

Rinkų prognozė

2010 Rugsėjis

Potencialas paliko pasaulio akcijų rinkas

Dėl greičiau nei tikėtasi suprastėjusios JAV ekonominės statistikos pirmomis rugpjūčio dienomis rinkose noras rizikuoti greitai smuko. Po lūkesčius viršijusių antrojo ketvirčio įmonių rezultatų investuotojai suskubo apsidrausti nuo rinkos kritimo. Rinkos kintamumas ženkliai kilo visose turto klasėse bei dėl rekordiškai žemų palūkanų normų JAV ir Euro zonoje rinkos dalinai pergyveno krizę. Mes manome, kad esamame rinkos cikle prastėjantys JAV duomenys pasiekė dugną, tačiau ypatingas dėmesys turi būti skiriamas užimtumo ir būsto rinkos rodikliams. Besivystančiose šalyse ekonominis augimas šiuo metu yra ženkliai stipresnis nei G3 zonoje (JAV, ES ir Japonijoje) ir daugumoje besivystančių ekonomikų centriniai bankai griežtina monetarinę politiką bei kreditavimo kriterijus.

Mūsų paskirstyme aiškiai matomos geros besivystančių rinkų prognozės dėl aiškaus besivystančių rinkų akcijų perviršio ir mažo JAV akcijų svorio. Mes toliau didiname Europos akcijų svorį.

Rugpjūtį buvo pastebimas plataus masto sujudimas fiksuoto pajamingumo rinkose kai visi

obligacijų pirkėjai vienu metu subėgo į rinką. Rizikingos turto klasės vertėms tirpstant stambūs Europos investuotojai pradėjo didinti palūkanų normų rizikos kiekį. Rugpjūtį Vokietijos 10 metų obligacijos pasiekė žemiausią visų laikų pajamingumą (2,1%). JAV ilgesnio termino vyriausybinių obligacijų palūkanų normos bei apskaitimo sandoriai krito. Bėgimas į kokybę buvo jaučiamas ranka kai tuo tarpu Pietų Europos vyriausybinių obligacijų pajamingumo skirtumai didėjo.

Nepaisant dramatiško akcijų rinkų smukimo investicinio reitingo ir aukšto pajamingumo įmonių obligacijos atsilaikė stebėtinai gerai. Atrodo, kas investuotojai toliau pasitiki obligacijų įkainojimu (Euro zonos įkainojimas apie 4%).

Kadangi rugpjūtį infliacijos apskaitimo sandorių rinkos dramatiškai smuko mes šiek tiek padidinome infliacijos svorį iki neutralaus. Mes išlaikome tokį pat fiksuoto pajamingumo svorį. Nukritus palūkanų normų lygiams akcijų dividendų pajamingumas atrodo kaip niekad patraukliai. Po gero antro ketvirčio rezultatų skelbimų periodo silpni JAV rodikliai staigiai sumažino investuotojų optimizmą ir "dvigubo

kritimo" prognozuotojai vėl atsidūrė dėmesio centre.

Mūsų pagrindinėje prognozėje mini recesijos (du mėnesiai iš eilės neigiamo BVP augimo) tikimybė yra mažai tikėtina, bet ir ne nulinė. Mes tikimės, kad besivystančių šalių ekonomikų augimas viršys stringantį JAV BVP augimą (1,5% augimas 2010 metų 2 ketvirtį) ir generuos kilimo tendenciją besivystančių rinkų įmonių pajamingumo prognozėse.

Mes išlaikome akcijų svorio nežymaus perviršio lygio rekomendaciją ir toliau didiname Europos akcijų svorį iki gryno perviršio. Besivystančių rinkų akcijų svoris yra perviršio lygyje. Alternatyviose investicijose mes sumažiname konvertuojamųjų obligacijų svorį iki nežymiai mažo ir padidiname žaliavų svorį iki gryno perviršio. Vietoj tiesioginių akcijų mes ieškome akcijoms jautrių rizikų. Ypač energijos ir skysto kuro kainos rugpjūtį ženkliai smuko ir mes naudojames šia galimybe padidinti žaliavų svorį. Dėl karštų orų žemės ūkio žaliavos pasižymėjo dramatiškais kilimais (įskaitant grūdus), bet mes nematome struktūrinės priežasties toliau mažinti pozicijas šiame sektoriuje.

Rinkos graža 31.8.2010

Fiksuotas pajamingumas	1 mėn. graža	2010 graža	1 metų graža
JPM Money Mkt	0,12%	0,70%	1,12%
JPM EMU Govt	2,45%	5,97%	6,58%
Barclays Inf.Linked	2,88%	5,00%	6,88%
JPM Credit Index	2,18%	6,79%	9,85%
JPM High Yield	0,82%	10,15%	28,64%
JPM GBI EM Divers. (LC)	8,20%	24,21%	81,74%
JPM EMBI+ (HC)	2,48%	12,58%	19,92%

Akcijų rinkos	1 mėn. graža	2010 graža	1 metų graža
OMXH Mid Cap	-1,19%	8,27%	18,81%
Euro Stoxx 50	-4,85%	-11,57%	-5,49%
Stoxx 600	-1,58%	-0,78%	6,49%
S&P 500	-4,74%	-6,84%	2,81%
Dow Jones	-4,81%	-5,06%	5,46%
Nasdaq	-6,24%	-7,74%	5,22%
Nikkei	-7,48%	-16,88%	-15,90%
Hang Seng	-2,85%	-4,47%	4,12%
India	0,58%	8,82%	14,71%
Russia (RTS)	-8,95%	-0,40%	88,28%
Brazil	-8,51%	-5,02%	15,82%
MSCI Europe	-1,48%	-0,98%	6,19%
MSCI World	-4,28%	-7,11%	1,26%
MSCI Emerging Markets	-1,94%	0,58%	18,02%
MSCI Latin America	-2,47%	-8,49%	20,51%
MSCI Eastern Europe	-8,88%	-5,48%	18,70%

Alternatyvios investicijos	1 mėn. graža	2010 graža	1 metų graža
S&P Commodity TR	-5,52%	-11,46%	-8,77%
Oil (spot)	-9,41%	-18,92%	-5,42%
Gold (spot)	5,61%	18,85%	29,86%
HFRX Global HF	0,18%	0,02%	4,18%

Valiutų rinkos	31.8.10	30.7.10
EURUSD	1,268	1,305
EURJPY	108,760	112,840
USDJPY	84,200	88,470
EURGBP	0,828	0,882
EURSEK	9,888	9,411
EURNOK	7,991	7,982

Palūkanų normos	31.8.10	30.7.10
FED	0,25	0,25
ECB	1,00	1,00
BoJ	0,10	0,10
BoE	0,50	0,50
Euribor 3m	0,89	0,90
Euribor 12m	1,41	1,42
Germany10y	2,12	2,67
iTraxx Europe 5 v (IG)	117,68	105,15
iTraxx Crossover 5 v (HY)	580,58	480,64

Fiksuotas pajamingumas

Praeities įvykiai

Rugpjūtį pažymėjo su panika susijęs ilgalaikių palūkanų normų smukimas. Palūkanų normų rizikų neatitikimas balansuose privertė pensijų fondų ir gyvybės draudimų investuotojus pasivyti palūkanų normų rizikos kiekį savo portfeluose. Euro zonoje ilgesnio termino apsaikavimo sandorių kursų ir gero kredito reitingo vyriausybinių obligacijų pokyčiai buvo ypač dramatiški. Lehman laikų palūkanų normų lygiai buvo greitai apversti ir Vokietijos 10 metų obligacijų pajamingumas nukrito iki 2,1%. Tuo tarpu Pietų Europos šalių ir Airijos pajamingumai augo. Ilgesnio laikotarpio apsaikavimo sandorių kursai yra įstrigę žemiau ilgesnio laikotarpio vyriausybinių obligacijų pajamingumo lygių taip apibrėždami likvidumo situaciją.

Palūkanų normų lygiai reikordinėse žemumose

Įmonių obligacijų kredito rizikos premijų judėjimas išsilaikė ganėtinai stabilus. Aukšto pajamingumo premijos neįymiai padidėjo, bet judėjimai vis tiek buvo stebinančiai nuosaikūs. Tai iš dalies apibrėžia investuotojų tikėjimą esamų kredito rizikos palūkanų išlaikymu ir dabartine įmonių obligacijų statiška role investuotojų portfeluose. Kompanijos pasižymintios vidutiniškai gerais balansais dabar mėgaujasi investuotojų dėmesiu vyriausybės sąskaita.

Rugpjūtį besivystančių šalių obligacijų judėjimai išliko reliatyviai ramūs. Šių šalių skolinimosi reitingai istoriškai išsilaikė augimo tendencijoje tuo pat metu kai jų reliatyvi padėtis lyginant su G3 zona gerėjo.

Esama situacija

Susirūpinimas dėl JAV ekonomikos augimo pastovumo po nutrūkusios vyriausybės pagalbos įvairiose srityse privertė investuotojus nerimauti dėl naujos mini recesijos JAV. Centrinis bankas pranešė, kad be atidėliojimo investuos lėšas, gautas iš prieš tai nupirktų ir pasibaigusio termino su būsto rinka susietų obligacijų, supirkinėjant JAV vyriausybines obligacijas. Šiomis operacijomis FED siekia pranešti, kad iš savo pusės palaiko ekonomiką nestandartinėmis priemonėmis. Bazinė palūkanų norma šiuo metu yra 0% ir 0,25% diapazone. Rugšėji JAV federalinės valstijos praneš ar vyriausybė suteiks mokesčių lengvatas mažoms įmonėms. Šis žingsnis įmonėms

Fed pradėjo išpirkinėti vyriausybines obligacijas

suteiktų 30 – 40 milijardų dolerių mokesčių lengvatos galimybę. Stimuliacinio sugražinimas aiškiai sustiprintų rizikingas turto klases. Dramatiškas palūkanų normų smukimas joku būdu nepašalina fakto, kad rinkos kovoja su ganėtinai pesimistiškais nuomonėmis dėl augimo – infliacinės aplinkos ilguoju laikotarpiu. Ateities infliacija, įkainota apsaikavimo sandorių rinkų, krito iki 1,4% už 5 metų ir mes dabar nežymiai padidinome infliacijos svorį savo fiksuoto pajamingumo paskirstyme.

Po lėtos vasaros įmonių obligacijų rinkose iš lėto pradėjo didėti naujų emisijų skaičius. Mes dalyvavome keliose naujose Skandinavijos emisijose.

Ateitis

Po nepaprastai dramatiško ilgo laikotarpio palūkanų normų smukimo rinkose tikrai yra vietos palūkanų normų lygio peržiūrėjimui. Mes tam pasiruošėme reikšmingai sutrumpindami palūkanų normos rizikos kiekį savo portfeluose. Atrodo, kad investuotojai bijo palūkanų normų lygio kritimo, tad nauja smukimo tendencija negali būti atmesta.

Trumpesnio laikotarpio įmonių obligacijų pajamingumo lygis nukrito labai žemai ir absoliučios gražos lygis taip pat nėra patrauklus. Todėl aktyvus palūkanų normos rizikos valdymas atsižvelgiant į rinkos sąlygas atlieka pagrindinį vaidmenį mūsų fiksuoto pajamingumo portfeluose, ypač kai yra perkamos ilgesnio termino įmonių obligacijos. Mūsų

Ilguoju laikotarpiu galimi nežymūs palūkanų normų lygio persvarstymai

fiksuoto pajamingumo paskirstyme mes laikomės neutralios pozicijos dėl įmonių obligacijų.

Besivystančių rinkų vyriausybinių obligacijų situacija išlieka teigiama. Didžioji dalis centrinių bankų griežtina monetarine politika ko pasekoje stiprėja vietinės valiutos. Dėl mažų pajamingumo lygių G3 zonoje investuotojai perkėlinėja kapitalą į besivystančių rinkų obligacijas. Japonijoje tai galima pamatyti atlikus investicijų srauto analizę ir netgi Kinijos centrinis bankas pardavė JAV obligacijas tam, kad išsigytu Azijos obligacijų. Bendrai kapitalo srautas į besivystančių rinkų skolos vertybinius popierius pakils nuo praeitų metų 45 milijardų dolerių iki beveik 80 milijardų dolerių..

Akcijos

Praeities įvykiai

Dėl aiškiai mažesnių nei tikėtasi užimtumo ir būsto rinkos rodiklių įvykęs greitas JAV BVP perskaičiavimas apvertė rinkas. Rinkos vis tiek tikisi, kad antroje metų pusėje JAV BVP augs 2,5% greičiu, tačiau mes manome jog tai yra ganėtinai optimistiškai didelis augimas. Todėl rinkos rudenį turės perskaičiuoti prognozes ir tai galima lengvai pamatyti įmonių pajamingumo augimo prognozėse. Tačiau rinkos prognozės ir investuotojų veiksmai nurodo teigiamą požiūrį į besivystančias rinkas. Pavyzdžiui MSCI EM indekso P/E yra 14,1 ir P/B 1,9, o MSCI World indekso atitinkamai 14,9 ir 1,7.

Akcijų rinkos panikuoja dėl rimtos priežasties

Besivystančių rinkų augimo lūkesčiai jau yra reikšmingai įskaičiuoti į dabartines akcijų kainas. Reliaty-

viai išanalizavus dauguma besivystančių rinkų indeksų pasiekė ciklo pikus, pvz. mūsų viena iš mėgiamiausių besivystančių rinkų Indonezija. Taip pat kapitalo srautų į besivystančias rinkas analizė rodo investuotojų pasitikėjimą. Nuo metų pradžios įplaukiančios lėšos sudarė 35 milijardus dolerių kai tuo pat metu kapitalas buvo atitraukiamas iš JAV, Europos ir Japonijos. Tai buvo pakankama, kad besivystančių rinkų akcijų rinkos dalis pasaulinėje rinkoje pakiltų iki 25% nuo praeitais metais buvusių 22%. Remiantis BoA/Merill Lynch investicijų valdytojų apklausa 38% iš jų šiuo metu savo portfeliuose laiko besivystančias rinkas perviršio lygyje (34% liepą). Akcijų rinkos yra ganėtinai skirtingose situacijose kadangi dėmesys yra išplitęs toliau už Europą ir JAV.

Esama situacija

Įmonių įsigijimo ir susijungimų aktyvumas aiškiai auga tarptautiniu mastu. Susijungimų ir įsigijimų apimtys jau pakilo iki 200 milijardų dolerių per mėnesį (ciklo dugne 2009 metų žiemą buvo mažiau nei 100 milijardų). Nors šiame cikle iškyla problemų dėl makroekonominių rodiklių įmonių įsigijimo rinkos aktyvėjimas yra akcijų rinkų kilimo signalas. Žvelgiant į akcijų rinkų pokyčius po vasaros yra aišku, kad rinkos yra ypatingoje "atsijungimo" situacijoje. Besivystančių rinkų akcijų rinkų rezultatai reikšmingai viršijo išsivysčiusių rinkų rezultatus. Netgi sektorių rezultatai tai patvirtina – Europos telesektoriaus, turintis reikšmingą svorį besivystančiose rinkose, rezultatai buvo geresni nei bendro indekso. Telesektoriaus gynybiškumas dalinai įtakoją rugpjūčio mė-

Susijungimų ir įsigijimų aktyvumas kyla

nesio rinkų smukimą. Dabartinės Švedijos inžinerijos įmonių, kurių pagrindinės rinkos yra besivystančiose šalyse, užsakymų knygos rodo besivystančių šalių augimo pagreitį.

Kapitalo kiekis palikęs JAV rinkas privertė investuotojus pakoreguoti ES svorį paskirstymuose. Komunalinių paslaugų sektoriaus rezultatai JAV buvo geresni nei bendro indekso, o Europoje prastesni. Galima sakyti, kad vidutiniškai investuotojai neigiamai žvelgia į JAV akcijų rinką. Įmonių pajamų prognozės nebuvo pakeistos nei į vieną pusę. Trečiojo ketvirčio rezultatų laukiama ganėtinai ilgai ir iki pajamingumo prognozių perskaičiavimo sezono makroekonominiai rodikliai bus pagrindiniai faktoriais įtakojantys rinkų rezultatus.

Ateitis

Šiuo metu mes atidžiai sekame informaciją kuria remiantis investuotojai priima sprendimus dėl besivystančių-išsivysčiusių rinkų paskirstymo. Yra aišku, kad besivystančių rinkų augimo istorija nebėra juokingai menkai įkainota, bet besivystančių rinkų biržų pirkimas toliau tvirtai tęsiasi. Todėl mes toliau laikomės besivystančių rinkų svorio perviršio lygyje rekomendacijos. Šiuo metu mes teikiame pirmenybę Europai (šiuo metu Europos svoris perviršio lygyje), bet esame pasiruošę reikalui esant greitai keisti paskirstymą. Naujausi užimtumo duomenys JAV parėmė galimo paskirstymo keitimo reikalingumą.

Pastebimi skirtingi ekonomikų augimai

Lyginti akcijų rinkas su kitomis turto klasėmis yra visada sudėtinga, bet šioje situacijoje nekreipti dėmesio į dividendų pajamingumą yra neįmanoma. Analizuojant absoliučią grąžą EuroSTOXX dividendų pajamingumas siekia 4,76% sekantiems 12 mėnesių, o tai yra labai gera grąža lyginant su įmonių obligacijų pajamingumu. JAV 30% įmonių dividendų pajamingumas viršija jų obligacijų pajamingumą. Todėl nepaisant išpardavimo spaudimo mes išlaikome akcijų svorį neįžymaus perviršio lygyje.



Alternatyvios investicijos

Nekilnojamasis turtas

Mes nekeičiame nekilnojamojo turto svorio portfelyje. Svoris išlieka neutraliame lygyje, Žemos palūkanų normos palaiko Europos būsto rinką, o komercinio nekilnojamojo turto rinkoje jaučiamas pajamingumo poreikis. Gražos ieškoma nekilnojamojo turto investicijose nes tradiciškai saugesnės fiksuoto pajamingumo investicijos neatrodo patrauklios.

Alternatyvios Investicijos

Privataus kapitalo svoris išlieka mažame lygyje. Dar nėra laikas reikšmingai didinti privataus kapitalo svorį portfelyje.

Mes sumažiname konvertuojamųjų obligacijų svorį nuo neutralaus iki nuosaikiai mažo. Pasaulinis konvertuojamųjų obligacijų

kainų jautrumas reikšmingai smuko (dabar 28%) ir mes ieškome akcijų rinkos jautrumo investuodami į akcijas.

Mes laikomės rizikos draudimo fondų nuosaikaus perviršio rekomendacijos. Rizikos draudimo fondų valdytojai toliau laikosi atsargios pozicijos. Atrodo, kad laikomasi atsargios makropozicijų tendencijos. Mes tikime, kad turi būti ieškoma rizikos draudimo fondų kurie esamoje rinkos situacijoje gali greitai keisti paskirstymą.

Žaliavos

Mes didiname žaliavų svorį iki gryno perviršio. Besivystančių šalių augimui įgavus pagreitį mes manome, kad neseniai įvykęs energijos ir kuro kainų kritimas suteikia puikią galimybę padidinti svorį. Ir atvirkščiai, karšti vasaros orai dramatiškai sukėlė žemės ūkio žaliavų kainas, tačiau mes nemanome, kad dabar yra laikas pardavinėti. Investuotojų veiksmai palaiko šį požiūrį nes pvz.: žaliavų biržose neto ilgiosios pozicijos (kainų kilimo atžvilgiu) toliau augo. Kitas reikšmingas įvykis žemės ūkio žaliavoms bus rugsėjo gale bus paskelbta Australijos derliaus statistika. Potvyniai Kinijoje ir Pakistane papildomai pakėlė kai kurių žaliavų (įskaitant ryžius) kainas.

Rinkų prognozės (lyginant su praėjusiu mėn.)		Mėnesinės rekomendacijos 6/2008-9/2010*																													
		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	9		
Fiksuotas pajamingumas: nuosaikiai mažas svoris	(=)	4	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	3	3	3	4	3	3	3	3	3	3	3	3	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	1	1	1	
Europos vyriausybės 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	1	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	3	3		
Aukšto pajamingumo ir struktūriniai produktai: nuosaikus perviršis	(=)	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	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	4	4	
Infliacija: neutralus svoris	(+)	4	3	3	3	3	4	4	3	2	3	2	2	3	3	2	2	2	2	1	2	2	1	2	3	2	2	2	2	3	
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	4	4	
JAV: 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	4	4	5	4	3	2	1
Europa: perviršis	(+)	1	1	2	1	1	1	1	2	2	2	2	3	3	3	2	2	3	3	2	2	2	2	2	2	1	2	3	4	5	
Japonija: nuosaikiai mažas svoris	(=)	2	2	2	2	2	1	2	2	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	2	2	2	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	5	5	
Alternatyvios investicijos: neutralus svoris	(=)	3	3	2	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	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	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	4	4	4	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	4	4	
Konvertuojamosios obligacijos: nuosaikiai mažas svoris	(-)													4	4	4	3	2	2	2	3	3	3	3	2	3	3	3	2	2	
Žaliavos: 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	3	4	4	4	4	5

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