

Sisällysluettelo

| | |
|---------------------------------------------------------------------|--------|
| Sisällysluettelo..... | - 1 - |
| Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä..... | - 2 - |
| ... ja oletukset korkokehityksestä | - 3 - |
| Frontin sijoitusstrategian päälinjat syksyllä 2014 | - 4 - |
| Venäjä umpikujassa, Suomi tuuliajolla | - 7 - |
| Maailmantalouden kasvu elpyy Yhdysvaltojen ja Aasian tahdissa | - 12 - |
| Osakemarkkinoiden arvostukset nousseet..... | - 19 - |

Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä

- › **Arvioita maailmantalouden kasvusta on hieman laskettu kesän aikana. Silti perusoletuksena on, että vuonna 2015 talouskasvu nopeutuu kuluvaan vuoteen verrattuna.** Yhdysvaltojen kehitys on vastannut varsin hyvin odotuksia tänä vuonna ja maa yltää noin 2-3 prosentin talouskasvuun. Ensi vuonna kasvun arvioidaan edelleen hieman nopeutuvan. Yhdysvalloissa talouskasvun vakautumisen seurauksena pohdinnat keskuspankin rahapolitiikasta ovat loppukesällä jälleen lisääntyneet ja arvuuttelu FED:n koronnostojen ajankohdasta ja tahdist dominoi finanssimarkkinoita. Toisaalta arviomme mukaan FED tuskin tekee mitään, mikä vaarantaisi maan kasvun ja työllisyyden myönteisen kehityksen. **Kiinan talouskasvu nopeutui vaisun alkuvuoden jälkeen kesällä, mikä on ollut tänä vuonna merkittävin positiivinen yllätys maailmantaloudessa.** Alkuvuoden tilastot niin ulkomaankaupasta, teollisuustuotannosta kuin vähittäiskaupasta ennakoivat koko vuoden talouskasvun yltävän runsaan 7 prosentin vauhtiin. Kiina osalta on erityisen huomionarvoista se, että keväällä pelkoja aiheuttaneet huolet rahoitusjärjestelmän (nk. varjopankkijärjestelmä) tai kiinteistömarkkinoiden tilasta ovat kesän aikana pitkälti väistyneet.
- › Eri maiden ja alueiden erot ovat kuitenkin tuntuvia ja nimenomaan Euroalueen kasvunäkymät ovat vaisut. **Vielä alkuvuonna euroalueen tilanne näytti hieman paremmalta, mutta keväällä kasvu pysähtyi useimmissa alueen maissa, myös Saksassa.** Osaltaan tilanteen heikentymiseen vaikutti Ukrainan kriisi, joka ruokki epävarmuutta, mutta perimmiltään euroalueen heikkouden syynä on olematon talouskasvun dynamiikka. Useiden euromaiden rakenteelliset ongelmat (väestön ikääntyminen, julkisen talouden velkaantuneisuus) yhdistettynä poliittisen päätöksenteon lamaantumiseen, ulkomaankaupan heikkoon kilpailukykyyn, pankkijärjestelmän tilaan ja rahoitusmarkkinoiden lisääntyvään sääntelyyn, haittaavat talouskasvun elpymistä. Uutena uhkana euroalueelle on deflaatio, jonka torjuntaan EKP heräsi vasta kesällä. Suomen tilanne on erityisen tukala euroalueella. Kaikki edellinen pätee Suomeen, minkä lisäksi Venäjän talouden sakkautus Ukraina-seikkailun seurauksena heikentää Suomen näkymiä pitkälle tulevaisuuteen. 2014 on kolmas miinuskasvun vuosi ja parhaimmillaan 2015 päästään nollakasvuun. Suomessa ei ole mitään kasvun eväitä lähivuosille, eikä ole odotettavissa, että suomalaiset poliitikot kykenisivät tekemään mitään tilanteen korjaamiseksi lähivuosina. Euroalueen ulkopuolisen Euroopan tilanne on selvästi parempi ja sekä Pohjoismaiden, että Ison-Britannian näkymät ovat kohtuulliset.
- › **Inflaation odotetaan edelleen säilyvän teollisuusmaissa maltillisena.** Euroalueella inflaatio oli elokuussa enää 0,4 prosenttia, eli useissa euromaissa vallitsi jo deflaatio. Kiinassa inflaatio hidastui noin kahteen prosenttiin ja asuntohintojen nousuvauhti on vihdoin saatu taittumaan kireällä rahapolitiikalla. Myös Yhdysvalloissa inflaation odotetaan jäävän maltilliseksi talouskasvun nopeutumisesta huolimatta. Teollisuusmaiden rahapolitiikan voidaan odottaa säilyvän perusvireeltään keveänä vielä pitkään, sillä inflaation kiihtymiselle ei ole perusteita. Ainoastaan Japanissa inflaatio on nopeutunut tuntuvasti, mutta tämäkin johtuu lähinnä keväällä toteutetuista välillisten verojen korotuksista. Raaka-aineiden ja varsinkin energian hintakehitys on ollut maltillista, eikä edes Ukrainan kriisi tai Lähi-idän levottomuus Syyriassa ja Irakissa ole nostanut energiahintoja. Ainoastaan teollisuusmetallien hinnat ovat nousseet alkuvuonna heijastaen odotuksia maailmantalouden kasvun nopeutumisesta.
- › **Venäjän talousnäköymät ovat muuttuneet dramaattisesti heikommiksi niin lyhyellä kuin pitkälläkin aikavälillä.** Kasvudynamiikkansa jo aiemmin tuhonnut Venäjä on Ukrainan kriisin seurauksena ajautunut taloudelliseen ja poliittiseen paitsioon, minkä seurauksena maa saattaa ajautua talouden ja politiikan kaaokseen lähivuosina.

... ja oletukset korkokehityksestä

- › Teollisuusmaiden keskuspankkien rahapolitiikka on jatkanut vähittäistä eriytymistään kevään ja kesän aikana. Yhdysvaltojen keskuspankki on jatkanut arvopaperiostojen vähentämistä, eli tältä osin keskuspankki on hieman kiristänyt politiikkaansa. Arvopaperiostojen voidaan odottaa päättyvän nyt syksyllä. Silti ei olla vielä tilanteessa, jossa FED:llä olisi tarve nostaa ohjauskorkojaan. Ehkä ensi vuoden kesällä tai syksyllä...
- › Euroalueella kehitys on mennyt päinvastaiseen suuntaan. Talouskasvun pysähtyessä keväällä ja inflaation hidastuttua lähelle deflaatiolukemia, EKP laski ohjauskorkojaan sekä kesäkuun alun että syyskuun alun kokouksessaan. Samalla pankkien talletusfasilitietin korko laskettiin EKP:ssa negatiiviseksi, -0,20 prosenttiin, mikä on painanut kaikkien lyhyimmät euriborkorot nollan tuntumaan. Koronalennusten ohella EKP käynnisti kesällä ja syksyllä erilaisia rahan määrän ja pankkien luotonannon kasvattamiseen tähtäviä ohjelmia. Näiden ohjelmien tehosta ei ole vielä mitään näyttöä, mutta EKP on ilmaissut valmiutensa uusiin toimiin, mikäli rahoitusmarkkinoiden ja inflaation kehitys on ei-toivottua. **Yhdysvaltojen ja euroalueen rahapolitiikan eriytymisen seurauksena on todennäköistä, että euron pitkään odotettu trendinomainen heikentymien valuuttamarkkinoilla on käynnistynyt.** Euroalueen heikon taloustilanteen vuoksi tämä olisi jopa toivottavaa.
- › Kaiken kaikkiaan OECD-maiden keveä rahapolitiikka jatkuu ja keskuspankkien ohjauskorot säilyvät matalalla pitkälle tulevaisuuteen. Varsinkin euroalueella korkojen voidaan odottaa säilyvän poikkeuksellisen alhaisella tasolla vuosikausia. Perimmiltään 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. **Sijoittajalle tämä merkitsee joka tapauksessa olemattomia tuottoja lyhytaikaisille korkosijoituksille vielä pitkään.**
- › Kehittyvien talouksien osalta kiinnostavaa on ennen kaikkea Kiinan keskuspankin toiminta loppuvuonna. Korkojen lasku ja/tai pankkien varantovelvoitteen alentaminen saattaa hyvin toteutua, sillä sekä inflaatiopaineet että asuntomarkkinoiden ylikuumeneminen on saatu kontrolliin. Venäjä joutuu sitä vastoin painimaan kiihtyvän inflaation, valuuttapaon, Länsimaiden rahoitusmarkkinapakotteiden ja toisaalta heikentyvän talouskasvun ja nopeasti kasvavan valtion budjettialijäämän rahoitusongelmien kanssa. Hyperinflaatio ja ruplan romahdus on aivan mahdollinen lopputulos kaikesta tästä lähivuosina.
- › Runsas vuosi sitten pitkät korot nousivat erityisesti Yhdysvalloissa, kun markkinat spekuloivat FEDin politiikasta. Tänä vuonna markkinat ovat rauhoittuneet. Euroalueella deflaatiovaara on laskenut korkoja odotettuakin enemmän. Arviomme mukaan tulemme jatkossakin näkemään Yhdysvalloissa korkopiikkejä, mutta perusteita korkojen trendinomaiselle nousulle ei ole. Euroalueella valtionlainojen korot ovat laskeneet tuntuvasti heijastaen EKP:n politiikkaa, deflaatoriskiä ja eurokriisin väistymistä (ainakin rahoitusmarkkinoilla). Yrityslainojen (varsinkin HY) osalta arvioimme, että korkoerot valtionlainoihin ovat kaventuneet sille tasolle, mikä vastaa pitkän aikavälin luottoriskejä. Kaventumista ruokkii enää se, että valtionlainat ja lyhyet korot eivät tuota juuri mitään.

Frontin sijoitusstrategian päälinjat syksyllä 2014

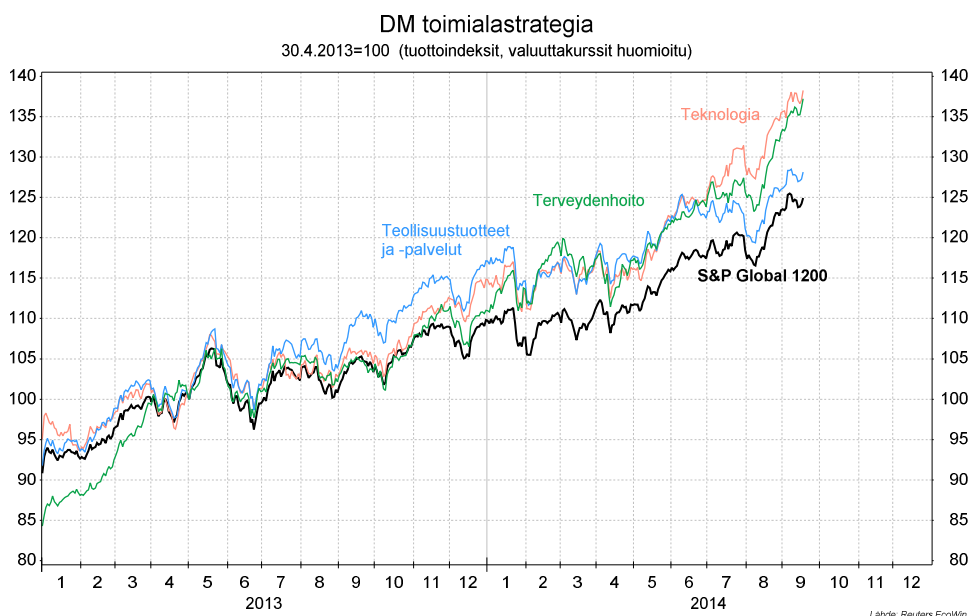
- Arvopaperisijoittajan maailma on muuttumassa vuosi vuodelta haastavammaksi. Korkeiden poikkeuksellinen mataluus on vauhdittanut osakekurssien nousua, mutta samalla osakkeiden arvostus on noussut jo korkeaksi. **Sijoitusmarkkinoilla ollaan siirtymässä vahvan noususyklin loppuvaiheeseen**, jonka ominaispiirteitä ovat korkotuottojen mataluus, sijoittajien vahva luottamus osakemarkkinoihin, yksityisen säästämisen trendinomainen lasku ja yksityissijoittajien korostunut rooli nettosijoittajana osakemarkkinoilla. **Osakemarkkinoille rakentuu nyt samankaltainen kupla kuin vuosituhaten vaihteessa 1999-2000 tai ennen Finanssikriisiä 2006-2007.**
- Frontin allokaatiostrategia on tällä hetkellä likimain neutraali osakkeiden ja korkosijoitusten painotuksessa.** Tämä koskee sekä lyhyen aikavälin taktista että pitkän aikavälin strategista painotusta. Strateginen painotus oli pitkään osakesijoituksia vahvasti suosiva (kevääseen 2013 saakka). Arviomme mukaan osakemarkkinoilla on siirrytty loppuvaiheeseen keväällä 2009 alkaneella nousumarkkinalla. Emme siis arvioi, että osakekurssit kääntyvän trendinomaiseen laskuun aivan lähiaikoina, vaan varaudumme vähitellen siihen riskiin, että rahoitusmarkkinoiden sykli saavuttaa jälleen huippunsa noin yhden - kahden vuoden kuluessa. On todennäköistä, että Frontin allokaatiostrategiassa siirrytään seuraavaksi osakkeiden strategiseen alipainoon, eli taktiset osakepainon vaihtelut tapahtuvat jatkossa neutraaliallokaation alapuolella.



- Lyhyellä aikavälillä (1 kk- 6 kk), taktinen osakepaino on vaihdellut tuntuvasti viime vuosina markkinatilanteen mukaan. Varsinkin eurokriisi heilutti markkinoita tuntuvasti ja näissä tilanteissa reagoitiin joko osakepainoa lisäämällä tai vähentämällä. Viimeisen vuoden aikana lyhytaikaiset osakekurssien vaihtelut ovat vaimentuneet, joten myös taktinen osakepainon muuttaminen on ollut vaatimattomampaa. Talvella ja keväällä osakepainoa kasvatettiin mm. joulukuun ja helmikuun kurssipudotusten yhteydessä. Vastaavasti myyjtejä tehtiin maaliskuussa ja alkukesällä. Viimeiset muutokset osuivat elokuun alkuun (osakkeiden lisäys) ja syyskuun alkuun (vähennys). **Osakepainon aktiivinen taktinen säätely on jatkossakin tärkeä osa sijoitusstrategiaamme, mutta sen toteuttaminen edellyttää riittävää markkinoiden volatiliiteettia.** Joka tapauksessa osakepainon

strateginen, eli yli syklien tapahtuva säätely nousee avainkysymykseksi sijoittamisessa lähivuosina.

- Frontin korkostrategia on ollut viimeisen vuoden aikana korostetun tuottohakuinen.** Luottoriskin osalta viime vuosina on painotettu HY-yrityslainoja ja viime syksystä alkaen korkean tuoton valtionlainoja (Italia, Espanja). Korkoriskin osalta duraatio oli aina vuoden 2013 alkusyksyyn saakka maltillinen, mutta marraskuussa korkoriskiä kasvatettiin tuntuvasti. EM-valtionlainojen osalta on oltu varovaisempia ja marraskuussa niistä loput vaihdettiin pääosin euroalueen korkean tuoton valtionlainoihin. Euroalueella olimme valmiita ottamaan enemmän riskiä sen puolesta, että pelko deflaatiosta laskee merkittävästi pitkiä korkoja, minkä lisäksi nk. ongelmamaiden ja Saksan joukkolainakorkojen ero kaventuu. EKP:n aloittaessa erityistoimia (TLTRO, ABS jne.) ja lisätessä likviditeettiä markkinoille, korkoerojen kaventuminen voi vielä jatkua. IG- ja HY-yrityslainojen tuotto on linjassa niiden luottoriikkiin, joten emme odota enää merkittävää korkoerojen kaventumista loppuvuonna 2014. Korkosijoittajan tuska on nyt todellinen, sillä käteisen tuotto on lähes olematon. Toisaalta korkojen nousua ei ole näköpiirissä sillä inflaatiopaineet ovat olemattomat varsinkin euroalueella. Frontin korkostrategia jatkuu ennallaan ja painottaa HY-yrityslainoja ja euroalueen korkean tuoton valtionlainoja. Salkun korkoriski, duraatio, vastaa vertailusalkun duraatiota.



- Frontin osakestrategian päälinja on ylipainottaa Pohjoismaita, Iso-Britanniaa, Australiaa ja Kanadaa sekä niitä kehittyviä talouksia, joilla on vahva maksutase ja joiden osakkeiden arvostustaso on kohtuullinen.** Alipainotus koskee euromaita (ml. Suomi) ja heikon maksutaseen EM-maita. Yhdysvallat ja Japani ovat likimain neutraalipainossa. Venäjälle ei sijoiteta käytännössä lainkaan. Yhdistelmä-salkuissa sekä DM- että EM-maat kokonaisuutena ovat lievässä ylipainossa. Euroalueen pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat kehnot, joten euroalueen osakkeet ovat alipainossa ja sijoituksissa **painotetaan niiden toimialojen yrityksiä, joiden liiketoiminta on korostetun globaalia: Terveystenhoito, teknologia sekä teollisuustuotteet ja -palvelut.** Oman valuuttansa säilyttäneet Pohjoismaat ovat ylipainossa ja ne ovat hyviä esimerkkejä maista, joiden pörssiä on paljon niiden toimialojen yrityksiä, jotka hyötyvät mm. kehittyvien maiden talouskasvusta. Suomen osakkeet ovat alipainossa sekä kotimarkkinoiden keuhon näkymien että Venäjä-riskien vuoksi. Kotimarkkinayrityksiin tai Venäjälle suuntautuneisiin yrityksiin sijoitetaan vain marginaalisesti. Japanin osakemarkkinat menestyivät hyvin kesällä ja alkusyksyllä, joten pitkään ylipainossa ollut maan laskettiin nyt syyskuussa

neutraalipainoon. Kanada ja Australia otettiin salkkuun 2012 hajauttamaan salkun riskiä ja tämä hajautustarve korostuu entisestään Euroopan Venäjä-riskien vuoksi. Myös Yhdysvaltojen osalta painotetaan yrityksiä, joiden liiketoiminta on korostetun globaalia. Tällä pyritään vaimentamaan sitä riskiä, joka liittyy Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden korkeahkoon arvostustasoon.

- Arvostuksen näkökulmasta EM-maiden osakkeet ovat huomattavan paljon edullisempia kuin DM-maiden. Sijoittajat näkivät lyhyellä aikavälillä riskejä useissa EM-maissa, minkä vuoksi pääomavirrat olivat tärkein tekijä EM-maiden pörssien heikkoon kehitykseen 2013. Tänä vuonna tilanne on kääntynyt päinvastaiseksi, mikä on tukenut varsinkin Aasian pörssejä. 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.** Tuntuimmat alipainotukset koskevat Latinalaista Amerikkaa, Turkia ja Lähi-itää sekä Etelä-Afrikkaa. Myös Itä-Eurooppa ja on alipainossa ja Venäjälle ei sijoiteta käytännössä lainkaan.
- Valuuttamarkkinoilla sijoittajat odottivat pitkään, että euron tulisi heikentyä muita päävaluuttoja vastaan, sillä ylivahva euro oli muodostumassa merkittäväksi talouskasvun esteeksi ja deflaatoriskin aiheuttajaksi euroalueella. Arviomme mukaan euron trendinomainen heikentyminen on saattanut alkaa tänä kesänä, joten **Frontin sijoitusstrategiassa merkittävä osa sijoituksista on hajautettu euroalueen ulkopuolisiin valuuttoihin.**

29.9.2014 Ari Aaltonen

Kaavio 1. Frontin yhdistelmä-salkun allokaationäkemykset 29.9.2014

| | | Mallisalkun allokaatio-% | Neutraali allokaatio-% | erotus |
|---------------|---------------------|-----------------------------|---------------------------|--------|
| | -- - 0 + ++ | | | |
| Valtionlainat | | 13,2% | 15,0% | -1,8% |
| Yrityslainat | Korkea riski (HY) | 19,2% | 10,0% | 9,2% |
| | Matala riski (IG) | 11,0% | 25,0% | -14,0% |
| Osakkeet | Kehittyvät (EM) | 21,0% | 20,0% | 1,0% |
| | Kehittyneet (DM) | 26,2% | 25,0% | 1,2% |
| Hyödykkeet | | 2,7% | 0,0% | 2,7% |
| Käteinen | | 6,6% | 5,0% | 1,6% |

Venäjä umpikujassa, Suomi tuuliajolla

- Ukrainan kriisi on hallinnut uutisvirtaa keväästä alkaen ja siitä on tullut merkittävä epävarmuuden lähde rahoitusmarkkinoille tänä vuonna. Vaikka kriisin vaikutus maailmantalouteen on lopulta varsin vähäinen, on se vaikuttanut merkittävästi Itä-Euroopan, Venäjän ja Suomen talouksiin. Myös kriisin eri tapahtumat ovat olleet aina hetkellisesti keskeinen rahoitusmarkkinoita heiluttava tekijä.
- Jo viime vuoden syksyllä alkanut Ukrainan kriisi kärjistyi keväällä vallanvaihdokseen, jossa venäjämielinen presidentti ja hänen hallintonsa syrjäytettiin. Venäjä reagoi tähän miehittämällä Krimin helmi-maaliskuun vaihteessa ja liittämällä sen itseensä. Samalla Venäjä käynnisti kampanjan Ukrainan horjuttamiseksi ja alkoi luoda epävarmuutta Ukrainassa lähettämällä sinne sotilaskoulutuksen saaneita taistelijoita ym. käynnistämään kapinaa Ukrainan länsimielistä hallintoa vastaan. Venäjältä saapuneisiin taistelijoihin liittyi myös paikallisia venäjämielisiä, mutta kokonaisuutena näiden nk. separatistijoukkojen johto oli kokonaisuudessaan Venäjältä. Huhtikuussa kapinaliset alkoivat vallata Itä-Ukrainan keskeisiä kaupunkeja, minkä lisäksi epävarmuutta ja väkivaltaa lietsottiin myös muualla (Harkova, Odessa jne.). **Perimmiltään Venäjän tavoitteena lienee ollut Ukrainan länsimielisen hallinnon horjuttaminen, sillä maa oli varsin sekavassa tilassa helmikuun vallankumouksen jälkeen ja länsimielisen hallinnon asema oli vielä varsin epäselvä.** Tapahtumien kulun kannalta oli kuitenkin keskeistä, että Ukrainan armeija säilyi lojaalina Kiovan uudelle hallinnolle, eikä siirtynyt Venäjän / aiemman venäjämielisen presidentin puolelle, edes Krimillä. Lisäksi Ukrainassa kyettiin järjestämään toukokuussa presidentinvaalit, joiden tuloksena uudeksi presidentiksi valittiin länsisuuntautunut Poroshenko. Koska vaalit olivat kansainvälistenkin tarkkailijoiden mukaan vapaat ja demokraattiset, legitimoiti se merkittävästi uuden hallinnon asemaa Ukrainassa.
- Länsimaat reagoivat luonnollisesti Krimin miehitykseen tuomitsevasti, sillä Putinin Venäjä oli rikkonut tekemiään sopimuksia ja kansainvälistä lakia. Keväällä asetetut ensivaiheen talouspakotteet Venäjää kohtaan sekä yksittäisten henkilöiden matkustuskiljat ja varojen jäädyttäminen eivät vielä vaikuttaneet merkittävästi Venäjän talouteen, mutta rahoitusmarkkinavaikutukset ja yleisen epävarmuuden lisääntyminen heijastuivat välittömästi Venäjään. **Seurauksena oli jo keväällä alkaneen pääomapaon kiihtyminen Venäjältä, pörssikurssien sukellus ja siitä seurannut ruplan tuntuva heikentyminen valuuttamarkkinoilla.** Myös länsimaisten yritysten investoinnit ja toiminta Venäjällä tuli uudelleen arvioitavaksi, mikä heikensi yleistä ilmapiiriä Venäjän yritysmaailmassa.
- Alkukesään mennessä Venäjän käynnistämä kapinaliike oli vallannut pääosan kahdesta Ukrainan itäisimmästä maakunnasta, Donetskin ja Luhanskin alueet. Toisaalta Ukrainan joukot olivat kyenneet torjumaan kapinan useissa muissa tärkeissä kaupungeissa ko. alueella, kuten satamakaupunki Mariupolissa. Myös muissa suurissa kaupungeissa itäisessä ja eteläisessä Ukrainassa, joissa oli lietsottu levottomuutta, tilanne saatiin Ukrainan hallituksen valvontaan (Odessa, Harkova). Kesäkuussa Ukraina armeija ryhmitettiin uudelleen ja se aloitti Itä-Ukrainan alueiden takaisinvaltauksen. Heinäkuun alussa vallattiin takaisin kapinallisten hallitsemat Slovyansk ja Krematorsk (kapinallisten hallitsemien alueen pohjoisosassa), mikä oli psykologisesti merkittävä voitto Ukrainalle ja sen armeijalle. Kapinallisten sotamenestyksen tukemiseksi Venäjä alkoi siirtää lisää kalustoa separatistien puolelle. **Erityisen kohtalokkaaksi osoittautui Venäjän päätös lähettää ilmatorjuntaohjusyksiköitä separatistien hallitsemalle alueelle,** joiden tarkoituksena oli rajoittaa Ukrainan ilmaherruutta Itä-Ukrainan taistelukentällä. Heinäkuun puolivälissä näillä aseilla (ohjuksilla) ammuttiin alas useita Ukrainan ilmavoimien lentokoneita ja taisteluhelikoptereita, mutta myös malesialainen matkustajakone, jossa kuoli vajaat 300 siviiliä. Heistä noin 200 oli hollantilaisia. Tämän seurauksena Länsimaat ja varsinkin EU

eivät voineet enää katsoa sivusta Venäjän toimintaa Ukrainassa, vaan pikaisella aikataululla otettiin käyttöön nk. toisen vaiheen pakotteet. Ne koskivat rahoitussektoria, energiateollisuutta ja puolustusteollisuutta. Lisäksi asetettiin jälleen uusi joukko venäläisiä sekä Krimillä ja Itä-Ukrainassa Venäjän toimia tukevia henkilöitä pakotelistalle. Venäjä vastasi pakotteisiin mm. asettamalla Länsimaiden (EU, Yhdysvallat, Kanada, Norja Ja Australia) elintarvikkeet tuontikieltoon.

- › **Elokuun alkuun mennessä Venäjän toiminta oli ajautunut täydelliseen umpikujaan sekä Ukrainassa että maailmanpolitiikassa.** Ukrainan armeija oli päässyt niskan päälle taistelukentällä. Kapinallisten alue oli supistunut kolmasosaan ja alueen kaksi suurinta kaupunkia Donetsk ja Luhansk olivat saarrettuna, eli niiden maayhteys Venäjään oli katkaistu. Maailmanpolitiikassa Venäjä oli jäänyt yksin, eikä sillä ollut yhtään liittolaista, joka olisi asettunut sen puolelle pakotteiden osalta. Sekä Valko-Venäjä että Kazakstan pidättäytyivät Lännen vastaisista pakotteista ja vain muutama Venäjää tukeva hylkiövaltio, kuten Venezuela, Syyria tai Kuuba ilmaisi ainoastaan verbaalista tukeaan Venäjälle. Toki valtaosa maailman maista säilytti neutraalin/välinpitämättömän suhtautumisen koko kriisiin ja jatkoivat mm. normaalia kaupankäyntiään kaikkien kriisin osapuolien kanssa. Keskeisin ongelma Venäjälle oli kuitenkin se, että se oli menettänyt yhteistyökumppanina kaiken sen luottamuksen Länsimaiden silmissä mitä se oli kylmän sodan päättymisen jälkeen kyennyt rakentamaan. Tällä on erityisen suuri merkitys Venäjän taloudelle sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä.
- › Kun Itä-Ukrainan kapinallisten tilanne muuttui toivottomaksi elokuussa, **Putin joutui valitsemaan aseellisen intervention (separatistien tueksi) tai sen, että Ukrainan armeija päättää kapinallisten vallan viimeisissä kaupungeissa.** Jälkimmäinen vaihtoehto olisi merkinnyt merkittävää arvovaltatappiota Putinille Venäjällä, sillä hän olisi osoittautunut heikoksi johtajaksi, joka ei olekaan valmis "suojelemaan" venäläisiä maan rajojen ulkopuolella. Joten Putin valitsi avoimen intervention, jossa Venäläiset vakinaisen armeijan joukot ylittivät Ukrainan rajan avoimesti. Myös Venäjän armeijan kalustoa alettiin siirtää merkittävästi Itä-Ukrainaan. Venäjän intervention seurauksena sotilaallinen tilanne muuttui elokuun lopulla ja syyskuun alussa, kun Venäjän armeija yhdessä separatistien kanssa valtasi takaisin menettämiään alueita Donetsk ja Luhanskin ympärillä palauttaen ko. kaupunkien maayhteyden Venäjään. Käytännössä koko raja-alueen Luhanskista Azovan merelle oli tämän jälkeen Venäjän/separatistien hallussa. Venäjä yritti myös vallata Mariupolia syyskuun alussa, mutta Ukrainan armeija kykeni torjumaan useat hyökkäykset. Pienentäkseen aiheuttamaansa poliittista vahinkoa, Venäjältä kotoisin olevat nk. separatistien johtajat korvattiin paikallisilla Itä-Ukrainasta kotoisin olevilla venäjämielisillä johtajilla. Näin pyrittiin jälkikäteen luomaan vaikutelma, että Itä-Ukrainassa olisi ollut kyse paikallisesta vastarintaliikkeestä.
- › Venäjän avoin hyökkäys pakotti Ukrainan tulitaukoon ja aseet vaikenivat pääosin 5.9. Venäläiset joukot jäivät kuitenkin Ukrainaan, joten Länsimaat käynnistivät syyskuun toisella viikolla uuden pakotekierroksen, jolla täydennettiin aiempia rahoituslaitoksiin ja –markkinoiniin, energiateollisuuteen, puolustusteollisuuteen ja nk. kaksikäyttötuotteiden pakotteita. Lisäksi uusia nimiä lisättiin pakotelistaan. Venäjä ei vastannut näihin pakotteisiin vastapakotteilla, sillä edelliset vastapakotteet (elintarvikkeiden tuontikielto) oli lähinnä vahingoittanut Venäjää itseään ja hankaloittanut tavallisten venäläisten elämää.
- › **Putinille ja Venäjälle Ukrainan seikkailu on ollut katastrofi.** Positiivisena asiana hänelle voidaan kirjata vain kaksi seikkaa: Krimillä saattaa tulevaisuudessa olla jotakin taloudellista arvoa ja lyhyellä aikavälillä hän on kyennyt pönkittämään valta-asemaansa Venäjän sisäpolitiikassa. Negatiivisten seuraamusten lista onkin huomattava edellisiin verrattuna. Ensinnäkin talouden näkymät ovat muuttuneet dramaattisesti heikommiksi niin lyhyellä kuin pitkällä aikavälillä. Venäjän taantumassa ollut talous on ajautunut kriisiin vuoksi entistä suurempiin vaikeuksiin pääomapaon, ruplan heikentymisen, kiihtyvän inflaation, kotimaisten ja läntisten yritysten investointilaman, rahoitusmarkkinoiden kiristymisen ja yleisen epävarmuuden vuoksi. Keskipitkällä aikavälillä keskeiseksi ongelmaksi muodostuu se, että

Venäjän pysähdyksissä ollut talouden rakenteiden uudistus on nyt jäänyt täysin ja pk-yritykset ovat suurissa vaikeuksissa. Talouden positiivinen dynamiikka on täysin kadonnut ja yritysilmapiiri romahtanut samalla, kun Putinin hallinto joutuu kahlitsemaan entistä enemmän mediaa, kansalaisvapauksia, oikeusjärjestelmän toimintaa yms. soraäänien vaimentamiseksi. Lännen pakotteet vaikuttavat merkittävästi Venäjän talouteen rahoitusmarkkinoiden kautta ja pk-yrityksiä rahoittavat pienet ja keskisuuret (yksityiset) pankit ovat hätää kärsimässä. Koska yritysten ulkomaisen rahoituksen saatavuus on romahtanut, investointilama syvenee jatkossa. Länsimaisten yritysten varovaisuus Venäjä-investoinneissa lähivuosina heikentää merkittävästi talouden dynamiikkaa. Putin on tehnyt Venäjästä epäluotettavan kumppanin, jonka on hyvin vaikea houkutelulla ulkomaisia investointeja. **Pitkällä aikavälillä Venäjän ongelmaksi muodostuu se, että se ei vie juuri muuta kuin energiaa. On todennäköistä, että Ukrainan kriisi käynnistää merkittävän investointibuumin energian tuotannon kasvattamiseksi erityisesti EU-maissa (vaihtoehtoiset energialähteet, liuskekaasu, energian tuonti yms.), joten Venäjän energiaviennin tulojen voidaan odottaa vähentyvän tulevaisuudessa.** Hyvä osoitus tästä energian maailmanlaajuisesta ylituotannosta on se, että raakaöljyn hinta on laskenut kesän ja alkusyksyn aikana, vaikka Ukrainan kriisi on ollut kuumimmillaan. Energian hinnan lasku maailmanmarkkinoilla voi olla merkittävä ja pitkäaikainen ilmiö. Venäjällä ei ole lähivuosina mitään mahdollisuuksia kasvattaa julkisia menojaan (esim. puolustusmenot), sillä talouden lama yhdistettynä heikentyviin vientituloihin merkitsevät valtion alijäämien dramaattista kasvua. Kun alijäämiä ei kyetä rahoittamaan ulkomailta, on todennäköistä, että lopulta joudutaan turvautumaan keskuspankin nk. setelirahoitukseen. Tämän seurauksena kiihtynyt inflaatio voi hyvin karata käsistä hyperinflaatioksi ja ruplan täydelliseksi romahdukseksi valuuttamarkkinoilla.



- Poliittisesti Venäjä on ajanut itsensä umpikujaan ja siitä on vaarassa tulla ylkiövaltio maailmapolitiikassa, jota ryhdytään käyttämään maksimaalisesti hyväksi. Venäjän ahdingon suurin hyötyjä on luonnollisesti Kiina, joka käyttää tilannetta hyväkseen tekemällä itselleen edullisia ja pitkäaikaisia kauppasopimuksia esim. energian tuonnista. Suurempi merkitys on kuitenkin sillä, että Venäjä on menettänyt Länsimaiden luottamuksen ja Länsimaat ovat pakotettuja palauttamaan poliittinen Status Quo Itä-Eurooppaan. Käytännössä tämä merkitsee talouspakotteiden jatkamista siihen asti, kunnes Putin ja Venäjä luopuvat tavoitteistaan Ukrainassa ja laajemminkin Itä-Euroopassa. Edes Ukrainassa Venäjä ei ole saavuttanut mitään positiivista. Ukrainassa länsisuuntaus on vain vahvistunut Venäjän aloittaman sodan vuoksi ja maa on jälleen yksi uusi epäluuloisesti Venäjään suhtautuva

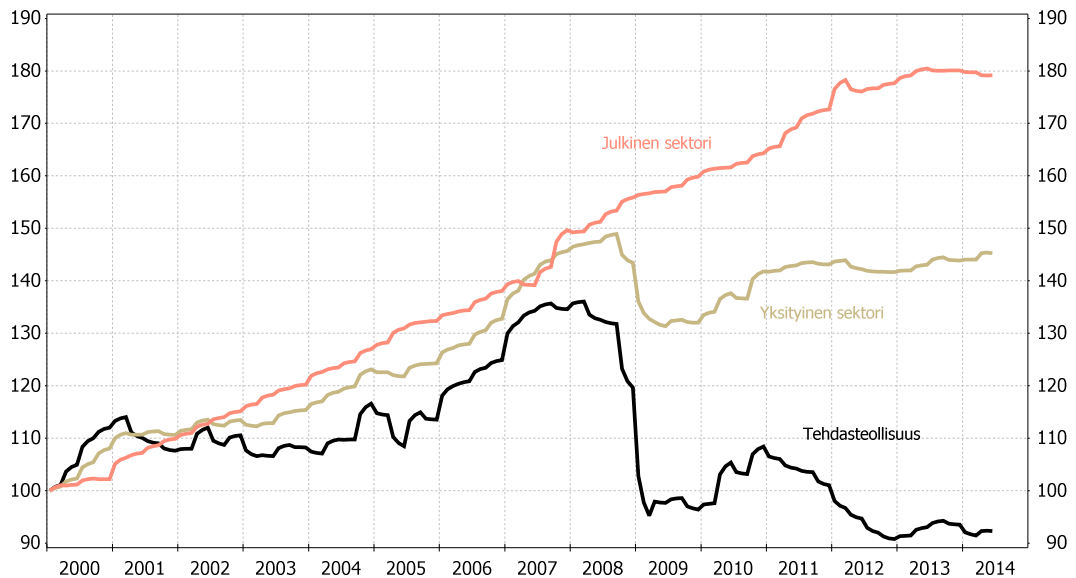
rajanaapuri. Ukrainan parlamenttivaalit sinetöivät 26.10. Ukrainan länsisuuntauksen aivan samoin kuin kävi Georgiassa vuoden 2008 sodan jälkeen.

- › Suomessa Putinin asema nähdään vahvana sisäpoliittisesti ja on totta, että keväällä, Krimin valtauksen jälkeen Putinin Ukrainan politiikan kannatus oli riippumattomissa tutkimuksissa noin 80% tasolla. Elokuussa enää 40% venäläisistä kannatti Venäjän politiikkaa Ukrainassa. Putinin ja Venäjän kannalta suurin ongelma on se, että hän ei voi luvata venäläisille mitään positiivista talouden ja elintason kohentumisen saralla. Ja juuri tämä oli Putinin suosion kasvun syy 2000-luvulla. Ylläpitääkseen valtaansa ja estääkseen soraääniä, demokratiaa, kansalaisvapauksia, mediaa, ulkomaisten yritysten toimintaedellytyksiä ym. pitää kaventaa. Ja kun valtion ja yritysten taloudellinen tilanne heikkenee, on suuri riski siitä, että vastustajia aletaan nk. ryöstää "laillisesti". Tämä koskee länsimaisten yritysten ohella Venäjän nk. oligarkkeja, joista yksi määrättiin syyskuussa näyttävästi kotiarestiin varsin tekaistuin perustein. Putinin ongelmana on sisäpoliittisesti se, että dynaamisin osa väestöstä on eniten hänen politiikkaansa vastaan: kaupunkilaiset/nuoret/ koulutetut/yrittäjät. Eli vaikka eläkeläiset ja virkamiehet tukisivat Putinia "isäinmaallisen propagandan" siivittämänä, se ei juuri auta Venäjän talouden elpymistä.
- › **On tärkeä nähdä, että Ukrainan kriisille ei ole mitään helppoa ja nopeaa ratkaisua** sillä yksinomaan Krimin laitton miehitys luo jäätyneen konfliktin. Aseet varmasti vaikenevat vähitellen, mutta muilta osin kriisi jatkuu. Länsimaiden ei tarvitse, eivätkä ne voi antaa periksi Putinin politiikalla Itä-Euroopassa. Päinvastoin, jotta Länsimaiden luoma kylmän sodan jälkeinen Status quo (maailmanrauha, sopimusten ja kv. lakien kunnioitus, valtioiden suvereniteetti jne.) säilyy, **Venäjän taloudellista ja poliittista painostusta voidaan jatkaa tarvittaessa loputtoman pitkään.** Länsimaille tämä on helppoa, sillä Venäjä ei ole tärkeä vientimarkkina muille kuin Suomelle ja Baltian maille (ks. Strategia kevät 2014). Asetelmaa voidaan verrata myös nk. kylmään sotaan (1945-1991), joka oli edellinen Lännen ja Venäjän välinen mitteliö. Länsi kävi kylmää sotaa eristämällä Venäjä kauppakumppanina ja teknologian viennin kohteena ja voitti lopulta silloisen Neuvostoliiton 1980-luvulla. Nyt Venäjä on taloutensa koolla mitattuna vain kolmasosa entisestä Itäblokista. Samaan aikaan Länteen on liittynyt Itä-Euroopan maat ja useita entisiä neuvostotasavaltoja, eli Länsimaat yhteenlaskettuna ovat noin 30 kertaa suurempi voima kuin Venäjä, jonka talous on yksipuolinen ja hieman Italian taloutta pienempi. Venäjästä ei ole juuri vastusta Länsimaille, joten Putinin luoman vastakkainasettelun lopputulos on sinänsä selvä. **Kyse on vain siitä, miten nopeasti ja kuinka syvään taloudelliseen ja poliittiseen kaaokseen Venäjä vajoaa ennen kuin Putin ja hänen lähipiirinsä korvautuu jollakin uudella valtarakenteella.**
- › **Ukrainan kriisi on korostanut sitä, miten tuuliajolla Suomi on sekä talouspolitiikan että EU-politiikan saralla.** Ennen Ukrainan kriisin käynnistymistä oli laajasti päivänselvää, että Suomen tulee tehdä merkittäviä rakenteellisia uudistuksia useilla talouden lohkoilla, jotta maan velka- ja näivettymiskierre saadaan katkaistua. Kaikissa näissä uudistuksissa on jatkavasti nyt vuosikausia ja lopputuloksena huonosta taloudenhoidosta on nähty vain merkittävä kokonaisveroasteen nousu. Edes paljon puhutut kunta- sote- ym. rakenneuudistukset eivät ole edenneet juuri millään tavalla. Kuin pisteenä i:n päällä hallitus päätti nyt syksyllä olla tekemättä mitään uudistuksia ja hukutti kunta- ja rakenneuudistukset sote-uudistuksen jatkovalmisteluun ja -neuvotteluihin. Hallituksen piti tänä syksynä tehdä päätöksiä, mitä palveluja ryhdytään karsimaan kuntien toiminnasta. Nyt ollaan päätymässä tilanteeseen, jossa yhtäkään lakia palveluista ei karsita, mutta kuntien menoille asetetaan "katto". Eli kunnat pakotetaan rikkomaan lukuisia lakeja, jotka määrittävät julkisten palveluiden laajuuden ja tason. On päivänselvää, että tämä vain lisää kaaosta kuntataloudessa ja kansalaisten elämässä. Muillakaan talouden lohkoilla ei ole kyetty tekemään mitään. Verotuksen kiristyminen on omiaan heikentämään kuluttajien ostovoimaa ja yrittäjyyttä. Kilpailukyvyyn kohentuminen ei ole mahdollista, jos työvoimaa ei vapauteta julkiselta sektorilta yksityiselle sektorille. Kaiken kaikkiaan mitään muuta ei ole tehty yrittäjyyden vahvistamiseksi viime vuosina kuin yhteisöveron lasku, joka sekin kompensoitiin

osinkoverotusta kiristämällä. Suomessa yksityinen sektori on näivettynyt aivan liian pieneksi julkiseen sektoriin nähden, joten ilman radikaaleja toimenpiteitä tilanne ei korjaannu. Toisaalta on tärkeä nähdä, että oppositiopuolueillakaan ei ole mitään varteen otettavaa ehdotusta/ohjelmaa talouden rakenteellisten ongelmien korjaamiseksi. Suomi on aivan yksi yhteen Kreikan tiellä, ja on vain toivottavaa, että ulkomaiset luottoluokittajat ymmärtävät suomalaisten poliitikkojen kyvyttömyyden ennen kuin valtionvelka on kasvanut kestäättömän suuruiseksi.

Suomi: Tuotanto sektoreittain

Kausitasoitettu tuotannon arvo käypiin hintoihin, 1/2000=100



Lähde: Reuters EcoWin

- Suomi hankki itselleen kyseenalaista mainetta EU-politiikassa eurokriisin pahimpina vuosina. Vuosina 2010-2013, kun Euromaat /EU tukivat kriisiin ajautuneita maita, Suomi vaati tukiopeaatioissa ainoana euromaana vakuuksia ym. järjestelyitä ja vaikeutti kriisin ratkaisua. Jos ja kun Suomi ajautuu samanlaisiin syviin talouden ongelmiin tulevina vuosina, sympatiaa ei ole odotettavissa muilta euromailta. Vastaavasti Ukrainan kriisin aikana Suomi on ollut vastahangassa EU-maiden pakotepolitiikassa nyt syksyllä, mikä on asettanut Suomen ulkopolitiikan arveluttavaan valoon Länsimaiden silmissä. Suomea aletaan taas pitää Venäjän toimia myötäilevänä ”suomettuneena” maana, kuten oli kylmän sodan aikana 1970-luvulla. Sinänsä asialla ei olisi muuta kuin ulkopolitiikan retoriikkaan liittyvää merkitystä, mutta on selvä, että hoipertelu EU-maana asettaa Suomen huonoon valoon ulkomaisten investointien kannalta. Ja luonnollisesti se, että Suomi ei ole NATO:n jäsen, merkitsee tässä tilanteessa läntiselle sijoittajalle riskiä verrattuna NATO:n turvan piirissä oleviin maihin. Linjaton ja opportunistinen ulkopolitiikka kostautuu pitkällä aikavälillä talouden epävarmuuden kasvuna ja ulkomaisten investointien vähäisyytenä.

Maailmantalouden kasvu elpyy Yhdysvaltojen ja Aasian tahdissa

- Arvioita maailmantalouden kasvusta on hieman laskettu kesän aikana. Silti perusoletuksena on, että vuonna 2015 talouskasvu nopeutuu kuluvaan vuoteen verrattuna. Yhdysvallat ja Kiina ovat olleet kesän positiiviset yllättäjät, euroalueen talouskasvun pysähtyminen selkein pettymys. Ukrainan sodalla on vain vähäinen vaikutus maailmantalouteen, mutta Venäjän talouden näkymät ovat muuttuneet dramaattisesti heikommiksi. Myös Suomen talouden elpyminen siirtyy näillä näkymin vuoteen 2016.
- Samalla Inflaation odotetaan säilyvän maltillisena teollisuusmaissa ja pysyvän hyvin kontrollissa tärkeimmässä kehittyvässä talouksissa. Ainoastaan Venäjällä on tuntuva riski inflaation merkittävästä kiihtymisestä lähivuosina.

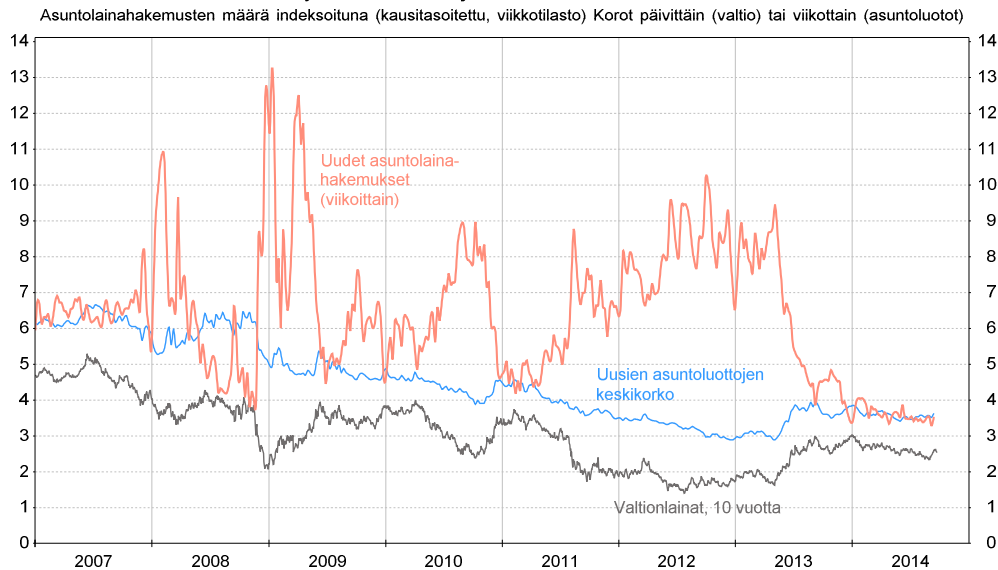
Taulukko 1. Konsensusarviot talouskasvusta ja inflaatiosta

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

Lähde: Bloomberg, OECD sekä suomalaiset ennustelaitokset ja pankit

- Yhdysvaltojen kehitys on vastannut varsin hyvin odotuksia tänä vuonna ja maa yltää runsaan 2 prosentin talouskasvuun. Heikon ensimmäisen neljänneksen jälkeen talouskasvu nopeutui tuntuvasti toisella neljänneksellä. Heinä-syyskuussa useat talouskehitystä ennakoivat indikaattorit, kuten yritysten suhdannekyselyt, viittaavat vahvan kasvun jatkumiseen loppuvuonna. Työllisyystilanne on kohentunut kuluvaan vuoteen aikana, mikä on ollut omiaan käynnistämään jälleen spekulatiot keskuspankin rahapolitiikasta. FED on odotetusti jatkanut kesällä ja syksyllä arvopaperiostojensa vähentämistä ja niiden odotetaan päättyvän nyt syksyllä. FED:in uusi pääjohtaja on ollut kuitenkin maltillinen lausunnoissaan ja korostanut talouden kestävästä elpymisestä lyhyen aikavälin suhdanneindikaattorien sijaan. Lisäksi inflaatio on jäänyt Yhdysvalloissa huomattavan maltilliseksi kesän aikana, joten painetta rahapolitiikan kiristämiseksi ei ole tältä kannalta. Lisäksi korkeampien korkojen merkitys asuntomarkkinoiden kannalta on tärkeä. Jo kesällä 2013 tapahtunut pitkäaikaisten joukkolainakorkojen nousu heijastui välittömästi uusien asuntoluottojen korkotasoon, mikä taas vaikutti uusien asuntolainahakemusten määrään. On tärkeää nähdä, että keskuspankki tuskin haluaa ajaa asuntomarkkinoita uudelleen lamaan liian korkeilla koroilla.

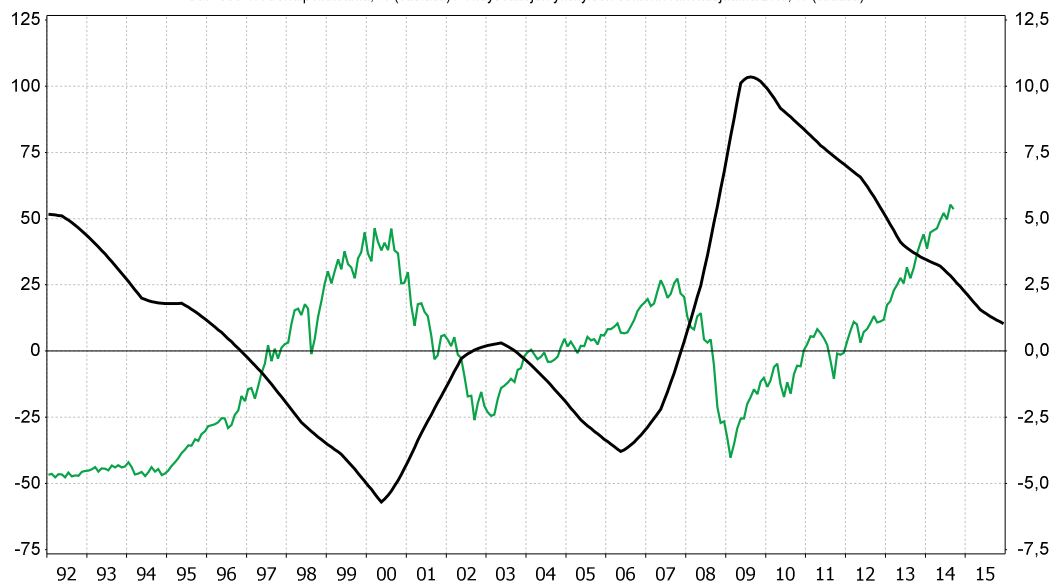
Yhdysvallat: Korot ja asuntolainahakemukset



- Yhdysvaltojen talouden kehitys on siis ollut selkeä positiivinen yllätys tänä vuonna, mikä on vakauttanut maailmantalouden kehitystä Euroalueen talouskasvun aiheuttaman pettymyksen rinnalla. Yhdysvaltojen rahapolitiikan rooli sijoitusmarkkinoiden kannalta voidaan kuitenkin nähdä myös toisin. Se, että keskuspankki korostaa voimakkaasti reaalitalouden ja työllisyyden vakaata ja positiivista kehitystä, on vuosien varrella johtanut siihen, että rahoitusmarkkinoiden tasapaino on jäänyt vähemmälle huomiolle. Yksi tapa havainnollistaa rahoitusmarkkinoiden epävakautta Yhdysvalloissa on tarkastella yksityisen sektorin (yritykset ja kotitaloudet) säästämiskäyttäytymistä ja sen vaihteluita viimeisen 20 vuoden aikana. Ao. kuvioon on piirretty yksityisen nettosäästämisen (kansantalouden tilinpidon mukainen kotitalous- ja yrityssektorin rahoitusylijäämä) kehitys, joka on suhteutettu BKT:seen.

Yhdysvallat: Osakekurssit ja yksityisen sektorin rahoitusjäämä

S&P 500 TR trendipointeama, % (vas.ast.) / Yhdysvaltojen yksityisen sektorin rahoitusjäämä/BKT, % (oik.ast.)

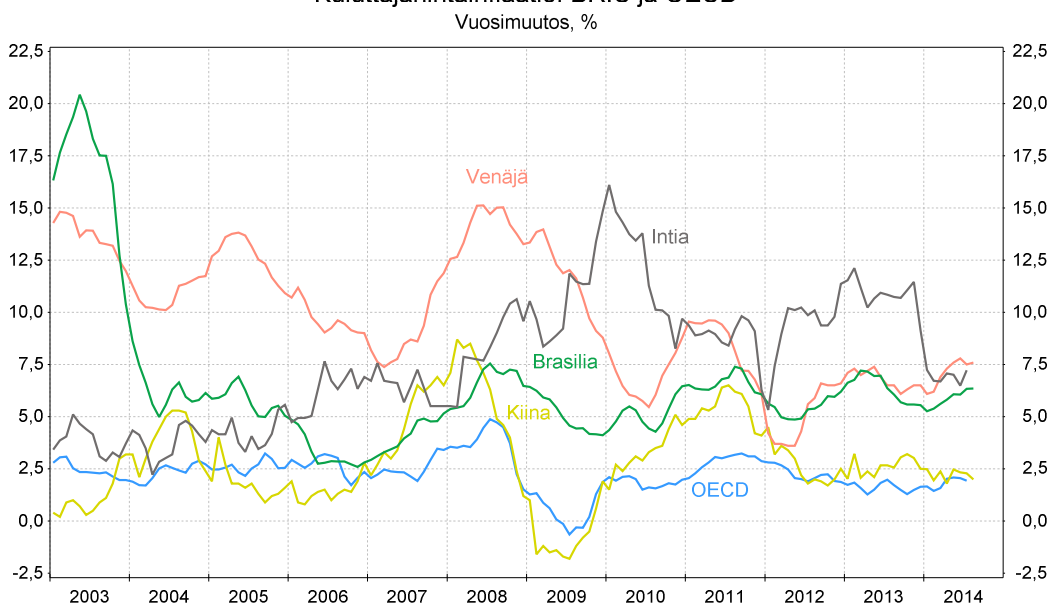


- › Yksityisen sektorin nettosäästämisen vaihtelut ovat olleet huomattavia viimeisen 20 vuoden aikana. Vuosituhannen vaihteessa kotitaloudet ja yritykset yhteenlaskettuna velkaantuivat jopa 5 % BKT:n arvosta ja toisessa ääripäässä Finanssikriisin aikana, 2009 nettosäästäminen oli jopa 10 % BKT:sta. Kun tarkastellaan nettosäästämisen ja osakekurssien vaihtelua, voidaan havaita, että niiden välillä vallitsee varsin selvä negatiivinen korrelaatio. Säästämisen vähentyessä (kuten 1990-luvun jälkipuoliskolla) osakekurssit nousivat suhteessa pitkän aikavälin trendiinsä. Vastaavasti ajanjaksoina, jolloin yritykset ja kotitaloudet lisäävät säästämistään (tai pyrkivät vähentämään velkaantuneisuuttaan) osakekurssit laskevat. Viimeisen 5 vuoden aikana säästämien on laskenut trendinomaisesti vuoden 2009 huipustaan, mikä on näkynyt osakekurssien varsin tasaisena nousuna pitkän aikavälin trendiin nähden. Voidaan siis sanoa, että Yhdysvaltojen keskuspankki, keskittyessään talouskasvun ja työllisyyden vakauttamiseen, on aiheuttanut rahapolitiikallaan epävakautta rahoitusmarkkinoilla.
- › FED:n rahapolitiikka on ollut huomattavan keveää Finanssikriisistä alkaen. Asunto- ja kiinteistömarkkinakuplan puhkeaminen sai keskuspankin aloittamaan poikkeustoimet, minkä lisäksi ohjauskorot ovat olleet nollan tuntumassa jo vuosia. Keveä rahapolitiikka on keskeisesti vaikuttanut siihen, että nettosäästäminen on vuosi vuodelta vähentynyt ja pörssikurssien nousu on ollut vahvaa. **Rahoitusmarkkinoiden ja sijoittajan kannalta on tärkeää, miten FED onnistuu irtautumaan ultrakeveästä rahapolitiikasta lähivuosina.** Käykö niin, että keveää rahapolitiikkaa jatketaan liian pitkään, kun ei haluta vaarantaa talouskasvua ja työllisyyttä, mutta samalla syntyy finanssimarkkinakupla, kun keveä rahapolitiikka ruokkii säästämisen liiallista vähentymistä. **Arviomme mukaan on varsin todennäköistä, että rahoitusmarkkinoille syntyy lähivuosina ”klassinen” osakemarkkinoiden kupla,** joka perustuu liialliseen velkaantumiseen. Tavallaan voidaan sanoa, että Yhdysvaltojen taloutta on elvytetty äärimmilleen viime vuosina sekä keskuspankin että hallituksen toimesta, joten politiikan kiristäminen on tavattoman vaikeaa perustella yksinomaan rahoitusmarkkinoiden heikentyvän tasapainon vuoksi. Aina on jokin syy, minkä vuoksi korkojen nostoa siirretään tulevaisuuteen tai se tehdään liian hitaalla tahdilla. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että talouspolitiikalla on viritetty suhdanteet ja yritysten tulokset äärimmilleen, minkä lisäksi velalla sijoittaminen lisää jo nyt kalliiden osakkeiden kysyntää.
- › Yksityinen nettosäästäminen ei ole vielä laskenut hälyttävän matalalle tasolle, mutta **vuoden - kahden päästä ollaan tilanteessa, jossa FED ei enää kykene hallitsemaan mitenkään rahoitusmarkkinoiden epätasapainoa ja tilanne korjautuu väistämättä itsestään.** Osakesijoittajalle tämä tarkoittaa samanlaista korjausliikettä osakekurssissa kuin nk. teknokuplan puhkeaminen 2001-2003 tai Finanssikriisin aikana tapahtunut korjausliike 2007-2009. Toisaalta on tärkeä nähdä, että nyt syntyvä ”kupla” on nimenomaan osakemarkkinoiden ongelma, eli asunto- ja kiinteistömarkkinoiden kuplaa ei ole syntymässä. Reaalitalouden kannalta osakemarkkinoiden kupla ei ole niin vaarallinen kuin asunto- ja kiinteistömarkkinakupla. Osakekurssien laskusta kärsivät lähinnä osakesijoittajat, kun taas asunto- ja kiinteistömarkkinakuplan puhkeamisella on merkittävä vaikutus suhdanteisiin ja talouskasvuun, kun kotitalouksien keskeisen varallisuuserän arvot laskevat. Myös pankkijärjestelmä kärsii luottotappioiden muodossa merkittävästi asunto- ja kiinteistöluottojen tappioiden paisuessa. Toisin sanottuna FED ei tule pelastamaan osakesijoittajaa, kun osakemarkkinoiden kupla alkaa purkautua.
- › Japanin talouskasvu nopeutui voimakkaasti tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä, mutta syynä oli pitkälti keväällä tapahtunut kulutusverojen nosto. Verojen nosto alkuvuonna ruokki voimakkaasti kotitalouksien kulutusta, kun varsinkin kestokulutustavaroita pyrittiin ostamaan ennen veronkorotuksia. Toisella neljänneksellä kasvu hidastuikin merkittävästi, mutta tapahtuneessa ei ole em. syystä suurta dramatiikkaa. Kulutusverojen nosto kiihdytti myös inflaatiota, mutta tämäkin vaikutus on vain hetkellinen. Suhdannekyselyissä japanilaisten yritysten optimismi on säilynyt korkealla jo kevästä 2013, kun nykyinen talouspolitiikka alkoi. Näin varsinkin vientiyritysten osalta, jotka ovat hyötäneet jenin

merkittävästä heikentymisestä valuuttamarkkinoilla 2012-13. **Koska kotimarkkinoiden elpyminen ei ole vielä tapahtunut toivotusti, on todennäköistä, että Japanin keskuspankki tulee jatkamaan äärimmäisen keveää politiikkaansa vielä pitkään.**

- Kehittyvässä Aasiassa talouksien kehitys on vastannut pitkälti odotuksiamme, mutta markkinoille mm. Kiina on tarjonnut selkeän positiivisen yllätyksen.** Tämä näkyy mm. siinä, että osakekurssit nousivat voimakkaasti kesällä Kiinassa. Keväällä talousmedia täyttyi erilaisista uhkakuvista, joita nähtiin Kiinan suhdannekehityksen ja varsinkin rahoitusmarkkinoiden sekä kiinteistömarkkinoiden yllä. Suhdannekehitys on kuitenkin yllättänyt positiivisuudellaan kesällä ja niin teollisuustuotanto, vähittäiskauppa kuin ulkomaankauppakin ovat kasvaneet vahvasti. Huomionarvoista on se, että palvelualojen kasvu on jatkunut vahvana ja palveluyritysten suhdanneodotukset ovat vahvistuneet kesällä. Hallinnon uudistukset viime vuonna alkavat siis näkyä palvelualojen kehityksessä. Markkinoilla talouskasvun pelättiin jatkavan hidastumistaan vaisun kevään jälkeen. Lisäksi pelot kiinteistömarkkinoiden "kuplista" tai nk. varjopankkijärjestelmän riskeistä rahoitusmarkkinoiden vakaudelle ovat olleet ylimitoitettuja. Kiinan tilannetta ja talouden uudistusprosessia tarkasteltiin varsin kattavasti edellisessä Strategiajulkaisussa (Kevät 2014) joten näihin kysymyksiin ei ole nyt tarvetta palata. Arviomme mukaan Kiinan talouskasvu yltää tänä vuonna helposti runsaaseen 7 prosenttiin ja ensi vuonna kasvu jatkuu likimain samaan tahtiin. **Koska inflaatio on hidastunut noin 2 prosenttiin, keskuspankki voi tarvittaessa tukea talouskasvua keventämällä rahapolitiikkaa.** Pankkien varantovelvoitetta laskettiin hieman kesällä ja nyt alkusyksyllä keskuspankki on huolehtinut, että rahoitusmarkkinoiden likviditeetti on säilynyt hyvänä. Yllätyksellisiin likviditeetin kiristysoperaatioihin ei ole enää tarvinnut turvautua (kuten kesällä 2013 ja vuodenvaihteessa) sillä rahoitusmarkkinoiden rakenteiden kehitys on edennyt keskuspankin toivomalla tavalla.
- Pidemmällä aikavälillä 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.

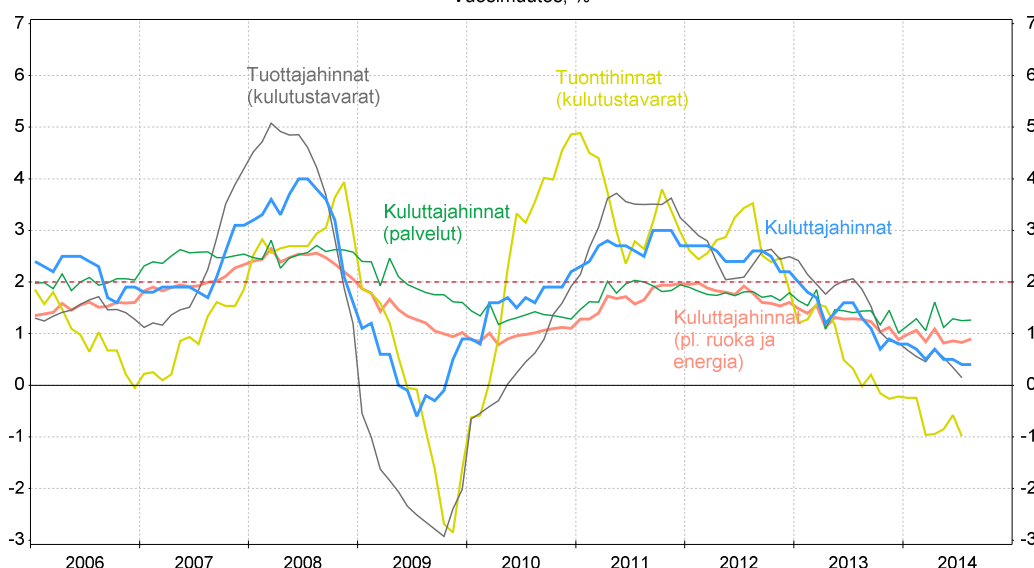
Kuluttajahintainflaatio: BRIC ja OECD



- Venäjää lukuun ottamatta useissa kehittyvissä talouksissa kehitys on ollut tänä vuonna varsin positiivista. Varsinkin Intia on onnistunut sekä inflaation hidastamisessa että vaihtotaseen alijäämän pienentämisessä. Positiivinen kehitys on saanut tukea kevään parlamenttivaaleista, jossa hallitusvalta vaihtui uudistusmielisempään hallintoon. Thaimaa ja Turkki ovat kyenneet vaimentamaan poliittista levottomuutta, joka oli viime vuonna ja talvella näkyvästi esillä. Brasiliassa pidetään lokakuussa presidentin ja parlamenttivaalit, joiden merkitys on suuri talouden näkymien kannalta. Kaiken kaikkiaan useissa kehittyvissä talouksissa on käynnissä merkittäviä uudistusohjelmia maiden talouden rakenteiden parantamiseksi. Osalla nämä muutostarpeet ovat syntyneet poliittisen muutoksen seurauksena, osalle muutostarve syntyi pakosta, kun maan talouskasvu oli perustunut liian paljon ulkomaisen velkaantumisen varaan. Kehittyvien maiden tilanteet ovat hyvin erilaiset ja on tärkeää nähdä, että **Aasian maiden rahoitustasapaino on kauttaaltaan erinomainen, eli niillä on ylijäämäiset vaihtotaseet (pl. Intia ja Indonesia)**. Niiden on siis helppo elvyttää talouttaan ja ylläpitää vahvaa talouskasvua. Haavoittuvuin tilanne on edelleen Etelä-Afrikalla ja Turkilla, joiden vaihtotaseen alijäämä on vieläkin kestämättömän suuri. Heikoimmat näkymät ovat Venäjällä, joka on itse luonut oman kaoottisen painajaisensa talouteensa. Konsensusarvioissa kehittyvien maiden (EM) talouskasvu säilyy runsaassa 5 prosentissa sekä tänä että ensi vuonna.
- Vielä alkuvuonna euroalueen tilanne näytti hieman paremmalta, mutta keväällä kasvu pysähtyi useimmissa alueen maissa, myös Saksassa.** Osaltaan tilanteen heikentymiseen vaikutti Ukrainan kriisi, joka ruokki epävarmuutta, mutta perimmäitään euroalueen heikkouden syynä on olematon talouskasvun dynamiikka. Useiden euromaiden rakenteelliset ongelmat (väestön ikääntyminen, julkisen talouden velkaantuneisuus) yhdistettynä poliittisen päätöksenteon lamaantumiseen, ulkomaankaupan heikkoon kilpailukykyyn, pankkijärjestelmän tilaan ja rahoitusmarkkinoiden lisääntyvään sääntelyyn, haittaavat talouskasvun elpymistä. Osaltaan euroalueen toiveita elpymisestä heikensi kevään eurovaalit, joiden tuloksena politiikan ääripäät vahvistuivat. Useassa euroalueen maassa todettiin samalla, että rakenteellisia uudistuksia ei jatketa, vaan ryhdyttiin vaatimaan koko euroalueen "elvytystä" velkarahalla. Varsinkin Italia ja Ranska ovat ajautuneet pysähtyneisyyden tilaan, jossa odotetaan ulkopuolista vetoapua talouskasvuun. On käynyt selväksi, että poliitikkojen kyky viedä läpi kipeitäkin rakenneuudistuksia on olematon. Suomi kuuluu tähän maaryhmään.

Euroalueen inflaatio

Vuosimuutos, %



Lähde: Reuters EcoWin

- Uutena uhkana euroalueelle on deflaatio, jonka torjuntaan EKP heräsi vasta kesällä. EKP:tä oli varoitettu deflaatoriskistä jo viime vuoden syksyllä, mutta EKP ei reagoinut mitenkään tilanteeseen. Loppukevällä EKP:n oli pakko todeta, että euroalueen talouskasvu on pysähtymässä ja inflaatio lähestyi deflaatiolukemia. Lisäksi euron kurssi oli keväällä jälleen vahvistunut valuuttamarkkinoilla ja usean euromaan kehno ulkomaankaupan kilpailukyky oli jälleen heikentynyt lisää. Ja luonnollisesti Ukrainan kriisi lisäsi epävarmuutta koko Euroopassa heikentäen talouskasvua. Kesäkuun alun kokouksessa EKP laski ohjaukorkojaan ja ilmoitti uusista erityistoimista rahan määrän kasvattamiseksi (TLTRO-luotot, ABS-kaupat ym.). Syyskuun alun kokouksessa ilmoitettiin ABS-operaatioiden aloittamisesta ja jatkettiin korkojen laskua. Ohjaukorko oli tämän jälkeen enää 0,05 %, pankkien talletusfasilitietin korkoa laskettiin enemmän negatiiviseksi, -0,2 %:iin ja maksuvalmiusluoton korko 0,3 %:iin. Näiden koronlaskujen seurauksena lyhyimmät euriborkorot ovat nollassa eli alle dollarin libor-korkojen. Olennaista näissä toimissa on se, että nyt EKP on sementoinut lyhyet markkinakorot nolnaan vuosikausiksi. Myönteisintä EKP:n toiminnassa on ollut se, että euron torkuton vahvistuminen valuuttamarkkinoilla saatiin päättymään ja euro on heikentynyt alkukesän jälkeen muita päävaluuttoja vastaan valuuttamarkkinoilla.
- Euroalueen kehitys on vastannut hyvin aiempia arvioitamme. Poliittisten päätöksentekijöiden kyvyttömyys korjata euroalueen maiden rakenteellisia ongelmia on siirtänyt talouspoliittisen vastuun pitkälti EKP:lle, jonka on ollut pakko toimia, jotta

 - a) euroalue ei olisi hajonnut (2011 ja 2012) ja
 - b) jotta euroalueen talouskehitys ei vajoaisi deflaatioon (2014).
- Lopulta rahoitusmarkkinoidenkin on ollut pakko hyväksyä se, että ainoa keino euroalueen talouskasvun käynnistämiseksi on euron heikentyminen valuuttamarkkinoilla. Tämä on myös välttämätöntä, jotta euroalue välttyy deflaatiolta. Onnistuuko EKP torjumaan deflaation ja pitkäaikaisen heikon talouskasvun jakson, on vähintäänkin epävarmaa. Japani paini 20 vuotta oman deflaatiotaloutensa kanssa ennen kuin vasta 2012 radikaali muutos raha- ja talouspolitiikassa näyttävät muuttaneen tilanteen paremmaksi. Arviomme mukaan EKP joutuu ottamaan merkittävässä määrin kesällä esitellyt erityistoimet käyttöön, jotta rahoitusmarkkinat saadaan talouskasvua tukevaksi. **Todennäköistä on kuitenkin, että apu tulee lopulta lähinnä euron heikentymisestä valuuttamarkkinoilla.**



- › EKP:n toimet ja euron heikentyminen antavat vain suhdanneluontoista helpotusta euroalueella. Perimmiltään 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 loisi vakautta, eikä epävakautta jäsenmailleen.** Nyt 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 sitä **perustavanlaatuisia ongelmia, että euroalueella puuttuu liittovaltiotasoiset elimet. Jokainen euromaa siis kohtaa yksin, eri tavalla ja omilla talouden rakenteillaan erilaisia ulkoisia shokkeja. Ukrainan kriisi Suomen kannalta on tästä oiva esimerkki.**
- › Suomen tilanne on nyt erityisen tukala euroalueella. Eli kaikki edellinen pätee Suomeen, minkä lisäksi Venäjän talouden sakkaukset Ukraina-seikkailun seurauksena heikentää Suomen näkymiä pitkälle tulevaisuuteen. 2014 on jo kolmas miinuskasvuun vuosi ja parhaimmillaan 2015 päästään varovaiseen positiiviseen kasvuun. Suomessa ei ole juuri mitään kasvun eväitä lähivuosille, eikä ole odotettavissa, että suomalaiset poliitikot kykenisivät tekemään mitään tilanteen korjaamiseksi lähivuosina. Julkisen sektorin toimintojen saneerausta verotaakan keventämiseksi tai työmarkkinareformeja ei ole näköpiirissä. Rakenteelliset ongelmat säilyvät, verotus kiristyy kotimaisen kysynnän kannalta "tappavalle" tasolle ja yritysten investoinnit jäävät vaatimattomiksi. Viennin vetoapu jäänee vaatimattomaksi, sillä Suomelle tärkeät vientimaat eivät juuri kasva. Ainoastaan heikentyvä eurovaluuttaa saattaa tuoda positiivisen yllätyksen vientiyrityksille. **Pahimmillaan käy niin, että talouden välttämättömiä rakenneuudistuksia siirretään aina vain eteenpäin, kunnes Suomen luottokelpoisuuden heikentyminen aikanaan pakottavat poliitikot toimimaan.** Suomen talouden kannalta 2010-luku alkaa kuitenkin olla menetetty vuosikymmen.
- › Frontin sijoitusstrategiassa kotimarkkinayritysten paino on vähäinen tai olematon suomalaisiin osakkeisiin sijoittavassa salkussa. Kaupan, rakentamisen, kiinteistösijoittajien, median ja ylipäänsä niiden yritysten, joiden liiketoiminta ja myynti tapahtuvat pääosin Suomessa, on vähäinen. Sijoitusten painopiste on yrityksissä, joiden liiketoiminta perustuu globaaleille markkinoille.

Osakemarkkinoiden arvostukset ovat nousseet

- Osakemarkkinoiden tuotot ovat olleet tänäkin vuonna varsin hyvät. Kurssinousu on tapahtunut laajalla rintamalla ja tänä vuonna sekä kehittyneiden (DM) että kehittyvien maiden (EM) osakkeet ovat nousseet vahvasti. Teollisuusmaiden eteenpäin katsova 12 kuukauden tulosodotuksiin perustuvat P/E – tunnusluvut ovat nousseet selvästi viime vuosien aikana. Tammikuussa 2012 oltiin likimain tasolla 12, mutta nyt syyskuussa vastaava tunnusluku on jo hieman yli 16. Vastaavasti kehittyvien markkinoiden keskimääräinen P/E - luku on noussut vajaasta 10:stä vajaaseen 12.

Taulukko 2. Osakkeiden arvostus:12 kk:n eteenpäin katsova P/E

| | Tammikuu 2012 | Tammikuu 2013 | Tammikuu 2014 | Syyskuu 2014 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| DM | 11,7 | 13,8 | 14,9 | 16,1 |
| Yhdysvallat | 12,3 | 13,7 | 15,5 | 16,6 |
| Kanada | 12,1 | 13,9 | 14,8 | 16,4 |
| Australia | 11,4 | 15,2 | 15,0 | 15,0 |
| Japani | 15,9 | 22,3 | 20,4 | 18,1 |
| Saksa | 9,6 | 11,4 | 13,1 | 13,6 |
| Ranska | 9,0 | 11,2 | 12,8 | 15,0 |
| Italia | 8,5 | 10,6 | 13,3 | 16,6 |
| Espanja | 9,2 | 11,5 | 15,4 | 17,2 |
| Kreikka | 7,6 | 23,8 | 22,2 | 64,1 |
| Suomi | 12,2 | 14,8 | 15,8 | 18,2 |
| Ruotsi | 11,4 | 14,0 | 15,0 | 16,3 |
| Norja | 9,6 | 11,1 | 11,9 | 12,7 |
| Tanska | 14,3 | 16,4 | 16,2 | 19,0 |
| Sveitsi | 11,6 | 14,4 | 15,1 | 17,0 |
| Iso-Britannia | 9,7 | 11,6 | 13,0 | 13,9 |
| EM | 9,7 | 10,5 | 10,3 | 11,9 |
| Kiina | 9,0 | 9,7 | 7,8 | 9,3 |
| Intia | 14,2 | 15,2 | 15,1 | 17,1 |
| Etelä-Korea | 8,9 | 9,4 | 8,9 | 9,2 |
| Taiwan | 12,7 | 14,8 | 14,7 | 14,3 |
| Malesia | 14,0 | 14,7 | 11,3 | 16,8 |
| Thaimaa | 10,9 | 14,2 | 12,7 | 16,2 |
| Indonesia | 13,2 | 15,3 | 16,0 | 16,8 |
| Venäjä | 3,6 | 3,3 | 5,6 | 5,1 |
| Puola | 9,2 | 12,4 | 13,0 | 15,6 |
| Turkki | 8,2 | 10,7 | 8,6 | 11,0 |
| Brasilia | 9,3 | 11,6 | 9,7 | 12,3 |
| Meksiko | 14,0 | 15,7 | 17,9 | 21,9 |
| Chile | 14,1 | 17,9 | 14,3 | 18,0 |
| Argentiina | 6,3 | 7,8 | 9,4 | 14,8 |
| Etelä-Afrikka | 9,8 | 13,8 | 13,7 | 15,0 |

Lähde: Bloomberg

- Osakekurssien nousu on siis ollut nopeampaa kuin odotettu tuloskasvun nousu. Osaltaan tapahtunutta selittää korkotason lasku erityisesti pitkäaikaisten joukkolainakorkojen osalta. Kun osakesijoituksille vaihtoehtoinen pitkien korkoinstrumenttien tuotto on laskenut, osakkeille hyväksytään korkeampi arvostustaso tulosodotuksiin nähden.
- Sinänsä arvostusten nousu ei ole hälyttävää, jos tulosodotukset ovat realistiset ja ei ole näköpiirissä korkotason nousua. Toisaalta osakemarkkinoiden tila voidaan nähdä hyvinkin haavoittuvana, jos korot nousevat ja samalla korkojen nousu heikentää talouskasvua, eli yritysten aktiviteettia. Jos siis tulosodotuksiin on viritetty alhaisen korkotason oletus, koko osakemarkkinoiden kurssitaso ja arvostus saattaa olla hyvinkin haavoittuva.

- Tarkasteltaessa maittain arvostustasoja, voidaan todeta, miten teollisuusmaiden pörssien keskimääräiset arvostustasojen erot ovat varsin vähäiset. Kehittyvien maiden osalta silmiinpistävää on Venäjän, Kiinan ja Etelä-Korean yritysten varsin maltilliset arvostukset. Venäläisten osakkeiden arvostus on ollut matala jo ennen Ukrainan kriisiä ja siihen on liittynyt markkinoiden käsitys korkeasta maariskistä. Etelä-Korean ja Kiinan osalta voidaan puhua jopa osakkeiden edullisesta hinnoittelusta ainakin muihin kehittyviin maihin verrattuna. Taulukkoon 3. on arvostusten ohella talouden makroriskejä hyvin ennakoiva vaihtotase / BKT, %. Front painottaa EM-osakestrategiassaan edullisen arvostuksen ja vahvan vaihtotaseen maita.

Taulukko 3. Osakkeiden arvostus ja ulkoinen tasapaino

| | P/E | Vaihtotase / BKT, % | | | | | | |
|---------------|-------------|---------------------|------|------|------|-------------|------|------|
| | | 2014 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| DM | 16,1 | | | | | | | |
| Yhdysvallat | 16,6 | -3,0 | -3,0 | -2,9 | -2,4 | -2,5 | -2,5 | |
| Kanada | 16,4 | -3,5 | -2,8 | -3,4 | -3,2 | -2,4 | -2,2 | |
| Australia | 15,0 | -3,6 | -3,0 | -4,4 | -3,3 | -2,8 | -2,4 | |
| Japani | 18,1 | 4,0 | 2,2 | 1,0 | 0,7 | 0,3 | 0,7 | |
| Saksa | 13,6 | 6,2 | 6,6 | 7,2 | 7,3 | 7,0 | 6,5 | |
| Alankomaat | 14,8 | 7,4 | 9,1 | 9,5 | 10,9 | 9,9 | 9,9 | |
| Ranska | 15,0 | -2,2 | -2,4 | -2,2 | -1,8 | -1,4 | -1,5 | |
| Italia | 16,6 | -3,2 | -3,8 | -1,2 | 0,8 | 1,3 | 1,4 | |
| Espanja | 17,2 | -4,7 | -3,7 | -1,9 | 1,0 | 0,6 | 1,0 | |
| Kreikka | 64,1 | -10,1 | -9,9 | -2,4 | 0,8 | 1,0 | 1,1 | |
| Suomi | 18,2 | 1,7 | -1,8 | -1,9 | -2,2 | -1,5 | -1,3 | |
| Ruotsi | 16,3 | 5,8 | 4,0 | 5,5 | 6,1 | 6,0 | 5,7 | |
| Norja | 12,7 | 12,8 | 15,0 | 14,1 | 11,7 | 11,5 | 11,6 | |
| Tanska | 19,0 | 5,8 | 6,0 | 6,0 | 7,3 | 5,6 | 5,8 | |
| Sveitsi | 17,0 | 14,3 | 6,7 | 11,2 | 16,0 | 12,5 | 12,6 | |
| Iso-Britannia | 13,9 | -2,7 | -1,5 | -3,8 | -4,5 | -3,8 | -3,1 | |
| EM | 11,9 | | | | | | | |
| Kiina | 9,3 | 3,9 | 1,8 | 2,3 | 2,0 | 2,2 | 2,2 | |
| Intia | 17,1 | -3,6 | -3,8 | -5,4 | -2,8 | -1,7 | -2,1 | |
| Etelä-Korea | 9,2 | 2,7 | 1,6 | 4,1 | 6,1 | 5,5 | 4,7 | |
| Taiwan | 14,3 | 9,2 | 9,1 | 10,6 | 11,7 | 11,1 | 10,7 | |
| Malesia | 16,8 | 10,9 | 11,6 | 5,8 | 4,0 | 5,0 | 4,7 | |
| Thaimaa | 16,2 | 3,1 | 2,6 | -0,4 | -0,5 | 1,6 | 1,0 | |
| Indonesia | 16,8 | 0,7 | 0,2 | -2,8 | -3,4 | -3,0 | -2,6 | |
| Filippiinit | 20,8 | 3,6 | 2,5 | 2,7 | 3,5 | 3,2 | 2,6 | |
| Venäjä | 5,1 | 4,4 | 5,2 | 3,5 | 1,6 | 2,5 | 1,9 | |
| Puola | 15,6 | -5,0 | -5,8 | -3,6 | -1,3 | -1,5 | -2,0 | |
| Tsekki | 21,3 | -3,9 | -2,7 | -1,3 | -1,4 | -0,6 | -0,8 | |
| Turkki | 11,0 | -6,3 | -9,7 | -6,1 | -8,0 | -6,0 | -6,0 | |
| Brasilia | 12,3 | -2,2 | -2,1 | -2,4 | -3,6 | -3,6 | -3,3 | |
| Meksiko | 21,9 | -0,3 | -1,1 | -1,2 | -1,8 | -1,8 | -2,0 | |
| Chile | 18,0 | 1,7 | -1,4 | -3,4 | -3,5 | -2,5 | -2,6 | |
| Kolumbia | 18,0 | -3,0 | -2,9 | -3,1 | -3,3 | -3,3 | -3,2 | |
| Argentiina | 14,8 | -0,2 | -0,7 | -0,2 | -0,8 | -1,0 | -1,0 | |
| Etelä-Afrikka | 15,0 | -1,5 | -3,6 | -5,5 | -5,1 | -5,5 | -5,0 | |

= 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.