeringutes on loobutud taktikalistest riigilaenuinvesteeringutest

Püsituduluinvesteeringutes on rõhk Põhjamaade ettevõtete laenudel, mille tootluspotentsiaali peame endiselt heaks. Oleme kevade jooksul lisanud veidi ka Mandri-Euroopa ettevõtete laene, sest tootlustasemed on selgelt aastatagustest tasemetest ahvatlevamad. Suurema riskiga *high yield* investeeringute osas oleme olnud valivad, aga see varaklass on jäänud meie püsituduluinvesteeringutes ülekaalu. Väiksemas osakaalus hoiame eriti Euroopa riigilaenu väga madala tootlustaseme tõttu.

Oleme endiselt vähendanud arenevate turgude laenu osakaalu hea tootlusarengu järel. Lisaks sellele müüsimise jaanuaris ja veebruaris ostetud USA pikaajalisi riigilaenu enam kui kuueprotsendise realiseerunud tootlusega. Kokkuvõttes on püsituduluinvesteeringute intressirisk kestvusega mõõdetuna püsinud turuindeksist mõõdukam.

Carolus Reincke

Allokatsioonilahenduste ja vastutustundliku investeerimise juht

Topias Kukkasniemi

Portfelli haldur, allokatsioonilahendused ja vastutustundlik investeerimine

Turuülevaade põhineb Mandatum Life Insurance Company Limited (Mandatum Life'i) vaadetest ning avalikest allikatest kogutud teabe analüüsil. Mandatum Life ei taga esitatud teabe, vaadete ega hinnangute kehtivust ega täielikkust. Mandatum Life ei võta ka mingit vastutust mistahes otsese või kaudse kahju või kulutuste eest, mida selles turuülevaates toodud teabe kasutamine võib kaasa tuua. Turuülevaates toodud vaated ja hinnangud põhinevad selle avaldamise hetkel teadaolevale avalikule teabele ja Mandatum Life jätab endale õiguse oma vaateid või hinnanguid muuta, ilma sellest eelnevalt teavitamata. Turuülevaade, selles toodud teave, hinnangud ja vaated on avaldatud teavitamise eesmärgil ning seda turuülevaadet ei saa käsitleda kui soovitus konkreetseid investeerimisobjekte märkida või hoida või nendega kaubelda või teha muid kindlustuslepingu väärtust mõjutavaid toiminguid. Kindlustusvõtja peab enne kindlustuslepingu allkirjastamist, kindlustuslepingu muutmist või investeerimisobjektide valimist või muutmist hoolikalt tutvuma kindlustuslepingu ja investeerimisobjektidega seonduvate tingimuste ja tutvustustega.