

Sisällysluettelo

Sisällysluettelo.....	- 1 -
Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä 2014 ja 2015.....	- 2 -
... ja oletukset korkokehityksestä	- 3 -
Frontin sijoitusstrategian päälinjat	- 4 -
Ukrainan kriisin suurin häviö on Venäjä.....	- 7 -
Maailmantalouden kasvu elpyy, Suomen ahdinko lisääntyy	- 11 -
Rahoitusmarkkinat luottavaiset, paineet EKP:ia kohtaan jatkuvat.....	- 18 -

Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä 2014 ja 2015

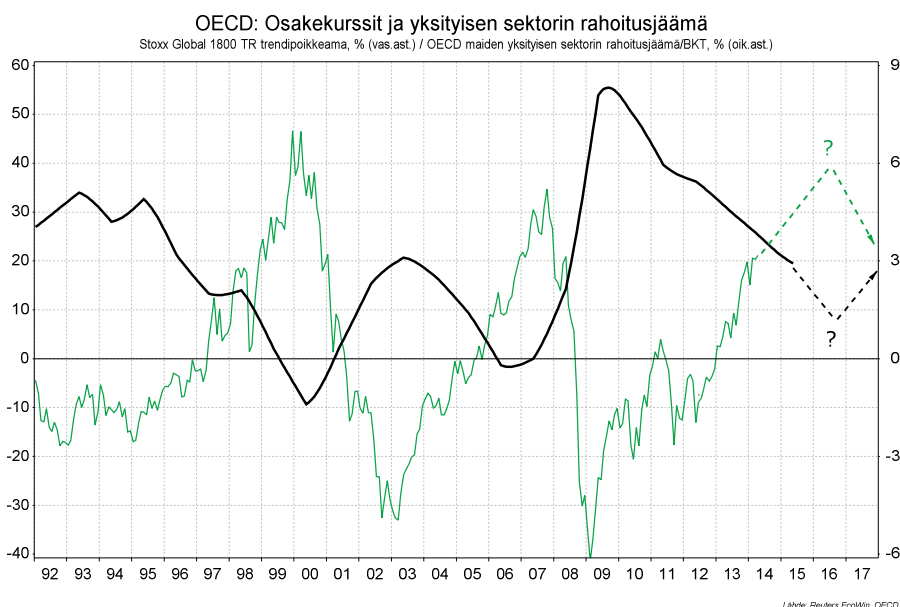
- › **Maailmantalous on alkuvuonna kehittynyt likimain ennustetusti ja arvio talouskasvun nopeutumisesta 2014 ja 2015 on säilynyt ennallaan.** Talouskasvun odotetaan nopeutuvan nimenomaan kehittyneiden (DM) maiden osalta samalla, kun kehittyvien maiden (EM) kasvu säilyy likimain ennallaan, runsaassa 5 prosentissa. Toki maakohtaiset arviot ovat muuttuneet kevään aikana ja esimerkiksi Ukrainan kriisi heikentää merkittävästi mm. Venäjän ja Suomen näkymiä. Toisaalta on myös nähty odotettua positiivisempaa kehitystä Ison-Britannian ja Japanin osalta, jotka ylsivät erinomaiseen talouskasvuun alkuvuonna. Euroalueella Saksan talouskasvu nopeutui, mutta muiden alueen valtioiden kehitys tuotti pettymyksen. Tämäkään ei lopulta ollut yllätys, vaan maakohtaisen kehityksen odotettiin eriytyvän entisestään euroalueella. Kiinan BKT:n kasvu hidastui odotetusti, mutta ylsi kuitenkin reilusti yli seitsemään prosenttiin. Yhdysvaltojen varsin positiiviset talousnäkymät ovat säilyneet ennallaan, vaikka erityistekijät, kuten ankara talvi, pysäytti kasvun lähes nolnaan ensimmäisellä neljänneksellä. Yhdysvaltojen positiivisia näkymiä tukee se, että repivät poliittiset riidat saatiin rauhoitettua vuodenvaihteessa ja keskuspankin odotetaan jatkavan maltillisella ja pragmaattisella linjallaan pääjohtajavaihdoksesta huolimatta.
- › Suomalaisen näkökulmasta on luonnollisesti ikävää, että nimenomaan **Suomen kehitys on ollut markkinoiden vaisujakin odotuksia kehnompaa**, kun lähes kaikkien keskeisten toimialojen tuotanto jälleen heikkeni alkuvuonna. Venäjän talouskehityksen tuntuva heikentyminen Ukrainan kriisin vuoksi lisää mustia pilviä Suomen talouden näkymiin. Poliittikan osalta positiivista oli Intian parlamenttivaalien tulos toukokuussa, jonka ennakoitaan synnyttävän merkittäviä reformeja talouden rakenteiden parantamiseksi. Myös useat latinalaisen Amerikan maat ovat edenneet tällä rintamalla (kuten Meksiko) ja Brasiliaan kohdistuu kasvavasti positiivisia odotuksia syksyn vaalien suhteen.
- › **Inflaation odotetaan edelleen säilyvän maltillisena.** Alkuvuonna inflaatio on hidastunut erityisesti Kiinassa, alle kahteen prosenttiin ja euroalueella noin puoleen prosenttiin. Yhä useammassa maassa deflaatio nähdään suurempana uhkana talouskehitykselle kuin nopea inflaatio. Myös Yhdysvalloissa inflaation odotetaan jäävän maltilliseksi talouskasvun nopeutumisesta huolimatta. Jos euroalue on vaarassa ajautua deflaatioon, Japani on menestyksellä kyennyt nostamaan inflaatiovauhdin lähes kahteen prosenttiin. Teollisuusmaiden rahapolitiikan voidaan odottaa säilyvän keveänä vielä pitkään, sillä inflaation kiihtymiselle ei ole perusteita. Raaka-aineiden hintakehitys on ollut maltillista ja globalisaation tuoma kilpailu on tehokas hintojen nousun jarru.
- › **Euroalueella kriisitunnelma helpotti selvästi talven aikana ja EKP on onnistunut lisäämään luottamusta euron pysyvyyteen, mikä on rauhoittanut rahoitusmarkkinoita.** Kun samalla useimmissa euromaissa vallitsee massatyöttömyys ja talouskasvun eväät ovat olemattomat, paineet ranteellisiin uudistuksiin ovat hiipuneet. Tämä tilanteessa, jossa useimpien euromaiden julkinen velka on selvästi suurempi kuin pahimpina kriisivuosina 2010-2012. Lisäksi useat euromaat kärsivät heikosta kilpailukyvyvystä mm. ylivahvan euron kurssin vuoksi. Paineet EKP:ta kohtaan ovat siten kasvaneet, jotta se vihdoinkin tekisi jotakin euroalueen luottolamalle, deflaatiouhalle ja euron ylivahvalle kurssille. Koska poliittikkojen eväät rakenneuudistuksiin ovat olemattomat, EKP ja sen politiikka tulee jatkossakin olemaan euroalueella huomion keskiössä.
- › Kehittyvien talouksien tilanne on kohentunut talven aikana ja talouksien tasapainottaminen ja rakenneuudistukset ovat edenneet hyvällä mallilla. Kiinan tilannetta seurataan länsimaissa tiiviisti, mutta tosiasiasa dramatiikka on kaukana. Ylijäämäisenä taloutena Kiina voi jatkaa talouden rakenteiden vähittäistä uudistusta omassa tahdissaan.

... ja oletukset korkokehityksestä

- Yhdysvaltojen keskuspankki on jatkanut keväällä vähittäistä arvopaperiostojen vähentämistään. Silti ollaan vielä kaukana tilanteesta, jossa FED:llä on tarve korottaa korkojaan. Kaiken kaikkiaan OECD-maiden keveä rahapolitiikka jatkuu ja **keskuspankkien ohjaukset säilyvät matalalla pitkälle tulevaisuuteen**. Tähän on useita syitä: Inflaatiopaineet ovat vähäisiä ja useissa maissa, kuten euroalueella ja Japanissa deflaatio on todellinen uhka. Finanssikriisistä toipuminen on edelleen käynnissä, vaikka esimerkiksi Yhdysvalloissa ja Britanniassa asiat ovat edenneet hyvin ja esim. asuntomarkkinat ovat toipuneet pahimmasta. Korkojen mataluutta tukee myös valuuttakurssien aiempaa suurempi merkitys rahapolitiikassa. Japanin menestyksessä devalvaatiopolitiikka rajoittaa muiden teollisuusmaiden ja Aasian kehittyvien maiden keskuspankkien liikkumatilaa. Harvalla maalla on varaa heikentää kilpailukykyään ja vaarantaa talouskasvuun vahvistuvalla valuutalla, jota korkeat korot ruokkisivat. Euroalueella EKP on jähkaillut erityistoimien suhteen, joilla helpotettaisiin pankkien luottolamaa, deflaatiouhkaa ja euron tolkutonta vahvuutta valuuttamarkkinoilla. Nyt katseet kohdistuvat eurovaalien jälkeiseen EKP:n kesäkuun alun kokoukseen. Talvella 2011-12 myönnetyt LTRO-luotot erääntyvät runsaan puolen vuoden päästä ja ilman uusia toimia EKP kiristää merkittävästi pankkijärjestelmän likviditeettiä. Todennäköisesti EKP tekee kesän aikana jotakin, sillä mitä pidemmälle EKP siirtää toimiaan, sitä varmemmin euroalueen talouskehitys jatkuu heikkona ja yhteisvaluutta-alue ajautuu deflaatioon. **Sijoittajalle tämä merkitsee joka tapauksessa olemattomia tuottoja lyhytaikaisille korkosijoituksille pitkään.**
- Kehittyvien talouksien osalta korkopaineet ovat myös hellittäneet. Viime vuonna useat vaihtotaseeltaan alijäämäiset maat joutuivat tukemaan heikentyvää valuuttaansa korkoja korottamalla, mutta nyt keväällä nämä paineet ovat vähitellen vaimentuneet. Maksutaseiden kohentuminen, talousuudistukset ja inflaatiopaineiden vaimentuminen on pysäyttänyt korkojen nousun. Merkittävistä EM-maista ainoastaan Venäjä on joutunut nostamaan korkojaan Ukrainan tilanteeseen liittyneen valuuttatapaan vuoksi. Rahapolitiikan kevennyistä voidaan loppuvuonna odottaa Kiinassa, koska inflaatiovauhti on hidastunut tuntuvasti alle keskuspankin tavoitteen samalla, kun luotonannon ja talouden kasvu on hidastunut. Kiinassa rahapolitiikan keventämiselle olisikin tilaa, sillä pankkien varantovelvoite on jopa 20 prosenttia.
- Vuosi sitten pitkät korot nousivat erityisesti Yhdysvalloissa, kun markkinat spekuloiivat FEDin politiikasta. Talvella ja keväällä markkinat rauhoittuivat ja nyt valtionlainojen korot ovat selvästi matalammalla kuin vuodenvaihteessa. Euroalueella deflaatiovaara on laskenut korkoja odotettuakin enemmän. Arviomme mukaan tuleme jatkossakin näkemään Yhdysvalloissa korkopiikkejä, mutta **perusteita korkojen trendinomaiselle nousulle ei ole**. Euroalueella ongelmamaiden valtionlainojen korot ovat laskeneet tuntuvasti suhteessa Saksan valtionlainakorkoihin ja tämä kehitys on jatkunut tämän vuoden puolella. Suurimmat riskit rahoitusmarkkinoiden levottomuuteen ajoittuvat eurovaalien jälkeiseen aikaan, kun euroalueen ongelmia (Kreikka, pankkien luottolama jne.) aletaan jälleen hoitaa "vaalirauhoituksen" jälkeen. Yrityslainojen (varsinkin HY) osalta arvioimme, että korkoerot valtionlainoihin ovat lähes kaventuneet sille tasolle, mikä vastaa pitkän aikavälin luottoriskejä. Kaventumisesta ruokkii enää se, että valtionlainat ja lyhyet korot eivät tuota juuri mitään.
- Valuuttamarkkinoilla on jo pidempään odotettu, milloin euron vahvistuminen kääntyy edes maltilliseksi heikentymiseksi. Ratkaisevaa on lopulta EKP:n toiminta. Euro heikkenee joko EKP:n erityistoimien seurauksena loppuvuonna tai myöhemmin euroalueen talouskurjuuden syventyessä.

Frontin sijoitusstrategian päälinjat

- Allokaatiostrategia on tällä hetkellä neutraali osakkeiden ja korkosijoitusten painotuksessa. Tämä koskee sekä lyhyen aikavälin taktista että pitkän aikavälin strategista painotusta. Strateginen painotus oli pitkään osakesijoituksia suosiva, mutta nyt arviomme mukaan ollaan siirrytty loppuvaiheeseen keväällä 2009 alkaneella nousumarkkinalla. Tämä ei tarkoita, että arvioisimme osakemarkkinoiden kääntyvän trendinomaiseen laskuun aivan lähiaikoina, mutta varaudumme vähitellen siihen riskiin, että rahoitusmarkkinoiden sykli saavuttaa jälleen huippunsa. Keveä rahapolitiikka on tukenut Finanssikriisin jälkeen yksityisen sektorin säästämisen laskua ja tämä on ollut keskeinen tekijä suhdanteiden elpymisessä ja osakekurssien nousussa varsinkin Yhdysvalloissa. Koko OECD-maiden alueella säästäminen on laskenut jo tuntuvasti 2009 huipusta, mutta vielä ei olla kriittisen alhaisella tasolla, kuten vuosittuhannen vaihteessa 2000 tai ennen Finanssikriisiä 2006-07. Pitkän aikavälin nousutrendiin nähden OECD-maiden osakekurssit ovat kuitenkin jo korkealla ja varsinkin Yhdysvalloissa kurssitaso on korkea useilla arvostus ym. mittareilla tarkasteltuna.



- Kuten teknokuplan aikana 2000-luvun alussa ja ennen Finanssikriisiä 2006-07 markkinoilla ei nähty tilanteen vaarallisuutta, vaan kesti pitkään ennen kuin perusteet pitempiaikaiselle kurssilaskulle hyväksyttiin. Aivan samalla tavalla tällä hetkellä rahoitusmarkkinoiden näennäinen rauhoittuminen on lisännyt sijoittajien luottamusta positiivisen kehityksen jatkumiseen. Perimmiltään Finanssikriisi ja sitä seurannut poikkeuksellinen keveä rahapolitiikka ja alhaiset korot kuitenkin ruokkivat jo uutta kriisiä. Keskuspankkien paineet reaalitalouden (kasvu ja työllisyys) tukemiseksi ovat niin suuret, että riski rahoitusmarkkinoiden ajautumisesta epätasapainoon on merkittävä. Yo. kuviossa pyritään havainnollistamaan tätä riskiä. Yksityisen sektorin (netto)säästämisen ennakoidaan edelleen vähenevän tänä ja ensi vuonna, joten on riski siitä, että osakekurssien nousu jatkuu kestävämmälle tasolle, on suuri. **On todennäköistä, että Frontin allokaatiostrategiassa siirrytään seuraavaksi osakkeiden strategiseen alipainoon, eli taktiset osakepainon vaihtelut tapahtuvat jatkossa neutraaliallokaation alapuolella.**
- Taktisesti osakepaino** on vaihdellut tuntuvasti viime vuosina markkinatilanteen ja erilaisten häiriötilanteiden mukaan. Varsinkin eurokriisi on heiluttanut tuntuvasti markkinoita

ja näissä tilanteissa on reagoitu joko osakepainoa lisäämällä tai vähentämällä. Taktista osakepainoa on vähennetty nyt keväällä ja on sinänsä sattuma, että tämän katsauksen kirjoittamisen aikana sekä taktinen että strateginen linjaus on neutraali. Vaikka osakepainon aktiivinen taktinen säätely on tärkeä osa sijoitusstrategiaamme, nousee lähivuosina osakepainon strateginen säätely avainkysymykseksi sijoittamisessa.



- » **Korkostrategia on ollut viimeisen puolen vuoden aikana korostetun tuottohakuinen.** Luottoriskin osalta viime vuosina on painotettu HY-yrityslainoja ja viime syysystä alkaen korkean tuoton valtionlainoja (Italia, Espanja). Korkoriskin osalta duraatio oli viime vuonna aina syyskuuhun saakka maltillinen, mutta alkusyksyllä ja varsinkin marraskuussa korkoriskiä kasvatettiin tuntuvasti. Ainoastaan EM-valtionlainojen osalta on oltu varovaisempia. Marraskuussa loput EM-valtionlainat vaihdettiin pääosin euroalueen korkean tuoton valtionlainoihin. Euroalueella olimme valmiita ottamaan enemmän riskiä sen puolesta, että ongelmamaiden ja Saksan joukkolainakorkojen eron kaventuminen jatkuu ainakin kuluvan vuoden alkupuoliskolla. Mikäli EKP aloittaa erityistoimia ja lisää likvideettiä markkinoille, korkoerojen kaventuminen voi vielä jatkua. IG- ja HY-yrityslainojen tuotto on vielä kohtuullinen verrattuna niiden luottorisktiin, joten emme odota enää merkittävää korkoerojen kaventumista loppuvuonna 2014. Korkosijoittajan tuska on todellinen, sillä käteisen tuotto on lähes olematon. Toisaalta korkojen nousua ei ole näköpiirissä sillä inflaatiopaineet ovat olemattomat varsinkin euroalueella. **Frontin korkostrategia painottaa HY-yrityslainoja ja euroalueen korkean tuoton valtionlainoja. Salkun korkoriski, duraatio, vastaa vertailusalkun duraatiota.**
- » **Osakestrategian päälinja on ylipainottaa Pohjoismaita, Isoa-Britanniaa, Japania, Australiaa ja Kanadaa sekä niitä kehittyviä talouksia, joilla on kohtuullinen arvostus ja vahva maksutase.** Alipainotus koskee euromaita (ml. Suomi) ja heikon maksutaseen EM-maita. Ukrainan kriisiin osallistuvalla Venäjällä ei sijoiteta käytännössä lainkaan. Yhdysvallat on hieman alipainossa. Yhdistelmäosakkeissa sekä DM- että EM-maat kokonaisuutena ovat likimain neutraalipainossa. Eurokriisin akuutin vaiheen päättymisestä huolimatta alueen pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat kehnot, joten euroalueen osakkeet ovat alipainossa. Lisäksi euroalueen sijoituksissa painotetaan niitä yrityksiä, joiden liiketoiminta on korostetun globaalia (terveydenhoito, teknologia ja teollisuustuotteet ja -palvelut). Oman valuuttansa säilyttäneet Pohjoismaat ovat ylipainossa ja ne ovat hyviä esimerkkejä maista, joiden pörssiissä on paljon niiden toimialojen yrityksiä, jotka hyötyvät

mm. kehittyvien maiden talouskasvusta. Osana euroaluetta Suomen osakkeet ovat alipainossa ja toimialavalinnoissa globaalia liiketoimintaa harjoittavat yhtiöt ja toimialat ovat voimakkaassa ylipainossa. Kotimarkkinayrityksiin tai Venäjälle suuntautuneisiin yrityksiin sijoitetaan vain marginaalisesti. Japani on ollut ylipainossa jo marraskuusta 2012 lähtien. Vaikka alkuvuonna Japanin osakemarkkinat ovat olleet pettymys, ylipainotusta jatketaan. Kanada ja Australia otettiin salkkuun 2012 hajauttamaan salkun riskiä. Yhdysvaltojen osakkeiden suurin ongelma liittyy niiden korkeaan arvostukseen, minkä vuoksi maa on hieman alipainossa. Myös Yhdysvaltojen osalta painotetaan yrityksiä, joiden liiketoiminta on korostetun globaalia.

- › EM-maiden osakkeet ovat huomattavan paljon maltillisemmin arvostettu kuin DM-maiden. Sijoittajat näkivät lyhyellä aikavälillä riskejä useissa EM-maissa, minkä vuoksi pääomavirrat olivat tärkein tekijä EM-maiden pörssien heikkoon kehitykseen 2013. Keväällä on nähty ensimmäisiä merkkejä siitä, että pääomavirrat olisivat kääntymässä. Tätä on tukenut mm. useissa EM-maissa toteutetut rakenteelliset uudistukset. Frontin osakestrategiassa EM-osakkeet ovat edelleen merkittävässä painossa, mutta osakestrategia painottaa voimakkaasti niitä EM-maita, joissa talouksien tasapaino on hyvä ja kasvunäkymät vahvat. **Kehittyvillä markkinoilla tämä merkitsee Aasian maiden ylipainotusta.** Tuntuvimmat alipainotukset koskevat Latinalaista Amerikkaa, Turkkiä ja Lähi-itää sekä Etelä-Afrikkaa. Myös Itä-Eurooppa ja on alipainossa ja Venäjälle ei sijoiteta käytännössä lainkaan.
- › Vaikka eurokriisi näyttää vaimentuneen, jatkuu se massatyöttömyyden, heikon talouskasvun ja politiikan kriisinä. Euromaiden kehityksen eriytyminen lisää jännitteitä. Vain liittovaltiokehitys voi vakauttaa tilanteen, mutta se on poliittisten realiteettien vuoksi nyt hyvin hidasta. EKP:n rooli kriisin oireiden lievittäjänä korostuu pitkälle tulevaisuuteen ja luo eurosta vähitellen ns. "pehmeän" valuutan. **Sijoitusstrategia huomioi tämän riskin ja merkittävä osa sijoituksista on hajautettu euroalueen ulkopuolisiin valuuttoihin.**
- › **Vuodenvaihteessa hyödykkeistä luovuttiin omaisuusluokkana, johon sijoitetaan pitkäaikaisesti.** Jatkossa voidaan edelleen sijoittaa hyödykkeisiin, mutta sijoitukset ovat lähtökohtaisesti lyhytaikaisia liittyen markkinoiden yli- ja alilyönteihin. Tällä hetkellä sijoitusstrategia sisältää sijoitukset maatalouden hyödykkeisiin ja teollisuusmetalleihin. Maatalouden hyödykehinnat ovat nousseet alkuvuonna tuntuvasti, kun markkinoilla on spekuloitu El Niño -ilmiöstä.

26.5.2014 Ari Aaltonen

Kaavio 1. Frontin yhdistelmä-salkun allokationäkemys 26.5.2014

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	-- - 0 + ++			
Valtionlainat		9,0%	15,0%	-6,0%
Yrityslainat				
Korkea riski (HY)		20,5%	10,0%	10,5%
Matala riski (IG)		11,4%	25,0%	-13,6%
Osakkeet				
Kehittyvät (EM)		20,0%	20,0%	0,0%
Kehittyneet (DM)		26,2%	25,0%	1,2%
Hyödykkeet		3,1%	0,0%	3,1%
Käteinen		9,7%	5,0%	4,7%

Ukrainan kriisin suurin häviö on Venäjä

- › **Keväällä rahoitusmarkkinoille tuli uusi epävarmuustekijä, kun Ukrainan kriisi kärjistyi maaliskuun alussa.** Sinänsä vaikea tilanne Ukrainassa oli jatkunut jo viime vuoden marraskuusta, kun venäläismielinen presidentti hylkäsi Ukrainan ja EU:n lähentymissopimuksen. Helmikuun lopussa kriisi oli ajautunut tilanteeseen, jossa läpikorruptoituneen venäläismielisen presidentin valta romahti. Opposition valtaannousu merkitsi samalla täyskäännöstä Ukrainan ulkopoliittisessa suuntautumisessa ja pitkään jatkunut valtakamppailu päättyi länsimielisten voittoon. Itse asiassa koko Ukrainan itsenäisyysaika on leimannut venäläismielisten ja eurooppalaisuutta korostavien kamppailu vallasta. Kansainväliseen huomioon kamppailu tuli 2004, kun nk. Oranssissa vallankumouksessa venäläismielinen presidentti syrjäytettiin. Vuoden 2008 presidentinvaaleissa valta palautui – nyt syrjäytetyille - presidentille.
- › **Venäjä reagoi** Ukrainan vallanvaihdokseen presidenttinsä, **Putinin, johdolla maaliskuun alussa ja venäläiset erikoisjoukot tunkeutuivat Krimin strategisesti tärkeisiin kohteisiin**, kuten lentokentille, saartoivat ukrainalaiset varuskunnat ym. sotilaskohteet. Samalla alueella asuvia venäläisiä marssitettiin mielenosoituksiin vaatimaan Krimin irtautumista Ukrainasta, kansanäänestystä Krimin itsenäisyydestä ja mahdollisesta liittymisestä Venäjään. Venäjän tavoitteista tuossa vaiheessa oli suurta epäselvyyttä, mutta ainakaan Ukrainan uuden hallinnon kaataminen ei onnistunut, kun valtaosa saarretuista ukrainalaisista varuskunnista säilyi lojaleina Ukrainalle, eli uudelle hallinnolle.
- › **Länsivallat ja Ukrainan hallitus tuomitsivat Venäjän toimet**, jotka muistuttivat paljon 2008 Georgiaan tehtyä invaasiota. Heti kriisin alussa Länsivallat ilmoittivat ottavansa erilaisia talous- ym. pakotteita asteittain käyttöön Venäjän toimien torjumiseksi. Huomionarvoista oli myös se, että Kiina ilmoitti tukevansa Ukrainan alueellista koskemattomuutta, eikä äänestänyt YK:n turvaneuvostossa Venäjän rinnalla päätöslauselmasta, joka tuomitsi Venäjän toimet. **Venäjä jäi mielipiteineen yksin** ja sai ymmärrystä lähinnä maailmanpolitiikan hylkiövaltioilta. Jo maaliskuun alkupuolella tilanne alkoi vakaantua, kun kävi selväksi, että Venäjän miehitys ulottuu vain Krimiin.
- › Rahoitusmarkkinoilla osakekurssit laskivat voimakkaasti maaliskuun alussa, kun kriisi alkoi ja sodanuhka oli todellinen. Erityisen jyrkästi kurssit tulivat alas Moskovan pörssissä samalla, kun paine ruplan heikentymiseksi valuuttamarkkinoilla oli voimakas. Venäjän keskuspankki tuki koronnostolla ja valuuttainterventioilla ruplaa useaan otteeseen maaliskuussa. Varsin pian globaalit osakemarkkinat kuitenkin toipuivat, kun alkoi käydä selväksi, että pahimmat pelot kriisin eskaloitumisesta eivät toteudu. Rahoitusmarkkinoilla epävarmuuden huippu saavutettiin jo ennen maaliskuun puoliväliä, kun Krimillä järjestettiin ns. ”kansanäänestyksen” Krimin kohtalosta. Varsin kyseenalaisissa olosuhteissa järjestetyn kansanäänestyksen tuloksena Krim julistautui itsenäiseksi ja pian tämän jälkeen haki liittymistä Venäjään. Venäjä vahvisti alueliitoksen ja Krimistä tuli - de facto – osa Venäjää. Uudelleen epävarmuus lisääntyi huhtikuun puolivälissä, kun kriisi eskaloitui Itä-Ukrainaan.
- › **Koko kriisin ajan on ollut epäselvää, mitkä ovat perimmiltään Venäjän tavoitteet.** Aluksi ajateltiin, että Venäjä pyrkii ennen kaikkea horjuttamaan Ukrainan uutta hallintoa samalla, kun Venäjän presidentti ja media esiintyivät uhmakkaasti länsimaita kohtaan. Maaliskuun edetessä alettiin kuitenkin arvioida, että Venäjän tavoitteet liittyivät ainoastaan Krimin niemimaan liittämiseen Venäjään. Kun lisäksi Yhdysvaltojen ja EU:n vastatoimet ja pakotteet, kuten myös Venäjän vastapakotteet jäivät vähäisiksi, kriisin arvioitiin asettuvan pattitilanteeksi. Venäjä oli liittänyt Krimin itseensä, mutta Länsimaiden vastatoimet jäivät varsin maltillisiksi. Kriisi alkoi kuitenkin eskaloitua uudelleen huhtikuussa, kun Itä-Ukrainassa aseistautuneet venäjämieliset separatistit alkoivat vallata hallintorakennuksia, poliisiasemia ym. Länsimaat ja Venäjä alkoivat samalla kiistellä siitä, osallistuvatko Venäjältä tulleet

agentit/provokaattorit tilanteen kärjistämiseen. Tilanne rauhoittui hetkeksi pääsiäisen alla, kun Venäjä, Ukraina, EU ja Yhdysvallat pääsivät yllättäen nk. Geneven sopimukseen, jossa osapuolet ilmoittivat mm. riisuvansa erilaiset aseelliset joukot aseista. Pian Geneven sopimus alkoi kuitenkin murentua, kun Itä-Ukrainassa venäjämieliset separatistit alkoivat laajemmin vallata keskeisten kaupunkien hallintorakennuksia ja ilmoittivat pitävänsä ”kansanäänestyksen” Ukrainan itäisten maakuntien itsenäisyydestä. Kiovan hallinnon oli tässä vaiheessa pakko reagoida tilanteeseen, jotta sen sisäinen ja ulkoinen uskottavuus ei romahtaisi. Alkuvaiheessa Ukrainan armeijan operaatiot osoittautuivat täydellisiksi epäonnistumisiksi ja mm. yksi laskuvarjojääkäriyrykmentti hajotettiin surkean esityksen vuoksi. Tämä rohkaisi Itä-Ukrainan separatisteja ja he järjestivät ”kansanäänestyksen” alueen itsenäisyydestä. Väkivaltaisuudet levisivät samalla Etelä-Ukrainan Odessaan. Jälleen Länsivallat reagoivat tiukentamalla pakotteita Venäjää vastaan ja ilmoittivat toukokuun alussa edelleen pakotteiden laajentamisesta (nk. 3. vaiheen pakotteet), jos Venäjä häiritsee Ukrainassa pidettäviä presidentinvaaleja 25.5. Ja tähän Venäjä reagoi jälleen pyrkimällä liennyttämään tilannetta ilmoittamalla, että se vähentää joukkojaan Ukrainan rajalla ja tukee Ukrainan demokraattisia presidentinvaaleja. Samalla esitettiin pyyntö Itä-Ukrainan separatisteille, että he eivät hakisi Venäjän osaksi. Tosiasiassa joukkojen siirrot ovat jääneet vähäisiksi ja venäläisten osallisuudesta Itä-Ukrainan provokaatioissa on useita todisteita.

- > Konfliktin etenemisen kannalta on tärkeää miettiä, miten Venäjä toimii jatkossa. Eli 1) onko Venäjällä ollut jokin suunnitelma tai tavoite Ukrainan kriisissä ja 2) millä periaatteella Venäjä toimii kriisin aikana. Jälkimmäiseen kysymykseen on helpompi vastata ja se ohjaa perimmiltään tapahtumien kulun. **Venäjän toiminta on osoittautunut koko kriisin ajan pikemminkin opportunistiseksi kuin suunnitelmalliseksi.** Jokaisessa tilanteessa Venäjä on mennyt aina niin pitkälle kunnes vastapuoli (USA) on reagoinut riittävän voimakkaasti. Tilannetta on kiristetty ja liennytetty useita kertoja. Länsimaiden näkökulmasta Venäjä toimii kuin varas, joka huomaa tilanteen otolliseksi ja käyttää sitä hyväkseen, vaikka tietää toimivansa sopimusten vastaisesti. Omasta näkökulmastaan Venäjä toimii kuin uudelleen syntynyt suurvalta, jonka ei tarvitse kunnioittaa tekemiään sopimuksia. Keskeistä Ukrainan kriisissä onkin se, että Länsimaiden näkökulmasta Venäjä on rikkonut 1990-luvun puolivälissä tekemäänsä sopimusta, jossa Venäjä, Yhdysvallat ja Iso-Britannia sopivat kunnioittavansa Ukrainan rajoja, jos Ukraina luopuu ydinaseistaan. **Länsivaltojen ja Venäjän ristiriitaa korostaa se, että Venäjän hallinto haastaa vallitsevan toimintatavan ja status quon maailmanpolitiikassa, johon Länsimaissa on totuttu kylmän sodan jälkeisessä maailmassa.** Rajojen siirtäminen (Krim) perustuen ”historiallisiin vääryyksiin” ei ole tästä maailmasta, vaan kuuluu länsimaissa 1930-luvun kauhukuvaan. Tämän vuoksi **ei ole mahdollista, että Länsimaat voisivat hyväksyä Venäjän toimet ja konflikti päättyisi nopeasti.** Jos sopimuksista ei pidetä kiinni, maailma ajautuu Yhdysvaltojen ja EU:n näkökulmasta anarkiaan, jossa rajojen muutoksia voidaan loputtomasti perustella ”historiallisilla vääryyksillä”. Tämä oli myös keskeinen syy, minkä vuoksi Länsivaltojen oli pakko reagoida voimakkaasti 1990-luvun alussa Irakin toteuttamaan Kuwaitin miehitykseen. Tai miksi Iso-Britannia oli pakko reagoida 1982 Argentiinan toteuttamaan Falklandin saarten miehitykseen. **Perimmiltään kriisi voi siis ratketa vain jos Ukraina hyväksyy Krimin alueen luovutuksen Venäjälle. Koska Ukrainan on poliittisesti niin sekaisin, tämä ei ole todennäköistä lähiaikoina.**
- > Seuraava kysymys liittyy siihen, **onko Venäjästä ”suurvallaksi”, joka voi itse sanella ehtonsa maailmanpolitiikan näyttämöllä.** Jos tähän kysymykseen vastaus on EI, perustuen nimenomaan Venäjän talouden vahvuuteen/heikkouteen, arvio koko konfliktin luonteesta muuttuu merkittävästi. Eli jos Venäjän talous ei kestä Länsimaiden vastareaktioita, epävarmuuden lisääntymistä venäläisten yritysten ja kotitalouksien keskuudessa sekä pääomapakoa ja sen seurauksia, on mahdotonta ajatella, että koko operaation taustalla olisi jokin rationaalinen ”suunnitelma”. Pikemminkin koko Ukrainan kriisi ja sen tapahtumat perustuvat asioiden onnettomaan kehityskulkuun ja reagoimiseen, kuin mihinkään Venäjän valtaapitävien ”suunnitelmaan”. Todennäköisesti Venäjän toimia ohjaa

pikemminkin Putinin pyrkimys pysyä vallassa ja kasvattaa valtaansa Venäjällä, kuin jokin ”suuri suunnitelma” entisen Neuvostoliiton etupiirin palauttamisesta. Putinin vallan perusta on ollut Venäjän talouden vahva kasvu, joka on mahdollistanut venäläisten kokeman elintason kohentumisen. Huomionarvoista on se, että Venäjän talouskasvu oli heikentynyt jo selvästi ennen Ukrainan kriisiä ja kasvun edellytykset (mm. yritysten alhainen investointiaste) olivat vaatimattomat. Putinin valta oli siis uhattuna, jos hän ei olisi pyrkinyt luomaan uutta keskustelunaihetta venäläisille. **Arviomme mukaan Ukrainan kriisi antoi Venäjälle hyvän syyn reagoida näyttävästi ja sen motiivi oli ensisijaisesti sisäpoliittinen.** Konfliktin kärjistäminen Länsivaltojen ja Venäjän välillä ideologiseksi (lännen liberaali ja Venäjän konservatiivinen) kamppailuksi palvelee myös Putinin sisäpoliittisia tavoitteita. Vastakkainasettelu ja sodanoloisen ilmapiirin luominen mahdollistaa ja pakottaa Putinin hallinnon myös kansalaisvapauksien kaventamiseen, media tiukempaan kontrolliin sekä oikeuslaitoksen alistamiseen tiukemmin poliittisen vallan jatkeeksi. Valitettavasti tällä kaikella on ainoastaan negatiivinen vaikutus Venäjän talouteen.

- Arvioitaessa konfliktin jatkoa on tärkeää ymmärtää Putinin asemaa. Hänellä ei ole olemassa ”eläkejärjestelmää”, eli mahdollisuutta vetäytyä vallasta ja pyrkiä ratkaisemaan konflikti Venäjän kannalta parhaalla mahdollisella tavalla. **Sisäpoliittisista syistä Putin ei voi siis peräytyä, vaan hänen ainoa mahdollisuutensa on reagoida muuttuvassa tilanteessa aina parhaalla mahdollisella tavalla oman valtansa säilyttämisen kannalta.** Ratkaisu voi löytyä vain siten, että Ukraina luopuu Krimistä, jolloin myös Länsivallat voivat hyväksyä lopputuloksen. On hyvin vaikea nähdä tämän tapahtuvan lähiaikoina. Asiat voivat siten kehittyä Venäjän kannalta myös selvästi huonompaan suuntaan, varsinkin, jos 3. vaiheen sanktiot astuvat voimaan.
- Venäjän talouden kannalta näkyvä on heikko, sillä konfliktista tulee todennäköisesti pitkäaikainen ja parhaimmassakin tapauksessa ns. ”jäätynyt”.** Lyhyellä aikavälillä Venäjä kärsii sekä ulkomaisten sijoittajien että venäläisten (yritysten ja kotitalouksien) aiheuttamasta pääomapaosta. Toinen välitön seuraus on epävarmuuden lisääntyminen venäläisten kuluttajien ja yritysten keskuudessa, mikä heikentää kulutusta ja investointeja. Vielä tällä hetkellä kulutuksen moottorina on kotitalouksien säästöjen purkaminen (inflaation pelossa). Kansalaisvapauksien kaventaminen sekä median vaimentaminen heikentää erityisesti koulutetun ja nuoremman polven keskiluokan tulevaisuudenuskoa. Venäjän talous supistui jo ensimmäisellä neljänneksellä ja maan tilastoviranomainen arvioi supistumisen jatkuvan toisella neljänneksellä. Länsimaiden sanktioiden epäsuora vaikutus on vähitellen merkittävä erityisesti rahoitusmarkkinoiden kautta. Vaikka Venäjän valtiolla ei ole valuuttavelkaa länsimarkkinoilta, venäläisillä yrityksillä on erääntymässä noin 70 mrd. dollaria velkoja. Usean venäläisen oligarkin tilanne alkaa muuttua tukalaksi ja liiketoiminnat vaarantuvat. Korkeiden nousu taas rokottaa nimenomaan pk-yritysten investointeja, joiden pitäisi olla tulevan kasvun moottoreita. Myös venäläisten pankkien maksuvälinesaarto maailmalla on tehokas väline Venäjän sanktioimisessa. Pitemmällä aikavälillä Venäjän ongelmaksi muodostuu se, että **länsimaisten yritysten sijoitukset tulevat vähentymään** olennaisesti Venäjälle, jolloin myös teknologian siirto heikkenee. Jos Venäjän poliittiset ja oikeudelliset olot muuttuvat vähitellen kaottisemmiksi ja talouskasvu, eli markkinoiden kasvunäkymä, on heikkoa, ei ole mitään syytä investoida Venäjälle nykyhallinnon ollessa vallassa. Ja Putinin hallinnon kaatumista ei voida odottaa kuin syvän poliittisen ja taloudellisen kaaoksen seurauksena. Toinen pitkän aikavälin uhka on **EU:n pyrkimys energiariippumattomuuden kasvattamiseen Venäjästä.** Energiavienti on keskeinen vientitulojen lähde ja ratkaiseva tekijä Venäjän valtion budjetin rahoituksessa. Tältäkin osin Venäjän tilanne tulee heikentymään. Venäjän tukalaa tilannetta kuvaa mm. se, että se ei ole edes yrittänyt kiristää EU-maita energiatoimitusten katkaisemisella. Venäjä pyrkii löytämään uusia markkinoita energiaviennilleen mm. Kiinasta, joka luonnollisesti käyttää Venäjän ahdinkoa hyväkseen. Maat tekivätkin sopimuksen kaasun toimituksesta toukokuussa, mutta kaasun hintaa ei kerrottu. Toimitukset alkaisivat aikaisintaan 2018, sillä kaasuputkiyhteyttä ei ole edes rakennettu.

Kaiken kaikkiaan Venäjän talouskehityksen voidaan odottaa heikentyvän lyhyellä, keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Ennen Ukrainan kriisiä Venäjän talouden arvioitiin kasvavan noin 2,5 % tänä vuonna. Nyt nollakasvua veikkaavaa pidetään jo optimistina. Venäjän talouden heikentymisen suurimmat kärsijät ovat ne maat, joiden ulkomaankaupassa, matkailussa ym. Venäjän osuus on suuri. Suomi kuuluu itsestään selvästi suurimpien kärsijöiden joukkoon, minkä lisäksi mahdolliset EU:n yhteiset talouspakotteet koskisivat myös Suomea. Ao taulukkoon on koottu Venäjän osuus viennistä ja tuonnista eri EU-maiden ja suurimpien talouksien osalta. Viennin osalta ainoastaan Baltian maat ovat riippuvaisempia Venäjästä kuin Suomi. Muiden EU-maiden viennistä Venäjän osuus on yllättävänkin pieni. **Venäjän talouden heikentymisellä ei siis ole kovinkaan suurta merkitystä edes EU-maille, Yhdysvalloista, Japanista ja Kiinasta puhumattakaan.** Ukrainan kriisin suurin häviöjä on siis Venäjä. Valitettavasti myös Suomi kuuluu niiden maiden ryhmään, joihin tämä kriisi tulee vaikuttamaan selvästi keskimääräistä enemmän.

Taulukko 1. Venäjän osuus eri maiden ulkomaankaupassa, %

	Vienti	Tuonti
Liettua	16,6	35,0
Viro	16,4	13,7
Latvia	10,6	13,1
Suomi	10,0	17,8
Puola	5,4	9,2
Unkari	4,0	6,3
Slovakia	3,9	3,9
Saksa	3,5	3,6
Italia	3,1	2,7
Tsekki	2,8	7,1
Itävalta	2,7	0,5
Ruotsi	2,5	2,5
Kiina	2,5	2,7
Japani	2,4	2,0
Alankomaat	2,0	4,3
Romania	1,9	6,8
Tanska	1,8	1,8
Ranska	1,8	3,1
Iso-Britannia	1,7	2,1
Espanja	1,6	2,8
Yhdysvallat	0,8	1,5
Norja	0,6	2,4

- » **Frontin sijoitusstrategioissa ei ole juuri lankaan osakesijoituksia venäläisiin osakkeisiin ja korkosijoituksia Venäjälle ei ole lainkaan.** Esimerkiksi Front Strategia salkussa venäläisiä osakkeita on vain 0,2 % koko salkun arvosta ja nekin tulevat vain laajasta, kaikkiin EM-maihin sijoittavasta etf:stä. Venäjä riskistä haluttiin luopua jo viime vuoden puolella (toukokuussa ja syyskuussa), kun Venäjän poliittinen kehitys osoittautui arvaamattomaksi. Lopullisesti Venäjän osakkeista luovuttiin syyskuussa, kun arvioitiin, että Syyrian kriisin aiheuttama energian hintojen nousu ja venäläisten yhtiöiden osakekurssien nousu oli huipussaan. Korkosalkuissa EM-maiden valtionlainoista taas luovuttiin lopullisesti marraskuussa ja samalla poistuivat Venäjän valtionlainat. Ruplamääräisiä valtionlainoja tai yrityslainoja ei ole ollut missään Frontin sijoitusstrategiassa 2011-2014. **Suomalaisiin osakkeisiin sijoittavassa strategiassa Venäjä-riippuvaisten yhtiöiden osuus oli jo ennen kriisiä vähäinen.** Sitä on edelleen pienennetty kuluvan kevään aikana.

Maailmantalouden kasvu elpyy, Suomen ahdinko lisääntyy

- Ukrainan kriisistä huolimatta maailmantalous on alkuvuonna kehittynyt likimain ennustetusti ja arvio talouskasvun nopeutumisesta 2014 ja 2015 on säilynyt ennallaan. Suurimman talouden, Yhdysvaltojen varsin positiiviset talousnäkökymät ovat säilyneet ennallaan, vaikka erityistekijät, kuten ankara talvi, pysäytti kasvun lähes nollian ensimmäisellä neljänneksellä. Talven jälkeen useat talousindikaattorit ovat osoittaneet, että talouskasvu nopeutuu loppuvuonna ja erityisen positiivista on ollut uusien työpaikkojen vahva kasvu koko alkuvuoden ajan. **Yhdysvaltojen positiivisia näkymiä tukee se, että repivät poliittiset riidat saatiin rauhoitettua vuodenvaihteessa ja keskuspankin odotetaan jatkavan maltillisella ja pragmaattisella linjallaan** pääjohtajavaihdoksesta huolimatta. Demokraattien ja republikaanien budjettisopu on toki vain kahden vuoden mittainen, mutta ensi syksyn välikaalit voidaan nyt käydä ilman taloutta repivää poliittista riitelyä. Keskuspankin taas voidaan odottaa osoittavan malttia rahapolitiikan kiristämisessä, sillä maan talous on osoittautunut varsin herkäsi korkojen nousulle. Viime kesän nähty joukkolainakorkojen nousu heijastui välittömästi asuntorahoitukseen ja uusien asuntolainahakemusten määrä väheni tuntuvasti. Keskuspankilla ei ole varaa ajaa asuntomarkkinoita uudelleen lamaan, sillä niiden elpyminen on välttämätöntä kotitalouksien kulutuksen ylläpitämiseksi. Uusi pääjohtaja on myös korostanut työmarkkinoiden kestävä elpymisen merkitystä rahapolitiikan kannalta. Konsensusarvioissa Yhdysvaltojen kasvu nopeutuu tänä vuonna vajaaseen 2,5 prosenttiin ja ensi vuonna 3 prosenttiin. Samalla inflaatio säilyy hyvin maltillisena.

Taulukko 2. Konsensusarviot talouskasvusta ja inflaatiosta

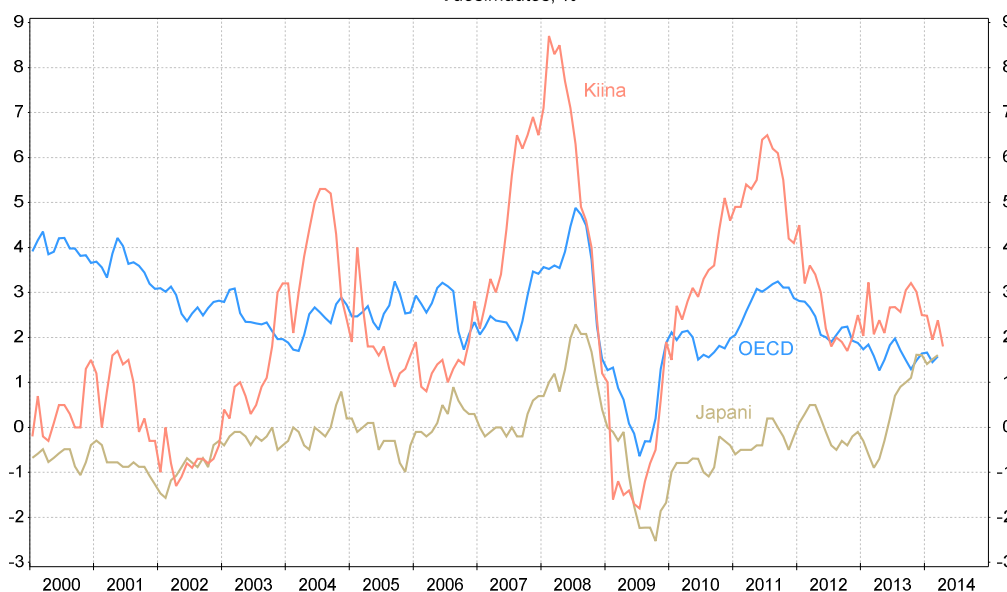
	BKT:n kasvu-% (reaalinen)						Inflaatio-%					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Maailma	4,0	3,0	2,2	2,1	2,7	3,1	2,6	3,7	2,8	2,5	2,6	2,8
DM	2,7	1,4	1,4	1,2	2,0	2,3	1,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,8
Yhdysvallat	2,5	1,8	2,8	1,9	2,5	3,1	1,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,0
Japani	4,7	-0,5	1,5	1,6	1,3	1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,4	2,6	1,7
Euromaat	2,0	1,6	-0,7	-0,4	1,1	1,5	1,6	2,7	2,5	1,3	0,8	1,3
Britannia	1,7	1,1	0,3	1,7	2,8	2,4	3,3	4,5	2,8	1,3	1,9	2,0
Suomi	3,4	2,8	-1,0	-1,2	0,6	1,8	1,2	3,4	2,8	1,5	1,5	1,7
EM	8,7	7,1	5,6	5,6	5,4	5,6	5,4	6,5	4,3	4,8	4,4	4,3
Kiina	10,4	9,3	7,7	7,7	7,3	7,2	3,3	5,4	2,7	2,6	2,6	3,0
Venäjä	4,5	4,3	3,4	1,3	1,0	2,0	6,9	8,5	5,1	6,8	6,3	5,4
Brasilia	7,6	2,8	1,0	2,3	1,8	2,2	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3	5,9

Lähde: Bloomberg, OECD sekä suomalaiset ennustelaitokset ja pankit

- Aasiassa Japanin talouskasvu nopeutui voimakkaasti tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä ja vuositasolla maa ylsi lähes 6 prosentin kasvuun. Positiivinen kehitys alkoi jo joulukuussa 2012, kun valtaan noussut LDP puolue muutti radikaalisti Japanin talouspolitiikkaa. Jenin tuntuva heikentäminen valuuttamarkkinoilla käänsi Japanin viennin ja teollisuustuotannon vahvaan kasvuun jo viime vuonna. Suhdannekyselyissä japanilaisten yritysten optimismi lisääntyi merkittävästi viime vuonna ja alkuvuonna mielialat ovat edelleen kohentuneet. Kulutusverojen nosto alkuvuonna taas ruokki voimakkaasti kotitalouksien kulutusta, kun varsinkin kestokulutustavaroita pyrittiin

ostamaan ennen veronkorotuksia. Sinänsä Japanin keskuspankki on onnistunut erinomaisesti inflaatiotavoitteessaan, eli deflaatio taitettiin viime vuonna ja tänä vuonna inflaation odotetaan asettuvan noin 2,5 prosenttiin. Koska kulutusverojen vaikutus hintakehitykseen on vain hetkellinen, inflaation odotetaan hidastuvan ensi vuonna jälleen alle 2 prosenttiin. **Kaiken kaikkiaan Japanin alkuvuoden talouskasvu jäänee siten osittain pyrähdykseksi, joten inflaation nopeutumisesta huolimatta maan keskuspankki tulee jatkamaan äärimmäisen keveää politiikkaansa.**

Kuluttajahintainflaatio
Vuosi muutos, %



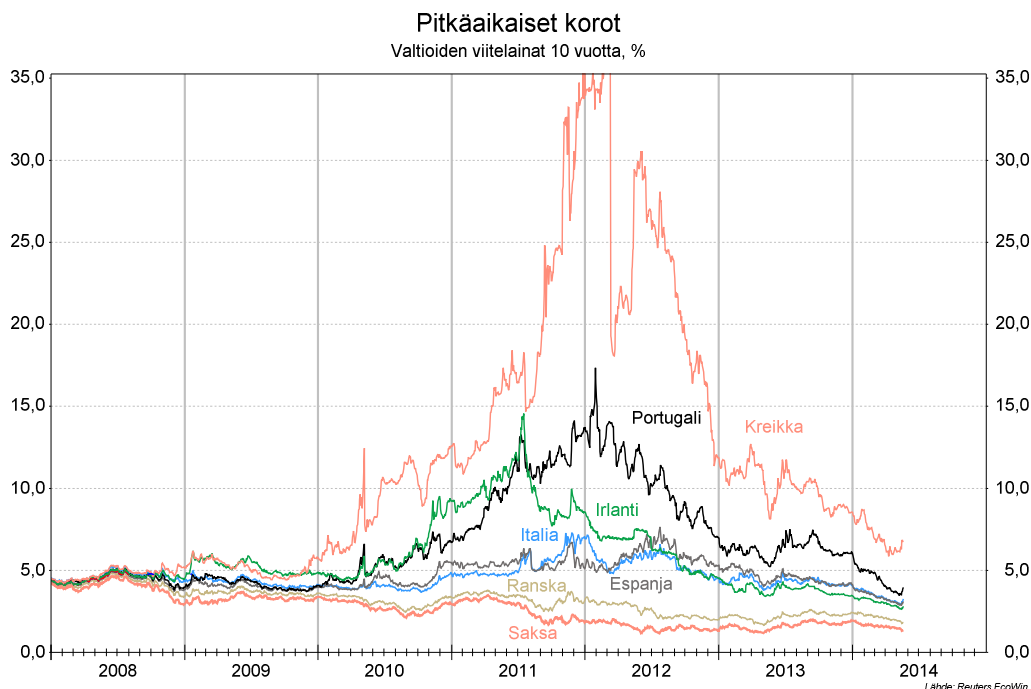
Lähde: Reuters EcoWin

- » Kiinan talouskasvu hidastui alkuvuonna hieman, mutta ylsi kuitenkin 7,4 prosenttiin. **Kiinan suhdannekehitys on vastannut likimain odotuksia joten kiinnostavin asia on maan rakenneuudistusten tilanne.** Maan hallinto käynnisti viime vuoden lopulla maan uudistusohjelman, jonka tarkoituksena on muuttaa talouden rakennetta markkinaehtoisemmiksi. Samalla talouden investointivetoisuudesta pyritään siirtymään kasvumalliin, joka perustuu enemmän kotitalouksien kulutukseen. Keskeiset muutokset koskevat yritysten verotusta ja kannustimia yrittäjyyteen, rahoitusmarkkinoiden uudistamista markkinaehtoisuuden lisäämiseksi ja hallinnollisen säätelyn vähentämiseksi sekä uudistukset sosiaaliturvaan, jonka toivotaan kannustavan kotitalouksia kuluttamaan ylettömän säästämisen sijaan. Samalla pyritään helpottamaan akuutteja, kansalaisia häiritseviä tekijöitä, kuten hillitsemään hallinnon korruptiota ja ympäristöongelmia. Myös perhepolitiikkaan (yhden lapsen politiikka) on muutettu ja maaseudulta tulevien työntekijöiden oikeuksia kaupungeissa on parannettu. **Kiinan uudistumisen kannalta maalla on kaksi olennaista vahvuutta:** 1) Maan johdolla on valta muuttaa rakenteita ja se tekee päätöksiä. 2) Kiina on rahoitusylijämäinen talous, joten se voi kaikessa rauhassa ja omaan tahtiinsa saattaa uudistukset voimaan ilman ulkoista taloudellista pakkoa. Kiinan tilannetta helpottaa myös se, että inflaatio on hidastunut tuntuvasti viimeisen kahden vuoden aikana ja kuluttajahintojen nousuvauhti alitti 2 prosenttia nyt keväällä. Tarvittaessa keskuspankki voi tukea taloutta laskemalla ohjaukorkoiaan 6 prosentista tai pankkien varantovelvoitetta 20 prosentista. Rahapolitiikka on tällä hetkellä huomattavan kireää.
- » Vielä alkuvuodesta länsimedia kauhisteli Kiinan nk. "varjopankkijärjestelmän" ongelmia. Sinänsä koko "varjopankkijärjestelmän" nimi on harhaanjohtava. Kyse on a) Suomessakin aikanaan käytössä olleesta **notariaattilainajärjestelmästä**, jossa pankki toimi sijoittajan ja luotonottajan välisen rahoituksen järjestäjänä. Tai b) eräänlaisista

yhteissijoitusrahastoista, jossa useampi sijoittaja yhdessä rahoittaa joko yritystä tai paikallishallintoa. Molemmat rahoitusmekanismit ovat tyyppillisiä rahoitusmarkkinoiden korkosäännöstelyn synnyttämiä rahoituskanavia, joiden tarpeellisuus katoaa säännöstelyn purkamisen ja rahoitusmarkkinoiden kehittämisen myötä. Aivan kuten aikanaan Suomessa, Kiinassa rahoitusmarkkinoiden uudistaminen on merkinnyt väistämättä myös sitä, että sijoittajat joutuvat vähitellen tottumaan luottotappioihin yritysluotoksessa. Vaikka alkuvuonna kolme yrityskonkurssia sai paljon huomiota läntisessä talousmediassa, **pankkien järjestämättömät luotot ovat edelleen huomattavan alhaisella tasolla**. Pankkien korkosääntelyn purkaminen viime vuonna antolainauskorkojen osalta tulee siirtämään rahoituksen välitystä takaisin pankkijärjestelmään ja pääomamarkkinoille, joten suoran rahoituksen, "varjopankkijärjestelmän", rooli kapenee. Mm. viime vuoden lopulla **paikallishallinnot saivat luvan laskea liikkeelle joukkolainoja, mikä siirtää rahoituksen välitystä "varjopankkijärjestelmästä" läpinäkyvämmille pääomamarkkinoille**. Koska ulkomaisella rahoituksella ei ole mitään merkitystä talouden kannalta, Kiinalla on kaikki mahdollisuudet uudistaa rahoitusmarkkinansa hallitusti. Tältä osin esimerkiksi Suomen tilanne 1980-luvulla oli aivan päinvastainen ja rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen johti ulkomaisen velkaantumisen vuoksi pankkikriisiin 1990-luvun alussa.

- › Arviomme mukaan konsensusennuste Kiinan noin 7 prosentin talouskasvusta tänä vuonna on realistinen. Ja on tärkeää ymmärtää, että Kiina ei tarvitse enää mitään kaksinumeroista talouskasvua maan vakaan kehityksen säilyttämiseksi. Talouskasvu voi hyvin hidastua lähivuosina esimerkiksi 5 prosenttiin, eikä siinä olisi mitään dramaattista. Sijoittajan kannalta talouskasvun hidastuminen on itse asiassa muutos parempaan, jos talouskasvu on "laadukkaampaa", markkinaehtoisuus maassa lisääntyy ja yritysten hyvää hallintoa kehitetään.
- › Kaiken kaikkiaan useissa kehittyvissä talouksissa on käynnissä merkittäviä uudistusohjelmia maiden talouden rakenteiden parantamiseksi. Osalla nämä muutostarpeet ovat syntyneet poliittisen muutoksen seurauksena, kuten nyt toukokuun parlamenttivaalien jälkeen Intiassa. Osalle muutostarve syntyi pakosta, kun maan talouskasvu oli perustunut liian paljon ulkomaisen velkaantumisen varaan. Merkittävimmin vaihtotasettaan ovat kyyenneet parantamaan Indonesia ja Intia. **Ylipäänsä Aasian maiden rahoitustasapaino on järjestäen erinomainen, eli niillä on ylijäämäiset vaihtotaset (pl. Intia ja Indonesia)**. Aasian maiden on siis helppo elvyttää talouttaan ja ylläpitää vahvaa talouskasvua. Toisaalta eräissä maissa kuten Turkissa ja Thaimaassa poliittinen tilanne on edelleen säilynyt kireänä, koska valtaapitävien ja opposition ristiriidat ovat syviä. Myönteisiä esimerkkejä Latalalaisen Amerikan maista on mm. Meksiko, jossa on tehty merkittäviä rakenteellisia uudistuksia viimeisen vuoden aikana ja maan pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat kohentuneet tuntuvasti. Myös Brasiliassa odotetaan merkittäviä muutoksia syksyn parlamenttivaalien jälkeen. Haavoittuvin tilanne on edelleen Etelä-Afrikalla ja Turkilla, joiden vaihtotaseen alijäämä on vieläkin kestämättömän suuri. Konsensusarvioissa kehittyvien maiden (EM) talouskasvu säilyy runsaassa 5 prosentissa sekä tänä että ensi vuonna. Eniten tämän ja ensi vuoden kasvuarviota on heikennetty Venäjän osalta, mikä on täysin perustelua Ukrainan tapahtumien johdosta.
- › **Euroopassa alkuvuoden positiiviset yllättäjät ovat olleet Iso-Britannia ja Saksa**, jotka ylsivät erinomaiseen talouskasvuun ensimmäisellä neljänneksellä. Toisaalta euroalueella muiden alueen valtioiden kehitys tuotti pettymyksen. Tämäkään ei lopulta ollut yllätys, vaan maakohtaiset kehityksen odotettiin eriytyvän entisestään euroalueella. Ensimmäisen neljänneksen jälkeen useat talousindikaattorit ovat myös Saksassa kääntyneet laskuun ja talouskasvun voidaan odottaa hidastuvan selvästi toisella neljänneksellä. Konsensusarvioissa Ison-Britannian arvioidaan yltävän tänä vuonna lähes 3 % ja ensi vuonna noin 2,5 % kasvuun. Sitä vastoin euroalueen odotetaan tänä vuonna yltävän vaatimattomaan, vain noin yhden prosentin kasvuun. Tämä siis kahden miinusvuoden jälkeen.

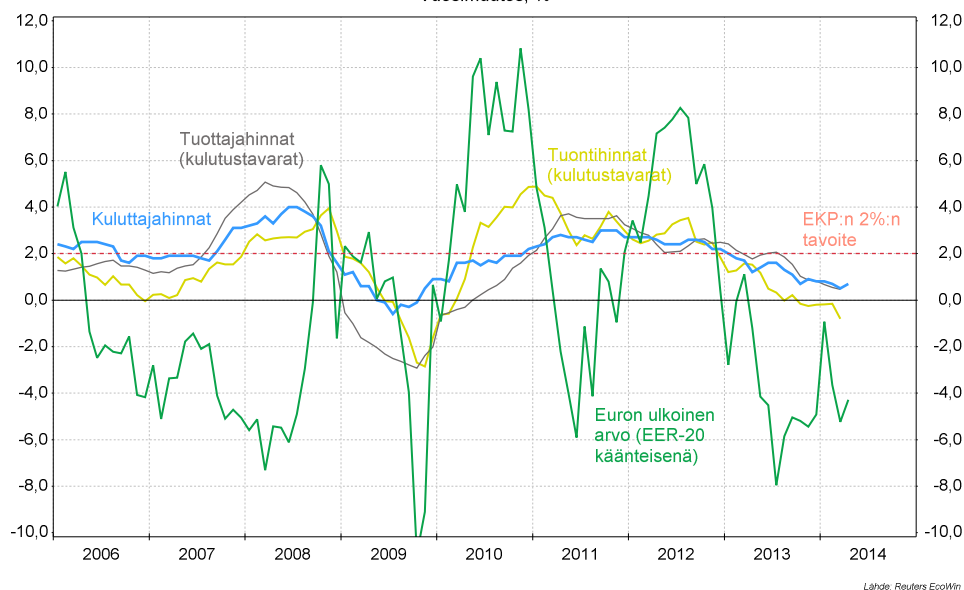
- Euroalueen vaisujen kasvuennusteiden taustalla on se, että **euroalueella ei ole juurikaan kasvun dynamiikkaa lähivuosille**. Työllisyystilanne on edelleen todella heikko, joten ansioiden nousuun ei ole perusteita pitkään aikaan. Kun lisäksi verotus todennäköisesti kiristyy edelleen lähivuosina julkisen talouden alijäämäisyyden vuoksi, kotitalouksien reaalisesta ostovoimasta kasva jää vaisuksi. Yritysten investointien elpymistä haittaa se, että mitään kapasiteettipulaa ei juurikaan ole, pankkijärjestelmän kyky luotottaa pk-yrityksiä on heikko ja usealla euromaalla ei ole sellaista kilpailukykyä, että kannattaisi edes investoida. Vienti voisi saada vetoapua Aasian ja Yhdysvaltojen talouksien elpymisestä, mutta euron tulkuton vahvistuminen viimeisen kahden vuoden aikana on syönyt merkittävästi koko euroalueen kilpailukykyä. Varsinkin Ranskan, Italian ja Suomen tilanne on tukala.



- Sinänsä Euroalueella kriisitunnelma helpotti talven aikana, koska EKP on onnistunut lausunnoillaan lisäämään luottamusta euron pysyvyyteen. Tämä on rauhoittanut rahoitusmarkkinoita.** Koska samalla useimmissa euromaissa vallitsee massatyöttömyys ja talouskasvun eväät ovat olemattomat, paineet ranteellisiin uudistuksiin ovat hiipuneet. Poliitikkojen velkaelvytyspuheet eivät ole tästä maailmasta, sillä useimpien euromaiden julkinen velka on selvästi suurempi kuin pahimpina kriisivuosina 2010-2012. Kuluvaan kevään aikana euroalueen tilanne pyrittiin pitämään mahdollisimman vakaana, sillä missään euromaassa poliitikot eivät halunneet lietsoa repivää sisäpoliittista keskustelua eurojärjestelmän toiminnasta, kriisimaiden apupaketeista tai liittovaltiosta. Myös komissiolle ja EKP:lle oli parempi, jos niiden toiminta ei herätä ristiriitoja ennen eurovaaleja. Nyt eurovaalien jälkeen palataan tältäkin osin takaisin arkeen ja euromaiden väliset tosiasialliset ristiriidat nousevat jälleen enemmän esiin. Lisäksi eurovaalien tulos heikentää väistämättä EU:n toimintakykyä, sillä liittovaltiokehitystä kannattavien EPP ja ALDE sekä sosialistiryhmien ja vihreiden yhteenlaskettu kannatus supistui tuntuvasti. **Syksyllä joudutaan jälleen palaamaan Kreikan velkatilanteen helpottamiseen.** Kreikan velka/BKT suhde on palannut huipputasoihinsa, eikä maa mitenkään kykene itse hoitamaan velkojaan. Koska yksityiset velat on jo pitkälti järjestelty, seuraavaksi joudutaan leikkaamaan toisten euromaiden myöntämiä lainoja, mikä on poliittisesti erityisen vaikeaa.
- Koska poliitikkojen eväät rakenneuudistuksiin euroalueella ovat vähäiset, EKP tulee jatkossakin olemaan euroalueella huomion keskiössä.** Paineet EKP:ta kohtaan kasvavat merkittävästi eurovaalien jälkeen, sillä EKP on euroalueella ainoa

toimintakykyinen taho. Poliitikkojen, yritysten sekä pankkimaailman kritiikki EKP:ta kohtaan on sinänsä täysin perusteltua, sillä EKP on tähän asti lähinnä vain puhunut markkinoita rauhallisemmiksi. Passiivisuus on aiheuttanut paljon vahinkoa euroalueen talouskehitykselle. EKP ei tehnyt käytännössä mitään finanssikriisin viitenä ensimmäisenä vuotena, vaan päinvastoin kiristi rahapolitiikkaa korkoja nostamalla kesällä 2008 ja uudelleen keväällä 2011, eli juuri kun finanssikriisi ja eurokriisi kärjistyivät. EKP ei ole tehnyt mitään euroalueen luottolamalle talven 2011-12 LTRO-ohjelman jälkeen. Se on edesauttanut euron tolkutonta vahvistumista valuuttamarkkinoilla viimeisen kahden vuoden ajan pitämällä rahapolitiikkansa suhteettoman kireänä verrattuna Japanin, Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian keskuspankkien rahapolitiikkaan. **Hämmästyttävintä EKP:n passiivisuudessa on kuitenkin ollut se, että se tulee oman ennusteensa perusteella epäonnistumaan usean vuoden ajan (itse itselleen asettamansa) inflaatiotavoitteensa saavuttamisessa.** EKP on siis asettanut itselleen noin 2 prosentin inflaatiotavoitteen, mutta on sallinut inflaation hidastua noin puoleen prosenttiin ja arvioi, että kahden prosentin tasoa ei saavuteta vielä useaan vuoteen. Ilman EKP:n rahapolitiikan merkittävää muutosta euroalueen kasvunäkymät ja –edellytykset lähivuosille säilyvät vähäisinä ja EKP pahimmillaan aiheuttaa kaikkein vahingollisimman talouden ilmiön euroalueelle, eli deflaation. Deflaatiota on ruokkinut viimeisen vuoden aikana nimenomaan euron vahvistuminen valuuttamarkkinoilla.

Euron ulkoinen arvo ja inflaatio
Vuosuimuutos, %

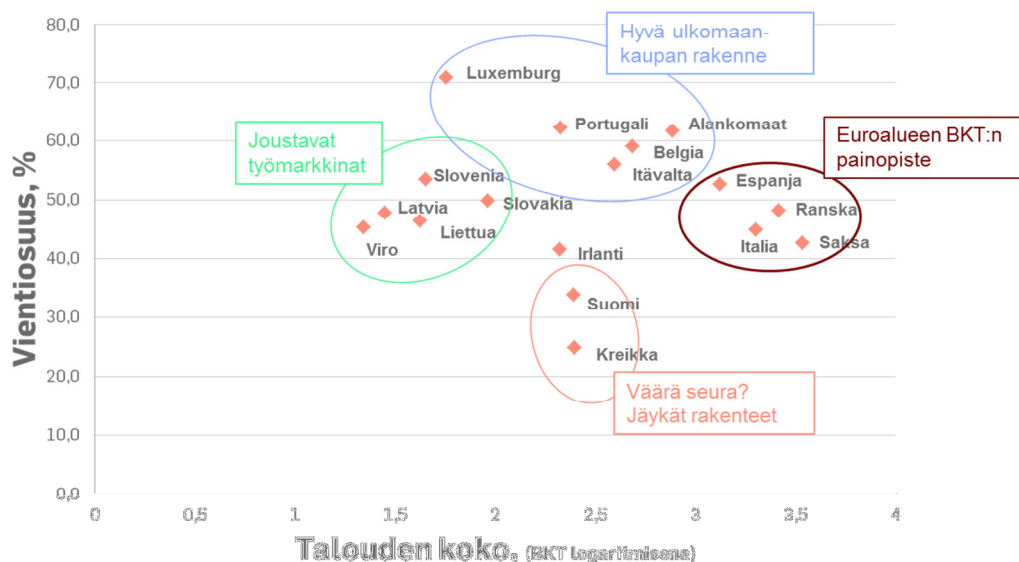


Pitkällä aikavälillä euroalueen heikkoutena on sen haavoittuvuus kansainvälisen talouden häiriöille. Jokainen euromaa kohtaa yksin erilaiset häiriötilanteet ja koska talouksien rakenne ja dynamiikka ovat hyvin erilaiset, yhteistä vakauttavaa tekijää ei ole. **Kuten Yhdysvalloissa, euroalueen liittovaltio olisi välttämätön, jotta eurojärjestelmä ei loisi epävakautta.** Eurovaalien jälkeen on todennäköistä, että euroalueen liittovaltiokehitys hidastuu tai jopa pysähtyy. Joulukuussa sovitun pankkiunionin kaltaiset rakenteet ovat heiveröiset, päätöksentekojärjestelmät monimutkaiset ja kankeat eikä niiden avulla voida hoitaa tämänhetkisiä ongelmia. Kerättävät rahastot ovat tulevaisuuden pankkikriiseissä kooltaan vaatimattomat. Poliitikkojen on vaikea ymmärtää sitä tosiasiaa, että pankit tulevat aina olemaan riippuvaisia yleisestä talouskehityksestä, joten heikko suhdannekehitys johtaa väistämättä luottotappioiden kasvuun ja riskeihin pankkikriiseistä. Poliitiikan retoriikassa sijoittajavastuu kuulostaa hyvältä, mutta merkitsee tosiasiasa paluuta lähtöruutuun ja pankkikriisien välttäminen ja hoitaminen euroalueella tulee olemaan tulevaisuudessa aivan yhtä vaikeata kuin ennen finanssikriisiä. **Keskeistä on se, että pankkiunioni ei poista**

sitä perusongelmaa, että jokainen euromaa kohtaa yksin, eri tavalla ja omilla talouden rakenteillaan erilaisia ulkoisia shokkeja. Ukrainan kriisi Suomen kannalta on tästä oiva esimerkki.

- Suomen talouden kehitys on ollut finanssikriisin alusta alkaen heikkoa. Kriisin alkuvaiheessa 2009 talous supistui jopa 8,5 prosenttia ja lyhyen toipumisvaiheen jälkeen talouskasvu kääntyi jälleen negatiiviseksi 2012 ja myös 2013 talous supistui. Alkuvuonna talouden **kehitys on ollut markkinoiden vaisujakin odotuksia kehnompaa**, kun lähes kaikkien keskeisten toimialojen tuotanto jälleen heikkeni alkuvuonna. Venäjän talouskehityksen tuntuva heikentyminen Ukrainan kriisin vuoksi lisää mustia pilviä Suomen talouden näkyymiin. Tuoreimpien arvioiden mukaan Suomen talouden supistuminen jatkuu tänä vuonna ja 2015 kasvun ennakoidaan jäävän vaatimattomaksi. Suomen BKT on vuonna 2015 edelleen selvästi pienempi kuin 2007/08.
- Heikko talouskehitys on synnyttänyt tilanteen, jossa julkisen talouden koko on muodostunut kestävämmän suureksi yksityiseen sektoriin nähden.** Ollaan siis ajautunut jatkuvaan säästökierteeseen, mutta samalla ei olla puututtu talouden rakenteiden perusongelmiin. Poliitikkojen heikon päätöksentekokyvyn vuoksi ei voida edes puhua julkisen sektorin säästöistä, sillä kolme neljäsosaa ”säästöistä” on merkinnyt valtion tai kuntien verotuksen kiristymistä. Samalla ei olla tehty juuri mitään talouskasvun ja yrittäjyyden vahvistamiseksi, vaan päinvastoin verotuksesta on tullut yrittäjien näkökulmasta aiempaa ennakoimattomampaa (osinkoverotus, pääomaverotus, oman pääoman palautusten verotuskohtelu, siirtohinnoittelun tulkinnat verotuksessa ym.)

Kaavio 2. Euroalueen (lisättyinä Tanskalla ja Sveitsillä) osuus maan viennistä (%) ja talouden koko (BKT) osuus maan viennistä (%) ja talouden koko (BKT)

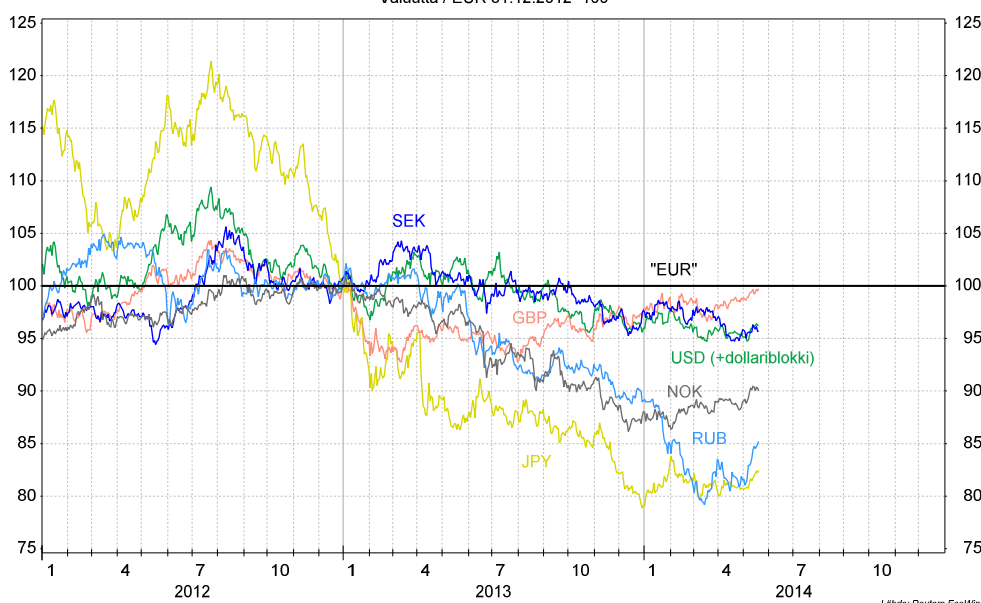


- Huomionarvoista tänä keväänä on ollut se, että suomalaisten poliitikkojen päätöksentekokyky on romahtanut.** On hälyttävää, että merkittäviä eturivin poliitikkoja ja ministereitä pakenee suomalaista poliittista päätöksentekoa Europarlamentin riviparlamentaarikoiksi ”lepäämään”. Sinänsä tämä on ymmärrettävää, sillä Suomessa on edessä lähivuosina vain vaikeita ja ikäviä päätöksiä. Talouden realiteetit pakottavat vähitellen ymmärtämään, että jäsenyys nykyisessä eurojärjestelmässä on äärimmäisen vaativa ympäristö Suomen taloudelle. Talouden joustavuusvaatimusta voidaan havainnollistaa sivun 16 kuvan avulla. Suomen tulisi kyetä kasvattamaan vientiin

suuntautunutta yksityistä sektoria, jotta julkisen talouden, eläkejärjestelmän ym. perusta olisi kestävällä pohjalla. Eli yrityksiä pitäisi perustaa ja yritykset pitäisi saada investoimaan maahan, jonka viennistä vain noin kolmasosa suuntautuu ”kotivaluutta-alueelle”. Viime vuosina useimmat Suomelle tärkeät valuutat ovat kehittyneet epäedulliseen suuntaan ilman että Suomi olisi voinut vaikuttaa tilanteeseen. Tämä on uusi ”normaalitila”. Jotta investointihalukkuutta olisi, muiden tekijöiden tulisi olla huomattavan joustavia (kun valuuttakurssi ei jousta) yritysten näkökulmasta (työmarkkinat, verotus, kuljetuskustannukset, energian hinta), jotta maa olisi kilpailukykyinen ja houkutteleva paikka toimia ja menestyä, kun siihen kohdistuu yllättävä ulkoinen shokki. Ja jotta kukaan ylipäänsä olisi valmis ottamaan yrittäjäriskiä, verotuksen tulisi olla olennaisesti enemmän yrittäjyyttä kannustavaa. Irlanti on yrittänyt ratkaista tätä ongelmaa matalan verotuksen avulla. Kreikan ohella Suomi on talouden rakenteensa puolesta kaikkein suurimman joustavuusvaatimuksen kohteena euroalueen maista.

Suomelle tärkeitä valuuttakursseja

Valuutta / EUR 31.12.2012=100

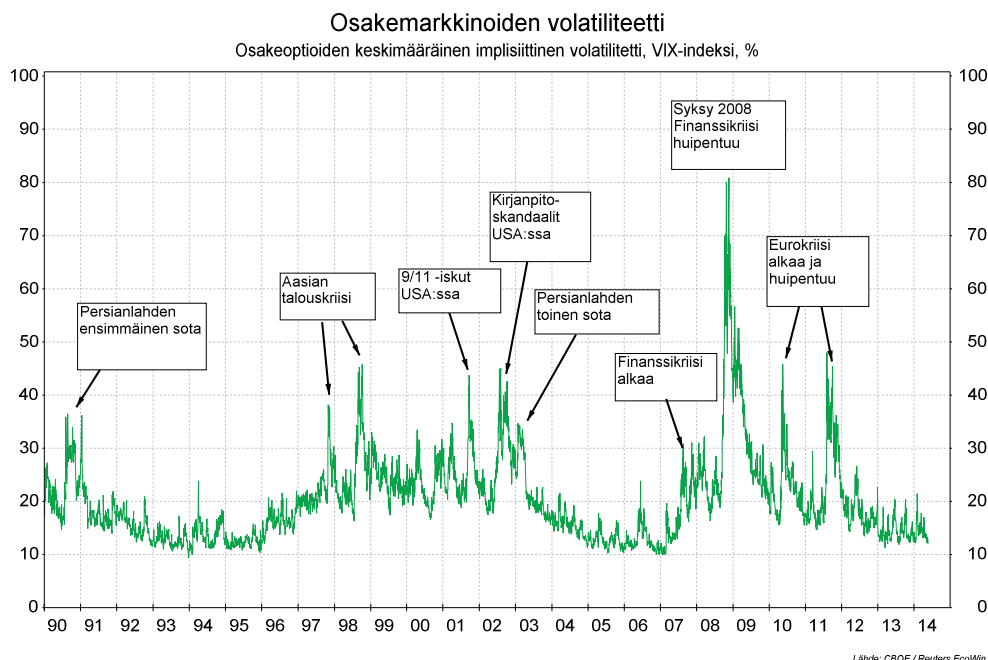


Lähde: Reuters EcoWin

- » **Perimmiltään Suomen ahdingossa on kyse siitä, että talouden rakenteet ja toimintatapa ovat pitkälti markka-ajalta, Suomi sopii poikkeuksellisen huonosti eurojärjestelmään ja Suomen poliittisen järjestelmän on mahdotonta edes käsitellä sitä muutosvaatimusta, minkä kohteena ollaan.** Tällä hetkellä Suomi on pitkälti Kreikan tiellä ainoana erona on vain se, että Suomessa verotusta ollaan valmiita kiristämään ”tappavalle” tasolle, ennen kuin hyväksytään rakennemuutosten vaatimus. Julkinen velka on vielä eurooppalaisessa vertailussa matalalla tasolla, joten akuuttia rahoituskriisiä ei ole, eli muutosta parempaan Suomessa ei kannata odottaa lähivuosina. Taluskehityksen kannalta tämä merkitsee kotitalouksien ostovoiman heikkoa kasvua pitkälle tulevaisuuteen. Kulutuksen kasvu jää vaisuksi verotuksen kiristyessä ja veronluonteisten maksujen noustessa. Yritysten investoinnit jäävät matalalle tasolle ja työllisyystilanteen heikentyessä myös asunto- ja kiinteistömarkkinat alkavat hiljentyä. Teollisuusyritysten toiminnan siirtäminen lähemmäs päämarkkinoita ja/tai matalamman kustannustason ja suurempien työmarkkinajoustojen maihin jatkuu.
- » Frontin sijoitusstrategiassa kotimarkkinayritysten paino on vähäinen tai olematon suomalaisin osakkeisiin sijoittavassa strategiassa. Kaupan, rakentamisen, kiinteistösiioittajien, median ja ylipäänsä niiden yritysten, joiden liiketoiminta ja myynti tapahtuu pääosin Suomessa on vähäinen. Sijoitusten painopiste on yrityksissä, joiden liiketoiminta perustuu globaaleille markkinoille.

Rahoitusmarkkinat luottavaiset, paineet EKP:ia kohtaan jatkuvat

- Rahoitusmarkkinoiden kehitys ei ole tarjonnut suuria yllätyksiä tai volatilisuuksi alkuvuoden aikana. Päinvastoin, markkinat ovat olleet yllättävän rauhallisia jopa Ukrainan kriisin eri käänteiden aikana. Ukrainan kriisin vaikutus jäi kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla vähäiseksi sillä varsin pian kriisin merkitys saatiin asettumaan oikeaan mittasuhteeseen. Vaikka Venäjä jatkaa puuttumistaan Ukrainan tapahtumiin muodossa ja toisessa, pelko kriisin eskaloitumisesta avoimeksi lännen ja Venäjän väliseksi aseelliseksi yhteenotoksi ei ollut todennäköistä edes kriisin alkuvaiheessa. Ja vaikka kriisi aiheuttaisi Venäjän taloudelle suuriakin vaikeuksia, vaikutus koko maailmantalouteen on marginaalinen. Osakemarkkinoiden implisiittinen volatilitteetti (optioiden hinnoista laskettuna) on pysynyt koko alkuvuoden huomattavan alhaisella tasolla kuvastaen markkinoiden rauhallisuutta.




- Joukkolainakorkojen lasku on ollut yllättävän voimakasta. Toisaalta tämä on ollut perusteltua, sillä inflaatio ja myös pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat laskeneet. Varsinkin euroalueella inflaation hidastuminen lähelle deflaatiota on ollut merkittävää pitkien korkojen kannalta. Lisäksi yrityslainojen ja valtionlainojen välinen korkoero on jatkanut kaventumistaan heijastaen sijoittajien ylikysyntää yrityslainoille, jotka antavat vielä hieman korkeamman juoksevan tuoton kuin valtionlainat. Myös korkean tuoton valtionlainojen korkoerot Saksan valtionlainakorkoihin ovat kaventuneet heijastaen sijoittajien uskoa siihen, että euroalueen valtionlainakriisi on pääosin väistynyt. Myös Yhdysvalloissa valtionlainojen korot ovat laskeneet selvästi vuodenvaihteen tasoltaan. Markkinoiden luottamus FED:n uuden pääjohtajan rahapolitiikkaan näyttää siis olevan vahvaa.
- Osakemarkkinoilla tuotot ovat jääneet kehittyneillä markkinoilla (DM) selvästi vaisummiksi kuin viime vuonna. Varsinkin Yhdysvalloissa kurssinousua on hillinnyt keskustelu osakemarkkinoiden arvostustasosta ja siitä, onko markkinoille rakentunut tai rakentumassa kupla. Luonnollisesti mitään yksimielisyyttä tästä asiasta ei ole, vaan markkinakomentaattorit ja analyytikot esittävät näkökantojaan puolesta ja vastaan. Joka tapauksessa Yhdysvalloissa jo kevästä 2009 jatkunut pitkäaikainen nousumarkkina on


väistämättä käynnistänyt tämänkaltaiset pohdinnat. Kurssit ovat nousseet enemmän kuin yritysten tulokset, joten arvostustaso on nyt selvästi korkeampi kuin muutama vuosi sitten. Lisäksi sijoittajia tuntuu häiritsevän se, että yritysten tuloskasvun perusteena on pääosin kulujen karsiminen eikä liikevaihtojen kasvu. Eräänlaisena oireena markkinoiden perusvireen heikentymisestä on nähty se, että Yhdysvaltojen Nasdaq-indeksi kehittyi keväällä selvästi heikommin kuin kaikki toimialat huomioiva S&P 500 indeksi.

- › Suomen osakemarkkinoilla kurssit ovat nousseet vahvasti, mutta tämä on perustunut pitkälti yrityskauppoihin tai spekulatioihin niistä. Rautaruukki, Pohjola, Metso ja Wärtsilä ovat suurista yhtiöistä vaikuttaneet merkittävästi koko pörssin kehitykseen. Tavallaan tämä on ollut pörssiä näivettävää kurssinousua, sillä yhtiövalikoima kapenee tämänkaltaisen kehityksen jatkuessa.
- › Kehittyvien markkinoiden (EM) osakekurssit ovat tämän vuoden aikana kehittyneet selvästi paremmin kuin viime vuonna. Ero DM- ja EM-markkinoiden välillä on huomattavan paljon vähäisempi kuin viime vuonna, jolloin EM-markkinoiden suhteellinen tuotto oli heikko. Käännös tapahtui keväällä ja siihen vaikutti usea tekijä. Ensinäkin sijoittajien pääomavirrat kääntyivät keväällä takaisin EM-osakemarkkinoille. Alkuvaiheessa tämä oli lähinnä nk. lyhyeksimyntien kattamista, mutta vähitellen pitkäaikaiset sijoittajat ovat lisänneet varovasti EM-markkinoiden allokaatioitaan. Viime vuonna sijoitusvarojen poisvetäminen EM-markkinoilta oli heikon kehityksen keskeinen syy. Toiseksi useassa kehittyvässä taloudessa on ollut käynnissä talouden kasvua ja toimintaa tukevia rakennemuutoksia ja useat maat ovat kyenneet kohentamaan maksutasettaan. Erityisen vahvasti keväällä ovat nousseet Brasilian ja Intian osakemarkkinat. Intiassa kurssinousua on vauhdittanut parlamenttivaalien tuloksen ennakoitiin ja usko uuden hallinnon markkinamyönteiseen uudistuspolitiikkaan.
- › Alkukesän tärkein asia rahoitusmarkkinoilla tulee olemaan EKP:n toiminta. Rahoitusmarkkinoilla on jo turhautumiseen asti odotettu, että EKP tekisi toimenpiteitä, joilla helpotettaisiin pankkien luottolamaa, deflaatiouhkaa ja euron tolkutonta vahvuutta valuuttamarkkinoilla. Kuten edellisessä Strategiakatsauksessa (Talvi 2014) arvioimme, katseet kohdistuvat eurovaalien jälkeiseen EKP:n kesäkuun alun kokoukseen. Talvella 2011-12 myönnetty LTRO-luotot eräänntyvät runsaan puolen vuoden päästä ja ilman uusia toimia EKP kiristää merkittävästi pankkijärjestelmän likviditeettiä. Todennäköisesti EKP tekee kesän aikana jotakin, sillä mitä pidemmälle EKP siirtää toimiaan, sitä varmemmin euroalueen talouskehitys jatkuu heikkona ja yhteisvaluutta-alue ajautuu deflaatioon. Todennäköisimpiä toimenpiteitä ovat ohjauksen marginaalin lasku 0,25 prosentista ja tätä suurempi maksuvalmiusluoton koron lasku, jolla varmistetaan kaikkien lyhyimpien markkinakorkojen mahdollisimman alhainen taso. Negatiivisen talletuskoron käyttöönotto lienee epätodennäköisempää, sillä sen käyttöön liittyy teknisiä hankaluuksia. Uuden LTRO-ohjelman tai vastaavan tarjoaminen pankeille on lähes välttämätöntä, jotta pankkijärjestelmän likviditeetti ei kiristyisi ensi talvena. Kriisimaiden joukkolainastoihin EKP tuskin ryhtyy, mutta EKP voi luoda rahoituksellisen kannustimen pankkien luotonantoon PK-yrityksille. Pankkien keskuspankkirahoituksen ehtoja saatetaan myös helpottaa. **Sijoittajalle kaikissa vaihtoehdoissa korot pysyvät matalalla, mikä merkitsee olemattomia tuottoja lyhytaikaisille korkosijoituksille vielä vuosikausia.**

Taulukko 3. Osakkeiden arvostus ja ulkoinen tasapaino

	P/E	Vaihtotase / BKT, %						
		2014	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DM	15,6							
Yhdysvallat	15,9	-3,0	-3,0	-2,7	-2,3	-2,1	-2,1	
Kanada	15,9	-3,6	-3,0	-3,7	-3,2	-2,9	-2,4	
Australia	15,4	-3,5	-2,8	-4,1	-3,0	-2,5	-2,2	
Japani	15,9	4,0	2,2	1,0	0,7	0,4	0,9	
Saksa	13,4	6,4	6,8	7,5	7,5	6,8	6,5	
Alankomaat	14,4	7,4	9,1	9,5	10,4	10,1	10,8	
Ranska	14,9	-2,2	-2,4	-2,2	-1,8	-1,7	-1,6	
Italia	15,4	-3,2	-3,8	-1,2	0,8	1,2	1,2	
Espanja	16,5	-4,7	-3,7	-1,9	1,0	1,6	2,0	
Kreikka	26,8	-10,1	-9,9	-2,4	0,8	0,9	0,9	
Suomi	17,1	1,6	-1,5	-1,4	-0,8	-0,2	0,2	
Ruotsi	16,2	6,1	4,2	5,7	5,1	5,7	5,6	
Norja	12,7	12,8	15,0	14,1	10,2	11,8	11,8	
Tanska	18,2	5,8	6,0	6,0	7,3	6,5	5,8	
Sveitsi	16,6	14,8	9,0	9,6	13,0	12,3	12,3	
Iso-Britannia	14,0	-2,7	-1,5	-3,8	-4,4	-3,5	-3,1	
EM	11,1							
Kiina	8,0	3,9	1,8	2,3	2,0	2,2	2,2	
Intia	15,3	-3,6	-3,8	-5,4	-2,8	-1,9	-2,2	
Etelä-Korea	10,1	3,1	1,8	4,6	6,7	4,5	4,0	
Taiwan	14,8	9,2	9,1	10,6	11,7	10,1	9,8	
Malesia	16,7	10,9	11,6	6,1	3,6	4,3	5,0	
Thaimaa	13,7	3,1	2,6	-0,4	-0,6	0,4	0,5	
Indonesia	16,1	0,7	0,2	-2,8	-3,4	-2,8	-2,3	
Filippiinit	19,0	3,6	2,5	2,7	3,5	3,2	2,6	
Venäjä	5,0	4,4	5,2	3,5	1,6	1,7	0,9	
Puola	14,1	-5,0	-5,8	-3,5	-1,2	-2,0	-2,3	
Tsekki	14,2	-3,9	-2,7	-1,3	-1,4	-1,2	-1,4	
Turkki	6,1	-6,3	-9,7	-6,1	-7,2	-6,1	-6,3	
Brasilia	11,1	-2,2	-2,1	-2,4	-3,6	-3,5	-3,2	
Meksiko	19,5	-0,3	-1,1	-1,2	-1,8	-1,8	-1,8	
Chile	16,8	1,5	-1,4	-3,4	-3,5	-3,4	-3,2	
Kolumbia	17,5	-3,1	-3,0	-3,2	-3,4	-3,3	-3,2	
Argentiina	14,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,7	-0,8	-0,7	
Etelä-Afrikka	14,7	-1,5	-3,6	-5,5	-5,1	-5,7	-5,2	

 = Arvo suurempi kuin 3 %

 = Arvo pienempi kuin -3 %

Lähde: Bloomberg, IMF, OECD ja keskeiset suomalaiset ennustelaitokset

Vastuunrajoitus

Tämä asiakirja on tarkoitettu ainoastaan informaatiotarkoituksiin ja asiakkaan yksityiseen käyttöön. Mikään asiakirjassa esitetty aineisto ei ole tarjous ostaa tai myydä arvopapereita eikä kehoitus ryhtyä muuhun sijoitustoimintaan tai sijoituspalvelun käyttöön. Asiakirjassa oleva tieto ei ole arvopaperimarkkinallain mukainen sijoitustutkimus, eikä myöskään tarkoitettu sijoitusneuvoksi taikka veroneuvoksi, eikä sen tarkoitus ole markkinoida palveluita tai tuotteita.

Sijoitustoimintaan liittyy aina taloudellisia riskejä. Ennen sijoituspäätöksen tekemistä tai sijoituspalvelun käyttöä sijoittajan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa ja arviointiin sijoituskohteesta tai sijoituspalvelusta ja siihen liittyvistä riskeistä eikä sijoituspäätöstä tule tehdä yksinään markkinointimateriaalissa esitettyjen tietojen perusteella vaan tulee perustaa tuotteen tietoihin kokonaisuudessa. Sijoittajan tulee tiedostaa, että sijoitukseen liittyvä riski tarkoittaa, että sijoittaja voi hävitä sijoitetun pääoman osittain tai kokonaan ja, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Sijoittaja tekee jokaisen sijoituspäätöksensä itsenäisesti ja omalla vastuullaan ja vastaa niiden taloudellisesta tuloksesta. Sijoittajan tulee tarvittaessa konsultoida sijoituspäätöksissään omaa vero-, liiketoiminta- tai sijoitusneuvojaansa. Asiakas vastaa aina sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta ja veroseuraamuksista riippumatta, onko Front Capital tai sen sidonnaisasiamiehet suorittaneet asianmukaisuus- tai soveltuvuusarvion. Front Capital Oy tai sen sidonnaisasiamiehet eivät vastaa mistään taloudellisista menetyksistä tai kuluista, olivatpa ne välittömistä tai välillisistä vahingoista, jotka saattavat seurata mistä tahansa tässä asiakirjassa olevaan informaatioon perustuvista sijoitus- tai muista päätöksistä.

Asiakirjaa laadittaessa on pyritty varmentamaan siinä käytettyjen tietojen oikeellisuus ja tieto perustuu lähteisiin, joita Front Capital Oy pitää luotettavina. Front Capital Oy tai sen työntekijät eivät takaa asiakirjassa annettujen tietojen, mahdollisten mielipiteiden, arvioiden tai ennusteiden oikeellisuutta, tarkkuutta tai täydellisyyttä tai siinä esitettyjen asioiden soveltuvuutta lukijalle.

Asiakirjassa mahdollisesti olevat viittaukset olemassa olevaan lainsäädäntöön ja sen tulkintaan, perustuvat Front Capital Oy:n käsitykseen lainsäädännöstä ja sen tulkinnasta sinä hetkenä, kun tiedot on julkaistu eikä Front Capital Oy voi antaa takuita laintulkinnan oikeellisuudesta tai pysyvyydestä. Lait ja laintulkinta voivat muuttua tulevaisuudessa.

Tätä asiakirjaa tai sen osaa ei saa kopioida, jakaa tai julkaista ilman Front Capital Oy:n etukäteen antamaa kirjallista lupaa. Kaikki oikeudet pidätetään.

Lisätietoa Front Capital Oy:stä:
Front Capital Oy palvelee asiakkaitaan suomeksi ja soveltuvin osin ruotsiksi ja englanniksi.
Lainsäädännön niin vaatiessa voidaan asiakkaalle tehdä asianmukaisuus- tai soveltuvuusarviointi ennen tuotteen tai palvelun tarjoamista. Front Capital Oy:n kanssa käydyt puhelinkeskustelut voidaan nauhoittaa. Front Capital Oy on sijoituspalveluyritys, jonka toimintaa valvoo Finanssivalvonta, Snellmaninkatu 6 ja Mikonkatu 8, PL 103, 00101 Helsinki, puhelin 010 831 51; www.finanssivalvonta.fi. Front Capital Oy on Sijoittajien Korvausrahaston jäsen. Lisää tietoa palveluntarjoajasta ja palveluista ovat saatavilla osoitteesta www.front.fi. Asiakasta kehoitetaan tutustumaan näihin tietoihin. Mikäli asiakas haluaa lisää tietoa muulla tavalla kuin Internet-sivuilta, pyydetään asiakasta ottamaan yhteyttä Front Capital Oy:hyn.



Front Capital Oy
Aleksanterinkatu 48 A
00100 Helsinki
Finland

Puh: (09) 6829 800
Faksi: (09) 6829 8010
etunimi.sukunimi@front.fi
www.front.fi

Front Capital Oy on sijoituspalveluyritys, jonka toimintaa valvoo Finanssivalvonta, Snellmaninkatu 6 ja Mikonkatu 8, PL 103, 00101 Helsinki, puhelin 010 831 51, www.finanssivalvonta.fi. Front Capital Oy on Sijoittajien Korvausrahaston jäsen. Lisää tietoa Front Capital Oy palveluntarjoajana löytyy Internet-sivuilta www.front.fi.