

Rinkų apžvalga

2011 kovas

Naftos kainos kyla ir ECB yra pasirengęs kelti bazinės palūkanų normas

Vasaris rikingoms turto klasėms buvo labai dviprasmiškas. Mėnesio pradžia praėjo lyg transo būsenoje, nes ekonominiai rodikliai ir pasibaigęs įmonių rezultatų skelbimo sezonas palaikė akcijų rinkas, tačiau blogėjanti situacija Artimuosiuose Rytuose ir Šiaurės Afrikoje (MENA zona) išpūtė naftos kainas, o vakarų šalių biržos pasiekė mėnesio žemumas. Neramumai Libijoje ir kitose Arabų šalyse bei baimė, kad nestabilumas išplis į Saudo Arabiją aiškiai sukėlė naftos ir kitų žaliavų kainas.

Mes laikėmės neutralaus akcijų svorio rekomendacijų ir kartais, savo portfelioose, svorį laikėme netgi žemesniame lygyje. Kovo mėnesį mes toliau laikysimės šios taktikos. Iš esmės makroekonominiai rodikliai G3 zonoje buvo geri, tačiau kitaip nei metų pradžioje, investuotojai nepuolė apsipirkinėti akcijų rinkose. Priešingai, po įmonių pajamų skelbimo sezono geopolitinė situacija sukėlė nerimą akcijų rinkose.

Mes taip pat išlaikome fiksuoto pajamingumo svorį nuosaikiai mažame lygyje, o alternatyviųjų investicijų svorį nuosaikais perviršio lygyje. ECB paskelbus, kad, priešingai nei rinka tikėjosi (įskaitant mus), pirmasis palūkanų normų kėlimas gali įvykti jau ateinančią mėnesį fiksuoto pajamingumo rinka patyrė šoką.

ECB žargone “ženklus budrumas” reiškia, jog bazinės palūkanos bus pakeltos sekančio susitikimo metu. Europos valstybių centriniai bankai išreiškė susirūpinimą dėl infliacijos, bet JAV centrinis bankas praneša apie ganėtinai laisvą monetarinę politiką. Pajamingumo skirtumai tarp Europos ir JAV pradėjo didėti taip sustiprindami EUR prieš USD. Ilgesnio termino vyriausybinių obligacijų ir apsigėtimo sandorių palūkanų kilimas tęsėsi vasario pradžioje. Šiuo metu 12 mėnesių Euribor yra šiek tiek žemesniame lygyje nei 2%. Derivatvų rinkose padidėjo tikimybė, kad bazinės palūkanų normos šiais metais bus keliamos ne vieną kartą. Portugalijos 5 ir 10 metų vyriausybinių obligacijų pajamingumas pakilo virš 7%, todėl šiai šaliai gali kilti problemų skolinantis finansų rinkose. Mes manome, kad ši pavasarį Portugalija sieks gauti gelbėjimo paketą iš Euro zonos stabilizacijos fondo.

Išpardavimo spaudimas besivystančių rinkų akcijų rinkose išliko stiprus. Naftos kainos kilimas palaikė Rusijos rinką, tačiau rezultatas nebuvo geras. Koreliacijai tarp naftos kainos ir akcijų biržų greitai tapus neigiamai - akcijos labai jautrios besivystančių rinkų augimui (įskaitant Švediją), aiškiai smuko.

Mes toliau laikomės neutralaus akcijų svorio rekomendacijos. Po gero įmonių rezul-

tatų skelbimo, sezono pokyčiai Skandinavijos įmonių pelno maržų prognozėse buvo prastoki, o pardavimų augimo prognozės išliko teigiamos. Skandinavijoje pastebimas gamintojo kainų augimas ir tikimės panašaus scenarijaus kaip JAV bei Europoje. Švedijoje sustiprėjusi valiuta pradėjo įtakoti maržas. Bet kuriuo atveju, akcijų rinkos, ypač lyginant su fiksuoto pajamingumo rinkomis, ilguoju laikotarpiu išlieka gan patrauklios.

Žaliavų rinkose pagrindinis dėmesys skiriamas naftos kainai. Brent ir WTI kokybės skirtumų įkainojimas USD neteko reikšmės kai situacijai Libijoje paastrėjus, Brent naftos pardavinėtojai į skolą, stipriai nudėgė. Trumpuoju laikotarpiu žaliavų rinkų dėmesys yra sukoncentruotas ties stabilumu Saudo Arabijoje. Rinkos nesitiki naftos kainos kritimo. Atvirkščiai, netgi jeigu OPEC būtų pasiruošusios kompensuoti sumažėjusį tiekimą iš Libijos, rinkos vis tiek įkainoja potencialų nestabilumą artimoje ateityje.

Mes išlaikome alternatyviųjų investicijų svorį nuosaikais perviršio lygyje, ypač energetines žaliavas. Pasikoregavus besivystančių rinkų augimui, pramoniniai (įskaitant varį) metalai ganėtinai greitai krito nuo buvusio piko. Vasarį taip pat ir keletą žemės ūkio žaliavų kainos patyrė kritimo spaudimą (įskaitant kukurūzus ir kviečius).

Rinkosgraža 28.2.2011

Fiksuotas pajamingumas	1 mėn. graža	2011 graža	1 metų graža
JPM Money Mkt	0,10%	0,20%	1,14%
JPM EMU Govt	-0,08%	-0,46%	-0,05%
Bareleys Infl. Linked	0,60%	0,96%	2,58%
JPM Credit Index	0,60%	0,00%	2,87%
JPM High Yield	1,50%	4,18%	16,80%
JPM GBI EM Divers. (LC)	0,74%	-8,44%	12,65%
JPM EMBI+ (HC)	0,17%	-0,82%	9,74%

Equity Markets	Return 1m	Return 2011	Return 1y
OMXH Mid Cap	1,12%	2,90%	28,64%
Euro Stoxx 50	2,01%	7,84%	10,48%
Stoxx 600	2,29%	8,41%	16,55%
S&P 500	3,20%	5,51%	20,17%
Dow Jones	2,81%	5,68%	18,41%
Nasdaq	3,04%	4,48%	24,81%
Nikkei	3,77%	8,86%	4,92%
Hang Seng	-0,47%	1,47%	18,24%
India	-2,75%	-12,58%	8,48%
Russia (RTS)	5,83%	11,28%	41,69%
Brazil	1,21%	-2,77%	1,82%
MSCI Europe	2,82%	8,51%	16,16%
MSCI World	3,11%	4,54%	19,21%
MSCI Emerging Markets	-0,98%	-8,15%	20,01%
MSCI Latin America	1,90%	-2,87%	14,94%
MSCI Eastern Europe	4,87%	9,49%	28,59%

Alternatyvios investicijos	1 mėn. graža	2011 graža	1 metų graža
S&P Commodity TR	3,75%	8,68%	19,89%
Oil (spot)	2,85%	6,18%	16,98%
Gold (spot)	5,65%	0,18%	25,18%
HFRX Global HF	0,77%	1,72%	5,79%

Foreign exchange	28.2.2011	31.1.2011
EURUSD	1,381	1,369
EURJPY	112,01	112,840
USDJPY	81,78	82,040
EURGBP	0,85	0,855
EURSEK	8,78	8,829
EURNOK	7,78	7,909

Palūkanų nomos	28.2.2011	31.1.2011
Fed	0,25	0,25
ECB	1,00	1,00
BoJ	0,10	0,10
BoE	0,50	0,50
Euribor 3m	1,09	1,07
Euribor 12m	1,77	1,64
Germany10y	3,17	3,16
iTraxx Europe 5y (IG)	97,58	98,18
iTraxx Crossover 5y (HY)	386,81	415,75

Fiksuotas pajamingumas

Praeities įvykiai

Priešingai mūsų lūkesčiams ECB pareiškė, kad kels bazines palūkanų normas aiškiai ankščiau nei rinkos tikėjosi. Metų pradžioje vykusio susitikimo metu paaiškėjo, kad infliacijos grėsmė spaudžia ECB griežtinti monetarinę politiką jau balandį. Trichet pranešė apie palūkanų normų kėlimą taip aiškiai kaip tik įmanoma. Palūkanų normų kėlimas sukels problemų Pietų Europos valstybių ekonomikų atsigavimui. Ispanijoje nedarbo lygis ir dabartinės ekonomikos augimo prognozės nereikalauja palūkanų normų kėlimo, tačiau Vokietijoje situacija yra priešinga. ECB naudoja palūkanų normų kėlimą kaip pagrindinį įrankį siekiant vidutinio termino kainų stabilumui, kuris šiai dienai nėra tenkinančiame lygyje.

ECB ruošiasi palūkanų normų kėlimui

Infliacija Europoje kyla, tačiau bazinė infliacija (infliacija be maisto ir energetikos kainų) išliko vangi. Centrinis bankas prognozuoja, kad infliacija nurims jau kitais metais. Anglijoje BoE susitikimo santraukose matosi, kad palūkanų normų kilimas jau artinasi. Didžiojoje Britanijoje infliacija siekia 4%. Tačiau Rytų Europoje situacija yra kitokia. Lenkijoje bazinės palūkanų normos buvo paliktos ties 3,75%, o centrinio banko tonas išlieka švelnus.

Vasarį aukšto pajamingumo obligacijų grąža ir toliau viršijo investicinio reitingo obligacijų grąžą. Mažas naujų emisijų skaičius ir žemas nemokumo atvejų koeficientas palaikė aukšto pajamingumo obligacijų rinkas.

Esama situacija

Po rezultatų skelbimo sezono rinkos susikoncentravo ties MENA zonos krize ir periferinių Euro zonos valstybių situacija. Situacija Portugalijoje dar labiau suprastėjo kai 5 ir 10 metų obligacijų pajamingumo skirtumas viršijo 7%. Mes nemanome, kad Portugalija sugebės išsigelbėti savarankiškai. Priešingai, mes manome, kad ši šalis sieks gelbėjimo paketo iš Euro zonos stabilizacijos fondo. Europoje kapitalo pakanka, tačiau situacija Ispanijoje ir Italijoje yra blogesnė. Europos lyderiai vėl susitinka kovo gale ir jei nebus priimti konkretūs gelbėjimo paketų didinimai ar aiškios paskolų garantijos, rinkos nusivils. Komisarai

Portugalijos laukia žaidimo pabaiga

Rehn'as patikino, kad pirmumo teisę turinčių bankų obligacijų savininkai neturėtų rūpintis, tačiau Airijos pirmumo teisę turinčių bankų obligacijų premijos išliko nerimą keliančiame lygyje. Taip pat nerimą kelia Ispanijos bankų galimybės finansuoti rinkose ir tai, kad bankai toliau naudojami ECB siūlomais fondais. Ispanija toliau ryžtingai karmo savo biudžetą ir gaivina bankinį sektorių. Jau ruošiami nauji bankų "streso testai" ir kai kurie viešumon išėję parametrai aiškiai rodo, kad kai kurie Ispanijos taupomieji bankai nepraeis šių testų.

Ateitis

Besivystančiose rinkose susidarė įdomi situacija: šalys pasižyminčios užsienio prekybos pertekliumi yra paprastai naftos ir žaliavų eksportuotojos, taigi stiprėjančios valiutos palaikė investuotojus investavusius vietinėmis valiutomis. Kita vertus, buvo pastebėta, kad investuotojai ištraukė kapitalą iš šalių grindžiančių ekonomiką importuotomis žaliavomis. Turkija ir Indija yra geras pastarojo reiškinio pavyzdys.

Besivystančiose rinkose lieka daug vietos infliacijai. Dėl to mes manome, kad dauguma besivystančių rinkų centrinių bankų šiek tiek atsilieka keldami bazines palūkanas normas ir todėl, pasaulio mastu, pastebimas senai matytas

Naftos kainų kilimas palaikė kai kurias besivystančias rinkas, o kitas pažeidė

fenomenas – JAV Fed nebepirmauja bazinių palūkanų normų kėlimo cikle. Atvirkščiai, mes manome, kad Fed kels bazines palūkanų normas tik 2012 metais, taip palikdamas vietos pajamingumų skirtumų augimui, netgi lyginant su išsivysčiusiomis rinkomis. Šiais metais USD, lyginant su pagrindinių prekybos partnerių valiutomis, susilpnėjo daugiau nei 3% taip, iš dalies, padėdamas ekonomikos atsigavimui. ECB griežtas požiūris paskatino 2 metų apsikeitimo sandorių palūkanas kilti nuo gegužę buvusio 0% iki dabartinio 1,25% taip palikdamas vietos EUR stiprėjimui prieš USD.

Akcijos

Praeities įvykiai

Paaštrėjus situacijai Libijoje ir naftos kainoms pakilus, aiškiai sumažėjo noras rizikuoti. Naftos pabrangimas dešimčia USD pirmais metais sumažins JAV BVP augimą -0,2% ir padidins pasaulinę infliaciją 0,2%. Sudėtinga infliacinė aplinka besivystančiuose rinkose trumpuoju laikotarpiu mažina investuotojų susidomėjimą, bet ilgo laikotarpio situacija yra kitokia. Ir vasarį besivystančių rinkų rezultatas buvo prastesnis nei išsivysčiusių rinkų.

Vasarį sektorių rotacija JAV toliau tęsėsi, o Europoje energetikos sektoriaus grąža buvo žy-

miai geresnė nei bendro indekso. Europoje mažų kompanijų rezultatas ir vėl buvo geresnis nei bendro indekso.

Vasarį, dėl išpardavimo spaudimo, kilo rinkų kintamumas, bet esami kintamumo lygiai (VIX 20 ir VDAX 18) vis tiek yra gan žemame lygyje. Verta pastebėti, kad kintamumas, lyginant su akcijų rinka, kitose rinkose kilo greičiau (fiksauto pajamingumo, valiutų ir žaliavų rinkos)

Esama situacija

Vienas pagrindinių investuotojų klausimų yra kiek įtakos pakilusios žaliavų kainos turės pelno maržoms. Mes atlikome pastarųjų trijų mėnesių Šiaurės Europos akcijų biržų analizę ir pastebėjome, kad šiuo metu pelno maržų augimo prognozės lėtėja, o pardavimų prognozės auga. Galutinės paklausos lygis ir atskirų įmonių pajėgumas keisti įkainojimą reiškia labai daug, bet matuojant indekso mastu efektas yra padauginamas. JAV mažos įmonės pranešė, kad nesugebėjo perkelti kylančių žaliavų kainų į galutinių produktų kainas.

Azijos besivystančių rinkų pokyčiai buvo labai jautrūs Kinijos monetarinei ir fiskalinei politikai. Kinijos pirkimo vadybininkų indeksas šiuo metu silpsta lyginant su geriausiu kilimu (52,2). Pinigų tiekimas į rinką buvo ženkliai suma-

žintas (ypač M3 lygmenyje), tačiau augimas išlieka apie 15%. Mes manome, kad prasti besivystančių rinkų rezultatai išsilaikys, bet žaliavų kainoms jautrios akcijų biržos, ypač Rusija, vis dar traukia dėmesį. Mes išlaikome akcijų svorį neutraliame lygyje, o JAV akcijų svorį nuosaikaus perviršio lygyje. Šiuo metu mūsų America Equity aktyvaus valdymo krepšelio P/E yra mažesnis nei 10.

Lyginant su bendru indeksu, Europos bankinio sektoriaus akcijos lėtai atsigavo, bet ECB sugriežtinus toną Pietų Europos bankų situacija suprastėjo. Dividendų pajamingumas akivaizdžiai kilo kai HSBC pranešė, kad dėl griežtėjančio reguliavimo penktadaliu sumažina ROE prognozę.

Ateitis

Po įmonių rezultatų skelbimo sezono rinkos susikoncentravo ties situacija Artimuosiuose Rytuose ir Šiaurės Afrikoje. Bendra makro ekonominė situacija yra teigiama, bet rinkos sulaukė keleto nerimą keliančių signalų. Kinijoje griežtinama monetarinė politika suveikė ir PMI indeksas sugrįžo į stabilaus augimo vėžes.

Kompanijos skelbdamos rezultatus pabrėžė kainų, ypač gamintojų kainų, kilimo spaudimą. Tačiau, ypač JAV, įdarbinimo kaštai išliko reliatyviai žemi ir po dramatiškų kaštų karpymo programų įmonių vadovai tikina, kad šiais metais pagerins maržas. Ypač vartojimo sektoriuje (įskaitant McDonald's) pakilusios žaliavų kainos

trukdė teigiamiems maržų pokyčiams ir, to pasekoje, šio sektoriaus rezultatai šiais metais buvo prastesni nei bendro indekso.

Nuo metų pradžios Skandinavijos kompanijos, jautrios besivystančių rinkų augimui, patyrė išpardavimo spaudimą. Tačiau kai kuriais atvejais 20% akcijų kainų kritimas patraukė teigiamą dėmesį. Nepaisant to, spaudimas maržoms išlieka ir mes netikime, kad artimiausiu metu tendencija pasikeis. Tikriausiai šį pavasarį mes sulauksime daugiau perspėjimų dėl pelno nei praeitą.

Naftos kainų kilimas palaikė kai kurias besivystančias rinkas, o kitas pažeidė

Kaip sekasi su pelno maržomis?

Rinkoms vadovauja geopolitika



Alternatyvios investicijos

Nekilnojamasis turtas

Nes nedarome reikšmingų pakeitimų nekilnojamojo turto paskirstyme. Mes išlaikėme nekilnojamojo turto neutralaus svorio lygyje. Ir Suomijoje nekilnojamojo turto aktyvumas pakilo nuo praeitų metų lygio. Žemos palūkanų normos palaikė kainų pokyčius Europoje, bet šiuo metu visas dėmesys krypta į tai, kaip mažmeninė paklausa sureaguos į ECB griežtėjantį toną.

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.

Šiaurės Europoje šį pavasarį tikimasi bent vieno reikšmingo pirminio viešo siūlymo.

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. Analizuojant metų pradžios pirkimo ir pardavimo į skolą rizikos draudimo fondų pokyčius,

reikėtų atkreipti dėmesį į šiek tiek sumažėjusią koreliaciją su akcijų rinka, o tai reiškia, kad susidūrėme su perpirkimo situacija.

Žaliosios

Žaliavų rinkose mes laikomės nuosaikaus perviršio rekomendacijos. Global Food krepšelyje mes sėkmingai uždarėme žemės ūkio žaliavų pardavimo į skolą pozicijas (pagrindė kviečių ir kukurūzų). Maisto kainų kilimas tapo viena pagrindinių temų pasaulio mastu. Vario kainos vasarį ženkliai pasikoregavo, bet Kinijoje, remiantis gamintojais, paklausa situacija išlieka teigiama (7% paklausa augimas šiais metais).

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: nuosakiai mažas svoris	(=)	4	4	4	4	8	4	4	4	4	4	4	8	8	8	4	8	8	8	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2		
Europos pinigų rinkos: mažas svoris	(=)	5	5	5	5	5	5	5	4	8	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			
Europos vyriausybės obligacijos: nuosakiai mažas svoris	(+)	2	2	8	4	4	8	8	1	1	2	2	1	2	2	8	2	2	2	2	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	1	2		
Investicinio reitingo obligacijos: neutralus svoris	(=)	4	8	8	8	8	8	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4	4	8	8	8	8	8	8	8	8		
Aukšto pajamingumo ir struktūriniai produktai: neutralus svoris	(-)	4	4	4	8	8	8	8	8	8	8	8	4	8	8	8	2	8	8	8	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	8		
Besivystančių rinkų obligacijos: nuosakius perviršis	(=)	4	5	5	4	4	4	4	4	8	8	8	2	2	2	2	8	8	8	8	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4		
Infliacija: neutralus svoris	(=)	4	8	8	8	8	4	4	8	2	8	2	2	8	8	2	8	2	2	1	2	2	1	2	8	2	2	8	8	8	8	8		
Akcijos: neutralus svoris	(=)	1	2	2	2	2	2	1	8	8	2	2	4	4	8	8	4	4	8	8	4	5	5	5	8	5	4	4	4	8	8	8		
JAV: nuosakius perviršis	(=)	8	8	2	2	2	2	2	8	8	8	4	8	8	8	4	4	8	8	4	4	4	4	4	5	4	8	2	1	8	8	4	4	
Europa: neutralus svoris	(+)	1	1	2	1	1	1	1	2	2	2	2	8	8	8	2	2	8	8	2	2	2	2	2	1	2	8	4	5	8	8	2	8	
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	1	2	2	2	2	2	2	1	2	2	
Besivystančių rinkų akcijos: neutralus svoris	(-)	8	8	2	2	2	8	8	4	4	8	4	4	5	5	4	4	4	8	4	4	5	4	5	5	5	5	5	5	5	5	4	8	
Alternatyvios investicijos: neutralus svoris	(=)	8	8	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	4	4	
Privatus kapitalas: neutralus svoris	(=)	8	2	2	2	2	8	8	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	8	8	
Nekilnojamas turtas: neutralus svoris	(=)	1	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	8	8	8	4	4	4	4	4	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	
Rizikos draudimo fondai: nuosakius perviršis	(=)	5	5	5	5	5	8	8	8	8	8	8	4	4	4	4	8	4	8	4	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
Konvertuojamosios obligacijos: neutralus svoris	(=)																																	
Žaliosios: nuosakius perviršis	(-)	8	8	8	1	1	8	4	4	4	4	4	4	8	2	8	8	4	8	8	4	8	8	4	8	8	4	4	4	4	5	5	5	4

* Paaiškinimai: 1 = mažas svoris, 2 = nuosakiai mažas svoris, 8 = neutralus svoris, 4 = nuosakius perviršis, 5 = perviršis