

Markkinakatsaus

Maaliskuu 2010

Kreikka riskinottohalukkuuden Akilleen kantapäänä

Säilytämme ylipainosuosituksemme globaalisti osakemarkkinoille. Tulokasvumomentti on parantumassa ja viime vuoden tulovirran jäljiltä markkinoilla on nostettu edelleen tulokasvuodotuksia. Markkinafokus on kuitenkin selvästi siirtynyt yritystasolta makrotalouteen ja edelleen nopeammin kasvavien talousalueiden rahapolitiikan alustavat kiristystoimet ja euroalueella Kreikan tilanteen puntarointi on pitänyt riskinottohalukkuutta matalana. Korkomarkkinoilla säilytämme lievän alipainosuosituksemme. Ennakoimme inflaation maltillistuvan varsin selvästi nykytasolta G3-alueella kuluvan vuoden loppua kohden ja pohjainflaation kolkuttelevan jälleen 0,5 %:n tasoa vuoden lopussa USA:ssa. Vaihtoehtoiset sijoitukset säilyvät neutraalissa allokaatiopainossa.

Euroalueen valtionlainamarkkinat ottivat markkinafokuksen ykköspaikan globaalisti jälleen helmikuussa Kreikan tilanteen dominoitessa uutisvirtaa. Kreikan lainojen tuottotasot stabiloituivat 5,5%:n tietämille epälikvideillä markkinoilla ja laskivat lopulta kuun loppua kohden markkinaosapuolten

saatua lisää informaatiota julkisen talouden alijäämien leikkauksista ja osittaista varmuutta muiden euroalueen maiden tukimahdollisuuksista. Lisäsimme edelleen lyhyen päään (2v) Kreikka-riskiä salkuissamme helmikuussa ja samalla nostimme tätä kautta valtionlainat lievään alipainoon. Korkoriskin suhteen säilytämme rakentavan kantamme, joskin pieni korkotason nousu ei ole pois suljettu. Inflaatiovauhtien maltillistuminen pitää G3-alueiden keskuspankit (FED, EKP ja BoJ) nykyisissä ohjauskorkotasoiissaan. Rahamarkkinat säilyvät alipainossa ja inflaation allokaatiroolin laskimme alipainoon.

Olemme yhä optimistisia osakeriskin suhteen ja ennakoimme osakekurssien olevan ylempällä tasolla (Eurostoxx 50 tasolla 2800) puolen vuoden horisontilla. Säilytämme osakkeiden ylipainon allokaatiossamme. Tulokasvumomentti on hyvässä vauhdissa viime vuoden tuloksien jäljiltä ja osinkotototat puoltavat osakeriskin kantamista. Markkinaheilunta on tullut myös selvästi alas vaikka globaalisti epävarmuustekijöitä on löytynyt sieltä täältä. Säilytämme USA-

ylipainon suhteessa Eurooppaan, joka suositus on jo liikkunut näkemyksemme suuntaisesti tänä vuonna. Myös pienyhtiöt ovat pärjänneet erityisesti USA:ssa hyvin alkuvuonna. Skandinavia ja Suomi olivat myös helmikuun selviä suhteellisia voittajia eurooppalaisilla osakemarkkinoilla. Kehittyvien alueiden pörssissä olemme lisänneet Venäjän ja Brasilian painoa salkuissamme.

Vaihtoehtoiset sijoitukset säilyvät neutraalissa painossa allokaatiossamme. Pidämme hedge fund –painomme lievässä ylipainossa ja muutoinkin vaihtoehtoisten sijoitusten puolella säilytämme neutraalin otteen. Chilen maanjäristys nosti nopeasti kuparin hintaa emmekä lähteneet kyseiseen liikkeeseen mukaan. Ennakoimme itse asiassa pientä teollisten metallien hintojen laskua nykytasolta. Maatalouden raaka-aineiden suhteen säilytämme pidemmän aikavälin positiivisen näkemyksemme. Pääomasijoitusten puolella jälkimarkkinat voivat tarjota jotain mielenkiintoisia mahdollisuuksia, mutta muutoin vielä on mielestämme liian aikaista olla erityisen positiivinen omaisuuslajin näkymistä.

Markkinatuotot 26.2.2010

Korkomarkkinat	Tuotto 1kk	Tuotto 2010	Tuotto 1v
JPM Money Mkt	0,08 %	0,17 %	1,79 %
JPM EMU Govt	1,19 %	1,66 %	6,51 %
Barclays Infl. Linked	0,36 %	-0,58 %	9,46 %
JPM Credit Index	0,74 %	1,94 %	12,76 %
JPM High Yield	0,15 %	2,79 %	64,90 %
JPM GBI EM Divers. (LC)	2,99 %	6,79 %	29,24 %
JPM EMBI+ (HC)	1,61 %	1,61 %	29,10 %

Osakemarkkinat	Tuotto 1kk	Tuotto 2010	Tuotto 1v
OMXH Mid Cap	-1,36 %	1,67 %	61,96 %
Euro Stoxx 50	-1,74 %	-8,02 %	38,06 %
Stoxx 600	-0,47 %	-2,91 %	42,15 %
S&P 500	2,85 %	-1,95 %	50,25 %
Dow Jones	2,56 %	-2,12 %	46,19 %
Nasdaq	4,23 %	-2,31 %	62,45 %
Nikkei	-0,71 %	-3,99 %	33,79 %
Hang Seng	2,42 %	-4,13 %	60,86 %
India	0,44 %	-5,27 %	84,78 %
Russia (RTS)	-5,67 %	-2,57 %	155,29 %
Brazil	1,68 %	-3,04 %	74,17 %
MSCI Europe	-0,39 %	-3,00 %	41,25 %
MSCI World	2,17 %	-3,40 %	57,75 %
MSCI Emerging Markets	0,35 %	-4,39 %	91,63 %
MSCI Latin America	4,10 %	-5,11 %	98,89 %
MSCI Eastern Europe	-5,16 %	-2,81 %	119,06 %

Vaihtoehtoiset sijoitukset	Tuotto 1kk	Tuotto 2010	Tuotto 1v
S&P Commodity TR	5,56 %	-2,85 %	29,04 %
Oil (spot)	8,60 %	-1,33 %	45,60 %
Gold (spot)	3,24 %	2,29 %	17,17 %
HFRX Global HF	0,26 %	0,40 %	12,33 %

Valuuttakurssit	26.2.10	29.1.10
EURUSD	1,363	1,386
EURJPY	121,26	125,130
USDJPY	88,97	90,270
EURGBP	0,89	0,867
EURSEK	9,71	10,244
EURNOK	8,05	8,218

Korkotasot	26.2.10	29.1.10
FED	0,25	0,25
ECB	1,00	1,00
BoJ	0,10	0,10
BoE	0,50	0,50
Euribor 3m	0,66	0,67
Euribor 12m	1,22	1,23
Germany10y	3,10	3,20
iTraxx Europe 5 v (IG)	84,91	83,07
iTraxx Crossover 5 v (HY)	463,96	454,18

Korot

Menneet tapahtumat

Kreikan valtionlainojen tuottotasojen nousu pysähtyi helmikuussa ja markkinoilla toivotettiin tervetulleeksi maan hallituksen toimet budjettialijäämän leikkaamiseksi. Vanhan 10-vuoden Kreikan lainan tuottoero Saksaa vastaan kiristyi 4 %:sta 2,9 %:iin. Lisäsuunnitelmia täydennettiin pitkin helmikuuta, jotta komission 4 %:n alijäämäleikkaustavoitteeseen olisi edes hieman realistisia toiveita yltää. Lopulta sitten aivan maaliskuun alussa uusi 10-vuoden laina saatiin markkinoitua. Lisäsimme Kreikka-painoa edelleen 2-vuoden sektorissa, jossa mielestämme on parasta arvoa lyhyelläkin tähtäimellä tällä hetkellä. Kevään aikana Kreikan uutisvirta tulee säilymään melkoisen volatiilina, kun uusien lainojen myyntiprosessi on päällä samaan aikaan vanhojen lainojen massiivisten kuponkimaksujen ja erääntymisten (n.30 mrd eur) pitäessä tilanteen kireänä. Mielenkiini-

Kreikka edelleen suurenuslasin alla

toista on myös, että Kreikassa paikalliset pankit ovat myös lisänneet Kreikan valtionlainojen osuutta salkuissaan. Ylipäätään Kreikan valtionlainojen suurimmat omistajat löytyvät Saksasta, Ranskasta ja Sveitsistä, joten Kreikan ongelmat ovat nimenomaan eurooppalainen asia, eikä mielestämme omaa sellaista globaalia huomiota, mitä se on nyt saanut.

Yrityslainojen puolella luottoriskilisät levenivät hieman helmikuun alussa, mutta tulivat sisäänkuun loppupuolella riskiottamishalukkuuden palattua markkinoille. Uusia emissioita on saatu merkittävästi vähemmän kuin vuosi sitten. Tähän mennessä investment grade -emissioita on saatu 56 mrd kun 2009 helmikuun lopussa oli jo 169 mrd euroa kasassa. High yield -lainoissa luottoriskilisät levenivät vastaavasti kuun alussa ja kiristivät loppukuuta kohden.

Nykytilanne

Inflaation hinnoittelu on liikkunut näkemyksemme mukaisesti markkinoilla, kun inflaatiolinkattujen euroalueen valtionlainojen hinnoittelu inflaatio on ollut laskussa. Edelleen ennakoimme, että markkina on liian luottavainen inflaation kiihtymistarinaan. Mielestämme pohjainflaatio on menossa hyvää vauhtia kohti 0,5 %:n lukemia USA:ssa vuoden loppua kohden. Maltillistuva inflaatiouvauhti vie FEDin ja EKP:n koronnostoajatuksia tuonemmas tulevaisuuteen ja ennakoimmekin nykyinformaation valossa, että ensimmäinen ohjauskoron nosto euroalueella

Inflaatio edelleen maltistumassa

nähdään vasta kevät-talvella 2011. FEDin ennakoimme nostavan omaa ohjauskorkoaan myös vasta 2011 vuoden puolella. Silti lyhyillä euribor-koroilla on paineita nousta nykytasoiltaan lähemmäs 1 %:n ohjauskoron tasoa euroalueella. Noin 200 mrd euron ylimääräistä likviditeettiä euroalueen pankkijärjestelmässä ollaan lähdössä kuivaamaan pois asteittain, ja ensimmäinen osa EKP:n suunnitelmaa on ajaa alas pidemmat likviditeettihuutokaupat. Maaliskuun lopussa on viimeinen 6kk rahan huutokauppa pankeille.

Tulevaisuus

Yrityslainamarkkinoilla ennakoimme luottoriskilisten käyttäytyvän maltillisesti alkuvuoden 2010 aikana niin investment grade -, kuin high yield -lainoissakin ja siksi olemme säilyttäneet positiivisen näkemyksemme tähän omaisuuslajiin. Ennakoimme edelleen ajankulumisen vaikutuksen jyrkällä tuottokäyrällä kompensoivan hyvin näkyvissä mahdollisesti olevat riskilisten leventymiset. Erityisesti BBB-käyrän lyhyt pää on varsin jyrkkä ja tarjoaa siten hyvää suojaa. Valtiolainojen puolella ennakoimme Saksan 10 vuoden joukkolainan liikkuvan edelleen varsin tiukassa 3,1 – 3,5 %:n vaihteluvälissä Q1:llä 2010.

Kehittyvien markkinoiden maiden valuutoilla vahvistumispaineita

Kreikan lainat ovat jo stabiloituneet epälikvidillä markkinalla ja odotamme lainojen jälkimarkkinoiden hinnoittelun kiristyvän nykyisestä ja tuovan riskilisiä sisään Saksaa ja swap-korkoja vastaan. Kehittyvien markkinoiden valtionlainojen osalta suosimme paikallisvaluutoissa noteerattuja joukkolainoja. Näillä niin sanotuilla local currency -bondeilla on hyvin tilaa kehittyä suotuisasti, kun maiden paikallisvaluutoilla on vahvistumispaineita mm. kauppapainotetusti edelleen vahvaa euroa vastaan. Olemme lisänneet mm. Puolan valtion 5-vuoden lainaa salkkuihimme ja jättäneet zloty-riskin auki euroa vastaan.

Osakkeet

*Pienyhtiöt jyräsivät
USA:ssa vuoden aluksi*

Menneet tapahtumat

Syklinen nousumarkkina on edelleen hyvässä vauhdissa osakemarkkinoilla. Viime vuoden tuloskausi on takana ja yritykset raportoivat edelleen hyvästä tuloskasvumomentista. Monet yhtiöt kommentoivat erityisesti USA:ssa oikeista palkata lisää työvoimaa tämän vuoden aikana. Myös kehittyvien alueiden (BRIC) kysynnästä oltiin keskimäärin positiivisia verrattuna G3-alueeseen. Teknologiyhtiöt raportoivat myös kysynnän piristymisestä USA:ssakin. USA:n osakemarkkinat pärjäsivät selvästi Manner-Eurooppaa paremmin ja erityisesti pienyhtiöt (Russell 2000) olivat hyvässä vauhdissa USA:ssa (4 %:n yliperformanssi). Varastotasojen korjauksen vaikutus alkaa olla kuitenkin ohi ja kokonaisuutena ennakoimme,

että talouskasvun nopeimman kiihtymisen vauhti alkaa olla jo takanapäin. Teollisuuden ostopäälliköiden luottamusindeksi tipahti hieman USA:ssa helmikuussa (56,5 vs. edellinen 58,4), mutta palvelusektorin vastaava indeksi oli hyvässä nousussa. USA:n talvimyrsky aiheuttaa moneen tilastoon negatiivisen vaikutuksen helmikuulle.

Skandinavian pörssit ovat pärjänneet vuoden alusta erinomaisesti Suomi mukaan luettuna muuhun Eurooppaan verrattuna. Nokian hyvä tulos tietysti siivitti Helsingin pörssiä. Olemme olleet varsin positiivisia valittujen syklisten osakkeiden suhteen pohjoismaissa ja säilytämme näkemyksemme.

Makrouutisvirtaa seurataan tarkasti

Nykytilanne

Kehittyvien talouksien pörssien kovin nousumomentti on hieman hiipunut Kiinan johdolla markkinoiden alkaessa valmistautua mm. rahapolitiikan linjauksen kiristykseen näissä maissa. Kiina on jo aloittanut kiristystoimet luotonantokriteeristöä tiukentamalla ja pankkien reservivaatimusta nostamalla. Ohjauskoron nostoon liittyvät myöhemmin tänä vuonna mm. Brasilia, Kiina, Korea ja Euroopasta Puola sekä Turkki. Selvästi sijoittajien luopissa on nyt kasvun hinnoittelukertoimet EM-maissa verrattuna länsimarkkinoihin. Lisänsä soppaan tuo vielä mahdollinen Kiinan juanin re-

valvaatio keväällä, kun poliittinen paine tälle on USA:sta pienimmillään ennen mid-term -vaaleja. Kertarevalvaatio 5-7 % ei ole ollenkaan mahdollon, ja Kiinan osakemarkkinoille tämä olisi hetkellinen tiputus, mutta mielestämme pidemmällä aikavälillä selvästi hyvä asia.

Länsipörssissä sijoittajien ostovirta tukee kurssia nyt ja USA:ssa osakkeiden takaisinostot ja M&A-aktiiviteetti tukevat selvästi pörssiä tällä hetkellä.

Suomessa Q4-tulosten yhteydessä indikoidut osingot tälle keväälle olivat kauttaaltaan positiivinen yllätys markkinoille.

Osakkeissa nousupotentiaalia

Tulevaisuus

Ennakoimme yhä osakekurssien olevan ylempänä puolen vuoden tähtäimellä (Eurostoxx 50 tasolla 2800). Pidemmän aikavälin ainekset osakekurssien nousulle ovat hyvin olemassa. Arvostustaso ei ole haastava, likviditeetti-tilanne on hyvä ja tuloskasvumomentti on korjaantumassa. Joka tapauksessa kovin talouskasvun kiihtymisen vaihe alkaa olla ohi ja selektiivisyys muodostuu merkittäväksi tekijäksi osakemarkkinoilla. Osake- ja sektorivalinnalla tullaan tekemään merkittävää lisäarvoa tämän vuoden aikana. Matalat käteisen korkotasot G3-alueella tukevat länsipörssien nousua ja sijoittajilla tuntuu olevan selvä halu lisätä allokaatioonsaan osakeriskiä, kunhan tilanteeseen nähden liian aikaiset keskuspankkien likviditeetin kiristystoimet eivät pääse sotkemaan toipumista. Virta-analyysi osakerahastoista tukee tätä näkemystämme, sillä BoA/Merrill Lynchin salkunhoi-

tajille tekemän tutkimuksen mukaan osakepainoja laskettiin voimakkaasti helmikuussa (ylipainossa oli enää 33 % sijoittajista vs. 56 % tammikuussa). Oletamme positioinnin olevan enemmän neutraali tällä hetkellä ja tukevan kurssinousua maaliskuussa.

Pienyhtiöissä näkymät hyvin menneen alkuvuoden jälkeen ovat edelleen kohdillaan, sillä mm. yritysostot ja -kaupat tukevat pienyhtiöitä tässä syklin vaiheessa.

Arvostustasoissa emme ennako edelleenkään suurta muutosta keväälle 2010. P/E-lukujen ollessa keskeisissä länsi-indekseissä noin 16 (Eurostoxx50 P/E 16, kirja-arvo P/B 1,3x) pidämme edelleen todennäköisenä, että konsensusestimaatit nousevat osakekurssien mukana indeksitasolla.

Vaihtoehtoiset sijoitukset

Kiinteistöt

Kiinteistöjen allokaatiopaino säilytetään neutraalissa. Erittäin vaikeat talvimyrskyt ovat häirinneet rakentamista USA:ssa ja myös viimeisimmät asuntokaupan luvut Yhdysvalloista kielivät helmikuun olleen jälleen yksi kuukausi, joka vei asuntomarkkinoiden toipumista hieman pidemmälle. Markkinafokuksessa on tällä hetkellä myös selvästi Kiinan kiinteistömarkkinoiden tilanne ja koska keskuspankki on jo lähtenyt likviditeetin kiristystoimiin niin monet markkinaosapuolet aprikoivat kiinteistömarkkinan olevan selvästi ylikuumentunut Kiinassa. Viimeisen 5 vuoden aikana keskimääräinen kiinteistöjen hintojen nousu Kiinassa on ollut n. 10 % ja kymmenen vuoden aikana 7,5 %, joten vauhti on selvästi jopa BKT:ta hitaampaa.

Vaihtoehtoiset sijoitukset

Pääomasijoitusmarkkinan suhteen alipainotuksemme säilyy. Vielä ei ole mielestämme aika lisätä private equityä salkkuihin.

Vaihtovelkakirjalainojen suhteen olemme sen sijaan positiivisempia osakemarkkinoiden optimismimme siivittämänä. Vvk-lainat tarjoavat allokaatiossa hyvää puskuria osakemarkkinoiden laskuja vastaan vielä kun delta-tasot (herkkyydet osakkeisiin) ovat verrattain maltillisia.

Hedge fundit ovat verrattain hyvissä asemassa yleisen markkinakehityksen tukiessa suunta-tradeja ja volatiliiteetin pysyessä kohtalaisen maltillisena. Korkopuolen hedge fund –valintamme jatkaa hyvää performanssiaan. M&A-markkinaan keskittyvät hedge-fundit alkavat olla kiinnostavia sen markkinan käynnistyttyä toden teolla. Hedge fund –teollisuudenala on muutoin kokemassa suurta regulaatio-painetta läpinäkyvyyden parantamiseksi ja mm. viimeksi EKP kommentoi paineiden olevan hedge fundien kiristävää valvontaa kohti.

Hyödykkeet

Hyödykemarkkinoilla öljyn hinnan nousu on hieman rauhoittunut. Emme usko öljyn hinnan nousevan rajusti enää näiltä tasoilta (n. 80 \$/barreli) lähiviikkoina. Energian syklinen performanssi pidemmällä aikavälillä on kuitenkin hyvinkin voimissaan talouskasvun saadessa globaalisti enemmän virtaa.

Teollisten metallien puolella erityisesti kuparin hinta nousi voimakkaasti Chilen maanjäristyksen jälkeen. Mielestämme kuparin ja muiden teollisten metallien hinnoissa on hieman laskuvaraa tällä uutisvirralla vallitsevilta hintatasoilta, ennen kuin allokaatiolisäyksiin olisi suuremmin aihetta.

Maatalouden raaka-aineiden puolella ennakoimme hintapaineiden olevan kauttaaltaan ylöspäin kylmän sään johdosta. Myös syklinen kehitys tukee Ruokasijoituskorimme asemia.

Muutamissa raaka-aineissa krooninen ali-investointitilanne tuotantoon jatkuu edelleen (mm. kaakao ja sokeri).

Markkinanäkemys (muutos edelliseen kuukauteen)		Kuukausikohtainen suositus 6/2008 – 3/2010 *																							
		6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3		
Korot: Lievä alipaino	(=)	4	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	3	3	3	4	3	3	3	3	2	2	2		
Eurooppa rahamarkkinat: Alipaino	(=)	5	5	5	5	5	5	5	5	4	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		
Eurooppa valtionlainat: Lievä alipaino	(+)	2	2	3	4	4	3	3	1	1	2	2	1	2	2	3	2	2	2	2	1	1	2		
Investment Grade: Lievä ylipaino	(=)	4	3	3	3	3	3	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4	4		
High Yield ja strukturoidut tuotteet: Lievä ylipaino	(=)	4	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3	4	3	3	3	2	3	3	3	4	4	4		
Kehittyvien markkinoiden korot: Lievä ylipaino	(+)	4	5	5	4	4	4	4	4	4	3	3	3	2	2	2	2	3	3	3	3	4	4		
Inflaatio: Alipaino	(-)	4	3	3	3	3	4	4	3	2	3	2	2	3	3	2	3	2	2	1	2	2	1		
Osakkeet: Ylipaino	(=)	1	2	2	2	2	2	1	3	3	2	2	4	4	3	3	4	4	3	3	4	5	5		
USA: Lievä ylipaino	(=)	3	3	2	2	2	2	2	3	3	3	4	3	3	3	4	4	3	3	4	4	4	4		
Eurooppa: Lievä alipaino	(=)	1	1	2	1	1	1	1	2	2	2	2	3	3	3	2	2	3	3	2	2	2	2		
Japani: Alipaino	(=)	2	2	2	2	2	2	1	2	2	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1		
Kehittyvien markk. osakkeet: Lievä ylipaino	(-)	3	3	2	2	2	3	3	4	4	3	4	4	5	5	4	4	4	3	4	4	5	4		
Vaihtoehtoiset sijoitukset: Neutraali	(=)	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3		
Pääomasijoitukset: Alipaino	(=)	3	2	2	2	2	3	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		
Kiinteistöt: Neutraali	(-)	1	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	3	3	3	4	4	4	4	4	3	3		
Hedge rahastot: Lievä ylipaino	(=)	5	5	5	5	5	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	3	4	3	4	4	4	4		
Vaihtovelkakirjalainat: Neutraali	(=)															4	4	4	3	2	2	2	3	3	3
Hyödykkeet: Neutraali	(-)	3	3	3	1	1	3	4	4	4	4	4	4	4	3	2	3	3	4	3	3	4	3	3	

* Kuukausikohtaisten suositusten selitteet: 1 = Alipaino, 2 = Lievä alipaino, 3 = Neutraali, 4= Lievä ylipaino, 5 = Ylipaino