

Turuülevaade

Aprill 2011

Suur rahutus aktsiaturgudel

11. märtsil Jaapanit tabanud purustava maaväri- ja sellele järgnenud tsunamiga nihkus turu tähelepanu geopoliitilistelt sündmustelt ja selle- ga kaasnes riskivalmiduse langus. Suure tuuma- katastroofi oht tekitas kuu keskel lääne aktsia- turgudel vabalangemise käiskäes Nikkei indek- siga.

Kaitsesime aktsiaporffelli riski eest takti- kaliselt juba veebruaris ning märtsi suurima aktsiate madalseisu ajal otsustasime aktsiate osakaalu taas neutraalseks tõsta. Säilitame selle seisu ka aprilli alguses. Vaatamata paranenud USA tööturunäitajatele ning jätkuvalt headele tarbijate ja ostujuhtide usaldusindeksitele G3- piirkonnas püsib endiselt ebakindlus selle suhtes, kas ka kasumimarginaalid aasta jooksul nende numbrite eeskujul kasvavad. Inflatsioonisurve on lisaks arenevatele turgudele kasvanud ka lääne turgudel ning vajaduse korral oleme valmis oma aktsiaporffelli riskide eest kaitsma. Intressitur- gudel me strateegiat ei muuda ning hoiame intressiinstrumentid mõõduka alakaalu ning alternatiivsed investeeringud mõõduka ülekaalu tasemel.

Intressimäärade tõus Euroopas jätkub. 5 aasta swap-intressimäär on tõusnud 3,1%-le ning 10 aasta määr on juba 3,6% juures. Euroopa Keskpanga karmistunud rahapoliitilised sõnavo- tud on intressimäärasid kergitanud, kuid toot- luskõverad (2 vs 10) on tagasihoidlikumale tase- mele jäänud. Esimene intressimäärade tõus võib aset leida aprilli alguses, kuid me ei usu, et Euroopa Keskpank kiire intressimäärade tõusu

tsükli algatab. Ennustame hetkel käesolevaks aastaks kolme 0,25% intressimäärade tõusu. Ka inflatsioon on Euroopas kiirenemas ja 2,6% inflatsioon ei ole Euroopa Keskpangale ilmselgelt meeltemööda.

Ettevõtete võlakirjaturul on swap- intressimäärade krediidiriski preemiad riski- valmiduse langusele vaatamata hästi vastu pidanud. Mitteinvesteeringjõu võlakirjade riskipremiate tulusus jäi märtsi rahututel turgudel väga tagasihoidlikuks. Mitteinvestee- rimisjõu võlakirju varaklassina on hakatud kohati kõrgelt hinnastama ning seetõttu alan- dame enda mitteinvesteeringjõu võlakirjade soovitus mõõdukalt ülekaalult neutraalsele.

Riigivõlakirjaturgudel on Kreeka, Iiri ning Portugali võlakirjad taas tugeva müügisurve all. Portugali võlakirjade tootlusindeksite tasemed aasta algusest (9,0%) annavad tunnistust inves- torite ränkadest kaotustest. Meie Fixed Income portfelli ei ole Euroopa piiririikide laene. Usume jätkuvalt, et Portugal taotleb euroala stabilisat- sioonifondidest sellel kevadel toetust. Jaapani aktsiaturg langes pärast 11. märtsi maavärinat järsult, kuid on suutnud kõige madalamast seisust taastuda. Jaapani madala osakaalu tõttu meie portfellis on ka meie side Nikkei indeksiga nõrk. Lääne aktsiaturud seevastu on koos Nikkeiga liikunud võimaliku tuumaõnnetuse kartuses. Avasime aktsiaturul lühikese posit- siooni 15. märtsil ning lõikasime kasu ülemaailm- sest suurest aktsiaturgude korrigeerimisest, mis algas 16. märtsil.

Vastavalt märtsi algusest kehtivatele uutele investeeringuportfelli reeglitele võime üksiku aktsiatoote osalusmäärana negatiivseks viia, kui selleks põhjust näeme. Meie Finland Dividend investeeringuportfelli märtsi madalaim osalusmäär oli -35% (saavutatud tuletisinstru- mentide kaudu), seega lõikasime kasu hinnalan- gusest ja pärast aktsiate osakaalu tõstmist loomulikult ka hinnatõusust. Finland Dividend portfelli tõusis märtsis 4,7% (OMXCap +0,7%).

Põhja-Aafrika ja Lähis-Ida geopoliitiline olukord on endiselt rahutu ning ka Euroopas on riigivõlakirjade turu ja pangandussektori käed Portugali seisukorra tõttu seotud. Sellest hooli- mata hinnatakse riske turgudel üllatavalt mada- lalt (eeldatakse madalaid volatiilsuse tasemeid). Säilitame neutraalse aktsiate osakaalu ega muuda veel USA (mõõduka ülekaal) ja Euroopa (neutraalne) osakaale.

Nafta hind langes Jaapani kriisi tõttu veidi (alla 100USD barreli kohta), kuid on tõusnud taas üle 105 dollarini barreli kohta (WTI). Jaa- pani sündmused on tugevasti mõjutanud ka turgudel olevaid alternatiivseid energiavorme ning loomulikult ka teisi tooraineturge. Maagaas on selles osas ilmselt pikas perspektiivis võitja. Võtame järsult tõusnud toorainete osakaalu pisut vähemaks. Aktsiaturgude optimistliku prognoosi vaimus tõstame vahetusvõlakirjade osakaalu neutraalselt mõõduka ülekaaluni. Selles varaklassis hoiab positiivset meelestatust ka uute emitentide vähesus. Alandame pisut hedge- fondide osakaalu, viies selle neutraalseni.

Turu tootlus 31.3.2011

| Fixed Income | Return 1m | Return 2011 | Return 1y |
|-------------------------|-----------|-------------|-----------|
| JPM Money Mkt | 0,10 % | 0,30 % | 1,15 % |
| JPM EMU Govt | -0,68 % | -1,13 % | -2,27 % |
| Barcleys Infl.Linked | 0,23 % | 1,19 % | 0,49 % |
| JPM Credit Index | -0,51 % | -0,51 % | 0,98 % |
| JPM High Yield | -0,73 % | 3,42 % | 10,21 % |
| JPM GBI EM Divers. (LC) | 0,20 % | -3,25 % | 7,60 % |
| JPM EMBI+ (HC) | 1,17 % | 0,84 % | 8,73 % |

| Equity Markets | Return 1m | Return 2011 | Return 1y |
|-----------------------|-----------|-------------|-----------|
| OMXH Mid Cap | 0,56 % | 3,57 % | 14,70 % |
| Euro Stoxx 50 | -3,39 % | 3,70 % | -0,69 % |
| Stoxx 600 | -3,69 % | -0,40 % | 4,68 % |
| S&P 500 | -0,10 % | 5,40 % | 13,37 % |
| Dow Jones | 0,76 % | 6,48 % | 13,48 % |
| Nasdaq | -0,04 % | 4,43 % | 15,98 % |
| Nikkei | -8,18 % | -4,63 % | -12,04 % |
| Hang Seng | 0,81 % | 2,30 % | 10,77 % |
| India | 9,10 % | -4,63 % | 10,94 % |
| Russia (RTS) | 3,77 % | 15,47 % | 30,00 % |
| Brazil | 1,79 % | -1,04 % | -2,54 % |
| MSCI Europe | -3,73 % | -0,35 % | 4,42 % |
| MSCI World | -0,86 % | 3,64 % | 11,15 % |
| MSCI Emerging Markets | 5,88 % | 2,54 % | 18,46 % |
| MSCI Latin America | 3,25 % | 0,80 % | 11,06 % |
| MSCI Eastern Europe | 5,13 % | 15,11 % | 22,60 % |

| Alternative Investments | Return 1m | Return 2011 | Return 1y |
|-------------------------|-----------|-------------|-----------|
| S&P Commodity TR | 4,35 % | 13,36 % | 22,73 % |
| Oil (spot) | 8,19 % | 16,11 % | 24,12 % |
| Gold (spot) | 2,03 % | 2,11 % | 28,06 % |
| HFRX Global HF | -0,82 % | 0,88 % | 3,49 % |

| Foreign exchange | 31.3.2011 | 28.2.2011 |
|------------------|-----------|-----------|
| EURUSD | 1,416 | 1,381 |
| EURJPY | 117,69 | 112,910 |
| USDJPY | 83,13 | 81,780 |
| EURGBP | 0,88 | 0,849 |
| EURSEK | 8,95 | 8,732 |
| EURNOK | 7,84 | 7,726 |

Interest rate levels

| | 31.3.2011 | 28.2.2011 |
|--------------------------|-----------|-----------|
| Fed | 0,25 | 0,25 |
| ECB | 1,00 | 1,00 |
| BoJ | 0,10 | 0,10 |
| BoE | 0,50 | 0,50 |
| Euribor 3m | 1,24 | 1,09 |
| Euribor 12m | 2,00 | 1,77 |
| Germany10y | 3,35 | 3,17 |
| iTraxx Europe 5y (IG) | 101,57 | 97,58 |
| iTraxx Crossover 5y (HY) | 384,37 | 386,31 |

Intressiinstrumendid

Minevik

Riskivalmiduse järsu languse ajal märtsi keskel oli madala riskiga riiklike võlakirjade tootlus turvalisust otsivate ostude tõttu tugev. Saksamaa 10-aastane riigivõlakiri langes 3,1%-le, et sealt kuu lõpus jälle 3,35%-le tõusta. Saksamaa võlakirjade tootlusköver 2-aastase ja 10-aastase võlakirja võrdluses tasanes märtsis, kuna lühema tähtajaga võlakirjad tõusid pika tähtajaga võlakirjadest enam. Turud korrigeerivad jätkuvalt võlakirjade riskipreemiaid võimaliku inflatsioonitõusu puhuks.

Euroala inflatsiooninäitajad olid eelmise aasta tasemetega võrreldes turu ootustest pisut suuremad (+2,6%). Keskpang valmistub intressimäär 0,25% võrra tõstma. Refinantseerimismäär jääb ka pärast seda siiski üsna madalale, 1,25% tasemele. Prognosime hetkel teadaoleva info

Intressid taas tõusuteel

põhjal käesolevaks aastaks kahte 0,25% intressimäärade kergitamist, kuna turgude inflatsiooni-prognosid on kerkinud toormehinna tõttu tõusnud.

Vaatamata aktsiaturgude tugevale rahutusele jäid ettevõtete võlakirjade krediidiriski preemiad samale tasemele. Mitteinvesteeringusjõu võlakirjade intress jõudis käesoleva tsükli tippnäitajani (*cross-over* derivatiivindeks 3,75%). Töösussektoris pole makseraskusi esinenud. Endiselt on küsimärgi all euroala piiririikide pangandussüsteemi tundlikkus, kuna pangad finantseerivad suure osa Euroopa Keskpanga laenuvahenditest. Allutatud võlakirjade riskipreemiad on endiselt intressitasemetel, mida saab võrrelda paljude mitteinvesteeringusjõu tööstusettevõtetelega.

Olevik

Aasta alguses muretsesime sellepärast, et Portugali mäng on läbi ning kõige halvem tõesti juhtumas. Portugali 10-aastase võlakirja tootlus on 8,2% ning valitsuse vajadusi selline finantseerimine ei täida. Abipaketi taotlemist takistab veel valitsuse laialisaatmise järel tekkinud võimuvaakum. Probleemiks ei ole mitte Portugali abipaketi suurus (75 miljardit eurot), vaid turufookuse nihkumine naaberriigist Hispaania suunas. Hispaania 5-aastase riigivõlakirja tootlus on taas tõusnud 4,4%-ni ja usume, et pärast Portugali satub surve alla Hispaania. Seega tuleb majanduse stabiliseerimiseks kasutada kõiki olemasolevaid vahendeid. Hispaania jaoks muudavad olukorra keerulisemaks ka madalad kasvuväljavaated, kuna sealne töötuse määr on 20%. Hispaania, Itaalia ja Belgia osakaal euroala riigivõlakirjadest kokku on ca

40%, seega on turu mure Hispaania suhtes loomulik.

Märtsi lõpus toimunud EL-i kohtumine oli turgude terava tähelepanu all, kuna investorid ootasid stabiliseerimisfondi tegevuse suhtes konkreetseid otsuseid. Seda ei juhtunud ning turgudel valitseb jätkuvalt ebakindlus selle suhtes, kuidas riigivõlakirjade eelisseisund lahendatakse. Samuti on tulevikus võimaliku lahendusena kõne all euroala suurriikide riiklike võlakirjade positsioonide restruktureerimine, seega Kreeka võlakirjade intressid on endiselt murettekitavalt kõrgel tasemel. Reitinguagentuur S&P avas juba Pandora laeka, väites, et nende arvates on stabilisatsioonifondi laenud võrreldes olemasolevate valitsuse laenudega eelisjärjekorras.

Portugali laenupreemiad järsult langemas

Tulevik

USA keskpanga hoiak on endiselt leebe, kuid Fedi nõukogust on tulnud ärrituse märke. Viimati rääkis Minneapolisise Fedi juhataja Kocherlakota intressimäärade tõstmisest 0,75% võrra, et kõrvaldada turult liigne likviidsus. Erinevate tarbija-uuringute kohaselt on inflatsiooniprognosid üsna palju tõusnud, kuid 5-aastased inflatsiooni-*swapid* on turgudel suhteliselt tagasihoidlikul 2,5% tasemel. Samuti on riigivõlakirjaturgude tähelepanu all käesoleval suvel lõppev riigivõlakirjade tagasiostuprogramm (QE2). Bernanke, aseesimees Yellen ja New Yorgi Fedi juhataja Dudley (nõ keskpanga sisering) on hoidnud leebe poliitika

kurssi ning andnud mõista, et kui majandus ei käivitu, pole ka QE3 võimatu.

Hetkel peame QE3 abipaketti äärmiselt ebatõenäoliseks. ISM uuringute kohaselt on ettevõtete usaldus praeguse majandusseisu juures endiselt heal tasemel ja töötus aeglaselt väheneb. Vaid eluasemeturu olukord on viimasel ajal veidi halvenenud, kuna väikemajade hinnatase on langenud. Kui suuri geopoliitilisi mõjusid ei ilmne, on USA võlakirjaturgudel käesoleval aastal oodata intressimäärade tõusu tootluskövera lõpuosas. Fed hoiab refinantseerimise määra tõenäoliselt kogu aasta jooksul madalal tasemel.

Fedi hoiak inflatsiooni suhtes üsna rahulik

Aktsiad

Minevik

Juba niigi nõrgad aktsiaturud said 11. märtsil Jaapanis toimunud maavärina tõttu tõsise tagasilöögi. Koos Jaapani aktsiatega langesid järsult kõik peamised lääne aktsiaturud. Võimaliku tõsise tuumakatastroofi tulemuste analüüs pani aktsiaturud nädalateks raskesse olukorda. Ülemaailmse GDP kasvuprognose lõpuks siiski eriti ei korrigeeritud, kuna Jaapan moodustab kasvust hetkel vaid 7%. Sellegipoolest on mitmed tööstusharud kannatanud tootmiskatkestuste all (auto-, elektroonika- ning koostisosade tööstus), mis on ka ülemaailmsel tasemel tööstust häirinud.

*Jaapani looduskatastroof
tõmbas aktsiaturud alla*

*Kasumimarginaalid
endiselt
küsümärgi all*

Taaskord palju IPO-sid

Olevik

Ülemaailmsel tasandil on toorme ning teiste tootmiskomponentide hinnad jõudsalt arenenud ning olles uurinud Q1 kasumihinnanguid jõudsime järeldusele, et sealne surve on alanemas. Ettevõtete kasumimarginaalid lõövad aasta tippnäitajaid ning inflatsioon on taas kiirenemas. Samal ajal suunavad G3 keskpangad rahanduspoliitikat üsna rahulikult. Seega võib kevadel tulla kasumihoiatusi, kuid hetkel valitseb aktsiaturgudel üsna toetav hoiak. Aasta lõpus võib juhtuda, et kasumiprognose korrigeeritakse üsna tugevalt allapoole. Euroopas erineb Stoxx 600 ettevõtte *top-down* prognoos üsna suurel määral sama ettevõtte *bottom-up* prognoosist (makronäitajatel põhinev mudel vs üksikul aktsial põhinev analüüs). Finantsettevõtete väliselt on *top-down* kasumipro-

gnoside vahe isegi 15% suurem, mis on üsnagi märkimisväärne.

Philips andis koostisosade defitsiidi tõttu esimese kasumihoiatuse. Arenevad turud pääsesid kerge ehmatusesega. Paljud energiat eksportivad riigid, näiteks Venemaa, jätkasid tõusuteel, kuna nafta hind hakkas pärast Jaapani olukorra rahunemist märtsi teises pooles taas kerkima. Venemaal on aktsiainvesteeringutele jätkuvalt toeks madalad turuprognosid ning investeerimisvoo analüüsi kohaselt jätkavad investorid praegu samal kursil. Aasias on Indoneesia ja Hiina aktsiaturud oma väikesest langusest üllatavalt ruttu toibunud ning isegi Jaapani turud on langusest pooleldi taastanud.

nooside vahe isegi 15% suurem, mis on üsnagi märkimisväärne.

Säilitame aktsiate neutraalse osakaalu tase- me ning hoiame USA aktsiaturgu jätkuvalt ülekaalus. Dollar on aasta algusest euro suhtes nõrgenenud üle 5%, mis soosib ekspordiettevõtteid. Lisaks on intressimäärade erinevus mõlemal pool lompi suurenenud, mis toetab eurot veelgi. Tõusnud toormehinnad avaldavad survet USA tarbekaupade sektorile, kuid see peegeldub osaliselt ka hinnangute tasemetes

Olukord Jaapanis pani mõned ühinemis- ja ülevõtmistehingud soodsamate võimaluste ootele. Ühinemis- ja ülevõtmistehingute taaskäivitamine toetab aktsiaturge. Aprilli alguses ostis Solvay ära Rhodia ning Vivendi omandas Vodaphone'i osaluse SFR-s.

Tulevik

Toormehindade tõus on äratanud IPO-turu, eriti nafta otsimisega tegelevate ettevõtete osas. Aktsiaturgudele on tulnud Norwegian Aker Drilling, North Atlantic Drilling ja Pacific Drilling; paari nädala pärast järgneb neile ka Sevan Drilling. Osalesime mõne oma portfelliga Pacific Drilling IPO-s. Samuti on Euroopa aktsiaturgudel olnud päevakorras eelisostuõigused ning suured blokktehingud (Porsche, Continental, Tikkurila jne).

Poliitiline surve tuumaenergiale tõuseb Jaapani olukorra tõttu veelgi. See tähendab energiahindade üldist tõusu, mille tagajärjel tekib nii võitjaid kui kaotajaid. Võitjateks on teiste seas suure hüdroenergia mahuga energiaettevõtted ning pikas perspektiivis ka maagaasisektor, seda eriti USAs. Peame maagaasi hinda liiga madalaks,

kuna pärast nn kildgaasi leidmist on lühiajaline üldpilt muutunud. Seda silmas pidades on meie osalus Questerre'is osaliselt positsioneeritud.

Arenevad turud hakkavad taas huvi pakkuma. Kuigi MSCI Asia indeksi hinnangute tasemed on üldjoones lääne börsidega samal tasemel, on näiteks Hiinas MSCI China indeksi 12 kuu ettevaatav P/E suhtarv langenud peaaegu 11-le. Hiina karmistunud rahanduspoliitika ja rahunenud ostujuhtide indeks on andnud investoritele põhjust oma aktsiainvesteeringuid Hiinast koju tuua ning ka hinnangute tasemeid on vastavalt korrigeeritud. Säilitame hetkel siiski endiselt arenevate turgude aktsiate neutraalse osakaalu, kuid selle suurendamine tulevikus on võimalik.

