

Sisällysluettelo

Sisällysluettelo.....	- 1 -
Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä.....	- 2 -
... ja oletukset rahoitusmarkkinoista	- 3 -
Frontin sijoitusstrategian päälinjat	- 4 -
Maailmantalouden näkymät vahvistuivat, euroalueen haasteet jatkuvat	- 7 -
Suomen taloudella pitkä korpivaellus	- 11 -
Rahoitusmarkkinoiden epävarmuus väheni, EKP yllättää?	- 15 -
Allokaatiostrategia 2014: Osakepainon strateginen säätely ja haasteet.....	- 17 -

Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä

- › **Maailmantalouden kasvuennusteita on alkutalven aikana nostettu hieman. Inflaation odotetaan edelleen säilyvän maltillisena.** Erityisesti Yhdysvaltojen talouskasvun odotetaan muodostuvan vuonna 2014 aiemmin ennakoitua vahvemmaksi. Keskuspankin politiikka säilyy elvyttävänä ja mikä tärkeää, yleistä epävarmuutta ruokkinut pääpuolueiden riitely liittovaltion menojen käytöstä ja verotuksesta saatiin viime vuoden lopulla päätökseen. Budjettisopu on toki vain kahden vuoden mittainen, mutta ensi syksyn välivaalit voidaan nyt käydä ilman taloutta repivää poliittista riitelyä. Konsensusarvioissa Yhdysvaltojen kasvu nopeutuu tänä vuonna vajaaseen 3 prosenttiin ja inflaatio säilyy maltillisena, noin 2 prosentin tuntumassa sekä 2014 että 2015.
- › **Euroalueella kriisitunnelma on selvästi helpottanut viime vuoden aikana.** Kesän 2012 jälkeen EKP on onnistunut lisäämään luottamusta euron pysyvyyteen, mikä on rauhoittanut rahoitusmarkkinoita. Myös euroalueen BKT:n supistuminen päättyi viime kesänä, mutta vuosikeskiarvona kasvu jäi silti miinukselle viime vuonna kuten myös vuonna 2012. Vaikka suhdanneodotukset kohentuivat loppuvuonna ja pelot kriisimaiden tai euroalueen pankkien tilanteen heikentymisestä vähenivät, uutena uhkana euroalueelle nousi deflaatio. Kriisimaiden heikon tilanteen ja euron vahvistumisen vuoksi kuluttajahintojen nousuvauhti hidastui vain 0,8 prosenttiin vuoden lopulla. Rahoitusmarkkinoiden rauhoittuminen on merkinnyt toisaalta sitä, että useimmissa kriisi/ongelmamaissa rakenteellisten uudistusten toteuttaminen on hidastunut. Varsinkin heikon kilpailukyvyn omaavien Ranskan ja Italian kehitys on pysähtynyt ja niiden tilannetta on vaikeuttanut merkittävästi euron vahvistuminen valuuttamarkkinoilla. Myös Suomi kuuluu niiden euromaiden joukkoon, joilla on merkittäviä rakenteellisia ongelmia, kilpailukyky heikko ja investoinnit vähäisiä ja jossa poliittikkojen on vaikea tehdä päätöksiä tilanteen korjaamiseksi. **Euroalueen talouskehitystä leimaakin eri maiden voimakas eriytyminen toisistaan.** Kriisimaissa, kuten Espanjassa, Irlannissa ja Portugalissa tilanne on vakautunut ja mahdollisuudet kasvuun (toki huomattavan heikolta työllisyyden ja tuotannon tasolta) ovat olemassa. Myös euroalueen suurimman talouden, Saksan, tilanne on hyvä, sillä rakenteet korjattiin jo 2000-luvun alussa, kilpailukyky on hyvä ja maan rahoitustasapaino erinomainen. Ilman EKP:n rahapolitiikan merkittävää muutosta euroalueen kasvunäkymät ja –edellytykset lähivuosille ovat vähäiset. Muissa EU-maissa varsinkin Ison-Britannian tilanne on kohentunut merkittävästi viimeisen vuoden aikana. Heikko punta ja keskuspankin päättäväinen toiminta käänsivät talouden kasvuun jo viime vuonna ja kasvun odotetaan yltävän jopa noin 2,5 prosenttiin sekä tänä että ensi vuonna. Myös muiden Pohjoismaiden tilanne on selvästi parempi kuin Suomen.
- › **Pelot Kiinan talouskasvun selvästä hidastumisesta hälvenivät jo viime vuoden loppukesällä** ja maa ylsi lopulta 7,7 prosentin kasvuun. Marraskuussa varmistui, että talousuudistuksia jatketaan, joten markkinoiden ja yksityisen sektorin rooli taloudessa kasvaa tulevaisuudessa. Koska Kiinan rahoitustasapaino on erinomainen, uudistuksia voidaan nyt jatkaa kaikessa rauhassa. Toisaalta on tärkeää nähdä, että Kiinan kasvu tulee lähivuosina hidastumaan siitä mihin 2000-luvulla totuttiin ja olisi absurdia edes odottaa, että kaksinumeroiset kasvuluvut voisivat jatkua ikuisesti. Tänä ja ensi vuonna Kiinan kasvuksi ennakoidaan runsaat 7 % ja mikä tärkeää, inflaation ei odoteta kiihtyvän noin 3 prosentin tasoltaan. Myös Japani ja sen keskuspankki on onnistunut erinomaisesti inflaatiotavoitteessaan, eli deflaatio taitettiin viime vuonna ja tästä eteenpäin inflaation odotetaan asettuvan noin 2 prosenttiin. Samalla talouskasvu on nopeutunut vientisektorin kilpailukyvyn parantumisen ansiosta. Suurin haaste on edelleen kotimaisen kulutuksen ja investointien vauhdittaminen. Vaikka maailmantalouden näkymät ovat parantuneet, suurimmat uhat talouskasvuun kohdistuvat niihin kehittyviin talouksiin, joiden kasvu on perustunut ulkomaiseen velkaantumiseen. Turkki ja Etelä-Afrikka ovat esimerkkejä maista, jotka ovat erityisen haavoittuvia lähivuosina.

... ja oletukset rahoitusmarkkinoista

- Yhdysvaltojen keskuspankin päätös vähentää vaiheittain arvopaperiostojaan, ei muuta rahoitusmarkkinoiden perusvirettä eli: **OECD-maiden keveä rahapolitiikka jatkuu ja keskuspankkien ohjaukorot säilyvät matalalla pitkälle tulevaisuuteen.** Syitä on useita: Talouden kasvu on edelleen hauraalla pohjalla, inflaatiopaineet ovat vähäisiä ja finanssikriisistä toipuminen on edelleen käynnissä - euroalueella vasta aluillaan. Lisäksi Japanin 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 laski syksyllä ohjaukorkojaan 0,25 %-yksikköä, kun inflaatio hidastui vaarallisen alhaiseksi ja usean euromaan suhdannenäkymät (erityisesti Ranska ja Italia) heikentyivät alkusyksyllä. EKP ei kuitenkaan ryhtynyt mihinkään erityistoimiin pankkien luottolaman helpottamiseksi ja kun osa pankeista maksoi ennenaikaisesti takaisin LTRO-luottojaan, EKP tosiasiaassa kiristi euroalueen likviditeettiä viime vuonna. Verrattuna muihin keskeisiin keskuspankkeihin, EKP kiristi politiikkaansa viime vuonna, mikä osaltaan ruokki euron tuntuva vahvistumista valuuttamarkkinoilla. Lähivuosina heikompi euro on ainoa ulospääsytie euroalueen heikosta talouskasvusta ja deflaatiouhasta. Alkukesän eurovaalit lisäävät EKP:n paineita tehdä vihdoin jotakin luottolamalle ja euron ylivahvalle kurssille. Ja vaalien jälkeen todennäköisyys, että EKP todella tekisi jotakin, on suuri. Toisaalta, mitä vaisumpaa EKP:n toiminta on, sitä varmemmin euroalueella jatkuu heikko talouskasvu, deflaatiouhka ja matalien korkojen ajanjakso. **Sijoittajalle tämä merkitsee joka tapauksessa olemattomia tuottoja lyhytaikaisille korkosijoituksille pitkään.**
- Korkomarkkinat reagoivat voimakkaasti viime kesänä spekulatioihin FEDin politiikasta. Keväällä alkanut korkojen nousu taittui syyskuussa, kun FED rauhoitti markkinoiden pahimpia pelkoja, mutta vuoden lopulla korkojen nousu alkoi uudestaan. Loppujen lopuksi FED ilmoitti joulukuun kokouksessa, että se aloittaa tammikuussa 2014 vähittäisen arvopaperiostojen vähentämisen, mutta hyvin maltillisesti. Keskuspankin maltille on luonnollinen selitys. Jo nyt tapahtunut joukkolainakorkojen nousu on vähentänyt tuntuvasti esimerkiksi uusien asuntolainojen kysyntää. Tammikuussa korot jälleen laskivat mm. työllisyyden heikon kehityksen vuoksi. Arviomme mukaan tulemme 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 tänä vuonna alkukesän eurovaalien yhteyteen ja niiden jälkeiseen aikaan, kun euroalueen ongelmia (Kreikka, pankkien luottolama jne.) aletaan jälleen hoitaa. Yrityslainojen (sekä IG että HY) osalta arvioimme, että korkoerot valtionlainoihin jatkavat kaventumistaan, mutta enää maltillisesti. Kaventumista ruokkii enää se, että valtionlainat ja lyhyet korot eivät tuota juuri mitään.
- Kehittyneiden maiden (DM) osakekurssit ovat nousseet tuntuvasti kesän 2012 jälkeen. Varsinkin Yhdysvalloissa kurssitaso on varsin korkea suhteessa yritysten tuloksiin (suhdannevaihteluista korjattuna), liikevaihtoihin jne. Kurssinousua pitää kuitenkin yllä momentum-tyyppiset tekijät, kuten yksityissijoittajien pääomavirrat, vaihtoehtoisten sijoituskohteiden (korkosijoitukset) heikko tuotto ja kansainväliset pääomavirrat. **Nousun jatkuessa riski merkittävästä ja pidempiaikaisesta kurssikorjauksesta kasvaa tuntuvasti.** Euroopassa ja Japanissa tilanne ei ole vielä näin pitkällä. Kehittyvillä markkinoilla (EM) potentiaalista kurssinousua on erityisesti niissä maissa (Etelä-Korea, Kiina, Taiwan jne), jotka ovat "syyttään" kärsineet viime vuonna pääomapaosta EM-pörseistä, joiden arvostustaso on maltillinen ja joiden kasvunäkymät ja maksutase ovat vahvat. Heikkojen EM-maiden (Turkki, Etelä-Afrikka jne) tilanne jatkuu kurjana tänäkin vuonna.

Frontin sijoitusstrategian päälinjat

- Allokaatiostrategia ylipainottaa edelleen osakkeita suhteessa korkosijoituksiin. Kyse on kuitenkin enää taktisesta (lyhyen aikavälin) ylipainotuksesta, sillä arviomme mukaan keväällä 2009 alkaneella nousumarkkinalla ollaan siirrytty tämän pitkän syklin loppuvaiheeseen.** Finanssikriisin ja sitä seuranneen poikkeuksellisen keveän rahapolitiikan ja alhaisten korkojen vuoksi sijoitusmarkkinat ovat muuttuneet aiempaa epävakammiksi. 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 (esim. syksy 2011, kesä 2012 ja kesä 2013) tai vähentämällä (kevät 2012, syksy 2012 ja syksy 2013). Taktista ylipainoa kasvatettiin viimeksi joulukuussa 2013. Jatkossakin osakepainon aktiivinen taktinen säätely on edelleen tärkeä osa sijoitusstrategiaamme, mutta lähivuosina osakepainon strateginen (keskipitkän aikavälin) säätely nousee avainkysymykseksi sijoittamisessa. Aina kevääseen 2013 saakka (vuodesta 2011 alkaen) osakkeet olivat omaisuusluokkana systemaattisesti joko lievästi tai paljon ylipainossa. Eli osakkeet olivat strategisesti ylipainossa. Keväästä 2013 alkaen osakkeet ovat olleet strategisesti neutraalipainossa Frontin sijoitusstrategiassa. Toisin sanottuna osakepaino voi olla taktisesti (lyhyellä aikavälillä) yhtä lailla ali- kuin ylipainossa suhteessa pitkän aikavälin neutraaliallokaatioon. **Mikäli kurssinousu jatkuu tänä vuonna yhtä vahvana kuin viime vuosina, on todennäköistä, että Frontin allokaatiostrategiassa siirrytään osakkeiden strategiseen alipainoon, eli taktiset osakepainon vaihtelut tapahtuvat jatkossa neutraaliallokaation alapuolella.**



- Korkostrategian** linjauksessa oli viime vuonna keskeistä yrityslainojen (varsinkin HY-yrityslainojen) voimakas painotus valtionlainojen ja käteisen kustannuksella. Korkosalkun korkoriski (duraatio) oli koko alkuvuoden vähäisempi kuin normaalitilanteessa (neutraaliallokaatioissa) aina syyskuun puoliväliin saakka. Syyskuun puolivälissä korkoriskiä kasvatettiin tilapäisesti, kun pitkät joukkolainakorot olivat korkealla, mutta marraskuun puolivälin jälkeen palattiin jälleen varovaisempaan strategiaan. Lisäksi marraskuussa EM-valtionlainat vaihdettiin pääosin euroalueen korkean tuoton (Italia, Espanja...) valtionlainoihin. Lyhyt duraatio antaa suojaa, mikäli korkomarkkinoilla käynnistyy jälleen spekulatioita Yhdysvaltojen rahapolitiikasta. Toisaalta euroalueella

olemme valmiita ottamaan enemmän riskiä sen puolesta, että ongelmamaiden ja Saksan joukkolainakorkojen eron kaventuminen jatkuu ainakin kuluvan vuoden alkupuoliskolla. Mikäli EKP aloittaa erityistoimia ja lisää likviditeettiä markkinoille, korkoerojen kaventuminen voi hyvin jatkua. Vaikka arviomme mukaan IG- ja varsinkin HY-yrittäjälainojen tuotto on edelleen varsin hyvä verrattuna niiden luottoriskisiin, emme odota enää merkittävää korkoerojen kaventumista vuonna 2014. Korkosijoittajan tuska on kuitenkin todellinen, sillä käteisen tuotto on lähes olematon, valtionlainoista voi saada kohtuullista tuottoa vain painottamalla euroalueen ongelmamaita ja sekä IG- että HY-yrittäjälainojen tuottoero alkaa olla varsin lähellä finanssikriisiä edeltävää tasoa. **Frontin korkostrategia painottaa HY-yrittäjälainoja ja euroalueen korkean tuoton valtionlainoja, mutta salkun korkoriski on kokonaisuutena hieman vähäisempi kuin normaalitilanteessa.**

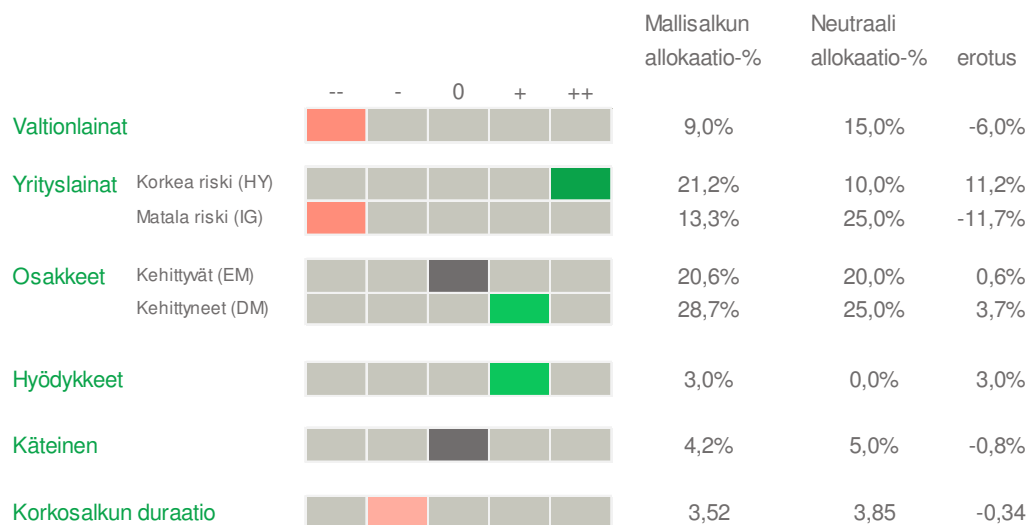
- › **Osakestrategian päälinja on ylipainottaa Japania, Pohjoismaita, Saksaa sekä niitä kehittyviä talouksia, joilla on kohtuullinen arvostus ja vahva maksutase.** Alipainotus koskee euromaita ja heikon maksutaseen EM-maita. Myös Iso-Britannia on alipainossa, mutta vuoden 2014 tammikuussa alipainoa on pienennetty. Yhdysvallat on hieman alipainossa. **Lyhyen aikavälin riskien vuoksi DM-maat ovat suuremmalla painolla kuin EM-maat.**
- › Euroalueen suhdannetilanteen hienoisesta kohentumisesta huolimatta alueen pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat kehnot, joten euroalueen osakkeet ovat alipainossa ja ainoastaan Saksa on hieman ylipainossa. Oman valuuttansa säilyttäneet Pohjoismaat ovat ylipainossa ja ne ovat hyviä esimerkkejä maista, joiden pörssissä 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 suuremmalla osuudella kuin kotimarkkinayritykset. Japani on ollut ylipainossa jo marraskuusta 2012 lähtien Japanin onnistuneen talouspolitiikan vuoksi ja tätä linjausta jatketaan. Kanada ja Australia otettiin salkkuun 2012 hajauttamaan salkun riskiä. Yhdysvaltojen osakkeiden suurin ongelma liittyy niiden korkeaan arvostukseen, minkä vuoksi maa on hieman alipainossa.
- › **DM-maiden osakesijoituksissa painotamme lisäksi niitä toimialoja, joiden liiketoiminta on korostetun globaalia ja jotka pitkän aikavälin trendeistä, kuten väestön ikääntymisestä teollisuusmaissa: teollisuustuotteet ja -palvelut, teknologia ja terveydenhoito.** Näiden toimialojen yritykset hyötyvät myös keskimääräistä enemmän kehittyvien talouksien kasvusta ja mahdollisuuksista. Näin painotetaan toimialoja erityisesti Yhdysvaltojen osalta, jossa osakkeiden arvostustasot ovat haastavimmat.
- › Viime vuoden kurssikehityksen vuoksi EM-maiden osakkeet ovat huomattavan paljon maltillisemmin arvostettu kuin DM-maiden. Kun lisäksi voidaan hyvin olettaa, että niiden talouskasvu muodostuu pitkällä aikavälillä selvästi nopeammaksi kuin DM-maissa, voidaan sanoa, että EM-osakkeet ovat edullisia. Sijoittajat ovat kuitenkin nähneet lyhyellä aikavälillä riskejä useissa EM-maissa, minkä vuoksi pääomavirrat ovat olleet tärkein tekijä EM-maiden pörssien heikkoon kehitykseen 2013. Frontin osakestrategiassa EM-osakkeet ovat nyt vuoden 2014 alussa vähäisemmässä painossa kuin DM-maiden osakkeet, sillä edullisesta arvostuksesta huolimatta lyhyellä aikavälillä on edelleen riski siitä, että sijoittajat karsastavat EM-pörssistä ja pääomavirrat eivät tue ko. markkinoita. Toisaalta 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-Eurooppaa ja Itäinen Keski-Eurooppaa ovat alipainossa. Vuoden 2014 alussa näkemystä voimistettiin ja eri EM-maiden yli- ja alipainotuksia kasvatettiin edelleen. Sivulle 20 on koottu taulukko eri maiden osakemarkkinoiden arvostuksista ja vaihtotaseen kehityksestä.
- › Euroalueen kriisin akuutti vaihe päättyi viime vuoden keväällä, mutta tulevinakin vuosina tulemme näkemään aika ajoittain epävarmuutta. Kriisin luonne muuttuu entistä enemmän

heikon talouskasvun, massatyöttömyyden ja politiikan kriisiksi. Euromaiden kehityksen eriytyminen lisää jännitteitä. Yhtenä ratkaisuna perusongelmiin olisi euroalueen liittovaltiokehitys, mutta se on poliittisten realiteettien vuoksi hyvin hidasta. Nyt synnytetty pankkiunioni on vain silmänlumetta. EKP:n rooli perusongelmien 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.

- Hyödykkeiden painoa vähennettiin viime vuoden elo-syyskuussa, kun energiaan sijoittavat eff:t myytiin pois kokonaan salkusta. Syyrian kemiallisista aseista käynnistynyt minikriisi nosti energian hintoja ja hintapiikki nähtiin tilapäisenä. **Vuodenvaihteessa hyödykkeistä luovuttiin omaisuusluokkana, johon sijoitetaan pitkäaikaisesti.** Käytännössä hyödykkeiden 5 % neutraaliallokaatio poistettiin ja siirrettiin DM-osakkeisiin. Front Strategian neutraaliallokaation kokonaisriski pysyi likimain ennallaan. Hyödykkeiden antama hajautushyöty on viime vuosina ollut vähäinen ja tuotto heikko. Jatkossa voidaan edelleen sijoittaa hyödykkeisiin, mutta sijoitukset ovat lähtökohtaisesti lyhytaikaisia ja opportunistisia liittyen markkinoiden yli- ja alilyönteihin. Tällä hetkellä sijoitusstrategia sisältää pienet sijoitukset maatalouden hyödykkeisiin ja teollisuusmetalleihin.

22.1.2014 Ari Aaltonen

Kaavio 1. Frontin yhdistelmäsalon allokationäkemys 22.1.2014



Maailmantalouden näkymät vahvistuivat, euroalueen haasteet jatkuvat

- › **Viime vuonna maailmantalouden näkymät kohentuivat selvästi. Japanissa tämä tapahtui jo keväällä**, kun vuosi sitten aloittanut uusi hallitus muutti radikaalisti Japanin talouspolitiikkaa. Jenin tuntuva heikentäminen valuuttamarkkinoilla on ollut avain Japanin heräämisessä vuosikymmenten deflaatiosta. Euroopassa Ison-Britannian talouskasvu nopeutui selvästi viime vuonna. **Euroalueella BKT:n supistuminen päättyi kesällä ja pitkä taantuma päättyi vähintäänkin tilanteen vakautumiseen.** Samalla euroalueen eri maiden talouskehitys on voimakkaasti eriytynyt. Merkittävää euroalueella oli kuitenkin se, että rahoitusmarkkinat ovat rauhoittuneet ja jatkuva kriisistä toiseen eläminen vaihtui varovaiseen optimismiin. **Kiinassa talouskehityksestä saatiin loppukesällä vahvistusta siitä, että talouskasvu ei ole hidastumassa.** Alkukesällä tämä oli ollut merkittävä huoli rahoitusmarkkinoilla. Kiinan talouskasvu ylsi helposti noin 7,7 prosentin talouskasvuun. Merkittävää oli myös se, että marraskuussa maan johto vahvisti uudistuspolitiikan jatkamisen jonka tavoitteena on markkinoiden ja yksityisen sektorin roolin kasvattaminen taloudessa. **Yhdysvalloissa talouskehitys tarjosi vähiten yllätyksiä ja talous kasvoi viime vuonna likimain odotetusti.** Samalla alkoi arvuuttelu siitä, miten keskuspankki muuttaa rahapolitiikkaansa finanssikriisin aikaisesta poikkeustilanteesta ja kuinka Yhdysvaltojen talouskasvu kestää rahapolitiikan vähittäistä kiristymistä. Keskuspankki FED osoittautui lopulta maltilliseksi ja pragmaattiseksi toiminnassaan, mikä on lisännyt luottamusta Yhdysvaltojen talouskehitykseen. Myös pääpuolueiden epävarmuutta lietsonut riitely liittovaltion rahankäytöstä ja verotuksesta saatiin nyt vuodenvaihteessa rauhoitettua ainakin kahdeksi vuodeksi.
- › Vaikka kokonaisuutena maailmantalouden näkymät kehittyivät parempaan suuntaan, on myös nähty takapakkeja. **Varsinkin niiden kehittyvien talouksien tilanne on heikentynyt, joiden talouskasvu on perustunut liian paljon ulkomaiseen velkaantumiseen.** Lisäksi eräissä EM-maassa poliittinen tilanne on huonontunut valtaapitävien ja opposition välisten ristiriitojen kärjistymisen vuoksi. Viime vuoden kesällä poliittinen levottomuus tarttui mm. Brasiliaan ja Turkkiin. Koska molemmat maat ja varsinkin Turkki olivat vaihtotaseeltaan alijäämäisiä, poliittisen levottomuuden vaikutukset maiden valuuttoihin ja arvopaperimarkkinoihin olivat tuntuvat. Turkissa tilanne jatkuu edelleen vaikeana ja maallisen opposition ja uskonnollisen hallinnon ristiriitojen lisäksi eri uskontopuolueet ovat ajautuneet valtataisteluun. Myös Thaimaassa ja Ukrainassa alkoi poliittinen liikehdintä viime vuoden lopulla ja tilanne on edelleen ratkaisematon. Maailmantalouden kokonaiskuvaan näillä mailla ei ole kuitenkaan olennaista merkitystä, ”normaaliaikoinakin” maailmalla on aina jokin konflikti tai poliittinen levottomuus käynnissä.
- › Taulukkoon 1 on koottu konsensusarviot suurimpien maiden ja maaryhmien kasvuennusteista ja inflaatiosta. **Tällä hetkellä näihin konsensusarvioihin on varsin helppo yhtyä.** Maailmantalouden kasvun ennakoitaan nopeutuvan 2014 teollisuusmaiden kasvun elpessä. Euroalueen kasvun ennakoitaan kuitenkin jäävän vaatimattomaksi lähivuosina. Samalla kehittyvien talouksien kasvu säilyy korkealla tasollaan. Ja mikä tärkeää, inflaation odotetaan edelleen säilyvän maltillisena.
- › Erityisesti Yhdysvaltojen talouskasvun odotetaan muodostuvan vuonna 2014 aiemmin ennakoitua vahvemmaksi. Keskuspankin politiikka säilyy elvyttävänä ja mikä tärkeää, yleistä epävarmuutta ruokkinut pääpuolueiden riitely liittovaltion menojen käytöstä ja verotuksesta saatiin viime vuoden lopulla päätökseen. Budjettisopu on toki vain kahden vuoden mittainen, mutta ensi syksyn välikaalit voidaan nyt käydä ilman taloutta repivää poliittista riitelyä. Yhdysvaltojen talous on osoittautunut varsin herkäksi korkojen nousulle. Esimerkiksi viime vuonna joukkolainakorkojen nousu heijastui välittömästi

asuntorahoitukseen ja uusien asuntolainahakemusten määrä väheni samalla kun korot nousivat. Asuntomarkkinoiden elpymisen jatkuminen on välttämätöntä Yhdysvaltojen talouskasvun ylläpitämiseksi. Tämänkin seikan vuoksi FED tulee olemaan maltillinen rahapolitiikan kiristämisessä lähivuosina. Konsensusarvioissa Yhdysvaltojen kasvu nopeutuu tänä vuonna vajaaseen 3 prosenttiin ja inflaatio säilyy maltillisena, noin 2 prosentin tuntumassa sekä 2014 että 2015.

Taulukko 1. Konsensusarvot talouskasvusta ja inflaatiosta

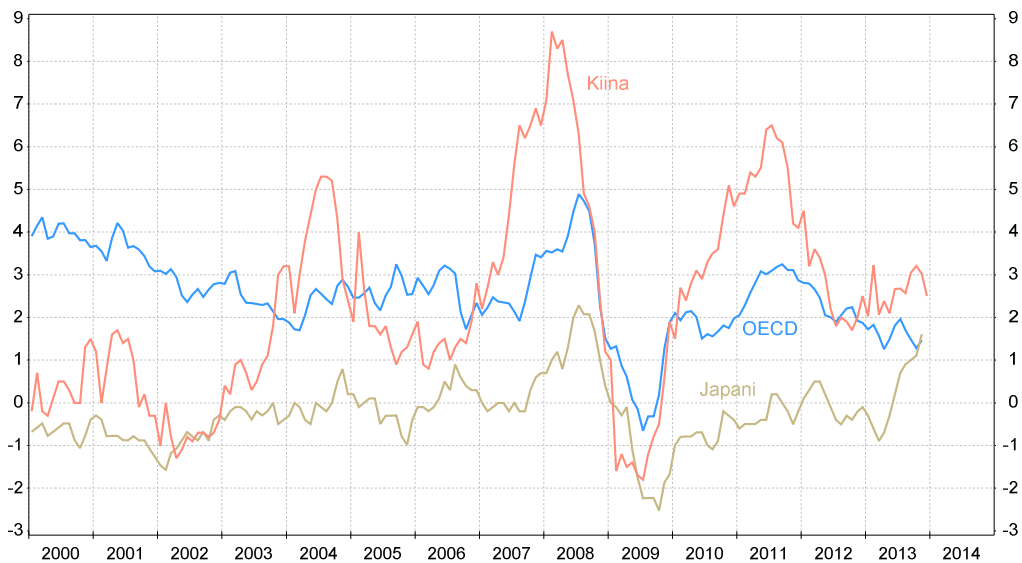
	BKT:n kasvu-% (reaalinen)						Inflaatio-%					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Maailma	4,0	3,0	2,2	2,0	2,8	3,1	2,6	3,7	2,8	2,3	2,7	2,8
DM	2,6	1,4	1,4	1,1	2,0	2,2	1,4	2,5	1,8	1,3	1,7	1,8
Yhdysvallat	2,5	1,8	2,8	1,7	2,6	3,0	1,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,0
Japani	4,7	-0,5	1,5	1,8	1,6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

Lähde: Bloomberg, OECD sekä suomalaiset ennustelaitokset ja pankit

» **Euroalueella kriisitunnelma helpotti viime vuoden aikana. Kesän 2012 jälkeen EKP on onnistunut lisäämään luottamusta euron pysyvyyteen, mikä on rauhoittanut rahoitusmarkkinoita. Lisäksi markkinat joutuivat oppimaan, että jokainen yksittäinen kriisitilanne vuodesta 2010 alkaen kyettiin hoitamaan aina ennemmin tai myöhemmin. Tyyllipisteitä euroalueen poliitikot eivät todellakaan saaneet toiminnastaan, mutta EKP:n tuella tilanteet saatiin aina jotenkin rauhoitettua. Kyproksen romahdus viime keväänä jäi viimeisimmäksi harjoitukseksi. Myös euroalueen BKT:n supistuminen päättyi viime kesänä, mutta vuosikeskiarvona kasvu jäi silti miinukselle viime vuonna kuten 2012. Vaikka suhdanneodotukset kohentuivat loppuvuonna ja pelot kriisimaiden tai euroalueen pankkien tilanteen heikentymisestä vähenivät, uutena uhkana euroalueelle nousi deflaatio. Kriisimaiden heikon tilanteen ja euron vahvistumisen vuoksi kuluttajahintojen nousuvauhti hidastui vain 0,8 prosenttiin vuoden lopulla. Lisäksi asuntohinnat laskevat jo toista vuotta koko euroalueella. Rahoitusmarkkinoiden rauhoittuminen on merkinnyt toisaalta sitä, että useimmissa kriisi/ongelmamaissa rakenteellisten uudistusten toteuttaminen on hidastunut. Varsinkin heikon kilpailukyyn omaavien Ranskan ja Italian kehitys on pysähtynyt ja niiden tilannetta on vaikeuttanut merkittävästi euron vahvistuminen valuuttamarkkinoilla. Myös Suomi kuuluu niiden euromaiden joukkoon, joilla on merkittäviä rakenteellisia ongelmia, kilpailukyky heikko ja investoinnit vähäisiä ja jossa poliitikkojen on vaikea tehdä päätöksiä tilanteen korjaamiseksi. **Euroalueen talouskehitystä leimaakin eri maiden voimakas eriytyminen toisistaan.** Kriisimaissa, kuten Espanjassa, Irlannissa ja Portugalissa tilanne on vakautunut ja mahdollisuudet kasvuun (toki huomattavan heikolta työllisyyden ja tuotannon tasolta) ovat olemassa. Euroalueen suurimman talouden, Saksan, tilanne on hyvä, sillä rakenteet korjattiin jo 2000-luvun alussa, kilpailukyky on hyvä ja maan rahoitustasapaino erinomainen.**

- › Vaikka euroalueen tilannetta on kyetty vakauttamaan, on tärkeää todeta, että **euroalueella ei ole juuri mitään kasvun dynamiikkaa lähivuosille**. Työllisyystilanne on heikko, joten ansioiden nousuun ei ole perusteita pitkään aikaan. Kun lisäksi verotus todennäköisesti kiristyy edelleen lähivuosina julkisen talouden alijäämäisyyden vuoksi, kotitalouksien reaalin ostovoima todennäköisesti supistuu eikä kasva. Yritysten investointien elpymistä haittaa se, että mitään kapasiteettipulaa ei juurikaan ole, pankkijärjestelmän kyky luottaa pk-yrityksiä on heikko ja euroalueella ei ole sellaista kilpailukykyä, että tänne edes kannattaisi investoida. Vienti voisi saada vetoapua Aasian ja Yhdysvaltojen talouksien elpymisestä, mutta euron tolkuton vahvistuminen viimeisen vuoden aikana on syönyt merkittävästi koko euroalueen kilpailukykyä. Ilman EKP:n rahapolitiikan merkittävää muutosta euroalueen kasvunäkymät ja –edellytykset lähivuosille ovat vähäiset.
- › Kuluvaan kevään aikana euroalueen tilanne pyritään pitämään mahdollisimman vakaana, sillä missään euromaassa poliitikot eivät halua lietsoa repivää sisäpoliittista keskustelua eurojärjestelmän toiminnasta, kriisimaiden apupaketeista tai liittovaltiosta. Myös komissiolle ja EKP:lle on parempi, jos niiden toiminta ei herätä ristiriitoja ennen eurovaaleja. Vaalien jälkeen palataan tältäkin osin takaisin arkeen ja euromaiden väliset tosiasialliset ristiriidat nousevat jälleen enemmän esiin.
- › 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 tätä ongelmaa voitaisiin lieventää. Eurokriisin vuoksi liittovaltiokehitys on vaikeuksissa ja hidastumassa. Joulukuussa sovitun pankkiunionin kaltaiset rakenteet ovat heiveröiset ja niiden avulla ei voida hoitaa tämänhetkisiä ongelmia, eivätkä kerättävät rahastot riitä tulevissa pankkikriiseissä kuin muutaman keskikokoisen pankin ongelmien hoitamiseen.
- › **Pelot Kiinan talouskasvun selvästä hidastumisesta hälvenivät jo viime vuoden loppukesällä** ja maa ylsi lopulta 7,7 prosentin kasvuun. Marraskuussa varmistui, että talousuudistuksia jatketaan, joten markkinoiden ja yksityisen sektorin rooli taloudessa kasvaa tulevaisuudessa. Koska Kiinan rahoitustasapaino on erinomainen, uudistuksia voidaan nyt jatkaa kaikessa rauhassa. Toisaalta on tärkeää nähdä, että Kiinan kasvu tulee lähivuosina hidastumaan siitä mihin 2000-luvulla totuttiin ja olisi absurdia edes odottaa, että kaksinumeroiset kasvuluvut voisivat jatkua ikuisesti. Tänä vuonna Kiinan kasvuksi ennakoidaan 7,5 % ja ensi vuonna 7,2%. Ja mikä tärkeää, inflaation ei odoteta kiihtyvän noin 3 prosentin tasoltaan. Tämä on erityisen tärkeää, sillä ainoa todellinen ongelma Kiinan taloudessa viime vuosina on ollut liian nopea inflaatio.
- › Useat arvioitsijat ovat pelänneet Kiinan talouskasvun hidastumista ja samalla Kiinan talouden on katsottu pitävän sisällään suuria ongelmia niin kiinteistömarkkinoiden, velkaantumisen kuin rahoitusjärjestelmän osalta. **Frontin arvio Kiinan taloudesta ja näkymistä on jo pitkään ollut selvästi positiivisempi kuin keskimäärin (ks. Sijoitusstrategia syksy 2013)**. Näitä perusteluja on nyt turha toistaa, eikä viime kuukausien aikana ei ole ilmennyt mitään, mikä muuttaisi kuvaamme Kiinan tilanteesta. Silti voi vain ihmetellä sitä, miten Kiinan taloustilastoja ja indikaattoreita seurataan kuin se olisi jokin kriisimaa, vaikka **Kiinalla on merkittäviä vahvuuksia ja sellaista liikkumavaraa taloudessa ja talouspolitiikassa, josta euroalue tai Yhdysvallat eivät voi uneksiakaan**. Kiinalla on vaihtotaseen ylijäämä, koko julkisen sektorin alijäämä mitätön (alle prosentti BKT:sta), keskuspankin ohjaukorko lähes 4 prosenttiyksikköä inflaatiota korkeampi, maailman suurin valuuttavaranto ja Kiinan kotitaloussektorilla on mitättömän vähän velkaa. Sisäisen kasvun dynamiikkaa on jäljellä vielä vuosikymmeniksi, sillä edelleen 40 % työvoimasta on maatalouden piirissä.

Kuluttajahintainflaatio
Vuosuutos, %

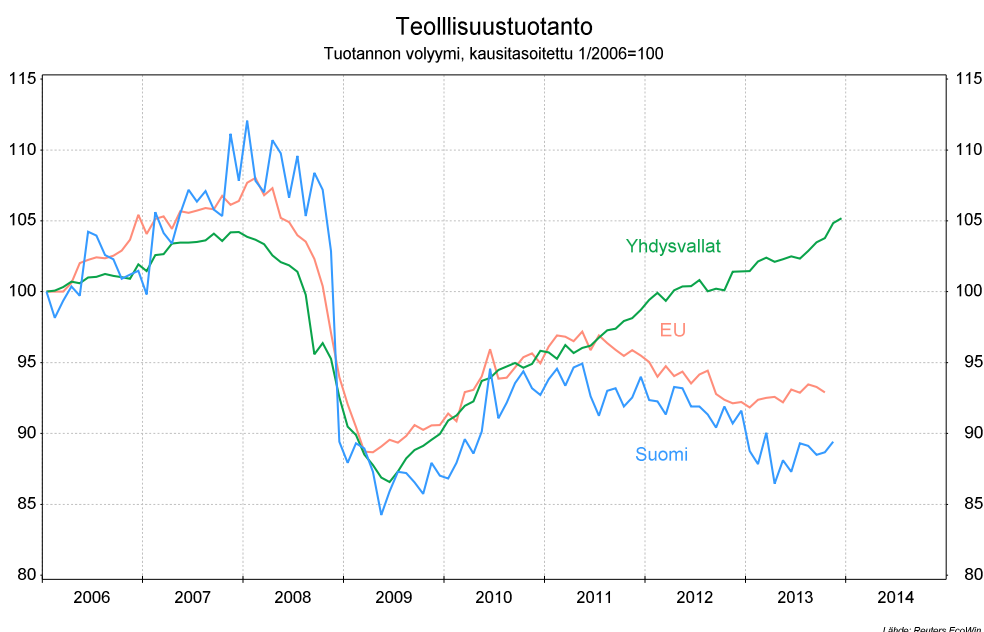


Lähde: Reuters EcoWin

- Myös Japani ja sen keskuspankki on onnistunut erinomaisesti inflaatiotavoitteessaan, eli deflaatio taitettiin viime vuonna ja tästä eteenpäin inflaation odotetaan asettuvan noin 2 prosenttiin. Samalla talouskasvu on nopeutunut vientisektorin kilpailukyvyyn parantumisen ansiosta. Suhdanekyselyissä japanilaisten yritysten optimismi lisääntyi merkittävästi viime vuoden aikana, mutta ero oli edelleen tuntuva vienti- ja kotimarkkinayritysten välillä. Suurin haaste on edelleen kotimaisen kulutuksen ja investointien vauhdittaminen. Konsensusarvioissa Japanin kasvu jää varsin vaisuksi tänä ja ensi vuonna. Tältä osin positiivinen yllätys on täysin mahdollinen, kuten kävi vuonna 2013.
- Vaikka maailmantalouden näkymät ovat parantuneet, suurimmat uhat talouskasvuun kohdistuvat niihin kehittyviin talouksiin, joiden kasvu on perustunut ulkomaiseen velkaantumiseen. Turkki ja Etelä-Afrikka ovat esimerkkejä maista, jotka ovat erityisen haavoittuvia lähivuosina. Myös useimmilla Itä-Euroopan mailla on syviä vajeongelmia. Latalalaisen Amerikan maiden talouden kasvu ja tasapaino ovat parempia kuin mitä ne ovat perinteisesti olleet, mutta silti kaikki keskeiset taloudet ovat vaihtotaseeltaan alijäämäisiä. Venäjän vaihtotase on edelleen ylijäämäinen, mutta se on merkittävästi riippuvainen energian hintakehityksestä ja liuskekaasun hyödyntäminen nähdään uhkana maan energiateollisuudelle pitkällä aikavälillä. **Aasian maiden rahoitustasapaino on järjestäen erinomainen, eli niillä on ylijäämäiset vaihtotaseet (pl. Intia ja Indonesia).** Aasian maiden on siis helppo elvyttää talouttaan ja ylläpitää vahvaa talouskasvua. Ne eivät siis ole riippuvaisia ulkomaisesta rahoituksesta, joten tämän päivän ja 1990-luvun lopun Aasian taluskriisin välillä ei ole analogiaa.

Suomen taloudella pitkä korpivaellus

- 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. Viime vuonna BKT on jatkanut supistumistaan noin prosentin vauhdilla. Tuoreimpien ennusteiden mukaan Suomen talouden kasvu jää tänä vuonna kovin vaisuksi, noin prosentin tuntumaan ja vielä 2015 kasvun ennakoitaan asetettavan vaatimattomaan 1-2 prosentin haarukkaan. Näitäkin arvioita voidaan pitää optimistisina ja niiden toteutuminen edellyttää, että maailmantalous ja varsinkin Eurooppa todella elpyy ja että Suomen vienti pääsee tähän kasvuun hyvin mukaan. Ja vaikka konsensusennusteet toteutuisivat, Suomen BKT on vuonna 2015 edelleen pienempi kuin 2007/08.



- Jotta ymmärtäisi Suomen tilannetta, näkymiä ja muutostarpeita, asioita tulee analysoida hieman syvällisemmin. Keskustelussa Suomen tilanteesta ja varsinkin toimenpideehdotuksista jää varsin sekava ja abstrakti kuva. Puhutaan erilaisista rakenteellisista ongelmista, investointilamasta, kestävyysvajeista yms. ilman että ja asioiden ydintä halutaan pohtia selkokielellä.
- Yksi hyvä tapa arvioida Suomen nykytilannetta on tarkastella mitä tapahtui, kun edellisen kerran maa oli suurissa vaikeuksissa. Itse asiassa **Suomen nykytilanteessa on yllättävän paljon analogiaa 1990-luvun lamaa edeltävään taloustilanteeseen:**
 - 1980-luvulla Suomi joutui sopeutumaan kotimaiseen ja kansainväliseen rahoitusmarkkinoiden vapautumiseen, eikä ollut valmis kohtaamaan luotonsäännöstelyn purkua ja markkinaehtoisesti määräytyviä korkoja. 2010-luvulla Suomi joutuu kohtaamaan euromaana globalisaation aiheuttaman uuden kilpailutilanteen, eikä ole valmis muuttamaan talouden toimintamalleja.
 - 1990-luvun alussa Suomi menetti Neuvostoliiton romahduksessa merkittävän osan viennistään, eikä tätä menetystä voitu korvata muilla markkinoilla. 2000-luvun aikana ja kiihtyvästi 2010-luvulla Suomi on menettänyt merkittävästi teollisuustuotantoa

metsäteollisuuden, elektroniikkateollisuuden ja lopulta metalliteollisuuden kohdatessa globalisaation ja uuden kilpailutilanteen.

3. 1980-luvun lopulla Suomen markan valuuttakurssi oli kiinteä ja yliarvostettu, maan kilpailukyky heikko ja vaihtotaseen alijäämä merkittävä. 2010-luvulla Suomella on käytössä yhteisvaluutta euro, jonka kurssi on määritelmällisesti kiinteä Suomelle, kilpailukyky on heikko ja vaihtotase on alijäämäinen.

4. 1990-luvun alussa Suomen ongelmia pyrittiin korjaamaan nk. sisäisellä devalvaatiolla, mutta tämä politiikka epäonnistui jo 1991 alkaneeseen markan devalvoitumiseen, joka heikensi lopulta valuutan arvoa noin 30 % vuoteen 1993 mennessä. 2010-luvulla Suomi on vahvasti sitoutunut eurojärjestelmään, joten nk. sisäinen devalvaatio on ainoa keino palauttaa edes osa kilpailukyvyistä.

5. Työmarkkinajärjestöjen vastustus oli kiivasta sisäistä devalvaatiota kohtaan 1990-luvun alussa ja devalvaatioihin ajautuminen takasi niiden vallan säilymisen. 2010-luvulla työmarkkinajärjestöjen vastustus on kiivasta työmarkkinoiden liberalisoimiseksi, eli siihen, että palkanmuodostus yms. tapahtuisi lähtökohtaisesti yritystasolla.

6. 1990 asuntomarkkinoilla kasvukeskusten hintataso oli korkea sekä suhteessa kotitalouksien tuloihin että kansainvälisessä vertailussa. Kotitalouksien velkaantuminen oli jatkunut jo pitkään ja velkaantumisaste oli korkea. 2014 asuntomarkkinoilla on täsmälleen sama tilanne.

» **Keskeisimmät erot 1990-luvun alun ja 2010-tilanteen välillä ovat:**

1. Julkinen talous ja eläkejärjestelmä olivat huomattavan paljon paremmassa kunnossa 1990-luvun alussa kuin 2010-luvulla. Valtionvelka oli olematon laman alussa 1990 ja eläkejärjestelmän tukena oli väestörakenne, kun työikäisiä oli suhteellisesti huomattavan paljon enemmän kuin nyt. 2014 julkinen talous on jo syvästi alijäämäinen ja velkainen ja lisäksi eläkejärjestelmän menot ovat kasvussa väestön ikääntymisen vuoksi.

2. Vakaan/vahvan markan politiikasta irtautuminen oli 1990-luvun alussa huomattavasti pienempi askel kuin mitä eurojärjestelmästä irtautuminen, oman valuutan käyttöönotto ja sen devalvoiminen olisi.

3. Kansainväliset korot olivat 1990-luvun alussa Suomen näkökulmasta korkealla tasolla mm. Saksojen yhdistymisen vuoksi. Korkeat korot kärjistikivät Suomen ahdinkoa. Kansainväliset korot ovat nyt huomattavan matalalla ja helpottavat Suomen ahdinkoa.

4. Markan kurssi määräytyi lopulta Suomen vientiteollisuuden tilanteen mukaan, joten yrityksillä oli aina devalvaatio-optio investointien kannattavuuden turvana. Eurojärjestelmässä euron kurssi määräytyy täysin riippumatta Suomen taloustilanteesta, joten Suomeen investoiville yrityksille euron kurssi on epävarmuustekijä arvioitaessa investointien kannattavuutta.

5. 1990-luvun alun ahdingossa talouspolitiikassa (Suomen Pankin raha- ja valuuttapolitiikka ja hallituksen finanssipolitiikka) oli lopulta kaikki työkalut tilanteen korjaamiseksi. Oli vain kysymys siitä toteutetaanko ulkoinen vai sisäinen devalvaatio tilanteen laukaisemiseksi samalla kun julkisen sektorin oli mahdollista tukea kokonaiskysyntää velkaantumalla ja tekemällä kasvua suosivaa veropolitiikkaa. 2014 Suomella ei ole juuri mitään omia talouspolitiikan keinoja ratkaista ongelmiaan, sillä euromaalla ei ole omaa raha- ja valuuttapolitiikkaa ja julkinen talous on jo syvästi alijäämäinen ja velkatasot hälyttävässä kasvussa.

» **Kun verrataan 1990-luvun alun laman dynamiikkaa ja tämänhetkistä tilannetta on selvää, että 1990-luvun alussa ongelmat ja ahdinko johtivat nopeaan ratkaisuun ja muutokseen. Nyt 2010-luvulla taantuman dynamiikka ja mahdollisuudet korjata tilannetta ovat**

lähes olemattomat, joten mitään nopeaa kärjistymistä ei ole näköpiirissä, eikä siten käännettä parempaan. Suomi on nyt eräänlainen taloudellinen ajopuu, joka odottaa ihmettä. Hankalaa tässä tilanteessa on se, että millään taholla ei ole kykyä, eikä päättäväisyyttä tehdä tilanteelle yhtään mitään. Suomi näivetty sillä:

1. Koska eurojärjestelmästä irtautuminen on epärealistista, Suomen talouden vakautuminen edellyttäisi ensinnäkin kilpailukyvyyn olennaisen parantamisen leikkaamalla kaikkia kustannuksia (ml. palkkakustannukset). Palkkojen leikkaaminen kertaluontoisesti ei ole kuitenkaan realistista eikä toivottavaa, sillä vaikutukset ostovoimaan ja kotitalouksien tilanteeseen olisivat dramaattiset. Kotimarkkinoiden ongelmat kärjistyisivät, työllisyys heikkenisi, ja moni velkaantunut kotitalous ei selviäsi velkataakastaan. Riski deflaatiosta ja pankkikriisistä olisi tuntuva. **Parhaimmillaan kilpailukyky voidaan korjata useiden vuosien/kymmenien äärimmäisellä palkkamaltilla, jotta kotimarkkinoilla ei samanaikaisesti ajauduta deflaatioon ja pankkikriisiin.**

2. Suomen teollisuuden kestävä nousu edellyttäisi sitä, että yritykset saataisiin investoimaan Suomeen. Tätä ei tapahdu niin kauan, kun teollisuuden kustannuksia lisätään uusilla ympäristö ym. normeilla, verotuksella ja työmarkkinoiden joustot eivät riittävästi mahdollista erilaisten ulkoisten häiriöiden, kuten valuuttakurssimuutosten, kysyntävaihteluiden ym. vaikutusten siirtämistä kustannuksiin. Muutoksia em. tekijöihin on äärimmäisen vaikea toteuttaa kuin vasta kriisitilanteessa (vrt. Kreikka tai Espanja) , joten **yritysten tuotannollisten investointien elpymistä ei ole näköpiirissä.**

3. Suomen yksityisen sektorin nousu edellyttäisi, että työmarkkinoiden joustoja tuotaisiin enenevästi myös julkisella sektorilla. Pian harva suomalainen haluaa koulutautua ja työskennellä globaalille kilpailulle avoimella yksityisellä sektorilla, jos julkinen sektori tarjoaa samaan aikaan vakaita ja kohtuullisen tulokehityksen työpaikkoja. Kreikka on hyvä esimerkki maasta, jossa valtio oli lopulta halutuin työnantaja. **Työmarkkinoiden rakennemuutosta ei ole tapahtumassa, jos enemmistö äänestäjistä haluaa asioiden pysyvän ennallaan.**

4. Suomen talouden kestävä kasvu edellyttäisi, että suomalaiset alkaisivat enenevästi perustaa yrityksiä ja ryhtyä yrittäjiksi. Vain uudet ja kannattavat yritykset luovat talouteen riittävästi uutta dynamiikkaa, työpaikkoja ja tuloja ja siten mahdollistavat julkiset palvelut ja eläketurvan. Suomessa pitäisi hyväksyä yrittäjien vaurastuminen myös veropolitiikassa, sillä yrittäjän potentiaalinen vaurastuminen on perimmiltään keskeinen syy yrittäjyyteen. Suomen veropolitiikka on kaukana 1990-luvun avoimista periaatteista, joka aidosti kannusti yrittäjyyteen. **Viime vuosina hallitus on tehnyt suurta vahinkoa suomalaiselle yrittäjyydelle tempoilevalla ja ei-ennustettavalla veropolitiikallaan.** Tältä osin nykyhallituksen uskottavuus on vähäinen. Tilanne ei muutu ainakaan ennen uusia eduskuntavaaleja ja uutta hallituspohjaa.

- » **Perimmiltään Suomen ahdingossa on kyse siitä, että talouden rakenteet ja toimintatapa ovat pitkälti markka-ajalta, eli talouden sopeutuminen euroaikaan on täysin kesken.** Julkisen talouden hyvä tilanne vuosituhannen vaihteessa antoi Suomelle lisää aikaa vitkutella rakenteiden ja toimintatapojen uudistamisessa. Nyt maailmantalouden globalisaatio ja jäsenyys eurovaluutassa entisestään kärjistää vaatimusta muutokselle. Kyse ei ole suhdanneluontoisesta ongelmasta vaan rakenteiden ja toimintatapojen ongelmasta. Suhdannepolitiikalla ei siis edes teoriassa voitaisi kuin hetkellisesti helpottaa tilannetta. Rakenteiden muuttaminen taas on äärimmäisen vaikeaa, sillä samojen puolueiden ja etujärjestöjen pitäisi kyetä muuttamaan niitä rakenteita ja toimintatapoja, joita ne itse ovat olleet luomassa. Suomen talouden kriisi ei ole riittävän syvä, jotta todellisia päätöksiä saataisiin aikaan. Laajapohjainen hallitus onkin juuttunut paikoilleen ja erilaiset kunta-, sote-, eläke- ja julkisen sektorin rakenneuudistukset eivät ole johtaneet juuri mihinkään. On tehty vain lupauksia, että joskus myöhemmin tehdään päätöksiä. Tai että joskus myöhemmin joku muu tekee päätöksiä rakenteiden uudistuksista. Ja näidenkään

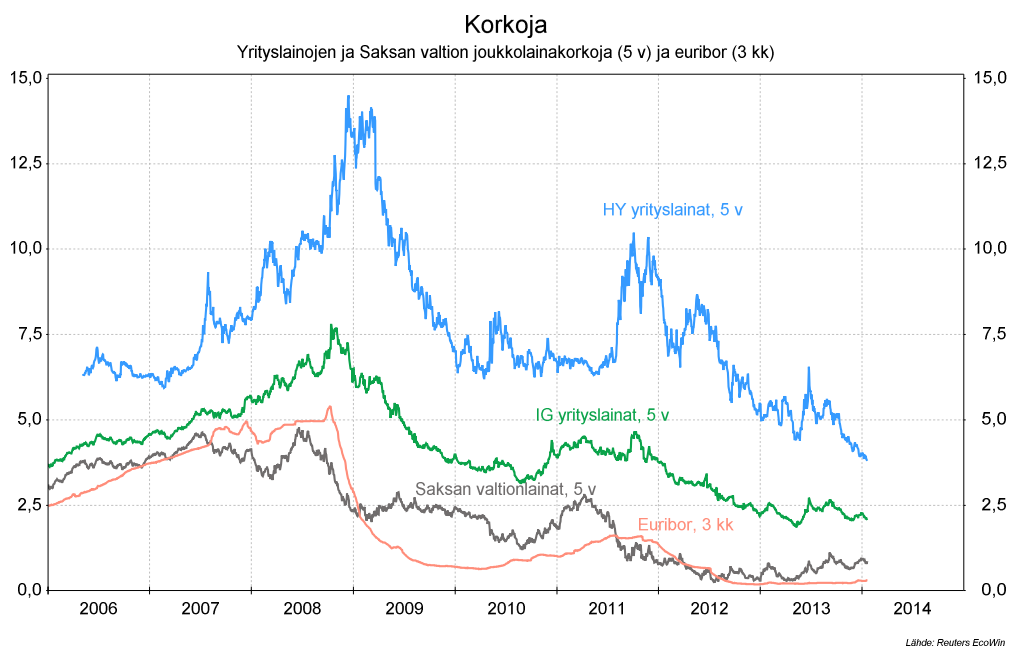
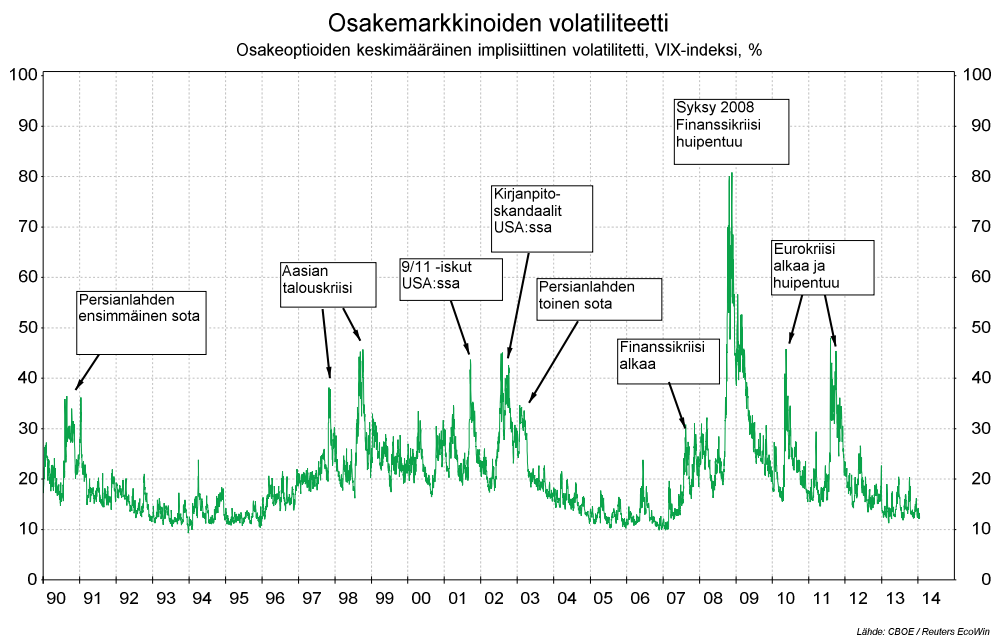
uudistusten läpivienti ei mitenkään olennaisesti muuttaisi Suomen talouden rakenteita tai toimintatapoja.

- › **Onko todennäköistä, että tämä tilanne muuttuisi lähiaikoina?** Eläkeuudistuksen osalta aikataulu on jo venytetty vuoteen 2017. Eduskuntavaalit pidetään jo runsaan vuoden kuluttua, mikä ei helpota päätöksentekoa. Nykyhallituksella on toimikautta enää runsas vuosi, joten parhaimmillaankin saadaan vain keskeneräiset hankkeet edes siedettävästi pois päiväjärjestyksestä ilman että tosiasiansa tehtäisiin mitään olennaista.
- › **Onko todennäköistä, että seuraavien eduskuntavaalien jälkeinen hallitus kykenee uudistamaan rakenteita?** Jos hallituspohja perustuu vain kahden suuren ja lukuisten pienten puolueiden laajapohjaiseen kokoonpanoon, vastaus on helppo: mitään olennaista muutosta ei ole odotettavissa ja Suomen talouden näivettyminen jatkuu kunnes ajaututaan syvään kriisiin. Näillä näkymin onkin todennäköistä, että seuraava hallitus rakentuu kolmen suuren puolueen varaan ja pienpuolueita ei päästetä enää vaa'ankieliksi vaikeuttamaan päätöksentekoa. Tämän hetken puolueita koskevien kannatustutkimusten perusteella todennäköisin hallitus- ja pääministeripuolue on Keskusta - suurimpana puolueena - ja siten hallituksen kokoaja. Toisaalta oppositiossa olevat Perussuomalaiset todennäköisesti halutaan yhdeksi (kolmesta suuresta) hallituspuolueeksi kantamaan vastuuta ja tekemään välttämättömiä ja ikäviä päätöksiä. Jos Kokoomus on hallituksen kolmas puolue, nimenomaan Keskusta haluaa Perussuomalaiset hallitukseen. Jos SDP on kolmas suuri hallituspuolue, se haluaa Perussuomalaiset hallitukseen. Tällä hetkellä todennäköisimpänä vaihtoehtona voidaan pitää Keskustan, Kokoomuksen ja Perussuomalaisten hallitusta, joka olisi Keskustan yrittäjätaustaiselle puheenjohtajalle mieluisin. Hallitusta täydentäisi korkeintaan kaksi pienempää puoluetta, jotta ne yhdessä eivät pääsisi vaa'ankieliasemaan. Vaikka tällä hetkellä tämä kokoonpano vaikuttaa epäuskottavalta, on tärkeää nähdä, että kesän jälkeen kokoomuksen kaksi keskeistä vaikuttajaa, Katainen ja Stubb, ovat todennäköisesti Europarlamentissa tai EU-tehtävissä. Lisäksi tarkka huomioitsija on todennut, että Perussuomalaisten Soini on selvästi laimentanut kantojaan eurosta, eurokriisistä yms. **Joka tapauksessa seuraavan hallituksen tärkeimmät tehtävät ja haasteet liittyvät Suomen talouden, työmarkkinoiden ja julkisen sektorin rakenneuudistukseen, yrittäjyyteen kannustavan veropolitiikan luomiseen ja hyvin vähän EU-politiikkaan.** Euroalueen liittovaltiokehitys on muutenkin hidastumassa, joten siitä syntyy aiempaa vähemmän intohimoja.
- › Parhaimmillaan hallituksenvaihdon jälkeen Suomen talouden rakenteiden muuttaminen pääsee käyntiin 2015-16. Ja jos muutokset saadaan käyntiin, ne tapahtuvat vaiheittain ja pitkän ajan kuluessa. Sijoittajalle tämä merkitsee joka tapauksessa sitä, että Suomen kilpailukykyongelmat eivät korjaannu hetkessä ja että uuden, talouskasvua tukevan dynamiikan vaikutus tulee vasta ajan kanssa, ehkä 2020-luvulla. Tätä odottaessa kotimarkkina-alojen kasvunäkymät säilyvät heikkona pitkälle tulevaisuuteen ja vientiin suuntautuvat yritykset jatkavat toimintojen siirtämistä Suomen ulkopuolelle. Esimerkiksi kaupan alan kasvunäkymät ovat heikot, sillä kotitalouksien ostovoima ei ole juurikaan kasvussa. Kilpailun lisääntyessä mm. nettikaupan vuoksi paineet kannattavuuteen ovat muutenkin kovat. Myös muiden kotimarkkinoille suuntautuvien alojen näkymät, kuten median, elintarviketeollisuuden ja rakentamisen näkymät ovat heikot. Lopulta myös vain Suomessa toimivien kiinteistösiirtäjäyhtiöiden, pankkien ja vakuutusyhtiöiden kasvunäkymät ovat heikot ja riskit kasvussa.

2010-luvusta on tulossa Suomelle sen sodanjälkeisen ajan heikoin vuosikymmen. Frontin sijoitusstrategia ottaa tämän riskin huomioon siten, että suomalaisiin osakkeisiin sijoittava osakestrategia painottaa voimakkaasti niitä yrityksiä ja toimialoja, joiden liiketoiminta perustuu globaaleille markkinoille. Pääasiassa Suomessa toimivien ja kotimarkkinoille myyvien yritysten osuus salkusta on käytännössä olematon.

Rahoitusmarkkinoiden epävarmuus väheni, EKP yllättää?

- Finanssikriisin aikana rahoitusmarkkinoiden herkkyys epävarmuudelle oli huomattavan suuri. Viime vuonna sijoittajien käyttäytyminen kuitenkin muuttui ja riskiä siedetään nyt selvästi enemmän. Osakemarkkinoilla epävarmuuden väheneminen näkyy esimerkiksi osakeoptioiden hinnoittelussa, joiden (implisiittinen) volatilitteetti on hyvä mittari sijoittajien epävarmuudesta. **Viimeisen vuoden aikana epävarmuus on laskenut tasolle, joka nähtiin viimeksi ennen 2007 alkanutta finanssikriisiä.**

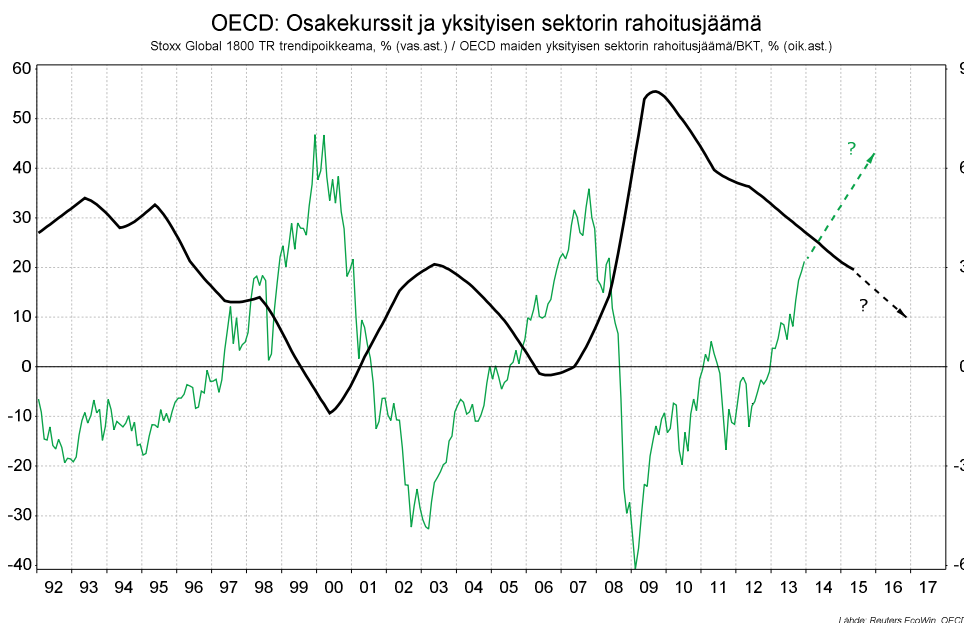


- › Korkomarkkinoilla epävarmuuden väheneminen on näkynyt kriisimaiden valtionlainojen korkojen ja Saksan korkojen eron kaventumisena. Yrityslainojen (sekä IG että HY) korkoerot valtionlainoihin ovat kaventuneet tuntuvasti ja aletaan olla likimain samoilla tasoilla, jotka vallitsivat ennen syksyn 2011 kriisitunnelmia. Arviomme mukaan korkoerot tulevat vielä kaventumaan hieman, sillä finanssikriisiä edeltäviin tasoihin on vielä matkaa.
- › Rahoitusmarkkinat ovat siis päässeet merkittävältä osin irti vuoden 2007 syksyllä alkaneesta finanssikriisistä. Luottamus siihen, että viime kädessä keskuspankit vakauttavat rahoitusmarkkinoiden ongelmatilanteet ja keveä rahapolitiikka jatkuu vielä pitkään, on vahvaa. Ja tämä on toki perusteltua, sillä FED on osoittautunut erinomaisen taitavaksi ja maltilliseksi finanssikriisin hallitsijana, EKP ei ole enää aivan niin toivoton kuin kriisin alkuvuosina ja Japanin keskuspankki on yllättänyt myönteisesti aktiivisella politiikallaan.
- › Yhdysvaltojen keskuspankin päätös vähentää vaiheittain arvopaperiostojaan, ei muuta rahoitusmarkkinoiden perusvirettä eli: **OECD-maiden keveä rahapolitiikka jatkuu ja keskuspankkien ohjaukset säilyvät matalalla pitkälle tulevaisuuteen.** Syitä on useita: Talouden kasvu on edelleen hauraalla pohjalla, inflaatio ja inflaatiopaineet vähäisiä ja finanssikriisistä toipuminen on edelleen käynnissä - euroalueella vasta aluillaan. Lisäksi Japanin 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 laski syksyllä ohjaukorkojaan 0,25 %-yksikköä, kun inflaatio hidastui vaarallisen alhaiseksi ja usean euromaan suhdannenäkymät (erityisesti Ranska ja Italia) heikentyivät alkusyksyllä. EKP ei kuitenkaan ryhtynyt mihinkään erityistoimiin pankkien luottolaman helpottamiseksi ja kun osa pankeista maksoi ennenaikaisesti takaisin LTRO-luottojaan, EKP tosiasiallisesti kiristi euroalueen likviditeettiä viime vuonna. Verrattuna muihin keskeisiin keskuspankkeihin, EKP kiristi politiikkaansa viime vuonna, mikä osaltaan ruokki euron tuntuvaa vahvistumista valuuttamarkkinoilla. Lähivuosina heikompi euro on ainoa ulospääsytie euroalueen heikosta talouskasvusta ja deflaatiouhasta. Alkukesän eurovaalit lisäävät EKP:n paineita tehdä vihdoinkin jotakin luottolamalle ja euron ylivahvalle kurssille. Ja vaalien jälkeen todennäköisyys, että EKP todella tekisi jotakin, on suuri. Kesän jälkeen on siis täysin mahdollista, että EKP yllättää markkinat positiivisilla aloitteilla, joiden tarkoituksena on 1) varmistaa matalien korkojen säilyminen pitkälle tulevaisuuteen 2) lisätä pankkijärjestelmän likviditeettiä, 3) tukea kriisimaiden tilannetta joukkolainastoilla, 4) helpottaa pankkien keskuspankkirahoitusta 5) helpottaa pankkien antolainauksia yrityssectorille 6) pyrkiä ainakin välillisesti vaikuttamaan siihen, että euron arvo heikkenisi valuuttamarkkinoilla. Toisaalta, mitä vaisumpaa EKP:n toiminta on, sitä varmemmin euroalueella jatkuu heikko talouskasvu, deflaatiouhka ja matalien korkojen ajanjakso. Mikäli EKP ei tee mitään euroalueen kasvun tukemiseksi, on todennäköistä, että euroalue alkaa uudelleen ja vähittäin vajota rahoitusmarkkinakriiseihin. **Sijoittajalle kaikissa vaihtoehdoissa korot pysyvät matalalla, mikä merkitsee olemattomia tuottoja lyhytaikaisille korkosijoituksille vielä vuosikausia.**

Allokaatiostrategia 2014: Osakepainon strateginen säätely ja haasteet

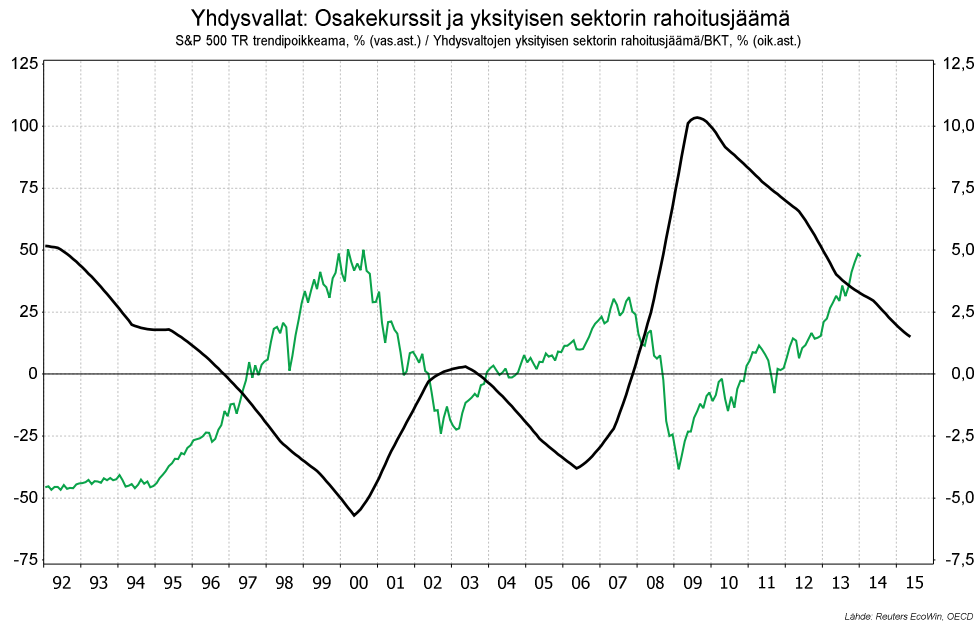
- Osakemarkkinoilla kurssit ovat nousseet jo vuoden 2009 keväästä alkaen. Vaikka matkan varrella on aika ajoin nähty korjausliikkeitä, kuten syksyllä 2011, kurssikehitys on ollut osakesijoittajalle suosiollinen. Pitkään jatkuneen nousun jälkeen on erityisen tärkeää arvioida, missä vaiheessa osakemarkkinat ovat keskipitkässä ja pitkässä syklissä.
- Erilaisilla arvostusmittareilla voidaan hahmottaa riskiä siitä, ovatko osakkeet omaisuusluokkana yli- tai aliarvostettuja ja mikä on todennäköisyys kurssinousun jatkumisesta tai heikommasta kehityksestä. Näiden mittareiden ongelma on kuitenkin se, että niiden avulla ei voida juurikaan ennustaa sitä, onko kurssien yli- tai alilyönti päättymässä ja miten pitkään nousu- tai laskutrendi voi jatkua. **Perinteisillä arvostusmittareilla**, kuten suhteuttamalla osakkeiden hinnat konsensusarvioon yritysten seuraavan 12 kuukauden tuloskehityksestä (**P/E**) **osakkeet ovat DM-maissa historiallisesti keskimääräistä kalliimpia, mutta eivät mitenkään huomattavan ylihinnoiteltuja**. Mikäli tulokset kasvavat odotetusti yleisen suhdannekehityksen elpessä, arvostukset ovat tällä mittarilla perusteltavissa. EM-maissa osakkeiden arvostustaso on edelleen huomattavan maltillinen ja useissa maissa voidaan puhua jopa osakkeiden alennusmyynnistä. EM-maita arvioitaessa on kuitenkin hyvä muistaa, että edullinen arvostustaso voi liittyä talouksien tasapaino-ongelmiin (maksutase, inflaatio) tai poliittisiin riskeihin yms.
- Perinteisen P/E arvostusmittarin käyttökelpoisuus arvioitaessa tulevaa kurssikehitystä on kuitenkin heikko, sillä se ei ota huomioon sitä ongelmaa, että yritysten tulosennusteita tekevät osakeanalytiikot ovat osoittautuneet poikkeuksellisen huonoiksi suhdannekäänteiden ennustajiksi sekä suhdannehuipussa että -pohjalla. Yksittäisiä yrityksiä tai toimialoja analysoiva analytiikko ei perinteisesti kykene näkemään yritykseen vaikuttavia kokonaistalouden, rahoitusmarkkinoiden ym. tekijöitä. Huomattavasti luotettavampi arvio osakkeiden yli- tai aliarvostuksesta saadaan, kun tulosennusteista korjataan suhdannevaikutus pois (**nk. CAPE tai Shiller P/E**). Näiden **mittareiden mukaan esimerkiksi Yhdysvaltojen osakkeet ovat tällä hetkellä huomattavan yliarvostettuja historiallisessa vertailussa**. Likimain samaan tulokseen päädytään, kun arvostusmittarina käytetään yritysten liikevaihtojen ja osakekurssien suhdetta. Kokonaistalouden näkökulmasta tämä tarkoittaa sitä, että yritysten voittojen osuus BKT:sta on nyt poikkeuksellisen suuri ja palkkojen pieni. Pitkällä aikavälillä nämä poikkeamat ovat aina tasaantuneet. Euroopassa ja Japanissa voidaan intuitiivisesti arvioida, että vastaavasti arvioituna osakkeissa ei ole samaa yliarvostusta kuin Yhdysvalloissa, sillä ne ovat vasta irtautumassa matalasuhdanteesta.
- Jos osakkeiden "oikean" arvostuksen arvioiminen on vaikeaa, vielä haastavampaa on arvioida osakemarkkinoiden pitkien syklien käänteitä. Frontin kolmannesvuositain ilmestyvässä sijoitusstrategia -katsauksessa (Kevät 2013) tarkasteltiin osakemarkkinoiden pidempiaikaisten nousu- ja laskutrendien yhteyttä yksityisen sektorin säästämisen- ja velkaantumiskäyttäytymisen kanssa. Lähes poikkeuksetta se on ollut eri maissa ja eri markkina/suhdanneolosuhteissa hyvä indikaattori selittämään ja ennustamaan osakekurssien vaihtelua suhteessa osakkeiden pitkän aikavälin trendiin. Menemättä tarkemmin analyysiin, yksityisen sektorin säästämiskäyttäytymistä voidaan kuvata parhaiten rahoitustilinpidon (osa kansantalouden tilinpidonjärjestelmää) rahoitusjäämä-käsitteellä, joka kuvaa koko yksityisen sektorin (kotitaloudet ja yritykset) nettosäästämistä tai kassavirtaa. Yksityisen sektorin rahoitusylijäämän (esim. suhteessa BKT:een) taso ja kehityssuunta kertoo paljon

pääomavirtojen suuntautumisesta osakemarkkinoille ja pääomavirtojen potentiaalista tukea kurssikehitystä joko heikentävästi tai vahvistavasti.



- } Koko OECD-maita tarkasteltaessa yksityisen sektorin nettosäästäminen on vuonna 2014 historiallisessa tarkastelussa likimain keskimääräisellä tasollaan, mutta säästäminen on selvästi laskenut vuoden 2009 huipustaan. Nettosäästämisen ennakoitaan edelleen vähenevän tänä ja ensi vuonna. Osakemarkkinoiden ja kurssikehityksen kannalta tämä merkitsee sitä, että säästämiseen ja velkaantumiseen liittyvät rahavirrat tukevat edelleen osakekurssien nousua (suhteessa pitkän aikavälin trendiin) sekä positiivista suhdannekehitystä ja siten myös yritysten tulosten kasvua. Huomionarvoista on se, että tämä tapahtuu varsin korkealla arvostustasolla. **Arviomme mukaan osakekurssien nousu perustuu lähivuosina nimenomaan osakemarkkinoille tulevan rahavirran "momentumiin"**, jonka näkyvä ilmentymä on esimerkiksi yksityissijoittajien kasvava kiinnostus pörssisijoittamiseen. Osakemarkkinoiden pitkässä noususyklissä ollaan siirtymässä loppuvaiheeseen, jonka pituutta on vaikea etukäteen ennustaa, mutta jolla vielä tällä hetkellä on voimaa (vaikka arvostustasot ovat jo korkealla). **Mikäli kurssinousu ja (netto)säästämisen laskutrendi jatkuvat esim. kaksi vuotta, riski osakemarkkinoiden ajautumisesta kriisiin (kuten 2000 tai 2007) on huomattavan suuri, sillä tuolloin arvostustasot ovat kestäättömän korkeat eikä nettorahavirralla osakemarkkinoille ole enää mitään lähdettä.**
- } Osakemarkkinoille muodostuvan kuplan syynä on keskeisesti keskuspankkien ultrakeveä rahapolitiikka DM-maissa, joka ruokkii a) (netto)säästämisen vähenemistä, b) suhdannenousua (yritysten tuloskasvua) finanssikriisin jälkeisestä alakulosta ja c) rahavirtoja osakemarkkinoille. Huomionarvoista on se, että keskuspankeille kaikissa DM-maissa on tärkeämpää tukea talouskasvua, kuin torjua osakemarkkinoiden ylilyöntejä, sillä reaalityalouden inflaatiopaineet ovat vähäiset. **Osakemarkkinoiden kuplan syntymistä tukee erityisesti se, että suurimmissa OECD-maissa ei ole samanaikaisesti syntymässä asunto- ja kiinteistömarkkinakuplaa.** Tämän vuoksi keskuspankit sallivat osakemarkkinakuplan syntymisen, sillä sen puhkeaminen ei ole reaalityalouden kannalta niin dramaattista kuin, jos samanaikaisesti olisi syntynyt asunto- ja kiinteistömarkkinakupla (kuten 2007).
- } Sijoittajan kannalta ennustamisen tekee erityisen hankalaksi se, että suurimmalla ja tärkeimmällä Yhdysvaltojen osakemarkkinalla "epäterve" kehitys on pisimmällä.

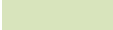
Yhdysvaltojenkaan tilanne ei ole vielä hälyttävä, mutta käänne Yhdysvalloissa varmasti vaikuttaisi globaalisti osakemarkkinoille huomattavan paljon enemmän, kuin jos vaikka Japani olisi "epäterveen" kehityksen kärjessä. Varsinkin Euroopan pörssien on vaikea kuvitella poikkeavan merkittävästi Yhdysvaltojen kehityksestä. Eniten irrallaan Yhdysvaltojen pörssikurssien kehityksestä ovat niiden maiden pörssit, jotka ovat rajoittaneet kansainvälisten sijoittajien pääsyä osakemarkkinoilleen. Käytännössä suuremmista kansantalouksista vain Kiina on rajoittanut pääomaliikkeitä ja sen pörssillä voisi edes teoriassa olla mahdollisuus eriytyä Yhdysvaltojen osakekurssien kehityksestä.




- > **Frontin allokaatiostrategiassa osakkeiden ja korkosijoitustenpainotus keskinäinen strateginen (keskipitkän aikavälin) painotus on tällä hetkellä neutraali.** Toisin sanottuna osakepaino voi olla taktisesti (lyhyellä aikavälillä) yhtä lailla ali- kuin ylipainossa suhteessa pitkän aikavälin neutraaliallokaatioon. **Mikäli kurssinousu jatkuu tänä vuonna yhtä vahvana kuin viime vuosina, on todennäköistä, että Frontin allokaatiostrategiassa siirrytään vaiheittain osakkeiden strategiseen alipainoon, eli taktiset osakepainon vaihtelut tapahtuvat jatkossa enemmän neutraaliallokaation alapuolella.** Tällä tavalla halutaan varautua siihen riskiin, että osakemarkkinoiden vuodesta 2009 alkanut nousutrendi tulee päätökseensä ja huipulla alkaa kriisi, jonka seurauksena kurssikehitys (ja säästämiskäyttäytyminen) väistämättä korjaavat merkittävästi alaspäin sekä ajallisesti että tasoltaan.

Taulukko 2. Osakkeiden arvostus ja ulkoinen tasapaino

	P/E	Vaihtotase / BKT, %						
		2014	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DM	14,9							
Yhdysvallat	15,5	-3,0	-3,0	-2,7	-2,4	-2,4	-2,5	
Kanada	14,8	-3,6	-3,0	-3,7	-3,2	-2,9	-2,3	
Australia	15,0	-3,6	-2,8	-4,1	-2,9	-2,5	-2,2	
Japani	20,4	3,7	2,0	1,0	1,0	1,3	1,6	
Saksa	13,1	6,3	6,2	7,0	7,0	6,6	6,4	
Alankomaat	13,3	7,4	9,5	9,4	10,6	10,0	8,9	
Ranska	12,8	-2,2	-2,4	-2,2	-1,9	-1,8	-1,7	
Italia	13,3	-3,2	-3,8	-1,2	0,7	1,2	1,1	
Espanja	15,4	-4,7	-3,7	-1,9	1,2	2,1	2,5	
Kreikka	22,2	-10,1	-9,9	-2,4	-0,9	-0,6	1,0	
Suomi	15,8	1,6	-1,5	-2,0	-1,1	-0,7	-0,4	
Ruotsi	15,0	6,1	4,2	5,9	6,2	5,7	5,2	
Norja	11,9	12,8	15,0	14,1	12,7	13,1	13,2	
Tanska	16,2	5,9	5,7	5,9	5,9	5,5	5,2	
Sveitsi	15,1	14,7	9,0	11,2	12,7	12,4	12,4	
Iso-Britannia	13,0	-2,7	-1,5	-3,7	-3,7	-2,8	-2,6	
EM	10,3							
Kiina	7,8	3,9	2,7	2,3	2,3	2,1	2,0	
Intia	15,1	-3,6	-3,8	-5,4	-4,9	-3,1	-3,0	
Etelä-Korea	8,9	3,4	2,6	4,7	5,3	4,0	3,3	
Taiwan	14,7	9,2	9,1	10,6	11,0	10,0	10,0	
Malesia	16,0	10,9	11,6	6,1	3,6	4,1	4,0	
Thaimaa	11,3	3,1	1,2	-0,4	-0,9	-0,3	0,3	
Indonesia	12,7	0,7	0,2	-2,8	-3,5	-2,7	-1,9	
Filippiinit	16,0	4,2	3,1	2,8	2,9	3,4		
Venäjä	5,6	4,6	5,3	3,6	2,1	1,6	0,8	
Puola	13,0	-5,0	-5,8	-3,5	-1,8	-2,4	-2,8	
Tsekki	12,6	-3,9	-2,7	-2,4	-1,2	-1,4	-1,5	
Turkki	8,6	-6,3	-9,7	-6,1	-7,2	-7,0	-6,9	
Brasilia	9,7	-2,2	-2,1	-2,4	-3,6	-3,2	-3,0	
Meksiko	17,9	-0,3	-1,0	-1,2	-1,6	-1,8	-1,8	
Chile	14,3	1,5	-1,4	-3,5	-3,7	-3,8	-3,6	
Kolumbia	15,6	-3,1	-3,0	-3,3	-3,0	-2,9		
Argentiina	9,4	0,4	-0,5	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	
Etelä-Afrikka	13,7	-1,5	-3,6	-5,5	-6,1	-5,7	-5,4	

 = Arvo suurempi kuin 3 %

 = Arvo pienempi kuin -3 %

Lähde: Bloomberg, 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 arvopaperimarkkinain 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 arvioonsa 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.