

Rinkų prognozė

2010 Rugpjūtis

Įmonių pajamų augimas jau matomas – pastovumas okupuoja rinkas

Liepos mėnesį rizikingos turto klasės klestėjo. Geri antrojo ketvirčio įmonių rezultatai tiek Europoje tiek JAV ištraukė rinkas į teigiamą pusę. Mūsų paskirstyme mes išlaikome akcijų svorį nuosaikame perviršyje. Kaip mes ir tikėjome birželį geri įmonių rezultatai ir padėis pakėlė nuotakas akcijų rizikingų turto klasių rinkose. Tačiau įmonės nesuteikė augimo vilčių, o analitikai nepakėlė metų galo ir kitų metų prognozių. Kai kuriais atvejais prognozės netgi buvo sumažintos. Nepaisant silpnų makroekonominių rodiklių bendras noras rizikuoti išaugo, o rizikos premijos sumažėjo. Tai patvirtina rinkos kintamumą nurodantis JAV VIX indeksas, kuris smuko 10% iki 23,5%. Kadangi stimuliaciniai paketai eina į pabaigą, o JAV BVP augimas stoja mes atidžiai stebėsime makroekonominius indikatorius.

Fiksuoto pajamingumo rinkose JAV 10 metų obligacijų pajamingumas toliau krito ir pasiekė 2,9%, o Vokietijos ilgalaikių obligacijų pajamingumas augo. Taip pat Japonijoje 10 metų vyriausybinių obligacijų pajamingumas krito iki beveik 1%. Per pastaruosius keletą mėnesių buvo pa-

stebimi reikšmingi pokyčiai infliacijos įkainojime. Infliacijos apskaitimo sando-rių įkainojimas rodo mažą tikėtiną infliaciją euro zonoje ir JAV. Nors ir žaliavų kainos stipriai pakilo infliacinis spaudimas išlieka žemame lygyje. Pinigų rinkose sumažėjas likvidumas toliau kels trumpalaikes palūkanų normas ir remiantis mūsų prognozėmis trumpesnio laikotarpio euribor normos pakils iki bazinių palūkanų normų lygio (1%). Liepos mėnesį buvo pastebimas bendras sentimentų gerėjimas. Taip pat reikėtų turėti omenyje, kad galimas fiskalinės politikos griežtinimas gali pakenkti euro zonos paklausai. Kad ir trumpam, tačiau baimės dėl vyriausybių įsiskolinimo nuėjo į antrą planą. Pinigų rinkos, kaip ir vyriausybinių obligacijų, svoris išlieka mažame lygyje. Įmonių obligacijų svoris yra neutralus, o aukšto pajamingumo ir besivystančių rinkų obligacijų svoris yra perviršio lygyje.

Liepos mėnesį nebuvo aiškios makroekonominių rodiklių krypties kadangi Europos pasitikėjimo rodikliams kylant JAV rodikliai smuko. Taip pat investuotojus glumino stiprių antrojo ketvirčio rezultatų neatitinkančios prognozės ir įmo-

nių pajamingumo augimo nebuvimas. JAV iš keturių įmonių net trijų rezultatai viršijo lūkesčius tačiau 2011 metų prognozės buvo sumažintos.

Akcijų rinkose mes sekame gerų įmonių rezultatų nustatytą tendenciją ir išlaikome nuosaikaus perviršio požūrį. Mes keliame Europos svorį nuo neutralaus iki nuosaikaus perviršio, mažiname JAV svorį iki mažo ir išlaikome besivystančių rinkų svorį perviršio lygyje. Mes taikomės į Europos kompanijas su gerais balansais ir reikšmingomis eksporto rinkomis besivystančiose šalyse. Mūsų dėmesį taip pat traukia besivystančios rinkos. Mes netikime, kad neseniai įvykęs EUR 10% stiprėjimas gali kelti pavojų mi-
nėtų eksporto kompanijų rezultatams.

Rugpjūtį mes nedarysime jokių pakeitimų alternatyviose investicijose. Mūsų paskirstyme išlieka neutralus svoris. Žaliavose esama situacija nesikeitė. Kini-ja išlieka reikšmingu žaidėju ir pasižymi labai tvirtais žemės ūkio žaliavų importo rodikliais. Liepos mėnesį sausras Rusijoje sukeltos kviečių kainos dar kartą įrodė žemės ūkio žaliavų tiekimo pažeidžiamumą.

Rinkos graža 30.7.2010

Fiksuotas pajamingumas	1 mėn. graža	2010 graža	1 metų graža
JPM Money Mkt	0,07%	0,58%	1,14%
JPM EMU Govt	1,18%	8,48%	5,20%
Barclays Infl. Linked	1,28%	2,80%	8,20%
JPM Credit Index	0,88%	4,57%	8,48%
JPM High Yield	3,49%	9,25%	28,08%
JPM GBI EM Divers. (LC)	-1,12%	20,85%	26,22%
JPM EMBI+ (HC)	4,54%	9,85%	19,82%

Akcijų rinkos	1 mėn. graža	2010 graža	1 metų graža
OMXH Mid Cap	7,88%	9,58%	81,10%
Euro Stoxx 50	7,27%	-7,56%	8,29%
Stoxx 600	4,78%	0,87%	18,88%
S&P 500	5,80%	-2,20%	11,64%
Dow Jones	6,08%	-0,78%	14,88%
Nasdaq	5,80%	-1,80%	18,88%
Nikkei	-0,85%	-9,57%	-6,18%
Hang Seng	3,88%	-2,17%	3,98%
India	1,91%	3,02%	16,12%
Russia (RTS)	9,12%	3,70%	47,78%
Brazil	8,98%	-1,56%	28,98%
MSCI Europe	4,65%	0,58%	12,65%
MSCI World	8,27%	-2,95%	9,51%

Alternatyvios investicijos	1 mėn. graža	2010 graža
S&P Commodity TR	5,95%	-6,28%
Oil (spot)	8,11%	-5,05%
Gold (spot)	-5,01%	7,82%
HFRX Global HF	0,89%	-0,28%

Valiutų rinkos	28.5.10	30.4.10
EURUSD	1,805	1,22
EURJPY	112,84	107,98
USDJPY	86,47	88,80
EURGBP	0,88	0,81
EURSEK	9,41	9,51
EURNOK	7,98	7,94

Palūkanų normos		
FED	0,25	0,25
ECB	1,00	1,00
BoJ	0,10	0,10
BoE	0,50	0,50
Euribor 3m	0,80	0,78
Euribor 12m	1,42	1,81

Fiksuotas pajamingumas

Praeities įvykiai

Europos fiksuoto pajamingumo rinkose Pietų Europos vyriausybių refinansavimo operacijos buvo ganėtinai sėkmingos. Ispanijos 3,5 milijardų EUR aukcionas įvyko patenkinamai, o pajamingumas nusistovėjo ties 3,567%. Paklausa pasiūlą viršijo 1,7 karto ir tai yra teigiamas noro rizikuoti ženklas. ECB suteikti limitai ir vėl buvo ženkliai naudojami. Tačiau kelios dienos po aukciono, kai Ispanija pranešė apie 10 metų konsoliduotą paskolą, rizikos premijos pašoko (10 metų pakilo 12,5 bazinių punktų). Mėnesio bėgyje trumpalaikės palūkanų normos ženkliai kilo. ECB toliau tęsia pirkimus rinkose (4 milijardai EUR), bet šiek tiek mažesniais tempais. ECB paliko galioti 1% bazinę palūkanų normą. Liepą Moody's sumažino Portugalijos skolinimosi reitingą iki A1.

Liepos mėnesį paskelbti Europos bankų apkrovos testų rezultatai mėnesio gale sukėlė karštas diskusijas. Septyni iš 91 bankų neišlaikė testo, kitaip

tariant jų pirmos pakopos kapitalas sudarė mažiau nei 6%. Kaip ir tikėtasi 5 iš testo neišlaikiusių bankų buvo Ispanijos taupomieji bankai (cajas), vienas Vokietijos (Hypo Real Estate) ir vienas Graikijos (Atebank). Netikslūs vertinimo kriterijai ir tik investicinės banko prekybinės knygos vertės vertinimas, neįtraukiant banko balansinių ir nebalansinių pretenzijų pozicijų, sukėlė debatus.

Vokietijos trumpalaikių ir ilgalaikių skolos vertybinių popierių pajamingumas liepos mėnesį augo. Po sumažėjusio likvidumo ECB bankinėje sistemoje pinigų rinkos palūkanų normų išvestinių priemonių rinkose liepos mėnesį buvo jaučiamas kilimo spaudimas. Liepos mėnesį įmonių obligacijų rinkose buvo labai mažai naujų emisijų, bet vasarą tai yra labai tipiškas fenomenas. Mes busime labai aktyvus naujose emisijose ir tikime, kad rugpjūtį ir rugsėjį mes sulauksime aktyvumo šioje srityje.

Esama situacija

Nors ir Vokietijos obligacijų pajamingumas liepos mėnesį reikšmingai pakilo mes vis tiek esame tokioje situacijoje kai pajamingumo lygis neatitinka investuotojų poreikių. Esamas įkainojimas toliau rodo pasiruošimą disinflaciniai aplinkai ir nerimą, kad mes einame link scenarijaus kai defliacinė nuomonė nutemps gražos lygį žemyn. Nuo praeito mėnesio mes nepakeitėme savo nuomonės dėl ECB. Mes toliau manome, kad nei šiais nei kitais metais nesulauksime bazinių palūkanų normų kėlimo ir tą patį galima pasakyti apie JAV FED. Bendrai paėmus nuotaika finansų rinkose pasitaisė. Nerimas dėl vyriausybių įsiskolinimo dalinai sumažėjo, o bankų apkrovos testų rezultatai šio pokyčio nesušlėpino.

Liepos mėnesį investicinio reitingo ir aukšto pajamingumo obligacijų rezultatai išliko geri. Kaip ir birželio mėnesį prekyba šiose rinkose nebuvo aktyvi ir tai gali iš dalies paaiškinti gerus rinkos rezultatus. Per pastaruosius keletą mėnesių buvo pastebimi

reikšmingi pokyčiai infliacijos įkainojime. Infliacijos apskaitimo sandorių įkainojimas rodo mažą tikėtiną infliaciją euro zonoje ir JAV. Per pastaruosius du metus pokyčiai vyko nuo infliacijos baimės (pagrindinė priežastis buvo didžiuliai stimuliaciniai paketai ir staigus centrinių bankų balansų augimas) iki deflacinės aplinkos, o dabar infliacijos apskaitimo sandorių įkainojimas rodo infliacinę ateitį, keliais metais atsiliekančia nuo JAV ir Europos numatytos infliacijos.

Stiprių kompanijų skolos toliau traukia investuotojų dėmesį. Stipriais balansais pasižyminčių ir pinigų srautus generuojančių kompanijų paklausa išlieka tvirta ir tai yra suprantama, kadangi kai kuriais atvejais gerų įmonių obligacijų pajamingumas viršija dividendų pajamingumą. Kita vertus, kai kurių kompanijų prognozuojamas dividendų pajamingumas yra aiškiai didesnis.

Ateitis

Naujos emisijos mus toliau domine ir mes manome, kad rudenį padidės aktyvumas. Mes išliekame konstruktyviai pozityvūs dėl įmonių obligacijų rinkos ir išlaikome svorį neutraliame lygyje. Iš aukšto pajamingumo obligacijų mes teikiame pirmenybę miškininkystės įmonėms ir antro ketvirčio rezultatai patvirtino mūsų lūkesčius. Mes nupirkome daugiau miškininkystės įmonių USD ir GBP apskaitomose rinkose. Nuo birželio nebuvo jokių reikšmingų pokyčių ir dėl mažos grynųjų pinigų gražos investuotojai toliau ieško investicijų su rizikos premijomis.

Liepos mėnesį vyriausybinių obligacijų rinkose Vokietijos obligacijų pajamingumas šiek tiek pakilo, o mes aktyviai keičėm modifikuotą finansinę trukmę.

Fixed Income krepšelyje mes toliau išlaikome mažesnę modifikuotą finansinę trukmę ir aktyviai stebime situaciją, kad pasikeitus prognozėms būtume pasiruošę padidinti modifikuotą finansinę trukmę trumpuoju laikotarpiu. Gražos situacija besivystančių rinkų obligacijų rinkose išlieka teigiama. Investuotojų susidomėjimas šiomis rinkomis taip pat reikšmingai paaugo. Besivystančių rinkų fiksuoto pajamingumo investiciniai fondai sulaukė didžiausių kapitalo injekcijų per pastaruosius tris metus ir dėl šios priežasties šiuose fonduose grynųjų pinigų svoris aiškiai auga. Neskaitant investicijų į Lenkijos 5 metų obligacijas mes kol kas neinvestavome į kitus besivystančių rinkų skolos vertybinius popierius.

Nuo Ispanijos aukcionų iki apkrovos testų

Toliau jaučiamas nerimas dėl defliacijos

Palūkanų normos išlieka žemame lygyje

Akcijos

Praeities įvykiai

Liepos mėnesį akcijų rinkose buvo stebimi geri rezultatai dėl gerų antrojo ketvirčio įmonių rezultatų ir prieštaringų, bet baimę eliminuojančių, Europos bankų apkrovos testų rezultatų. Birželio mėnesį kritę ekonominio pasitikėjimo rodikliai toliau tęsė smukimą ir tik Europoje šie rodikliai buvo teigiami. JAV gamybininkų ISM indeksas krito iki 55,5, bet išsilaikė virš ilgalaikio vidurkio.

Nepaisant silpnų makroekonominių rodiklių bendras noras rizikuoti išaugo, o rizikos premijos sumažėjo. Tai patvirtina rinkos kintamumą nurodantis JAV VIX indeksas, kuris smuko 10% iki 23,5%. Europoje bendra grąža buvo 5,1% ir mėnesį užbaigė su 3,3% virš metų pradžioje buvusios vertės. JAV S&P 500 indekso grąža liepos mėnesį buvo 7,0%, o pasaulinio indeksas kilo net 8,2%

Akcijų rinkose sentimentai pasikeitė dviprasmiškoje situacijoje

kadangi besivystančių rinkų grąža buvo matuojama dviem skaičiais.

Geriausi rezultatai buvo finansiniame sektoriuje kuris gavo papildomą impulsą iš geresnių nei tikėtasi antrojo ketvirčio rezultatų, bankų apkrovos testų ir Bazelio komiteto pranešimo apie sušvelnintą kuriamą įstatymą dėl bankų kapitalo ir likvidumo reguliavimo. Bankų apkrovos testai buvo plačiai kritikuojami dėl neaiškumo ir problemų dėl skaidrumo. Tačiau buvo išvengta nekontroliuojamos panikos nes tik 7 iš 91 bankų neišlaikė testo. Taip pat dauguma kitų sektorių pasižymėjo neblogais rezultatais, tačiau sveikatos apsaugos sektoriaus, dėl menkai viršytų pajamų lūkesčių ir neaiškios ateities, grąža tesiekė 1,8%. Tačiau ateinančių ketvirčių paklausos neišdrįso komentuoti ir kitų sektorių kompanijos.

Esama situacija

Besitęsiantis antrojo ketvirčio įmonių pajamingumo rezultatų skelbimo sezonas teigiamai nustebino rinkas kaip ir pirmojo ketvirčio rezultatai. Iš iki šios dienos paskelbusių rezultatus įmonių 76% (S&P500) ir 54% (Stoxx600) (rugpjūčio 4 dienos duomenys). Pagrindiniai faktoriai įtakoję rinkų kilimą buvo geri įmonių rezultatai, įmonių ir vartotojų pasitikėjimo rodikliai bei bankų apkrovos testų rezultatai.

Paklausos atsigavime matomi reikšmingi geografiniai skirtumai. Pavyzdžiui mašinų pramonės augimas buvo įtakotas Azijos ir Lotynų Amerikos kai tuo tarpu užsakymai Europai buvo reti. Taip pat dėmesį traukia aukštos maržos ir automatiškai kyla

Rezultatai virš lūkesčių

klausimas – ar geras pelningumas yra ciklo pike suderėtų ir tik dabar įvykdytų užsakymų ar neseniai vykusių kaštų mažinimų įtaka.

Mes toliau didiname Europos akcijų svorį mūsų portfeliuose iki nuosaikaus perviršio ir mažiname JAV akcijų svorį iki nuosaikiai mažo. Mes taikomės į Europos kompanijas su gerais balansais ir reikšmingomis eksporto rinkomis besivystančiose šalyse. Rinkoms gavus patvirtinimą, kad reguliavimo griežtinimas nebus toks skaudus kaip tikėtasi mes padidinome finansų sektoriaus svorį. Mes išlaikome besivystančių rinkų svorį perviršio lygyje. Mes manome, kad besivystančių rinkų akcijų rinkos išlaiko vertę dėl vidinės paklausos.

Ateitis

Praėjus įmonių rezultatų skelbimo sezonui akcijų rinkų dėmesys nukryps į metų galo bei kitų metų prognozes. Nepaisant geresnių nei tikėtasi rezultatų analitikai iš esmės nepagerino šių metų prognozių. Po susitikimų su įmonių vadovais suvokiamomis tapo prastos trečio ketvirčio pramonės paklausos prognozės. Taip pat JAV 3 ketvirčio BVP prognozės buvo sumažintos. Įmonių mažmeninės prekybos prognozės 2011 metams išliko nepakitusios arba buvo sumažintos. Atsargumas atsispindi neaiškiam ekonomikos augimo stiprume, tai pastebima ir fiksuoto pajamin-

Kiti metai su klaustuko ženklų

gumo rinkose. Liepos mėnesį aiškiai sustiprėjęs EUR paveiks Europos eksporto kompanijų užsakymų knygas ilguoju laikotarpiu.

Įkainojimo lygiai šiek tiek pakilo tačiau išliko patraukliame lygyje. EuroStoxx 50 indekso P/E yra 9,6 ir P/B yra 1,3. S&P500 atitinkamai 12,1 ir 1,9. Rugpjūčio 4 dienos paskaičiavimais dividendų pajamingumas, lyginant su nerizikingom palūkanom, yra ganėtinai įdomus: EuroStoxx50 netgi 5,6%, o S&P500.

Alternatyvios investicijos

Nekilnojamas turtas

Mes išlaikome nekilnojamojo turto svorį neutraliame lygyje. Trumpalaikės EUR palūkanos liepos mėnesį kilo labiausiai nuo 2008 metų, bet išliko labai žemame lygyje taip palaikydamos skolinimasi ir pinigų plaukimą į busto rinką. JAV namų statytojų pasitikėjimo indeksas išlieka išskirtinai žemame lygyje, o 2010 metų vasarą naujos statybos paprasčiausiai sustojo.

Alternatyvios investicijos

Mes išlaikome privataus kapitalo investicijų svorį mažame lygyje. Dabar nėra geras laikas reikšmingai didinti privataus kapitalo svorį portfeluose. Konvertuojamųjų obligacijų svoris išlieka neutralus.

Kadangi mūsų nuomonė dėl rinkų yra teigiama mes išlaikome rizikos draudimo

fondų svorį nuosaikaus perviršio lygyje.

Kintamumas rinkose toliau smuko, bet mes tikime, kad kartis nuo karto susidursime su didėjančiu kintamumu. Rizikos draudimo fonduose akcijų svoris, lyginant su 2008-2009 metais, laikėsi labai atsargiame lygyje visą vasarą.

Žaliavos

Liepos mėnesį žaliavų svorio kėlimas iki perviršio pasiteisino. Mes išlaikome žaliavų rinkų svorį nežymiam perviršyje. Ypač pramoninių metalų ir energetinis sektorius ramiai sureagavo į akcijų rinkų įkainojimą bei bendrą norą rizikuoti esamoje makroekonominėje aplinkoje. Žemės ūkio žaliavų investicijų rezultatai buvo labai geri.

Dėl karščių Rusijoje ir neigiamų tiekimo prognozių kviečių kainos stipriai pašoko.

Skaičiuojama, kad sunaikinta 50-70% pasėlių. Skirtingose zonose matomi dideli skirtumai tarp sunaikintų pasėlių skaičiaus ir kviečių kainų. Kai kuriuose rajonuose kainos pakilo 30 – 40%, o kitur padvigubėjo ar netgi patrigubėjo. Pirmą kartą šiais metais kviečių ateities sandorių pirkti ir parduoti santykis persivėrė į pirkimo pusę. Paskutinį kartą tokia situacija buvo 2009 metų birželio mėnesį. Mes tikime, kad žemės ūkio žaliavos pasižymės gerais rezultatais visą vasarą. Priklausomai nuo derliaus Australijoje mūsų nuomonė gali keistis rugsėjo gale – spalio pradžioje. Šiuo metų atrodo, kad derlius bus geras. Liepą S&P žaliavų indekso grąža siekė 6.0%, bet nuo metų pradžios indeksas yra 6,3% žemiau nulio.

Rinkų prognozės (lyginant su praėjusiu mėn.)		Mėnesinės rekomendacijos 6/2008-8/2010*																											
		6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	
Fiksuotas pajamingumas: nuosaikiai mažas svoris	(=)	4	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	3	3	3	4	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
Europos pinigų rinkos: mažas svoris	(=)	5	5	5	5	5	5	5	5	4	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		
Europos vėriausibinės obligacijos: mažas svoris	(=)	2	2	3	4	4	3	3	1	1	2	2	1	2	2	3	2	2	2	2	1	1	2	2	2	1	1		
Investicinio reitingo obligacijos: neutralus svoris	(=)	4	3	3	3	3	3	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4	4	4	3	3	3		
Aukšto pajamingumo ir struktūriniai produktai: nuosaiki	(=)	4	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3	4	3	3	3	2	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	
Besivystančių rinkų obligacijos: nuosaikus perviršis	(=)	4	5	5	4	4	4	4	4	4	3	3	3	2	2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	
Infliacija: nuosaikiai mažas svoris	(=)	4	3	3	3	3	4	4	3	2	3	2	2	3	3	2	3	2	2	1	2	2	1	2	3	2	2		
Akcijos: nuosaikus perviršis	(=)	1	2	2	2	2	2	1	3	3	2	2	4	4	3	3	4	4	3	3	4	5	5	5	3	5	4	4	
JAV: nuosaikiai mažas svoris	(-)	3	3	2	2	2	2	2	3	3	3	4	3	3	3	4	4	3	3	4	4	4	4	4	5	4	3	2	
Europa: nuosaikus perviršis	(+)	1	1	2	1	1	1	1	2	2	2	2	3	3	3	2	2	3	3	2	2	2	2	2	1	2	3	4	
Japonija: nuosaikiai mažas svoris	(=)	2	2	2	2	2	2	1	2	2	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	2	2	2	2		
Besivystančių rinkų akcijos: perviršis	(=)	3	3	2	2	2	3	3	4	4	3	4	4	5	5	4	4	4	3	4	4	5	4	5	5	5	5	5	
Alternatyvios investicijos: neutralus svoris	(=)	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
Privatus kapitalas: mažas svoris	(=)	3	2	2	2	2	3	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
Nekilnojamas turtas: neutralus svoris	(=)	1	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	3	3	3	4	4	4	4	4	3	3	3	3	3	3	3	
Rizikos draudimo fondai: nuosaikus perviršis	(=)	5	5	5	5	5	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	3	4	3	4	4	4	4	5	5	4	4	4	
Konvertuojamosios obligacijos: neutralus svoris	(=)															4	4	4	3	2	2	2	3	3	3	3	2	3	3
Žaliavos: nuosaikus perviršis	(=)	3	3	3	1	1	3	4	4	4	4	4	4	3	2	3	3	4	3	3	4	3	3	4	3	4	4	4	4

* Paaiškinimai: 1 = mažas svoris, 2 = nuosaikiai mažas svoris, 3 = neutralus svoris, 4 = nuosaikus perviršis, 5 = perviršis