

Rinkų apžvalga

2011 vasaris

Žaliavų rinkose dramatiškas kainų kilimas

Sausio mėnesį pagrindiniai rodikliai, įtakojantys finansų rinkas buvo stipri sektorių rotacija ir pelnų fiksavimas. Praeitais metais blogais rezultatais pasižymėjusios akcijos šiais metais pakėlė tiek Europos, tiek JAV rinkas, o investuotojai metų pradžioje pakeitė savo portfelius taip greit, kad panaši neigiama koreliacija tarp pagrindinių sektorių nebuvo matyta pastarąjį dešimtmetį.

Mes buvome atsargūs dėl akcijų rizikos ir vasario pradžioje išlaikėme akcijų svorį neutraliame lygyje. Nors nuo metų pradžios reikšmingas Pietų Europos bankų akcijų kainų kilimas pakėlė visą EuroStoxx 50 indeksą, bet platesnis Stoxx 600 indeksas atsiliko nuo JAV S&P 500 indekso. Dėl griežtėjančios besivystančių rinkų centrinių bankų politikos ir investicinio kapitalo srauto, perėjimas į vakarų šalių biržas privertė daugumą praeitais metais geriausia grąža pasižymėjusias rinkas šiais metais kristi (pvz.: Indija, Indonezija, Tailandas). Mes išlaikome fiksuoto pajamingumo instrumentų svorį mažame svoryje, o alternatyviųjų investicijų nuosaiką perviršio lygyje.

Europos fiksuoto pajamingumo rinkose Vokietijos vyriausybinių obligacijų ir apsigėrimo sandorių pajamingumas toliau

nežymiai kilo. ECB pranešus apie aiškų pasirengimą kovoti su infliacija labiau kilo trumpalaikis pajamingumas taip pagreitindamas pajamingumo kreivės išsilyginimą. Šiuo metu rinkos įkainoja pirmojo palūkanų normų kėlimo galimybę rugpjūčio – rugsėjo mėnesiams. Remiantis esama informacija, mes manome, kad tokios prognozės paremtos spėliojimais.

Europos periferinių valstybių pajamingumo skirtumo, lyginant su Vokietija mažėjimas privertė ECB nuosaikiai mažinti vyriausybinių obligacijų supirkinėjimo programą. Pirmojo Europos stabilizacijos fondo obligacijų aukciono paklausa buvo labai tvirta, ypač iš Azijos. Taip pat Pietų Europos bankų akcijų kainų atsigavimas dalinai palaikė vyriausybinių obligacijų rinką. Graikijos obligacijų restruktūrizavimas ar kapitalo apkarpymas reikštų labai sunkius laikus Vokietijos ir Graikijos bankams.

Vasario pradžioje mes išlaikėme akcijų svorį neutraliame lygyje. Mes fiksuojame pelnus besivystančiose rinkose ir perkeliame kapitalą į Europą bei JAV, tačiau JAV akcijų svorį, lyginant su Europa, išlaikome perviršio lygyje. Rusijos rinkas palaikė naftos ir kitų žaliavų kainų kilimas, bet daugumos besivystančių rinkų rezultatas

nuo metų pradžios buvo prastas. Besivystančiose rinkose mes išlaikome Rusijos svorį didžiausiame lygyje. Nors nuo metų pradžios Šiaurės Europos akcijų rinkos kritė, Suomijos rezultatas išliko teigiamas. Šiuo metu tęsiasi praeitų metų įmonių rezultatų skelbimo sezonas ir daugumo įmonių pajamų augimų nepasiekė rinkos prognozių todėl pasitaikė reikšmingų akcijų kainų kritimų. Šiais metais galimas pelningumo mažėjimas dėl stipraus gamybos kainų augimo yra labai reikšmingas akcijų rinkų sentimentų faktorius ir mes atidžiai sekame prognozes.

Maisto kainų kilimas buvo paskutinis lašas MENA zonoje (Vidurio Rytai ir Šiaurės Afrika) paskatinęs protestuotojus užimti Egipto gatves ir nuversti valdančius režimus. Metų pradžioje galimas politinės rizikos augimas toliau kels žaliavų kainas. Nauja fundamentali informacija apie žemės ūkio žaliavas bus gauta tik kartu su sekančia derliaus statistika, todėl nestabili atmosfera išsilaikys derivatyvų rinkose. Mes mažiname žaliavų svorį alternatyviųjų investicijų paskirstyme, ypač žemės ūkio žaliavų. Kita vertus, mes išlaikome alternatyviųjų investicijų nuosaiką perviršio rekomendaciją.

Rinkos grąža 31.1.2011

Fiksuotas pajamingumas	1 mėn. grąža	2011 grąža	1 metų grąža
JPM Money Mkt	0,10%	0,10%	1,12%
JPM EMU Govt	-0,88%	-0,88%	0,81%
Barclays Inf.Linked	0,88%	0,88%	2,29%
JPM Credit Index	-0,80%	-0,80%	2,51%
JPM High Yield	2,84%	2,84%	14,75%
JPM GBI EM Divers. (LC)	-4,15%	-4,15%	15,17%
JPM EMBI- (HC)	-0,49%	-0,49%	11,82%

Akcijų rinkos	1 mėn. grąža	2011 grąža	1 metų grąža
OMXH Mid Cap	1,85%	1,85%	20,80%
Euro Stoxx 50	5,22%	5,22%	8,87%
Stoxx 600	1,09%	1,09%	18,40%
S&P 500	2,25%	2,25%	19,76%
Dow Jones	2,79%	2,79%	18,12%
Nasdaq	1,89%	1,89%	25,74%
Nikkei	0,09%	0,09%	0,89%
Hang Seng	1,95%	1,95%	16,58%
India	-10,11%	-10,11%	12,04%
Russia (RTS)	5,85%	5,85%	28,90%
Brazil	-8,94%	-8,94%	1,79%
MSCI Europe	1,16%	1,16%	18,09%
MSCI World	1,89%	1,89%	18,18%

Alternatyvios investicijos	1 mėn. grąža	2011 grąža	1 metų grąža
S&P Commodity TR	4,71%	4,71%	21,98%
Oil (spot)	1,85%	1,85%	17,81%
Gold (spot)	-5,23%	-5,23%	22,84%
HFRX Global HF	0,94%	0,94%	5,25%

Valiutų rinkos	31.1.2011	30.12.2010
EURUSD	1,869	1,829
EURJPY	112,84	108,880
USDJPY	82,04	81,580
EURGBP	0,88	0,861
EURSEK	8,88	8,970
EURNOK	7,91	7,822
Palūkanų normos		
Fed	0,25	0,25
ECB	1,00	1,00
BoJ	0,10	0,10
BoE	0,50	0,50
Euribor 3m	1,07	1,01
Euribor 12m	1,84	1,51

Fiksuotas pajamingumas

Praeities įvykiai

Metų pradžioje problemos besivystančiuose rinkose turėjo įtakos ir vietinėmis valiutomis apskaitomoms vyriausybinių obligacijų rinkoms (JP Morgan LC indeksas -3,4%). Taip pat valiutų rinkose daugelis besivystančių rinkų valiutų akivaizdžiai susilpnėjo prieš EUR ir USD. Besivystančių rinkų centrinių bankų griežta monetarinė politika turinti nuraminti auganti infliacinį spaudimą pasirodė esanti problema besivystančiuose rinkose. Kinijos 5% ir Indonezijos 7% infliacija parodo, kad didelės besivystančių rinkų šalys kenčia nuo greito maisto kainų kilimo. Dabar yra aišku, kad besivystančių rinkų šalys vėluoja kelti palūkanų normas ir dabar, kaip nebuvo ilgą laiką, besivystančių rinkos pirmąją palūkanų normų kėlimo ciklą. Tai yra reliatyviai naujas reiškinys pasaulio mastu.

Sausio mėnesio pagrindinė tema rinkose - aukšto pajamingumo obligacijų geresni rezultatai

nei investicinio reitingo obligacijų. Ypač miškininkystės sektorius pasižymėjo gera grąža ir mūsų turimas didelis šio sektoriaus svoris davė naudos. Mes nežymiai pakėlėme ilgesnio termino investicinio reitingo obligacijų svorį ir esame pasiruošę fiksuoti reliatyvius pelnus aukšto pajamingumo rinkose.

Vokietijos vyriausybinių obligacijų ir apskaitomų sandorių palūkanos vėl pasižymėjo kilimo ženklais. Vokietijos profesinėms sąjungoms pranešus apie ketinimus pavasarį inicijuoti derybas dėl atlyginimų kėlimo ir pakilus žaliavų kainoms, ECB prabilo apie griežtas priemones tvarkantis su infliacija. Išvestinių priemonių rinkos įkainoja ECB pirmo palūkanų normų kėlimo galimybę rugpjūčio – rugsėjo mėnesiams.

Palūkanų normos vėl nežymiai kyla

Esama situacija

Kai investuotojų dėmesį patraukė naujos emisijos įmonių obligacijos- ši rinka vėl tapo labai patraukli. Antrinėje rinkoje pirmenybę prieš tu pačių emitentų aukšto pajamingumo obligacijas turėjo kintamųjų palūkanų ir pirmumo teisę bankroto atveju turinčios obligacijos. Dauguma naujų emisijų turėjo įsipareigojimų formas naudojamas ženklaus svorto metu ir emisijų paklausa daugiausiai viršijo pasiūlą. Supaprastintų įsipareigojimų fenomenas dažnai pastebimas kai mažo pajamingumo metu investuotojai ieško papildomo svorto savo portfeliams.

Periferinių Europos valstybių (PIIGS šalys) kredito rizikos premijos, lyginant su palūkanų

normų apskaitomų sandoriais ir Vokietijos vyriausybinių obligacijų pajamingumu, vasario mėnesį sumažėjo. Pavyzdžiui, vien per Vasarį, Ispanijos ir Vokietijos obligacijų pajamingumo skirtumas sumažėjo net 0,5%. Sprendžiant iš reikšmingo kredito rizikos premijų kritimo rinkose investuotojai po buvusio reikšmingai mažo svorio, didina PIIGS šalių obligacijų svorį iki neutralaus lygio. ECB ir ES komentarai atkreipia dėmesį į šį faktorių, tačiau dar nėra laikas sakyti, kad situacija pilnai susitvarkė. Šios PIIGS šalys dar ilgai įtakos Euro zonos BVP augimo rodikliui. Šių metų pradžioje prižiūrinčios institucijos vėl turi daugiau laiko pasiruošti Europos bankų kapitalo analizės testams.

Bankinio sektoriaus obligacijų vėl populiarios

Ateitis

Kaip mes ir manėme skirtumas tarp G3 ir besivystančių šalių infliacijos augimo didėjo nors ir neramumai Arabų šalyse buvo siurprizas. Maisto kainų įtaka MENA (Artimieji Rytai ir Šiaurės Afrika) vartotojo kainų krepšeliui turi reikšmingą 35% - 45% įtaką, todėl šįsyk dramatiškas maisto kainų kilimas sukėlė daug problemų. Vakarų šalys yra suinteresuotos išlaikyti stabilumą Artimuosiose Rytuose, bet kylančios geopolitinės rizikos dėl galimo politinių jėgų pasikeitimo negali būti atmestos. Bet kuriuo atveju rizikos premijos fiksuoto pajamingumo rinkose gali toliau kilti. Ypač besivystančių rinkų obligacijų rinka buvo jautri pokyčiams ir šiuo metu prieš EUR susilpnėjusios besivystančių rinkų valiutos suteikia puikias taktinio apsipirkimo galimybes šioje turto klasėje.

Dėl reikšmingai geresnio aukšto pajamingumo obligacijų rezultato, lyginant su geresniu kredito reitingu turinčiomis obligacijomis, mes padidinome pastarųjų svorį pirmųjų sąskaita. Mes manome, kad esant tokioms kredito rizikos premijoms ir tik 2% nemokumo atvejų koeficientu aukšto pajamingumo rinkos vis dar turi potencialo.

JAV dėl dramatiškai kilusių savivaldybių obligacijų pajamingumo skirtumų kilo vietinė "skolų krizė". Investuotojai atsitemė kapitalą iš savivaldybių obligacijų ir taip sukėlė rinkoje nemažai problemų. Moody's perspėjo, kad jei JAV vyriausybė nesumažins biudžeto deficito, tai šis agentūra gali JAV suteikti neigiamos perspektyvos reitingą.

Infliacinės aplinkos skirtumai tarp besivystančių ir išsivysčiusių šalių toliau didėja

Akcijos

Praeities įvykiai

Labai reikšminga sektorių rotacija

Pirmasis metų mėnesis pasižymėjo reikšminga sektorių kaita. Praeitais metais gerais rezultatais pasižymėjusių sektorių šių metų rezultatai suprastėjo ir atvirkščiai – prastais rezultatais pasižymėjusių sektorių rezultatai pagerėjo. Koreliacija tarp pagrindinių JAV sektorių buvo nuosaikiausia per 30 metų ir tai parodo, kad rinkos aktyviai ieško gražos 2010 metais prastais rezultatais pasižymėjusiose kompanijų akcijose. Europoje Viduržemio jūros šalių bankai reikšmingai kilo, o Graikijos, Italijos ir Ispanijos akcijų biržų rezultatai buvo geriausi Euro zonoje, skaičiuojant nuo metų pradžios. Be kita ko, Euro zonos bankų rezultatai labiau viršėjo bendro indekso rezultataus nei JAV bankai.

Šiaurės Europos biržose miškininkystės kompanijų rezultatai buvo geresni nei pagrindinių

indeksų, o ciklinių akcijų rezultatai buvo aiškiai prastesni. Praeitais metais kilusios medienos kainos, susijungimų procesų pradžia (Myllykoski) ir informacija apie kylančias galutinės produkcijos kainas (pagrinde laikraščių) palaikė visą sektorių.

Padidėjus infliaciniam spaudimams, investuotojai greitai sumažino besivystančių rinkų svorį portfelioose, taip ženkliai padidindami indeksų kritimo spaudimą. Daugumos besivystančių rinkų šalių faktinės palūkanų normos (nominali palūkanų norma minus infliacija) buvo labai žema ir atrodo, kad centriniai bankai vidutiniškai vėluoja kelti palūkanų normas. Pergreitas palūkanų normų kėlimas yra mažai tikėtinas, nes besivystančių rinkų šalys kovoja dėl eksporto konkurencingumo ir todėl nori išlaikyti valiutas kiek įmanoma silpnesnes.

Esama situacija

JAV įmonių rezultatų skelbimas praėjo reliatyviai gerai, bet sulaukėme keleto nusivylimų Skandinavijos rinkose

Šiuo metu tęsiasi praeitų metų ketvirto ketvirčio įmonių rezultatų skelbimo sezonas. Iki dabar, 75% įmonių viršėjo rinkos lūkesčius. Pramonės įmonės JAV, su GE priešakyje, pasirodė gerai. Tačiau Skandinavijoje kai kurie rinkos lūkesčiai buvo tokie aukšti, kad netgi geri rezultatai buvo nepakankami rinkoms ir nors nuo gruodžio mėnesio piko tikslinių įmonių akcijų kainos krito 5%-10%, akcijų kainų reakcija buvo reikšmingai neigiama.

Nerimas dėl pelningumo maržų mažėjimo spaudimo yra jaučiamas Skandinavijoje ir Suomijoje. SKF, Electrolux ir pan. yra matomas stabilus gamybos kainų kilimas kaip ir kiti maržų spaudimai, susiję su rinkos lūkesčiais ir prognozėmis.

H&M akcijų kainos pokyčiai po rezultatų paskelbimo parodo, kad atsiranda daug spaudimo perkelti gamybos kainas į galutinių produktų kainas, nes ši kompanija to nesugebėjo padaryti. Mūsų nuomone, prognozės buvo pakeltos per daug ir dabar yra geras laikas perskaičiavimui. Mes toliau išliekame atsargūs Skandinavijos ir Suomijos rinkose ir ypač cikliškosiose akcijose.

Atrodo, kad kompanijos siekia išlaikyti didelius grynųjų pinigų rezervus. Neskaitant Telesonera, Metso ir YIT kompanijų, mes nesulaukėme teigiamų dividendų siurprizų. Atrodo, kad susijungimų ir įsigyjimų galimybės yra atidžiai stebimos, o tai palaiko rinkas.

Ateitis

Po rezultatų skelbimo dėmesys nukrypo į makro ekonominius rodiklius

Po rezultatų skelbimo, sezono akcijų rinkų dėmesys vėl nukryps į makro ekonominių rodiklių srautą. Atrodo, nusistovėjo JAV BVP augimas ir gerų naujienų sulaukėme iš Euro zonos. Europos bankinį sektorių palaikė palūkanų normų kilimas ir pajamingumo kreivės statusas. Tuo pat metu aprimo problemos Pietų Europoje ir tai paskatino investuotojus prisiimti riziką. Todėl yra mažai tikėtina, kad cikliškų akcijų rezultatai ilgai bus prastesni nei indeksų.

Remdamiesi dabartine informacija, mes išlaikome akcijų svorį neutraliame lygyje. Nagrinėdami bendrą norą prisiimti riziką, mes atidžiai žvelgiame į investicinio kapitalo srauto

analizę. Mūsų dėmesį atkreipė faktas, kad akcijų rinkų įkainotas kintamumas yra aiškiai žemesnis nei fiksuoto pajamingumo ir valiutų rinkų. Mes manome, kad kai kurie investuotojai įėjo į rinkas su per dideliu optimizmu ir, mūsų nuomone, kompanijos vėl nesuteiks daug vilčių 2011 metams (kaip ir praeitais metais), kadangi nuspėti ateitį vis dar yra labai sudėtinga ir kompanijos nenori sukelti per didelio optimizmo, kuris galėtų pasirodyti kaip perspėjimas dėl būsimo pelno. Mes pastebėjome, kad vėl atsirado perspėjimų dėl pelno, o tai nepasitaikė per pastaruosius 12 mėnesių.

Alternatyvios investicijos

Nekilnojamasis turtas

Mes nekeitėme nekilnojamojo turto svorio. Galimas palūkanų normų kėlimas ilgojoje perspektyvoje išlaiko G3 zonos nekilnojamojo turto rinkų kilimą kontroliuojamose ribose, bet ypač JAV kainos linksta į kilimo pusę. Vienos šeimos gyvenamųjų namų kainos pakilo nuo dugno ir šiuo metu yra tokia lygyje, kuris skiriasi nuo namų statytojų pasitikėjimo indeksu. Bet kuriuo atveju, JAV komercinio nekilnojamojo turto rinkos rodo gero atsigaivimo ženklus.

Alternatyvios investicijos

Mes išlaikome privataus kapitalo investicijų svorį neutraliame lygyje. Pirminių viešų siūlymų rinka yra aktyvi ir privataus kapitalo sandorių įvykdymas toliau kels susidomėjimą šia turto klase. Labai daug investuoto-

jų dėmesio sulaukia Azijos privataus kapitalo rinkos.

Mes išlaikome konvertuojamųjų obligacijų svorį neutraliame lygyje. Konvertuojamųjų obligacijų paskirstyme nebuvo padaryti jokie reikšmingi pakeitimai. Šiek tiek mažesnis jautrumas susietai rinkai, lyginant su akcijų rinkomis, suteikia apsaugą nuo bendrovių rizikos.

Mes toliau laikomės rizikos draudimo fondų perviršio rekomendacijos. Reikšmingas investicinio kapitalo srautas toliau plaukia į rizikos draudimo fondus. Praeitais metais rizikos draudimo fondų fondai pritraukė 4% viso naujo investicinio kapitalo. Mūsų pasirinktas fiksuoto pajamingumo rizikos draudimo fondas toliau rodo gerus rezultatus. Praeitais metais šio fondo graža siekė 12%.

Žaliavos

Žaliavų rinkose žemės ūkio žaliavos patyrė didelį kainų spaudimą ir galų gale sukėlė neramumus MENA (Artimieji Rytai ir Šiaurės Afrika) zonoje. Azijoje maisto kainų infliacijos augimas įgauna pagreitį ir centriniai bankai skuba griežtinti palūkanų normas. Indonezija šiek tiek netikėtai pakėlė bazinę palūkanų normą 0,25% iki 6,25%. Žemės ūkio žaliavų išvestinių priemonių rinkose spekuliacinės ilgos pozicijos yra aukščiausiam šio ciklo taške ir mes manome, kad esama įkainojimo situacija yra šiek tiek sudėtinga.

Šiuo metu Global Food krepšelyje javų ir kviečių pozicijos yra parduotos į skolą. Pramoninių metalų kainos, ypač vario, kiekvieną dieną viršija ciklo pikus. Mes mažiname žaliavų svorį nuo gryno perviršio iki nuosaikaus perviršio.

Rinkų prognozės (lyginant su praėjusiu mėn.)		Mėnesinės rekomendacijos 6/2008 - 2/2011*																																
		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	10	11	12	1	2
Fiksuotas pajamingumas: nuosalkiai mažas svoris	(=)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
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	1	1		
Europos vyriausybės obligacijos: nuosalkiai 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	1	2		
Investicinio reitingo obligacijos: neutralus svoris	(=)	4	3	3	3	3	3	4	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3		
Aukšto pajamingumo ir struktūriniai produktai: neutralus svoris	(-)	4	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3	4	3	3	3	2	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4		
Besivystančių rinkų obligacijos: nuosalkus perviršis	(=)	4	5	5	4	4	4	4	4	4	3	3	3	2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	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	3	2	2	1	2	2	1	2	3	2	2	3	3	3	3	3		
Akcijos: neutralus svoris	(=)	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	3	4	3		
JAV: nuosalkus perviršis	(=)	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	1	3	3	4	4	
Europa: neutralus svoris	(+)	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	5	3	3	2	3	
Japonija: 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	2	2	1	2	2	2	
Besivystančių rinkų akcijos: neutralus svoris	(-)	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	5	4	3	
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	3	4	4	
Privatus kapitalas: neutralus 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	2	2	3	3	3	
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	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
Rizikos draudimo fondai: nuosalkus 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	4	4	4	
Konvertuojamosios obligacijos: neutralus svoris	(=)																																	
Žaliavos: nuosalkus 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	4	5	5	5	4

* Paaiškinimai: 1 = mažas svoris, 2 = nuosalkiai mažas svoris, 3 = neutralus svoris, 4 = nuosalkus perviršis, 5 = perviršis