

Turuülevaade

Jaanuar 2011

Inflatsioon Aasias tõusuteel – keskpangad reageerivad olukorrale

Detsember algas riskantsete varaklasside jaoks väga positiivselt ning paljudel börsidel jõuti pika perioodi detsembrikuude tootlusrekorditeni.

Ettevõtete kasumikasvu prognooside ülespoole korrigeerimine ja suhteliselt positiivselt üllatanud majandustulemused kogu maailmast hoidsid pärast nörka novembrit riskantsete varaklasside börsihindade tendentsi positiivisena.

Suurendasime kohe detsembri alguses edukalt aktsiate osakaalu, seeläbi õnnestus meil osa saada detsembri börsirallist. Kuid nüüd soovime detsembris saavutatud tootlust kaitsta ning langetame taktikaliselt aktsiate osakaalu tagasi neutraalsele tasemele. Intressiinstrumentide osakaaludes me olulisi muudatusi ei tee. Säilitame oma kerge alakaalu soovitusel ja eelistame ettevõtete mitteinvesteeringusjärgu ja investeerimisjärgu võlakirju.

Tänu tugevatele majandusprognoosidele ja inflatsioonisurvele, eriti Aasias, on investoriid tooraineturgu osas endiselt positiivselt meelestatud. Tõstame alternatiivsete investeeringute osakaalu mõõduka ülekaalu tasemele, milles suurimad osakaalud on tooraineturgul. Euroopa intressiturgul võttis novembris alanud intressimäärade järsk tõus detsembris hoo maha ning kerkisid ainult pikimaajaliste riskivabade riiklike võlakirjade intressimäärad. Järelturgude likviidsus aasta

lõpus suurendas intressimäärade erinevust Vahemeremaade ja Saksamaa vahel. Kreeka 10-aastaste võlakirjadega kaubeldakse juba 12,5% juures. Üldiselt muutsid intressimäärade vahetustehingud ja Saksa valitsuse võlakirjade intressikõverad pisut järsemaks. Peame seda netopositiivseks teguriks Euroopa pangandussektori jaoks.

Pärast Iirimaa abipaketi käikulaskmist on ettevõtete võlakirjade turg olnud üpris rahulikus meeleolus ning aasta alguses on turgudel oodata uusi emissioone. Inflatsiooni kiirenemine eriti Aasia riikides ja arenevate turgudega riikides üldiselt on mänginud tähtsat rolli piirkonna keskpankade intressimäärade tõusu tundlikkuse suurenemises.

Hiinas on astunud konkreetseid samme likviidsuse piiramiseks, kuna inflatsiooni kasvutempo tõusis 5,1%-le. Samuti üritab Brasiilia inflatsiooni piirata. Teisest küljest G3 ala (USA, EL, JPN) keskpangad jätkavad oma ekspansiivset rahapoliitikat ja loovad seeläbi paremaid tingimusi majanduskasvuks. Selleski peituvad oma probleemid ning intressikõverad muutuvad nüüd järsemaks.

Detsembri alguses vastuvoolu liikumine kandis vilja ning saime kuu jooksul osa väga tugevast aktsiatururallist. Pärast turutõusu korrigeerisid ka hinnatasemed ülespoole ning näiteks paljude Soome ja Skandinaavia ettevõtete puhul on meie absoluuttootluse taustal raske põhjendada üleliia positiivset

väljavaadet ostusoovituse põhjal. Langetame 2011. aasta alguses aktsiate osakaalu taktikaliselt tagasi neutraalsele tasemele.

Aktsiate osas säilitame USA aktsiaturu mõõduka ülekaalu ja Euroopa aktsiate mõõduka alakaalu soovitusel. Selline suhteline positsioon toimus detsembris hästi ning eeldame selle jätkumist. Üle pika aja langetame arenevate turgude osakaalu puhta ülekaalu tasemelt mõõduka ülekaalu tasemele. Pärast head detsembrit ja tugevate konsensuslike kasumiootuste juures arenevate turgude aastal alguses näeme uuel aastal veidi ruumi positsioneerimiseks, samal ajal kui arenevate turgude keskpankade meetmed näivad töötavat. Hiinas langes tööstuse ostujuhtide indeks 53,0 tasemele (eelnevalt 55,2), see on esimene kukkumine viie kuu jooksul.

Alternatiivsete investeeringute osakaalu tõstame mõõduka ülekaalu tasemele. Loodame head tootlust toorainetest, tööstuslikest metallidest ja energiast, samuti põllumajanduslikust toorainest. Baltic Dry indeksi poolt maallitud pilt on praegu üpris nörk, seda ka Austraalia üleujutuste tõttu, kuid peamiselt toormenõudlus on aastavahetusel püsinud suhteliselt tugev. Nafta hind jätkab tõusuteel 92 dollariga barreli eest ja vask püstitab järjepanu tsikli hinnarekordeid. Meie *hedged fondide* osakaalude soovitusel püsivad mõõduka ülekaalu tasemel.

Turu tootlus 31.12.2010

Fixed Income	Return 1m	Return 2010	Return 1y
JPM Money Mkt	0,12 %	1,12 %	1,12 %
JPM EMU Govt	-0,49 %	1,16 %	1,16 %
Barcleys Infl.Linked	0,68 %	0,97 %	0,97 %
JPM Credit Index	-0,22 %	4,35 %	4,35 %
JPM High Yield	2,13 %	14,75 %	14,75 %
JPM GBI EM Divers. (LC)	0,58 %	24,59 %	24,59 %
JPM EMBI+ (HC)	-0,75 %	11,87 %	11,87 %

Equity Markets	Return 1m	Return 2010	Return 1y
OMXH Mid Cap	7,66 %	22,04 %	22,04 %
Euro Stoxx 50	5,89 %	-5,37 %	-5,37 %
Stoxx 600	5,80 %	9,42 %	9,42 %
S&P 500	6,55 %	11,67 %	11,67 %
Dow Jones	5,12 %	9,68 %	9,68 %
Nasdaq	6,59 %	16,22 %	16,22 %
Nikkei	2,94 %	-3,01 %	-3,01 %
Hang Seng	-0,04 %	6,99 %	6,99 %
India	4,45 %	17,56 %	17,56 %
Russia (RTS)	10,83 %	24,06 %	24,06 %
Brazil	2,36 %	1,04 %	1,04 %
MSCI Europe	5,60 %	8,86 %	8,86 %
MSCI World	6,41 %	10,15 %	10,15 %
MSCI Emerging Markets	6,62 %	19,37 %	19,37 %
MSCI Latin America	5,54 %	11,71 %	11,71 %
MSCI Eastern Europe	10,33 %	14,15 %	14,15 %

Alternative Investments	Return 1m	Return 2010	Return 1y
S&P Commodity TR	7,67 %	7,21 %	7,21 %
Oil (spot)	6,13 %	5,94 %	5,59 %
Gold (spot)	1,43 %	27,50 %	27,50 %
HFRI Global HF	1,92 %	4,42 %	4,42 %

Foreign exchange	30.12.2010	30.11.2010
EURUSD	1,329	1,298
EURJPY	108,33	108,650
USDJPY	81,53	83,690
EURGBP	0,86	0,834
EURSEK	8,97	9,125
EURNOK	7,82	8,061

Interest rate levels

Fed	0,25	0,25
ECB	1,00	1,00
BoJ	0,10	0,10
BoE	0,50	0,50
Euribor 3m	1,01	1,03
Euribor 12m	1,51	1,53
Germany10y	2,96	2,67
iTraxx Europe 5 v (IG)	105,25	117,33
iTraxx Crossover 5 v (HY)	437,48	522,48

Intressiinstrumendid

Minevik

Novembris aset leidnud intressimäärade tõus stabiliseerus detsembris lühikese ja keskmise tähtajaga võlakirjade osas ning ainult pikema tähtajaga riskivabade valitsuse võlakirjade intressitasemed tõusid. Siiski on pikaajalised intressitasemed suhteliselt madalad intressimääravahetustehingute ja Saksa võlakirjade puhul, seega eelistavad paljud investorid endiselt aktsiaturge. Intressimäärade tõus 2010. aasta lõpus sõi ära aasta alguse tootluse ja indeksipõhiselt oli 1,18%-ne tootlus (JPMorgan Euro States' Index) vaid pisut parem kui rahaturu indeksi tootlus (+1,12%).

Intressimäärade tõus pidurdus

Ka ettevõtete võlakirjade tootlus sulas aastalõpu intressimäärade tõusu tõttu indeksi tasemel tublisti kokku ja JPMorgani üldine indeks püsis 4,37% tasemel. Oleme intressiriski mõju tõttu äärmiselt tundlikud intressimäärade muutuste suhtes ja muudame aktiivselt intressiriski oma intressi portfellides. Mitteinvesteeringusjärgu ja EMD (Emerging Market Debt) investorid said tootluste võrdluses 2010. aasta intressi instrumentide turul peavõidu, sest EMD kohaliku valuuta indeks kerkis eelmisel aastal 23,7% ja mitteinvesteeringusjärgu võlakirjade indeks tõusis 14,7%. Jätkame nendel turgudel valikulist lähenemist.

Olevik

Euroopa piiriikide (PIIGS riikide) probleemid ei näi kergesti lahenevat, kuigi Kreekale ja Iirimale on kiiresti pakutud esmaabi. Turud jälgivad tähelepanelikult Hispaania, Itaalia, Portugali ja ka Belgia olukorda ning selle aasta esimesed andmed valitsuse võlakirjade nõudluse kohta jaanuaris pakuvad meie jaoks väärtuslikku informatsiooni üldise riskivalmiduse kohta nendel turgudel.

Võrreldes Euroopa ettevõtete keskmise võlakohustusega paistab valitsuste olukord olevat keeruline, aga tuleb meeles pidada, et nii korporatiivsete võlakirjade kui ka mitteinvesteeringusjärgu võlakirjade turul on pakkumine selleks aastaks piisav.

Töötuse määr on Hispaanias 20% ringis ja praegune nominaalne SKT kasvukiirus ei ole piisav katmaks nende võla teenindamise kulusid, seepärast

Inflatsiooni pilt arenenud ja arenevatel turgudel üpris erinev

on vaja tunduvalt vähendada eelarvepuudujääki. Turgudel hõõgub plahvatusohtlik olukord ning meie hoidume investeeringutest nendesse riikidesse. Suure tööeasusega ründavad turud aasta alguses Hispaaniat ja Portugali, kui oksjonitel ilmneb vähimaidki probleeme ja Euroopa Keskpank peab nende riikide puhul rakendama oma valitsuse võlakirjade ostmise programmi.

Hiina on ilmutanud soovi jätkata Portugali ja Hispaania valitsuste võlakirjade ostmist, nii et kulssidetagused jutud jüaani tugevnemisest annavad alust vastuargumentideks. Euroopa on Hiina jaoks suur eksporditur ja muidugi on hiinlastel huvi toetada valitsuste võlakohustuste ostmisega euroala olukorda. Hiinlased omavad juba 10% Hispaania valitsuse võlakirjade välisriikides olevast kogusest.

Tulevik

Prognoosime, et erinevus arenevate ja arenenud turgude inflatsiooni pildi vahel suureneb veelgi. Arenevate turgude riikide keskpankade roll kaldus 2010. aastal rahapoliitika karmistamise suunas ja koos tugevnevate valuutadega on paljud Aasia ja Ladina-Ameerika riigid võtnud kasutusele erinevaid kontrollimehhanisme vähendamaks väliskapitali sissevoolu. Brasiilia on juba avalikult toonud välja jüaani liiga nõrga taseme, samas on reaalkrooniliselt liiga tugev ja moonutab selgelt Hiina ja Brasiilia kaubavahetusbilansi vahekorda. Ennustame, et kohalike valuutade tugevnemise surve kasvab eriti euro vastu. Tugevnemine USA dollari vastu on tagasihoidlikum nüüdseks alanud USA majanduse taastumise tõttu.

Niinimetatud *carry-trade*, kus ostetakse kõrge intressimääraga valuutasid ja rahastatakse neid investeeringuid madala intressimääraga valuutadega, on põhjustanud USA dollari nõrgenemist, aga näeme, et see tendents on aeglustumas ning rahastamiseks kasutatavate valuutade valik on teiste valuutade vastu välja vahetumas. Konsensus toetab tugevalt

Euroopa piiriikide olukord ei näi olevat kergemaks muutunud

intressimäärade tõusu ja seetõttu on positsioneerimine muuhulgas optsooniturgudel pisut kaldunud intressimäärade jätkuva tõusu suunas. Sellises olukorras peitub alati teatud väljakutse ning see võib kiiresti lükata intressimäärade risti vastupidisesse suunda, madalamate intressimäärade poole. Jälgime tähelepanelikult olukorda.

Ettevõtete võlakirjade osas meelitavad järsud tootluskõverad valima pikema tähtajaga laene, aga intressimäärade riski tõttu on kesksel kohal kestuse juhtimine. Innukalt oodatakse uusi ettevõtete laenuemissioone ja esimeste emissioonide õnnestumised panevad paika kevadise emissioonigraafiku tiheduse. Mitteinvesteeringusjärgu ja hea krediidi reitinguga võlakirjade madalad makseraskuste määrad toetavad nõudlust ettevõtete võlakirjade osas.

Aktsiad

Detsembriralli löi täie jõuga

Minevik

Majandusnäitajate tugevnemine pani investorid detsembris oma portfellidesse jälle riski võtma ning börsid tõusid aasta lõpus järsult. Ka meie nautisime seda tõusu, aga ka hinnatase on vastavalt korrigeerinud. Suhtarvused on samuti tõstetud ja paljudel analüütikutel on olnud probleeme hinnasihtide tõstmisega tulenevalt kasumite kasvust.

Paljudes sektorites ei seletanud kasumikasvu muutunud prognoos erinevusi börsihinna liikumises, seega on suhtarvude kasv praegu käimas. Väikeste ja keskmise suurusega ettevõtete parem tootlus võrreldes üldiste indeksitega jätkus nii USA-s kui ka

Euroopas, mis kergitas detsembris ka Skandinaavia börsi. Masinaehitustehaste aktsiate hinna liikumine oli eriti tugev, samuti terasetööstuse aktsiate oma, seda vaatamata mitmetele kasumihoiatustele. Naftasektor oli detsembris tänu nafta hinnatõusule ja USA varude vähenemise tagajärjele samuti kuum. Euroopa pangandus- ja finantssektori tootlus oli võrreldes üldindeksitega endiselt nõrk, samuti oli seda kommunaalsektor, ainsaks erandiks oli siin Fortum. Meie prognoos USA Euroopast parema tootluse kohta on hästi toimunud ning säilitame selle positsiooni ka uue aasta alguses.

Makro paraneb, aga aktsiahinnad vaid rahuldavad

Olevik

Makromajandust puudutav uudistevoog on USA-s isegi positiivselt üllatanud, see mõjus turgudele positiivselt. Praegu soovime olla pisut ettevaatlikumad ning langetame taktikaliselt aktsiate osakaalu soovitusel jälle neutraalsele tasemele. Konsensus on kindlalt optimistlik arenevate turgude võidukäigu jätkumise suhtes, mis pikemas perspektiivis tõenäoliselt kestab, aga arenevate turgudega riikide keskpankade rahapoliitika karmistamine vähendab kohalike börside riskivalmidust.

Tugevnev surve dollarile USA-s näitab, et ka Ameerika investorid toovad investeeeringud arenevate turgudele tagasi koju ning toetavad seeläbi kohalikke börsi. USA aktsiafondide investeeeringute juhid on üle hulga aja Ameerika börside suhtes positiivselt meelestatud – ühe küsitluse põhjal on umbes 70% investeeeringute juhtidest sel aastal Ameerika börside suhtes optimistlikud (kõrgeim protsent alates 2004.

aastast). Terasettevõtete kasumihoiatused 2010. aasta neljandaks kvartaliks ei kõigutanud tegelikult eriti nende ettevõtete aktsiate hindu ning meie ootame, et terase hinnatõus jätkub ning ka mahtude kasv peaks olema selgelt suurem kui see, mida võis näha 2010. aasta lõpus. Võrreldes masinaehitustehastega oleme terasettevõtete väärtuse ja hinna tõusu suhtes positiivsemalt meelestatud, sest terasettevõtete väärtuse hindamise mudelid ei pea arvestama eelmise tsükli tippude kordajate tulemustega, nagu see on masinaehitustehaste puhul, et õigustada ostusoovitusi nende tasemete juures. Suurim küsimärk terasettevõtete jaoks puudutab 2011. aasta mahtusid, sest hinnatase on hea ning meie arvates on turgude praegused ootused üpris tagasihoidlikud, luues head võimalused positiivseks tootluseks ja üllatuslikeks aktsiahindadeks.

Volatiilsus kasvab

Tulevik

Realiseerunud volatiilsus (aktsiahindade kõikumine) on kukkunud väga madalale tasemele (VIX 18 ja VDAX 18,6), see näitab kesist huvi portfelli kaitsmise vastu optiooniturgudel. Selline naiivsus riskivalmiduse valguses koos mõõdukat väljakutset pakkuva kasumiprognooosi tasemega on hoidnud meid aasta alguses pisut tagasihoidlikumal positsioonil.

Eeldame, et volatiilsus tõuseb aasta alguses seniselt tasemelt ülespoole ja seetõttu oleme valmis aktsiate osakaalusid veelgi vähendama, kui riskivalmiduses ilmneb mõrasid.

Pikemas perspektiivis toetavad aktsiaturgusid 2011. aastal algavad ühinemised ja ülevõtmised (M&A). Üldiselt on ettevõtete bilanss finantskriisi

tõttu tugev ja pärast kulude vähendamist tunnevad ettevõtete juhtkonnad üle kogu maailma praegu huvi ülevõtmise vastu, sest vahendeid on kogutud. Ka IPO turg (uued börsiemissioonid) alustab seda aastat tugevamalt kui 2010. aastal. USA-s on juba 120 ettevõtet palunud ametivõimudelt luba börsile sisenemiseks ja eriti *private equity*’l on huvi selle aasta alguses IPO turule minemise vastu, enne kui riskivalmidus võib järele anda. Seega alandame aasta alguses aktsiate osakaalu mõõduka ülekaalu tasemelt neutraalsele tasemele, säilitades USA aktsiate ülekaalu Euroopa aktsiate vastu. Realiseerime kasumit arenevate turgudele, langetades arenevate turgude osakaalu puhta ülekaalu tasemelt mõõduka ülekaalu tasemele.

Alternatiivsed investeringud

Kinnisvara

Kinnisvara puhul me osakaaludes muudatusi ei tee. Säilitame neutraalse osakaalu soovitusi. On märgata lootustandvaid positiivseid signaale USA ärikinnisvara turu taastumisest, sest detsembris toimus riigis esimene positiivne hinnatõus. Vakantse ärikinnisvarade hulk püsib jätkuvalt suur, üle 17%, seega ei saa oodata kiiret hinnatõusu.

Alternatiivsed investeringud

Private equity (PE) osas säilitame neutraalse osakaalu soovitusi. IPO turgude aktiveerumine ja *private equity* tehingute realiseerumine üldiselt tõstavad huvi selle varaklassi vastu. Üks suurimaid PE tehinguid, USA haiglakontsern HCA ootab sel aastal börsile tulekut.

Vahetusvõlakirjade osas säilitame neutraalse osakaalu soovitusi. Me ei ole endiselt teinud suuri muudatusi vahetusvõlakirjade osas. Mõõdukam tundlikkus vastava turu suhtes võrreldes aktsiaturgudega pakub mõningast kaitset ettevõtete riski kandmise eest.

Hedge fondide osas säilitame mõõduka ülekaalu soovitusi. Kogu maailmas voolab *hedge fondidesse* rohkem raha, kuid *hedge fondide* indekse poolest kajastatav üldine hinnatõus ulatus 2010. aastal tagasihoidliku 4,21%-ni. Meie intressi *hedge fondi* tootlus on jätkuvalt positiivne ja 2010. aasta kohta on tulemuseks kahekohaline positiivne number.

Toorained

Tooraineturgul jätkub hinnatõus ja me säilitame kõrge osakaalu soovitusi. Energia, metallid ja põllumajandustootmed jätkasid detsembris tugevat tõusu. Ainuüksi maisi hind tõusis detsembris üle 12% ja ka nisu hind kerkis üle 13%. Ka Austraalia Queenslandi provintsi üleujutused mõjutavad põllumajandustootme hindu ning see toetab meie prognoosi, et volatiilne olukord kestab. Tööstuslike metallide osas on vase futuuride hind eelmise tsükli tipu juba ületanud ning ka terase tooraine hindadele on oodata suuremat tõusurvet tänu üleujutustele Austraalias. Oleme teadlikud positsioneerimise ohust tooraineturgul, kuid säilitame sellele vaatamata praegu puhta ülekaalu soovitusi.

Market outlook (change to previous month)		Monthly recommendations 6/2008 - 1/2011*																													
		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
Fixed Income: Moderate underweight	(=)	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	2	2	2
Europe money markets: Underweight	(=)	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	
Europe government bonds: Underweight	(=)	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	
Investment Grade: Neutral	(=)	4	3	3	3	3	3	4	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4	4	4	3	3	3	3	3	3	3	
High Yield and structured products: Moderate overweight	(=)	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	
Emerging market bonds: Moderate overweight	(=)	4	5	5	4	4	4	4	4	4	3	3	3	2	2	2	2	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
Inflation: Neutral	(=)	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	
Equities: Neutral	(-)	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	
USA: Moderate overweight	(=)	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	
Europe: Moderate underweight	(=)	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	
Japan: Moderate underweight	(=)	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	
Emerging Market Equities: Moderate overweight	(-)	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	
Alternative Investments: Moderate overweight	(+)	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	3	3	
Private Equity: Neutral	(=)	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	3	
Real Estate: Neutral	(=)	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	3	3	
Hedge Funds: Moderate overweight	(=)	5	5	5	5	5	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	3	4	3	4	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4	
Convertible Bonds: Moderate underweight	(=)													4	4	4	3	2	2	2	3	3	3	2	3	3	2	2	3		
Commodities: Overweight	(=)	3	3	3	1	1	3	4	4	4	4	4	4	3	2	3	3	4	3	3	4	3	3	4	4	4	4	4	5	5	

* Explanations: 1 = Underweight, 2 = Moderate underweight, 3 = Neutral, 4 = Moderate overweight, 5 = Overweight