Front

2015

Sijoitusstrategia

Talvi

Ari Aaltonen
puh. 050 461 8663
ari.aaltonen@front.fi

Front

Sisällysluettelo

Sisällysluettelo ..... - 1 -
Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä 2015 ja 2016 ..... - 2 -
… ja oletukset koroista ja valuutoista ..... - 3 -
Frontin sijoitusstrategian päälinjat vuodelle 2015 ..... - 4 -
Raakaöljyn hinnan romahdus muutti tuntuvasti useiden maiden talousnäkymiä ..... - 9 -
Aasia ja Yhdysvallat kasvun vetureina, heikentynyt euro elvyttää Euroaluetta ..... - 13 -

Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä 2015 ja 2016

- Maailmantalouden näkymät ovat muuttuneet tuntuvasti syksyn aikana**. Sinänsä arvio talouskasvun elpymisestä vuonna 2015 on edelleen voimassa, mutta arviot eri maiden tilanteesta ovat muuttuneet tuntuvasti. Keskeinen muutos syksyn aikana on ollut raakaöljyn hinnan tuntuva lasku, mikä tukee Aasian maiden sekä teollisuusmaiden kasvua ja alentaa niiden jo ennestään vähäisiä inflaatiopaineita.** Teollisuusmaiden talouskasvun ennakoidaan nopeutuvan 2015 runsaaseen 2 prosenttiin (noin 1,7 prosentista 2014), kun Yhdysvaltojen, Japanin ja Euroopan kasvu nopeutuu. Euromaiden osalta toki talouskasvu nopeutuu hyvin vaatimattomalta, noin 0,8 prosentin tasolta. Yhdysvaltojen kehitys viime vuonna ei tuonut yllätyksiä, sillä maan odotettiinkin petraavan kasvuaan vuoden loppua kohden. Kasvun odotetaan nopeutuvan noin 3 prosenttiin tänä vuonna. **Yhdysvalloissa huomio kiinnittyy jatkossa lähinnä keskuspankki FED:iin**, joka joutuu tasapainoilemaan nopeutuvan talouskasvun ja energiahintojen aiheuttaman inflaation hidastumisen kanssa**. Arviomme mukaan FED ei tule nostamaan korkojaan niin, että talouskasvu tai työllisyys vaarantuisi.**

- **Maailmantalouden toinen veturi, Kiina, jatkaa talouden rakenneuudistuksiaan ja on todennäköistä, että talouskasvu yltää kuluvanakin vuonna asetettuihin tavoitteisiin, eli noin 7 prosenttiin.** Loppuvuonna 2014 Kiina yllätti odotuksia vahvemmalla talouskasvulla ja vajaan 7,5 prosentin kasvu saavutettiin. Olennaista oli kuitenkin se, että viime keväänä esiin nostetut huolet, jotka liittyivät maan rahoitusjärjestelmään ja kiinteistömarkkinoihin eivät aiheuttaneet mitään erityistä ongelmaa talouskehitykselle. Inflaation hidastumisen vuoksi keskuspankki alkoi tukea talouskasvua laskemalla korkojaan marraskuussa. Energian hinnan lasku tukee Kiinan talouskasvua lähivuosina ja maan vahva rahoitusasema vahvistuu edelleen. **Kaiken kaikkiaan Aasian maiden taloustilanne on hyvä ja talouskasvun voidaan odottaa vahvistuvan 2015**. Energiahintojen lasku tukee lähes kaikkien alueen maiden talouskasvua, kun yritysten kustannukset laskevat ja kotitalouksien ostovoima kasvaa.

- Vuonna 2014 euroalueen talouskasvu jäi vaisuksi ja ainoastaan Saksan kasvu piristyi loppuvuonna. Osaltaan tilanteen heikentymiseen vaikutti Ukrainan kriisi, joka ruokki epävarmuutta, mutta perimmiltään euroalueen heikkouden syynä on olematon talouskasvun dynamiikka: väestön ikääntyminen, julkisen talouden ongelmat, poliittisen päätöksenteon heikkous, työmarkkinoiden joustamattomuus, rahoitusmarkkinoiden lisääntyvä sääntely jne. Lisäksi euroalueella väijyi koko vuoden deflaation uhka, jonka torjuntaan EKP heräsi vasta kesällä. **Synkistä näkymistä huolimatta arviomme Euroalueen (ja myös Suomen) kehityksestä on aiempaa positiivisempi. Tämä johtuu kuitenkin lähinnä euron tuntuvasta heikentymisestä valuuttamarkkinoilla ja energiahintojen laskusta, jotka hyödyttävät nimenomaan euromaita**. Kreikan vasemmiston vaalivoitto ja hallitusvastuu ei käynnistä eurokriisiä uudelleen, vaan Kreikka joutuu jatkamaan talouden tervehdyttämistään annetuista vaalilupauksista huolimatta.

- **Venäjän talousnäkymät muuttuivat katastrofaalisiksi vuoden 2014 lopulla**. Raakaöljyn hinnan lasku ja Venäjän muuttuminen eräänlaiseksi hylkiövaltioksi (Ukrainan seikkailun seurauksena) merkitsevät talouden rajua supistumista tänä ja ensi vuonna. Venäjän ongelmat leviävät maan pankkisektoriin ja riski poliittisesta kaaoksesta maassa kasvaa. Myös useat muut energiantuottajat ajautuvat vaikeuksiin kuten Kazakstan, Angola, Nigeria, Iran, Irak, Venezuela, Ecuador, Algeria. Sitä vastoin Persianlahden öljyntuottajat, kuten myös Norja ja Malesia kestävät raakaöljyn hinnanlaskun vahvan vaihtotaseensa ansiosta. Lieviä ongelmia on tiedossa Kanadalla, Meksikolle ja Kolumbialle. Latinalaisen Amerikan näkymiä heikentää edelleen se, että Brasilia jatkaa poliittista korpivaellustaan ja maan talouskasvu ja näkymät jäävät vaisuiksi.

… ja oletukset koroista ja valuutoista

- EKP:n päätös käynnistää laajamittaiset arvopaperiostot tammikuun lopun kokouksessaan merkitsee teollisuusmaiden keskuspankkien rahapolitiikan eriytymisen jatkumista. Koska Yhdysvaltojen FED päätti arvopaperiostot syksyllä, rahapolitiikka on nyt selvästi keveämpää euroalueella kuin Yhdysvalloissa. Tämä eriytyminen alkoi näkyä valuuttamarkkinoilla jo vuoden 2014 kesällä, kun euron arvo suhteessa dollariin alkoi heikentyä. Mikäli FED aloittaa ohjauskorkojen vähittäisen nostamisen kesällä tai alkusyksyllä, paineet euron heikentymiseksi jatkuvat ja joka tapauksessa EKP:n arvopaperiostoilla on merkittävä euron arvoa heikentävä vaikutus**. Heikentyvä euro tulee olemaan vuoden 2015 keskeinen teema rahoitusmarkkinoilla.**

- OECD-maiden rahapolitiikka jatkuu huippukeveänä Japanissa ja Euroalueella, mikä vaikuttaa merkittävästi muiden keskuspankkien liikkumatilaan. Varsinkin Euroopassa Tanskan, Ruotsin ja Ison-Britannian keskuspankkien on pakko huomioida EKP:n toiminta. Sveitsin keskuspankki teki jo oman ratkaisunsa tammikuussa, eikä jatkanut frangin vahvistumispaineiden torjumista, vaan päästi frangin vahvistumaan vuoden 2011 syksyllä määrittelemänsä interventiotason läpi. Vaikeimpaan dilemmaan joutuvat kuitenkin Aasian keskuspankit, joiden on otettava kantaa USD:n vahvistumiseen ja siihen, kuinka tiiviinä dollarisidos pidetään. Mikäli Japanin keskuspankki sallii tässä tilanteessa jenin vahvistumisen euroon nähden, Aasian valuuttamarkkinat pysynevät rauhallisina. Joka tapauksessa rahapolitiikan kiristäminen on huomattavan vaikeaa kaikkialla ja jopa Yhdysvaltojen FED joutuu ottamaan huomioon mahdollisten koronnostojen negatiivisen vaikutuksen talouteen dollarin vahvistuessa tolkuttomasti. Koska inflaatiopaineet ovat vähäisiä kaikkialla ja energiahintojen lasku on edelleen vaimentanut hintapaineita merkittävästi, on todennäköistä, että FED:n koronnostot jäävät selvästi maltillisemmiksi, kuin markkinat arvioivat. **Sijoittajalle tämä merkitsee joka tapauksessa olemattomia tuottoja lyhytaikaisille korkosijoituksille vielä lukuisia vuosia.**

- Joukkolainamarkkinat ennakoivat perustellusti matalien korkojen aikakauden jatkuvan huomattavan pitkään. Talvella sekä euroalueen, Yhdysvaltojen ja jopa Japanin ennätysalhaiset korot laskivat edelleen. Myös euroalueen nk. ongelmamaiden korkojen lasku on jatkunut ja korkoerot Saksan korkoihin ovat kaventuneet. EKP:n arvopaperiostojen vuoksi näiden korkoerojen voidaan odottaa kaventuvan edelleen ja Kreikan ongelmat eivät vaikuta tähän kokonaiskuvaan mitenkään. **Vaikka pitkät korot ovat sijoittajan näkökulmasta tuskastuttavan alhaalla, perusteita korkojen trendinomaiselle nousulle ei ole**. Korkopiikkejä tullaan näkemään Yhdysvalloissa, kun markkinat spekuloivat FED:n politiikkaa, mutta pitkien korkojen nousut jäävät hetkellisiksi.

- Yrityslainojen osalta HY-lainat ovat selvästi jääneet jälkeen muusta korkokehityksestä viime vuonna. **On todennäköistä, että HY-lainojen korkoero kaventuu tuntuvasti valtionlainoihin nähden 2015.**

- Kiinan keskuspankki aloitti koronlaskut marraskuussa tukeakseen talouskasvua. Koska inflaatiopaineet ja kiinteistömarkkinoiden ylikuumentuminen oli saatu kontrolliin, keskuspankin oli mahdollista keventää rahapolitiikkaa. Koronlaskuja tullaan tänä vuonna näkemään lisää. Myös Intian ja myöhemmin Brasilian keskuspankit keventävät politiikkaansa**. Venäjän keskuspankki sitä vastoin on täydellisessä umpikujassa,** kun se joutuu painimaan ruplan heikentymispaineiden, pääomapaon, kiihtyvän inflaation sekä korkeiden korkojen aiheuttaman yritysten konkurssiaallon ja pankkikriisin kanssa. On suuri riski, että Venäjä ajautuu talouskaaokseen ja hyperinflaatioon, minkä seurauksena ruplan arvo romahtaa täydellisesti.

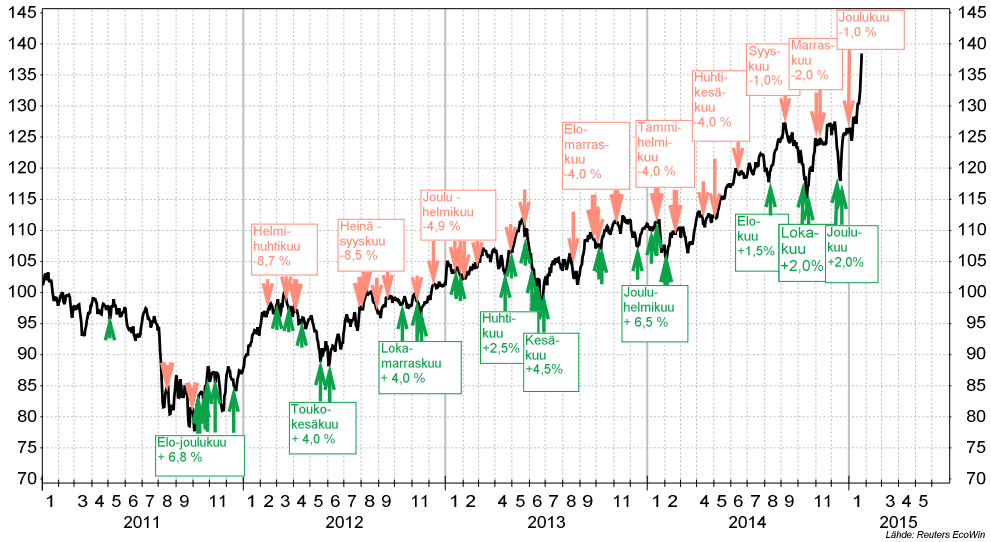
Frontin sijoitusstrategian päälinjat vuodelle 2015

- Energiahintojen lasku ja varsinkin EKP:n arvopaperiostojen käynnistyminen muuttaa sijoitusympäristöä kuluvana vuonna. Hyvien tuottojen jakso, joka alkoi keväällä 2009 saa nyt jatkoajan, mutta samalla se merkitsee sitä, että vuosista 2016 ja eteenpäin arvopaperisijoittajan maailma on entistä haastavampi. Keskuspankkien harjoittama likviditeetin pumppaus rahoitusmarkkinoille ja siitä seuraava korkojen poikkeuksellinen mataluus vauhdittavat osakekurssien nousua, mutta samalla osakkeiden arvostus on noussut jo korkeaksi erityisesti suhteessa suhdannekehitykseen. **Sijoitusmarkkinoilla ollaan nyt vahvan noususyklin loppuvaiheessa,** jonka ominaispiirteitä ovat korkotuottojen mataluus, sijoittajien vahva luottamus osakemarkkinoihin, yksityisen säästämisen trendinomainen lasku ja yksityissijoittajien korostunut rooli nettosijoittajana osakemarkkinoilla. **Osakekursseihin rakentuu nyt samankaltainen kupla kuin vuosituhannen vaihteessa 1999-2000 tai ennen Finanssikriisiä 2006-2007.**

- **Frontin strateginen (keskipitkän aikavälin) allokaatio on tällä hetkellä neutraali osakkeiden ja korkosijoitusten välillä ja seuraavaksi siirrytään alipainoon. Lyhyellä aikavälillä olemme kuitenkin ylipainossa, eli Frontin taktinen allokaatio painottaa osakkeita.** Strateginen painotus oli pitkään osakesijoituksia vahvasti suosiva (kevääseen 2013 saakka). Emme siis arvioi, että osakekurssit kääntyvän trendinomaiseen laskuun aivan lähiaikoina, mutta varaudumme vähitellen siihen riskiin, että rahoitusmarkkinoiden sykli saavuttaa jälleen huippunsa noin yhden - kahden vuoden kuluessa. Kun Frontin allokaatiostrategiassa siirrytään osakkeiden strategiseen alipainoon, taktiset osakepainon vaihtelut tapahtuvat neutraaliallokaation alapuolella. Tähän saakka taktiset osakepainon vaihtelut ovat tapahtuneet aina neutraaliallokaation yläpuolella.

Taktinen allokaatiostrategia

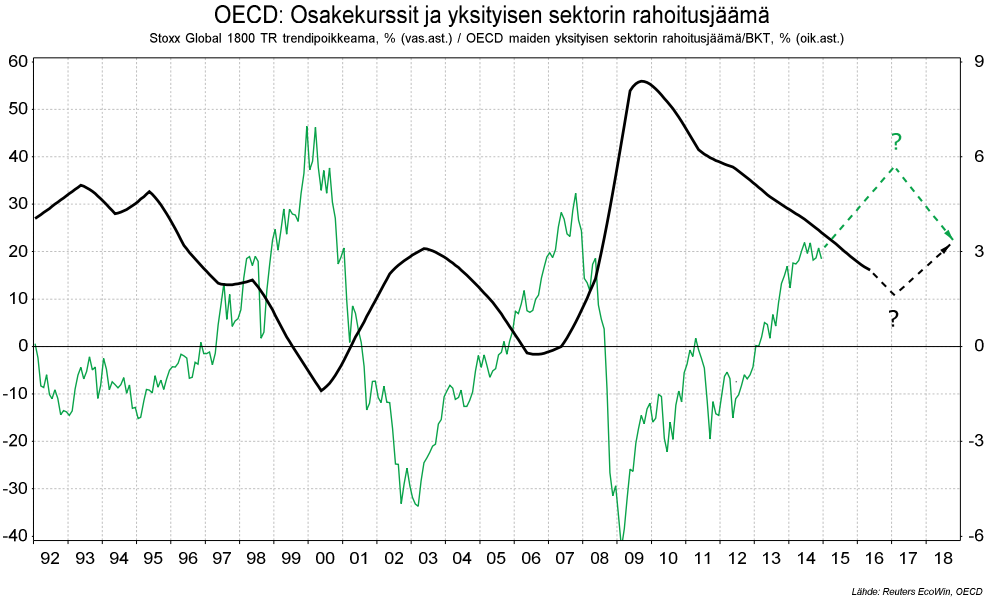
Osakkeiden ostot ja myynnit vs. käteinen sekä osakekurssit (Front Osake neutraaliallokaatio TR)



- Lyhyen aikavälin (1 kk- 6 kk), taktinen osakepaino on vaihdellut tuntuvasti viime vuosina markkinatilanteen mukaan (katso yo. kuva). Vuoden 2014 jälkipuolisko oli jälleen ihanteellista aikaa osakepainon taktisille lisäyksille ja vähennyksille. Myös eurokriisin pahimpina vuosina 2011 ja 2012 markkinat tarjosivat paljon mahdollisuuksia. Koska osakekurssien liikkeet olivat nopeita ja teräviä (elokuussa, lokakuussa ja joulukuussa), taktiset osakepainon vaihtelut tehtiin pienemmillä positioilla kuin esim. 2012. Taktisen osakepainon muuttaminen onnistui ajoituksen kannalta poikkeuksellisen hyvin vuoden

2014 jälkipuoliskolla ja on todennäköistä, että vastaavaan suoritukseen ei millään päästä jatkossa. Vaikka osakepainon aktiivinen taktinen säätely on jatkossakin tärkeä osa sijoitusstrategiaamme, **osakepainon strateginen, eli yli syklien tapahtuva säätely nousee ratkaisevaksi avainkysymykseksi lähivuosina sijoitusmarkkinoilla menestymisen kannalta**.

- Yli suhdannesyklien vallitsevaa pitkän aikavälin riskiä osakemarkkinoilla voidaan parhaiten hahmottaa säästämisen ja osakekurssien välisen yhteyden avulla. OECD-maissa yksityisen sektorin nettosäästäminen saavutti huippunsa vuonna 2009 Finanssikriisin seurauksena. Säästämisen voimakas lisääntyminen 2007 -09 heikensi tuntuvasti taloudellista aktiviteettia ja samalla likviditeetti kuivui rahoitusmarkkinoilla. Seurauksena oli yritysten tulosten romahdus, osakkeiden myyntipaine ja pörssikurssien voimakas lasku suhteessa pitkän aikavälin trendiin. Säästämisen ja pörssikurssien välillä vallitsee siten voimakas käänteinen korrelaatio ja tämä yhteys on luonnollisesti vallinnut jo ennen Finanssikriisiä (katso ao. kuva).



- Finanssikriisin jälkeen keskuspankkien keveä rahapolitiikka on merkinnyt ennätysalhaista korkotasoa, mikä on tukenut yksityisen sektorin säästämisen laskua ja siten luonut perustan pitkäaikaiselle nousulle osakemarkkinoilla. **Vaikka säästäminen on laskenut tuntuvasti vuoden 2009 huipustaan, vielä ei olla kriittisen alhaisella tasolla kuten vuosituhannen vaihteessa 2000 teknokuplan aikana tai ennen Finanssikriisin alkua 2006.** Osakekurssit ovat jo nousseet huomattavan korkealle tasolle (varsinkin Yhdysvalloissa), mutta kurssitason korkeus ei vielä merkitse sitä, että korjausliike alaspäin käynnistyisi.

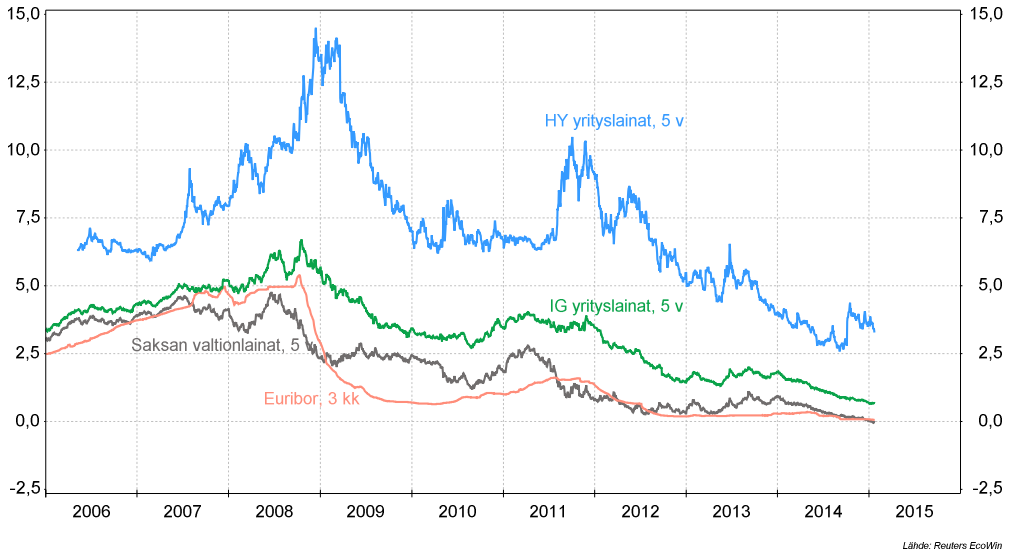
- Syystä tai toisesta rahoitusmarkkinoilla toimivien ammattilaisten on aina ollut vaikea analysoida ja havaita osakemarkkinoiden hintakuplia. Nk. teknokuplan aikana 2000-luvun alussa ja ennen Finanssikriisiä 2007 markkinoilla ei nähty tilanteen vaarallisuutta, vaan kesti pitkään ennen kuin perusteet pitempiaikaiselle kurssilaskulle hyväksyttiin. Aivan samalla tavalla tällä hetkellä rahoitusmarkkinoiden rauhoittuminen ja vahvat osakemarkkinatuotot ovat lisänneet sijoittajien luottamusta positiiviseen kehitykseen ja sen jatkumiseen. Tällä kertaa kuplan syynä on Finanssikriisi (ja Eurokriisi) ja sitä seurannut poikkeuksellisen keveä rahapolitiikka. Keskuspankkien paineet reaalitalouden (kasvu ja työllisyys) tukemiseksi ovat niin suuret, että riski rahoitusmarkkinoiden ajautumisesta epätasapainoon on merkittävä. **Itse asiassa nyt voidaan sanoa, että EKP:n likviditeettiohjelma varmistaa, että OECD-maiden rahoitusmarkkinat ajautuvat**

epätasapainoon ja korjausliike tulee aikanaan rajuna. Yksityinen (netto)säästäminen tulee edelleen vähenemään tänä ja ensi vuonna kohti tasoa, joka ruokkii pörssikurssien nousua kestämättömälle tasolle.

- **Frontin korkostrategian keskeinen näkemys on ollut se, että deflaatiovaara on euroalueella todellinen ja että keskuspankit jatkavat keveää rahapolitiikkaa pidempään kuin markkinoilla kuviteltiin**. Käytännössä tämä on merkinnyt sitä, että korkostrategia on ollut korostetun tuottohakuinen ja korkosalkussa on painotettu juoksuajaltaan pitkäaikaisia ongelmamaiden (Italia, Espanja, Belgia) valtionlainoja ja HY-yrityslainoja. Korkoriski (eli salkun duraatio) oli marraskuusta 2013 lokakuuhun 2014 merkittävä. Ensimmäisen kerran korkoriskiä vähennettiin hieman lokakuun puolivälissä 2014, kun pitkät korot kävivät huomattavan alhaalla. EM-valtionlainojen osalta on oltu varovaisempia, sillä useilla paljon velkapapereita emittoineilla mailla on merkittäviä ongelmia maksutaseensa kanssa. Frontin korkostrategia jatkuu ennallaan ja painottaa HY-yrityslainoja ja euroalueen korkean tuoton valtionlainoja. Salkun korkoriski, duraatio, on aavistuksen vertailusalkun duraatiota pienempi. Korkosijoittajan tuska on kuitenkin todellinen, sillä käteisen tuotto on lähes olematon ja joukkolainojen korot ovat historiallisesti huomattavan alhaiset. Näin erityisesti IG-yrityslainojen ja hyvin taloutta hoitaneiden valtioiden osalta (Saksan ym.). Toisaalta korkojen nousua ei ole näköpiirissä sillä inflaatiopaineet ovat olemattomat varsinkin euroalueella.

Korkoja

Yrityslainojen ja Saksan valtion joukkolainakorkoja (5 v) ja euribor (3 kk)



Lähde: Reuters EcoWin

- **Frontin osakestrategian päälinja on DM-maiden osalta ylipainottaa Pohjoismaita, Saksaa, Yhdysvaltoja sekä vähäisemmässä määrin Japania ja Australiaa.** Alipainotus koskee ennen kaikkea Isoa-Britanniaa ja niitä Euroopan maita, joiden yritysten mahdollisuudet ovat vähäisemmät hyötyä globaalista talouskasvusta**.** EM-maiden osalta painotamme niitä talouksia, joilla on vahva maksutase ja joiden osakkeiden arvostustaso on kohtuullinen. **Käytännössä tämä tarkoittaa Itä- ja Etelä-Aasian maiden ylipainotusta** ja muiden maiden alipainotusta**. Erityisesti vältämme öljyntuottajamaita ja Venäjää.**

Yhdistelmäsalkuissa sekä DM- että EM-maat kokonaisuutena ovat nyt lievässä taktisessa ylipainossa. DM-osakesalkussa maapainotusten ohella toimialapainotukset ovat vähintään yhtä tärkeällä sijalla osakestrategiassa. **Osakesijoituksissa ylipainotetaan niiden toimialojen yrityksiä, joiden liiketoiminta on korostetun globaalia: Terveydenhoito, teknologia sekä teollisuustuotteet ja -palvelut.** Oman valuuttansa säilyttäneet Pohjoismaat ovat ylipainossa ja ne ovat hyviä esimerkkejä maista, joiden pörsseissä on

paljon niiden toimialojen yrityksiä, jotka hyötyvät mm. kehittyvien maiden talouskasvusta. Suomen osakkeet ovat alipainossa sekä kotimarkkinoiden kehnojen näkymien että Venäjä-riskien vuoksi. Kotimarkkinayrityksiin tai Venäjälle suuntautuneisiin yrityksiin sijoitetaan vain aivan marginaalisesti. Kanada ja Australia otettiin salkkuun 2012 hajauttamaan salkun riskiä. Kanadan painoa kuitenkin vähennettiin viime syksyllä, kun sen arvioidaan kärsivän energiahintojen tuntuvasta laskusta. Osittain myös tämän vuoksi Ison-Britannian painoa pienennettiin viime syksynä. Britannian riskinä nähdään myös tulevat parlamenttivaalit, joiden yksi teema on maan EU-jäsenyys.

Taulukko 1. Osakkeiden arvostus:12 kk:n eteenpäin katsova P/E

	Tammikuu 2012	Tammikuu 2013	Tammikuu 2014	Tammikuu 2015
DM	11,7	13,8	14,9	15,9
Yhdysvallat	12,3	13,7	15,5	16,6
Kanada	12,1	13,9	14,8	16,1
Australia	11,4	15,2	15,0	15,1
Japani	15,9	22,3	20,4	18,7
Saksa	9,6	11,4	13,1	13,2
Ranska	9,0	11,2	12,8	14,1
Italia	8,5	10,6	13,3	13,6
Espanja	9,2	11,5	15,4	14,5
Kreikka	7,6	23,8	22,2	11,9
Suomi	12,2	14,8	15,8	16,5
Ruotsi	11,4	14,0	15,0	15,2
Norja	9,6	11,1	11,9	12,3
Tanska	14,3	16,4	16,2	17,2
Sveitsi	11,6	14,4	15,1	15,7
Iso-Britannia	9,7	11,6	13,0	14,3
EM	9,7	10,5	10,3	10,8
Kiina	9,0	9,7	7,8	12,1
Intia	14,2	15,2	15,1	18,2
Etelä-Korea	8,9	9,4	8,9	10,3
Taiwan	12,7	14,8	14,7	13,0
Malesia	14,0	14,7	11,3	15,5
Thaimaa	10,9	14,2	12,7	14,4
Indonesia	13,2	15,3	16,0	14,9
Venäjä	3,6	3,3	5,6	2,8
Puola	9,2	12,4	13,0	12,9
Turkki	8,2	10,7	8,6	10,8
Brasilia	9,3	11,6	9,7	10,3
Meksiko	14,0	15,7	17,9	17,5
Chile	14,1	17,9	14,3	13,9
Argentiina	6,3	7,8	9,4	9,3
Etelä-Afrikka	9,8	13,8	13,7	15,8

Lähde: Bloomberg

EM-maiden osakkeet ovat selvästi edullisemmin arvostettuja kuin DM-maiden. Vuonna 2013 sijoittajat näkivät lyhyellä aikavälillä riskejä useissa EM-maissa, minkä vuoksi pääomavirrat olivat tärkeä syy EM-maiden pörssien heikkoon kehitykseen. Viime vuonna tilanne kääntyi, mikä tuki varsinkin Aasian pörssejä. Erityisesti Manner-Kiinan osakkeet lähtivät nousukiitoon, kun Kiina helpotti länsimaisten sijoittajien pääsyä markkinoille. Frontin osakestrategiassa EM-osakkeet ovat lähtökohtaisesti merkittävässä painossa, mutta osakestrategia painottaa nimenomaan niitä EM-maita, joissa talouksien tasapaino on hyvä ja kasvunäkymät vahvat. **Kehittyvillä markkinoilla tämä merkitsee Aasian maiden**

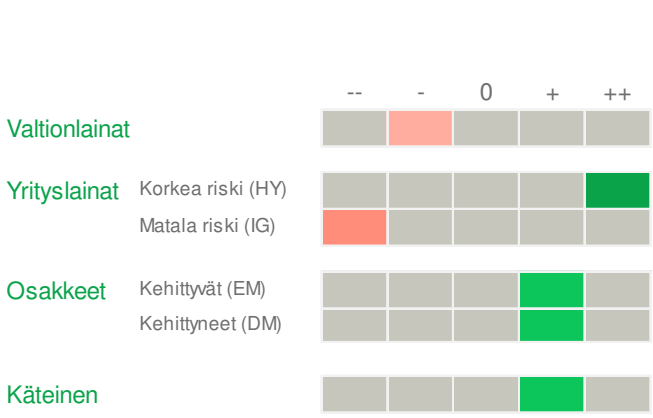
ylipainotusta. Tuntuvimmat alipainotukset koskevat tällä hetkellä Latinalaista Amerikkaa, öljyntuottajamaita sekä Venäjää, jonne ei sijoiteta käytännössä lainkaan

- Vähäisistä hyödykesijoituksista (ja ainoastaan Front Strategia salkussa) luovuttiin lopullisesti joulukuussa 2014, eikä niihin näillä näkymin palata. Hyödykesijoituksia oli ainoastaan teollisuusmetalleissa ja maatalouden hyödykkeissä.

- Valuuttamarkkinoilla arvioimme, että euron heikentyminen jatkuu ainakin kuluvan vuoden EKP:n toimien vuoksi. Euron heikentymistä perustelee myös euroalueen rakenteelliset ongelmat, joille euroalueen poliitikot eivät (varsinkaan EKP:n politiikan vuoksi) tule tekemään mitään. Ainoa peruste euron vahvistumiselle on euroalueen vaihtotaseen ylijäämä, joka aikanaan vakauttaa euron kurssin heikentymisvaiheen jälkeen. Arviomme mukaan euron trendinomainen heikentyminen alkoi viime kesänä, joten **Frontin sijoitusstrategiassa merkittävä osa sijoituksista on hajautettu euroalueen ulkopuolisiin valuuttoihin.**

27.1.2015 Ari Aaltonen

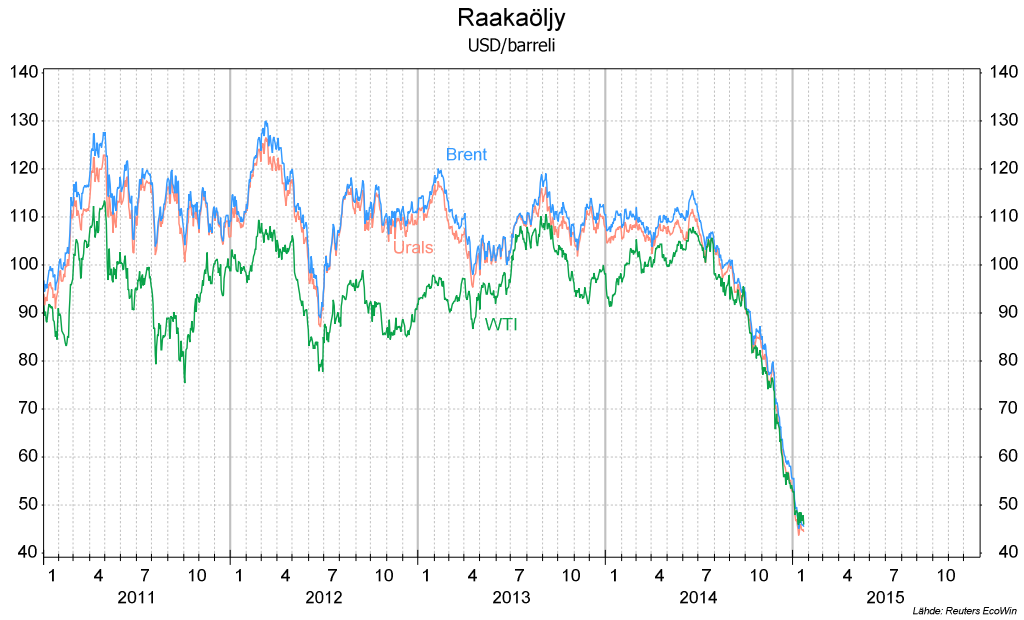
Kaavio 1. Frontin yhdistelmäsalkun allokaationäkemys 27.1.2015



		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
Valtionlainat		13,4%	15,0%	-1,6%
Yrityslainat	Korkea riski (HY)	17,9%	10,0%	7,9%
	Matala riski (IG)	10,3%	25,0%	-14,7%
Osakkeet	Kehittyvät (EM)	22,8%	20,0%	2,8%
	Kehittyneet (DM)	27,5%	25,0%	2,5%
Käteinen		8,1%	5,0%	3,1%

Raakaöljyn hinnan romahdus muutti tuntuvasti useiden maiden talousnäkymiä

- **Raakaöljyn hinnan lasku energiamarkkinoilla kesän jälkeen on ollut dramaattinen ja merkittävä**. Toki vuonna 2008 nähtiin myös huomattava raakaöljyn hinnanlasku, mutta tuolloin se liittyi selkeästi Finanssikriisin aiheuttamaan reaalitalouden lamaan. Hinnanlaskun syynä oli laman aiheuttama energian kysynnän voimakas lasku**. Nyt toteutunut raakaöljyn hinnan lasku johtuu sitä vastoin raakaöljyn tuotannon (mm. Yhdysvaltojen kasvanut tuotanto) ja vaihtoehtoisten energialähteiden tarjonnan kasvusta**. Edes Ukrainan ja Irakin kriisit eivät hillinneet raakaöljyn hinnan romahdusta kesällä ja syksyllä. Toki osa hinnanlaskusta johtuu maailmantalouden vaisuhkosta kasvusta 2012-14, mutta tilanne on tältä osin täysin erilainen kuin 2008-09, jolloin lama aiheutti tilapäisen kysynnän romahduksen. Nyt tapahtunutta raakaöljyn hinnan romahdusta voidaan verrata parhaiten 1980-luvun lopun vastaavaan hinnanromahdukseen, joka oli pitkäaikainen ja vasta kehittyvien talouksien voimakas ja pitkäaikainen kasvu 1990-luvulla palautti energiamarkkinat tilanteeseen, jossa kysyntä jälleen ylitti tarjonnan merkittävästi (2000-luvulla). **On todennäköistä, että raakaöljyn hinta jää pitkähköksi aikaa selvästi matalammalle tasolle kuin ennen romahdusta**. Tuotantokustannusten näkökulmasta pidemmälläkin aikavälillä ”hintakatto” lienee noin 80 USD/barreli (Barreli = 159 litraa)



- Raakaöljyn hinnan laskulla on tuntuvia vaikutuksia maailmantalouteen. Maailmantalouden kasvu nopeutuu ja inflaatiopaineet vähenevät. Vaikutus talouksiin tulee siis lähinnä kahta kautta: 1) **Energialaskun pienentyminen lisää ostovoimaa** ja säästyneet varat voidaan käyttää muuhun kulutukseen tai investointeihin, eli kysyntä kasvaa. Maat, jotka tuovat paljon energiaa - raakaöljyä ja sen jalosteita – säästävät merkittävästi energialaskussaan, mutta viejät toki kärsivät. 2) **Energiakustannusten pienentyminen alentaa inflaatiota**, mikä mahdollistaa mm. keskuspankeille rahapolitiikan keventämisen ja matalammat korot. Tämä tukee investointeja ja kasvua. Sanomattakin on selvää, että raakaöljyn hinnanlasku vaikuttaa olennaisesti myös muiden energiamuotojen ja -lähteiden hintoihin: maakaasu, kivihiili sekä välillisesti sähkön ym. hintoihin. Koska energia on mukana lähes kaikessa tuotannossa,

liikenteessä ja kuljetuksessa, lämmityksessä, valaistuksessa ym. raakaöljyn hinnan romahdus alentaa merkittävästi kaikkia kustannuksia ja inflaatiopaineita.

Raakaöljyn hinnanlaskun vaikutukset eri maihin ovat hyvin erilaiset. Tilannetta voidaan havainnollistaa esimerkiksi siten, että arvioidaan kuinka paljon maa joko menettää vientitulojaan tai säästää tuontilaskussaan. Vertailukelpoisuuden lisäämiseksi menetykset ja säästöt on suhteutettu BKT:een. Taulukkoon 2 on listattu tärkeimmät raakaöljyn viejämaat ja tuojat. Taulukon laskelmassa on arvioitu, kuinka paljon eri maat menettävät tai säästävät, kun raakaöljyn hinta laskee 110:sta 60:een USD/brl, eli hinta laskee 50 USD/brl. **Viejämaiden osalta pelkkä tulonmenetys ei ole pelkästään olennaista, vaan on syytä myös tarkastella, miten kukin maa kestää vientitulojen menetyksen**. Tulonmenetyksen viereisessä sarakkeessa on maan vaihtotaseen yli/alijäämä suhteessa BKT:een. Vaikka jokin maa menettäisi merkittävästi raakaöljyn vientituloja, se ei joudu välttämättä tinkimään kulutuksestaan tai investoinneistaan, jos vaihtotaseen ylijäämä oli suuri ennen raakaöljyn hinnanlaskua. **Voidaankin sanoa, että ne maat, jotka menettävät paljon vientituloja ja joilla oli heikko vaihtotase ennen hinnanromahdusta, kärsivät eniten**. Lisäksi on todettava, että taulukossa on esitetty vain raakaöljyn hinnanromahduksen vaikutus. Useat vievät myös esimerkiksi maakaasua, jonka hinta on myös laskenut, joten tosiasiassa tilanne on tukalampi. Maakaasun viejät ja tuojat suuruusjärjestyksessä on esitetty taulukossa 3.

Taulukko 2. Raakaöljyn suurimmat viejät ja tuojat (netto), milj. brl/pv 2013 sekä raakaöljyn hinnanlaskun vaikutus talouteen

Viejät	Brl/pv	Tulomenetys/BKT (%) jos hinta laskee 110=>60 USD/brl	Vaihtotase/BKT ennen hinnan-laskua, %	Tuojat	Brl/pv	Säästö/BKT (%) jos hinta laskee 110=>60 USD/brl
Saudi-Arabia	7,6	14,6	17,7	Yhdysvallat	7,6	0,7
Venäjä	4,7	4,6	1,6	Kiina	5,6	0,9
UAE	2,7	9,8	16,1	Intia	3,8	2,9
Irak	2,4	15,1	6,7	Japani	3,4	1,0
Nigeria	2,2	6,1	4,0	Etelä-Korea	2,5	2,7
Kuwait	2,1	17,1	40,5	Saksa	1,8	0,7
Venezuela	1,9	12,4	5,0	Italia	1,2	0,8
Angola	1,7	19,5	5,5	Espanja	1,2	1,2
Kazakstan	1,4	8,8	-0,1	Ranska	1,1	0,6
Kanada	1,4	1,1	-3,2	Alankomaat	1,0	1,6
Meksiko	1,3	1,5	-2,1	Taiwan	0,9	2,6
Iran	1,2	7,7	7,5	Thaimaa	0,9	3,3
Norja	1,2	3,4	11,2	Singapore	0,8	3,8
Oman	0,8	15,8	11,9	Belgia	0,6	1,6
Azerbaijan	0,8	16,3	17,0	Puola	0,5	1,5
Algeria	0,7	5,1	0,4	Iso-Britannia	0,4	0,2
Qatar	0,6	4,3	30,9	Kreikka	0,4	2,4
Libya	0,6	9,3	13,6	Turkki	0,4	0,7
Kolumbia	0,4	1,5	-3,3	Etelä-Afrikka	0,4	1,6
Ecuador	0,4	6,0	-1,3	Brasilia	0,4	0,2
Malesia	0,3	1,2	3,9	Ruotsi	0,3	0,9
Egypti	0,1	0,5	-2,7	Sveitsi	0,3	0,6
Vietnam	0,1	0,9	5,6	Australia	0,2	0,2
Tanska	0,1	0,4	7,3	Suomi	0,2	1,2

Laskelman oletus: Raakaöljyn hinta laskee pysyvästi 110:sta USD/barreli 60:een USD/brl eli 50 USD/brl. Tulonmenetys laskettu vuositasolla ja suhteutettu BKT:een. Lähteet: OPEC, EIA, IMF ja OECD

Taulukko 3. Maakaasun suurimmat viejät ja tuojat (netto), mrd. standardikuutiota 2013

Viejät		Tuojat	
	Mrd, m3		Mrd, m3
Venäjä	189,3	Japani	122,5
Qatar	122,9	Saksa	76,1
Norja	106,6	Italia	61,7
Kanada	55,3	Etelä-Korea	53,2
Algeria	46,7	Kiina	51,8
Alankomaat	44,0	Turkki	45,3
Turkmenistan	42,8	Ranska	42,8
Malesia	35,4	Iso-Britannia	39,2
Indonesia	32,8	Yhdysvallat	37,2

Lähde: OPEC

- Kun tarkastellaan taulukon 2 maita, voidaan todeta, että suurimmat tulonmenetykset suhteessa BKT:een kohdistuvat Persianlahden öljyntuottajiin: Saudi-Arabia, Arabiemiraatit, Irak, Kuwait, Oman. Suuria tulonmenettäjiä ovat myös Kazakstan, Venezuela ja Azerbaijan sekä Libya. Myös Qatar, Algeria ja Venäjä kärsivät tuntuvasti sillä ne ovat myös merkittäviä maakaasun viejiä. Tosin maakaasun hinta on laskenut vasta vajaat 20 % vuodentakaisesta arvosta.

- Kun tulonmenetykset suhteutetaan maan vaihtotaseeseen, kärsijöiden lista muuttuu tuntuvasti. Kärsijöitä ovat maat, joiden valuuttatulot supistuvat merkittävästi ja joiden on pakko sopeuttaa kulutustaan ja investointejaan heikon vaihtotaseen vuoksi. **Kipeimmin energiahintojen lasku vaikuttaa seuraaviin maihin: Venäjä, Kazakstan, Venezuela, Ecuador, Algeria, Angola ja Irak**. Suuria vaikeuksia on tiedossa myös Nigerialle, Iranille ja Omanille. Meksikon ja Kolumbian menetykset öljynviennistä ovat varsin vähäiset, mutta niiden ongelmana on vaihtotaseiden tuntuva alijäämäisyys jo ennen hinnan romahdusta. Raakaöljyn viejistä joutuvat lopulta kärsimään vähiten Persianlahden öljynviejät, Malesia sekä Norja, joilla kaikilla on huomattavan ylijäämäinen vaihtotase. Eli käytännössä niiden vuosittainen sijoitusvirta muualle vain supistuu ilman että kulutusta tai investointeja joudutaan leikkaamaan. Teollisuusmaista ainoastaan Kanada kohtaa energiatulojen menetyksen, joka tulee näkymään lähivuosina talouskasvussa. Kanadan vaihtotase on jo pitkään ollut varsin alijäämäinen ja maa on myös merkittävä maakaasun viejä. Vaikutus talouskasvuun tulee mm. energiainvestointien supistumisena lähivuosina.

Raakaöljyn hinnanlaskusta hyötyjien puolella ”hyvä” jakautuu huomattavasti tasaisemmin. Suurimmat tuontilaskun pienenemiset tullaan näkemään Aasian maissa, kun säästö suhteutetaan talouden kokoon: Intia, Etelä-Korea, Taiwan, Thaimaa, ja Singapore. Euroopan maissa säästö on keskimäärin pienempi kuin useimmissa Itä- ja Etelä-Aasian maissa, mutta merkittäviä säästöjä saavat: Espanja, Alankomaat, Belgia, Puola, Suomi ja varsinkin Kreikka. **Maailmantalouden näkökulmasta on kuitenkin olennaista, että kaikki suuret taloudet hyötyvät, eli Yhdysvallat, Kiina, Japani sekä Euroopan suuret taloudet Saksa ja Italia kuten myös Ranska**. Kaikki nämä ovat myös merkittäviä maakaasun tuojia. Suuremmista kehittyvistä maista Etelä-Afrikka ja Turkki hyötyvät tuntuvasti, mutta Brasilian ja Indonesian tilanne ei juurikaan muutu, sillä ne kuluttavat likimain kokonaan oman tuotantonsa. Suurista teollisuusmaista Iso-Britannia hyötyy selvästi vähiten. Pohjoismaista Suomi ja Ruotsi hyötyvät tuntuvasti, Tanska kärsii marginaalisesta ja Norja kestää hyvin vientitulojen menetykset valtavan vaihtotaseen ylijäämänsä turvin.

Inflaation näkökulmasta suurimpia hyötyjiä ovat maat, joiden inflaatio on absoluuttisesti ja/tai keskuspankin tavoitteisiin nähden liian nopeaa. **Kustannuspaineiden helpottaminen auttaa ensisijaisesti niitä kehittyviä talouksia, joissa on nopea inflaatio ja joissa**

keskuspankki on joutunut viime vuosina kiristämään tai pitämään kireää rahapolitiikkaa inflaation vuoksi. Suurin hyöty tulee maille kuten Kiina, Indonesia, Intia, Filippiinit, Vietnam, Brasilia, Argentiina, Pakistan, Turkki, Etelä-Afrikka ja valtaosalle Afrikan maista. Edellä mainitut maat hyötyvät eniten inflaatiopaineiden vähenemisestä, mutta toki useimmille muillekin kehittyville talouksille inflaation pysyminen maltillisena on hyvä asia. Varsinkin niille maille, joiden rahapolitiikka on ollut huomattavan kireää, vähäisemmät inflaatiopaineet lähivuosina sopivat hyvin. Tällaisia maita ovat Etelä-Korea, Taiwan, Malesia, Chile, Meksiko sekä useimmat Itä-Euroopan maat.

Teollisuusmaista Yhdysvallat on lähes ainoa jolle inflaatiopaineiden vähenemisestä on hyötyä, sillä tämä saattaa siirtää keskuspankin tarvetta kiristää rahapolitiikkaa myöhemmäksi. Japanissa ja euroalueella uhkana on muutenkin deflaatio, joten energiahintojen laskua ei tässä tilanteessa olisi (inflaation näkökulmasta) edes tarvittu.

Poliittisia levottomuuksia näköpiirissä?

Vaikka raakaöljyn hinnan tuntuva lasku on yksiselitteisen positiivista maailmantaloudelle, on tärkeää jo tässä vaiheessa identifioida pahimmat riskipesäkkeet taloudellisten menetysten ja niistä aiheutuvien poliittisten riskien kannalta.

Latinalaisessa Amerikassa on selvää, että **Venezuela** ajautuu taloudelliseen ja poliittiseen umpikujaan lähivuosina. Maan talous on jo nyt sekasortoisessa tilassa ja poliittisesta vallasta on kampailtu ajoittain väkivaltaisestikin vallassa olevan (ääri)vasemmiston ja keskusta-oikeistolaisten puolueiden välillä.

Lähi-Idässä ja Pohjois-Afrikassa **Algeria** on potentiaalinen ruutitynnyri, sillä maassa käytiin vain runsaat 10 vuotta sitten verinen sisällissota (1991-2002). Algerian talous ajautuu lähivuosina suuriin vaikeuksiin ja on suuri riski siitä, että poliittinen turhautuminen yhdessä väestön köyhtymisen kanssa laukaisee levottomuuksia. Muita ongelmapesiä ovat Persianlahden rikkaiden öljyvaltioiden naapurit: Irak ja Iran. **Irak** on jo nyt lähes kaaoksessa ja sisällissodassa (ISIS), joten suhteessa aiempaan tilanne ei voi juuri heikentyä. Suurempi potentiaali levottomuuksista on **Iranissa**, jossa teokraattinen hallinto joutuu jo nyt rajoittamaan merkittävästi kansalaisvapauksia ja mediaa. Levottomuuksien todennäköisyys kasvaa maan köyhtyessä ja näköalattomuuden lisääntyessä.

Venäjän tilanne on jo valmiiksi heikko Putin katastrofaalisen talous- ja ulkopolitiikan vuoksi. Tänä ja ensi vuonna talouden heikentyminen kiihtyy energiatulojen romahduksen ja Lännen talouspakotteiden seurauksena. On suuri riski siitä, että maa ajautuu taloudelliseen ja poliittiseen kaaokseen lähivuosina. IVY maista on lisäksi syytä huomata **Kazakstanin**, jonka talous ei kestä raakaöljyn hinnan romahduksen aiheuttamaa tulonmenetystä. Rajanaapuri Venäjä ei ainakaan helpota Kazakstanin tilannetta, silla maassa on myös suuri venäläisvähemmistö potentiaalisena kriisin syynä ja lietsojana.

Toinen tärkeä seikka, mikä voi lisätä pitkäkestoisia levottomuuksia (ja väkivaltaa) ennen kaikkea Lähi-idässä ja Pohjois-Afrikassa on se, että Yhdysvallat on vähemmän riippuvainen ulkomaisista energialähteistä kuin aiemmin. Sen halukkuus uhrata taloudellisia ja sotilaallisia resursseja erilaisten konfliktien ja sisällissotien taltuttamiseksi on paljon vähäisempi nyt kuin vielä kymmenen vuotta sitten. Tämän lisäksi Persianlahden öljyntuottajamaiden taloudelliset resurssit ovat aiempaa vähäisemmät tukea rahallisesti ja siten ylläpitää vakautta köyhissä naapurimaissaan. Ääriainesten onnistumisen todennäköisyys on siis kasvanut, joten niiden kannattakin yrittää anastaa valta. Erityisen hyvä esimerkki tästä on Syyrian ja Irakin alueella toimiva ISIS, joka on saanut ylläpitää veristä hallintoaan hämmästyttävän pitkään ilman että tilanteeseen juurikaan puututaan. On todennäköistä, että Lähi-Itä ja Pohjois-Afrikka tulevat olemaan aiempaa levottomampia tulevina vuosina.

Aasia ja Yhdysvallat kasvun vetureina, heikentynyt euro elvyttää Euroaluetta

Maailmantalouden näkymät ovat muuttuneet tuntuvasti syksyn aikana. Sinänsä arvio talouskasvun elpymisestä vuonna 2015 on edelleen voimassa, mutta arviot varsinkin eri kehittyvien maiden tilanteesta ovat muuttuneet tuntuvasti. **Keskeinen muutos syksyn aikana on ollut raakaöljyn hinnan tuntuva lasku, mikä tukee Aasian, Euroopan ja Yhdysvaltojen talouskasvua ja alentaa niiden jo ennestään vähäisiä inflaatiopaineita.** Ukrainan kriisillä on ollut lopulta varsin vähäinen vaikutus maailmantalouteen, mutta Venäjän taloustilanne on muuttunut dramaattisesti huonommaksi nyt talvella. Suomen talouden elpyminen siirtyy vuoteen 2016 kotimarkkinoiden heikkouden vuoksi, mutta yleisen ilmapiirin käänne parempaan koittaa viimeistään ensi syksynä heikon euron ja vientimaiden elpymisen vuoksi.

Taulukko 4. Konsensusarviot talouskasvusta ja inflaatiosta

	BKT:n kasvu-% (reaalinen)						Inflaatio-%					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Maailma	4,1	3,4	3,3	3,3	3,9	4,0	3,7	2,8	2,5	2,2	2,4	2,7
DM	1,4	1,2	1,3	1,7	2,1	2,2	2,5	1,8	1,3	1,4	1,2	1,8
Yhdysvallat	1,6	2,3	2,2	2,3	3,0	2,9	3,2	2,1	1,5	1,7	1,5	2,2
Japani	-0,5	1,8	1,6	0,3	1,0	1,4	-0,3	0,0	0,4	2,8	1,4	1,5
Euromaat	1,6	-0,7	-0,4	0,8	1,1	1,5	2,7	2,5	1,3	0,5	0,6	1,2
Britannia	1,6	0,7	1,7	3,0	2,6	2,3	4,5	2,8	2,6	1,5	1,3	1,9
Suomi	2,8	-1,0	-1,2	-0,3	0,6	1,3	3,4	2,8	1,5	1,1	1,0	1,5
EM	6,2	5,1	4,7	4,5	4,8	5,3	6,5	4,3	4,7	3,5	4,2	3,8
Kiina	9,3	7,7	7,7	7,4	7,0	6,7	5,4	2,7	2,6	2,1	2,0	2,5
Intia	6,6	4,7	5,0	5,6	6,4	6,5	9,5	10,2	9,5	7,8	7,5	6,7
Venäjä	4,3	3,4	1,3	0,5	-2,5	0,7	8,5	5,1	6,8	7,6	10,6	6,0
Brasilia	2,8	1,0	2,5	0,2	0,8	2,0	6,6	5,4	6,2	6,3	6,5	5,8

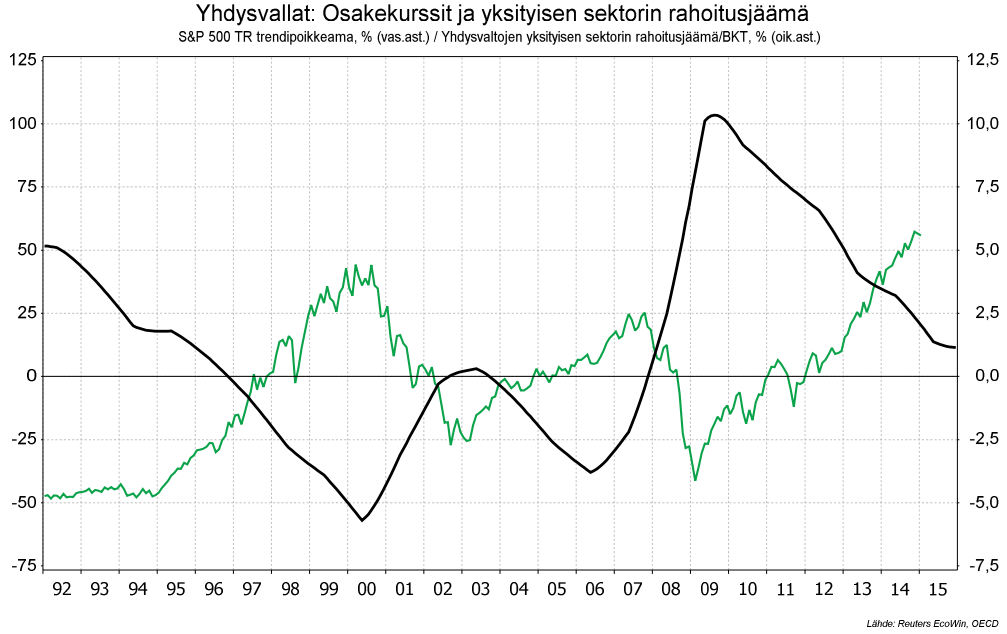
Lähde: Bloomberg, IMF sekä suomalaiset ennustelaitokset ja pankit

Teollisuusmaiden talouskasvun ennakoidaan nopeutuvan tänä vuonna runsaaseen 2 prosenttiin (noin 1,7 prosentista 2014) ja vuonna 2016 kasvu edelleen nopeutuu aavistuksen. Positiivista kehityksessä on se, että niin Yhdysvaltojen, Japanin kuin Euroopan kasvu nopeutuu. Euromaiden ja Japanin osalta toki talouskasvu nopeutuu hyvin vaatimattomalta tasolta, joten Yhdysvaltojen vetovastuu maailmantalouden veturina jatkuu.

Kehittyvien maiden osalta talousnäkymissä tapahtuu selvä eriytyminen. Itä- ja Etelä-Aasian maiden talouksien tilanne paranee tuntuvasti raakaöljyn hinnan laskun seurauksena, sillä energian halpeneminen antaa vauhtia sekä talouskasvulle että parantaa useiden maiden talouden tasapainoa sekä vaihtotaseen että inflaation näkökulmasta. Myös useat Afrikan ja Euroopan kehittyvät taloudet hyötyvät vastaavasti: Turkki, Etelä-Afrikka, Puola ... Vastaavasti talousnäkymien heikentymistä voidaan odottaa öljynviejämaissa Lähi-idässä, Pohjois-Afrikassa ja laitinalaisessa Amerikassa. Eniten talousnäkymät ovat kuitenkin heikentyneet Venäjällä, joka kärsii sekä energiahintojen laskusta että umpikujaan johtaneesta talous- ja ulkopolitiikastaan (Ukraina).

- Yhdysvaltojen talouskehitys ei tuonut vuonna 2014 yllätyksiä, sillä maan odotettiinkin petraavan kasvuaan vuoden loppua kohden. Heikon alkuvuoden jälkeen talouskasvu nopeutui jo keväällä ja loppuvuonna talous kasvoi vahvasti. Kasvun odotetaan nopeutuvan noin 3 prosenttiin tänä vuonna. **Yhdysvalloissa huomio kiinnittyy jatkossa entistä enemmän keskuspankki FED:iin**, joka joutuu tasapainoilemaan nopeutuvan talouskasvun ja energiahintojen aiheuttaman inflaation hidastumisen kanssa. Työllisyystilanne on kohentunut selvästi viime vuoden aikana, mikä on ollut omiaan ylläpitämään spekulaatioita keskuspankin rahapolitiikasta. FED lopetti odotetusti arvopaperiostot jo syksyllä, mutta keskuspankin pääjohtaja on ollut maltillinen lausunnoissaan ja korostanut talouden kestävää elpymistä lyhyen aikavälin suhdanneindikaattorien sijaan. Nyt markkinoiden spekulaatiot koskevat sitä, milloin ja kuinka nopeasti FED alkaa korottaa ohjauskorkojaan. **Arviomme mukaan FED:n lähtökohta on se, että korkoja ei nostata niin, että talouskasvu tai työllisyys vaarantuisi**. Inflaation vuoksi rahapolitiikan kiristystä ei tarvita, inflaatio jäi viime vuonna huomattavan maltilliseksi ja energiahintojen lasku sekä dollarin vahvistuminen hillitsevät inflaatiopaineita vielä pitkään.

- Yhdysvaltojen keskuspankin toiminta muodostuu erityisen tärkeäksi sijoitusmarkkinoiden kannalta. Koska keskuspankki korostaa voimakkaasti reaalitalouden ja työllisyyden vakaata ja positiivista kehitystä, on vuosien varrella usein käynyt niin, että rahoitusmarkkinoiden tasapaino jää vähemmälle huomiolle. Näin varsinkin 1990-luvun lopulla ja uudelleen ennen Finanssikriisiä (2002-2006). 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.



- Yksityisen sektorin nettosäästämisen vaihtelut ovat olleet huomattavia viimeisen 20 vuoden aikana. Ääripäät ovat teknokuplan huippuvuosi 2000 ja Finanssikriisin synkin vuosi 2009. Sijoittajalle olennaista on se, että nettosäästämisen ja osakekurssien vaihtelun 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.

- Yhdysvaltojen keskuspankin rahapolitiikka on ollut huomattavan keveää Finanssikriisin jälkeen ja perustellusti. Keveä rahapolitiikka vaikutti keskeisesti siihen, että talous ei ajautunut täydelliseen umpikujaan 2008-2010. Rahapolitiikka on kuitenkin jatkunut huomattavan keveänä ja on keskeisesti vaikuttanut siihen, että yksityinen 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 matalat korot ruokkivat säästämisen liiallista vähentymistä**. Arviomme mukaan on varsin todennäköistä, että rahoitusmarkkinoille syntyy lähivuosina ”klassinen” osakemarkkinoiden kupla**, joka perustuu liialliseen velkaantumiseen. Yhdysvaltojen taloutta on elvytetty äärimmilleen viime vuosina sekä keskuspankin että hallituksen toimesta, joten politiikan kiristäminen on tavattoman vaikeaa perustella yksinomaan rahoitusmarkkinoiden heikentyvän tasapainon vuoksi. Nyt rahapolitiikan kiristämistä hidastaa energiahintojen lasku ja vahvistuva dollari. EKP:n liittyminen ”setelielvyttäjien ” joukkoon Japanin keskuspankin rinnalle ajoittui Yhdysvaltojen kannalta huonoon ajankohtaan.

- Yksityinen nettosäästäminen on laskenut jo tuntuvasti ja nykytrendillä ollaan **vuoden - kahden päästä tilanteessa, jossa FED ei enää kykene hallitsemaan rahoitusmarkkinoiden epätasapainoa.** Osakesijoittajalle tämä tarkoittaa pahimmillaan samanlaista osakekurssien laskua kuin teknokuplan jälkeen 2001-2003 tai Finanssikriisin puhkeamisen aikaan, 2007-2009. On tärkeä ymmärtää, että nyt syntyvä ”kupla” on nimenomaan osakemarkkinoiden ongelma, eli kiinteistömarkkinoiden kuplaa ei ole syntymässä. Reaalitalouden kannalta osakemarkkinoiden kupla ei ole niin vaarallinen kuin kiinteistömarkkinoiden kupla. Osakekurssien laskusta kärsivät lähinnä osakesijoittajat, kun taas asunto- ja kiinteistömarkkinakuplan puhkeamisella on aina merkittävä vaikutus talouskasvuun ja työllisyyteen. **Toisin sanottuna FED ei tule pelastamaan osakesijoittajaa, kun osakemarkkinoiden kupla alkaa purkautua. Näin tapahtui myös teknokuplan puhkeamisen yhteydessä 2000-luvun alussa.**

- Japanin talouskasvu hidastui viime vuoden loppupuoliskolla, minkä vuoksi maan keskuspankki on jatkanut äärimmäisen keveää rahapolitiikkaansa. Kotimarkkinoiden elpyminen on jäänyt vajavaiseksi, vaikka vientiteollisuus on hyötynyt merkittävästi heikon jenin politiikasta viime vuosina. Varmistaakseen elvyttävän talouspolitiikan jatkon hallitus aikaisti parlamenttivaaleja syksyllä. Vaalien tuloksena nk. Abenomics sai jatkoa ja Japani voi jatkaa elvytystä ja vähittäisiä rakenneuudistuksia. Perimmiltään Japanin ongelmana on tekijöitä - kuten väestön nopea ikääntyminen - jotka väistämättä heikentävät talouspolitiikan mahdollisuuksia onnistua pitkällä aikavälillä.

- **Kiinan talous oli selkeä positiivinen yllättäjä markkinoiden odotuksiin nähden viime vuonna**. Maan talouskasvu ylsi viime vuonna 7,4 prosenttiin ja on todennäköistä, että talouskasvu yltää kuluvanakin vuonna asetettuihin tavoitteisiin, eli noin 7 prosenttiin. Olennaista oli kuitenkin se, että viime keväänä esiin nostetut huolet, jotka liittyivät maan rahoitusjärjestelmään ja kiinteistömarkkinoihin eivät aiheuttaneet mitään erityistä ongelmaa talouskehitykselle. Kiina jatkaa rakenneuudistuksiaan, joiden tarkoituksena on kehittää edelleen rahoitusmarkkinoita ja vahvistaa kulutuksen ja palvelualojen roolia taloudessa. Rahoitusmarkkinoiden uudistukset ovat onnistuneet hyvin ja keskuspankki on saanut tuntuvasti lisää liikkumatilaa politiikassaan. Tästä on hyvänä osoituksena se, että kevään 2014 jälkeen keskuspankin ei ole enää tarvinnut turvautua yllätyksellisiin pankkijärjestelmän likviditeetin kiristysoperaatioihin. Inflaation hidastumisen vuoksi keskuspankki alkoi tukea talouskasvua laskemalla korkojaan marraskuussa. Energian hinnan lasku tukee Kiinan talouskasvua lähivuosina ja maan vahva rahoitusasema vahvistuu edelleen. **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

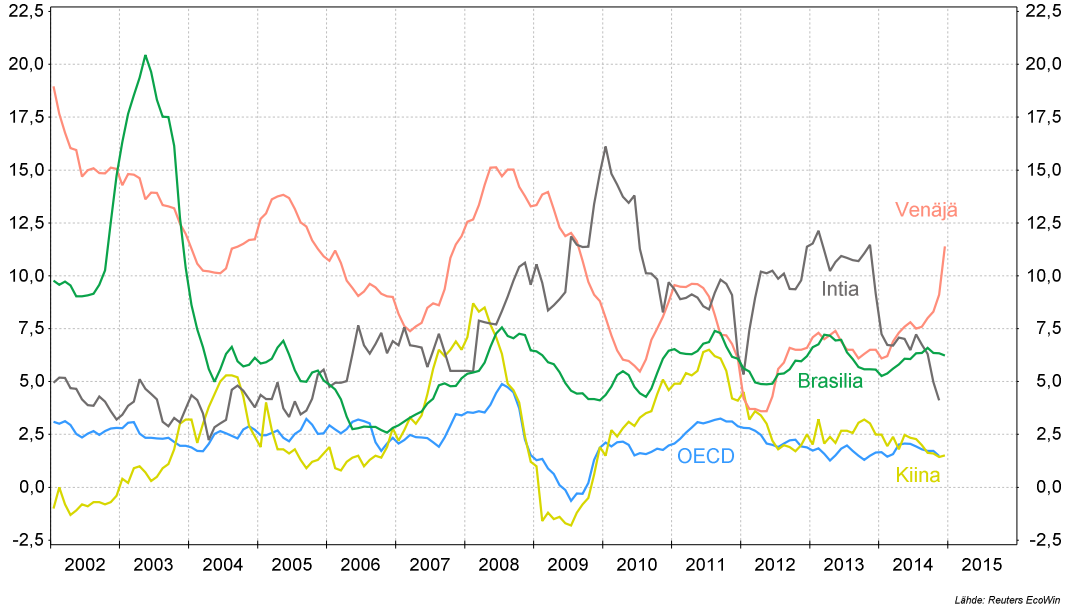
dramaattista. Sijoittajan kannalta talouskasvun hidastuminen on itse asiassa muutos parempaan, jos talouskasvu on ”laadukkaampaa”, markkinaehtoisuus maassa lisääntyy ja yritysten hyvää hallintoa kehitetään.

- **Kiinan positiivinen kehitys on heijastunut erityisen vahvasti maan osakemarkkinoille**. Jo kesällä osakekurssit nousivat vahvasti, mutta loppuvuonna kurssinousu yltyi rakettimaiseksi. Toki yritysten arvostustasot olivat matalat keväällä ennen kurssinousua. Marraskuussa osakekursseja nostatti myös se, että ulkomaisten sijoittajien pääsyä Manner-Kiinan osakemarkkinoille helpotettiin.

- **Kaiken kaikkiaan Itä- ja Etelä-Aasian maiden taloustilanne on hyvä ja talouskasvun voidaan odottaa vahvistuvan 2015**. Energiahintojen lasku tukee lähes kaikkien alueen maiden talouskasvua, kun yritysten kustannukset laskevat ja kotitalouksien ostovoima kasvaa. Suurista talouksista Intia hyötyy erityisen paljon energiahintojen laskusta. Intialla on ollut sekä vaihtotaseen alijäämä että nopea inflaatio huolenaan. Molemmat ongelmat helpottuvat tuntuvasti energiahintojen romahduksen myötä. Kun lisäksi Intian hallitus vaihtui keväällä uudistusmielisemmäksi ja markkinamyönteisemmäksi, on selvää, että Intian osakemarkkinat ovat olleet viimeisen vuoden aikana yksi vahvimmista.

Kuluttajahintainflaatio: BRIC ja OECD

Vuosimuutos, %



Lähde: Reuters EcoWin

- **Kuten jo alkusyksyllä arvioimme, Venäjän talousnäkymät ovat muuttuneet katastrofaalisiksi.** Jo ennen raakaöljyn hinnan laskua Venäjän talous oli umpikujassa ja maa oli ajautunut paitsioon maailmanpolitiikassa. Putinin aloittama onneton Ukrainan seikkailu on muuttanut Venäjän eräänlaiseksi hylkiövaltioksi Pohjois-Korean ja Iranin tapaan. Investointikohteena Venäjä oli menettänyt kaiken uskottavuutensa, eikä tilanne tosiasiassa korjaannu ennen Putinin hallinnon vaihtumista. Venäjän luomat ”rosvovaltiot” Itä-Ukrainassa, Moldovassa (Transnistria) ja Georgiassa (Abhasia ja Etelä-Ossetia) sekä miehitetty Krim ovat muodostuneet yksinomaan taloudellisiksi ja poliittisiksi riippakiviksi Venäjälle. Länsimaat eivät tarvitse Venäjää mihinkään, joten pakotteiden purkaminen ei ole ajankohtaista ennen kuin Venäjä peräytyy valloituksistaan. Tätä Putinin hallinto ei voi tehdä, sillä samalla sen valta romahtaisi Venäjällä. Venäjän eristyneisyyttä lisää se, että se on riidoissa lähes kaikkien naapurimaidensa kanssa, eikä se voi odottaa tukea kuin muutamalta vaikeuksissa olevalta hylkiövaltiolta (Syyria, Venezuela).

- Lännen talouspakotteet ja venäläisen pääoman pako maasta ovat aiheuttaneet ruplan romahduksen. Tämä kaikki tilanteessa, jossa talouden rakenneuudistukset oli pysäytetty jo ennen Ukrainan kriisiä. Venäjä ei ollut tehnyt juuri mitään vähentääkseen yksipuolista riippuvuuttaan energian viennistä silloin kun hinnat olivat vielä korkealla. Energian vientitulot synnyttivät lähinnä kulutuksen ja tuonnin (kulutustavaroiden) kasvua, ei uutta yritystoimintaa, joka olisi monipuolistanut talouden rakennetta. Erityisen kohtalokasta Venäjälle on se, että maan pankkijärjestelmä oli heikko jo ennen Ukrainan kriisiä.

- **Energian maailmanmarkkinahintojen romahdettua Venäjän talous joutuu olennaisesti tukalampaan tilanteeseen, kuin ymmärretään**. Ei pelkästään kansantalouden tulot romahda, vaan lisäksi monet toimialat ajautuvat kestämättömään ahdinkoon ja kierre alaspäin on itse itseään ruokkiva. Lännen pakotteet, pääomapako, ruplan romahdus ja korkeat korot kärjistävät kulutuksen ja investointien romahdusta. Julkista taloutta joudutaan supistamaan, koska alijäämien rahoittaminen ei ole mahdollista ulkomailta. Koska Putinin hallinto ei ole valmis tinkimään puolustus- ja turvallisuuspalvelun menoista, julkinen sektori joutuu laajasti leikkaamaan palkkoja ja sosiaalietuuksia sekä irtisanomaan työntekijöitään. Ostovoima heikkenee korkean inflaation ja sosiaalietuuksien leikkausten seurauksena. Yritykset eivät kestä kysynnän romahdusta ja ennätyskorkeita korkoja ja konkurssiaaltoa seuraa työttömyyden raju kasvu. Massatyöttömyys, korkeat korot ja yritysten konkurssiaalto romahduttaa kiinteistömarkkinat ja samalla pankit ajautuvat suuriin ongelmiin. Tämän jälkeen pankkikriisi ja luottamuksen romahdus rahoitusmarkkinoilla halvaannuttaa lopullisesti rahoitushuollon. Koska maassa on olemattomat oikeusvaltion perinteet, rikollisuuden ja korruption lisääntyminen on väistämätöntä maan köyhtyessä. **Näköalattomuuden vallatessa maan, on selvää, että Putinin hallinto kaatuu tähän sekasortoon** kuten Neuvostoliitto 90-luvun alussa tai Tsaarinvalta 1917. Konsensusarvioiden mukaan Venäjän talous supistuu tänä vuonna vain 2,5 % ja 2016 päästäisiin hieman plussalle. Tämä on aivan ylioptimistinen arvio. Arviomme mukaan Venäjän talous supistuu tänä vuonna 5-10 % ja edelleen 3-5 % vuonna 2016.

- Myös useat muut energiantuottajat ajautuvat vaikeuksiin kuten Kazakstan, Angola, Nigeria, Iran, Irak, Venezuela, Ecuador, Algeria. Sitä vastoin Persianlahden öljyntuottajat, kuten myös Norja ja Malesia kestävät raakaöljyn hinnanlaskun vahvan vaihtotaseensa ansiosta. Lieviä ongelmia on tiedossa Kanadalla, Meksikolle ja Kolumbialle. Latinalaisen Amerikan näkymiä heikentää edelleen se, että Brasilia jatkaa poliittista korpivaellustaan ja maan talouskasvu ja näkymät jäävät vaisuiksi.

- Euroalueen talouskehitys 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 pysyvästi deflaatioon (2014).

- Muutos EKP:n politiikassa 2011-2015 ei ole tapahtunut rahapoliittisen harkinnan seurauksena, vaan euroalueen sisäiset jännitteet ovat johtaneet kamppailuun EKP:n rahapolitiikasta. **Uudistuksiin kykenemättömät maat ovat lopulta jyränneet EKP:ssa ja lopputuloksena on valuuttamarkkinoilla heikentyvä euro ja keskuspankin arvopapereiden massiivinen osto-ohjelma**, jolla varmistetaan se, että rakenneuudistuksia ei tarvitse tehdä ainakaan lähivuosina.

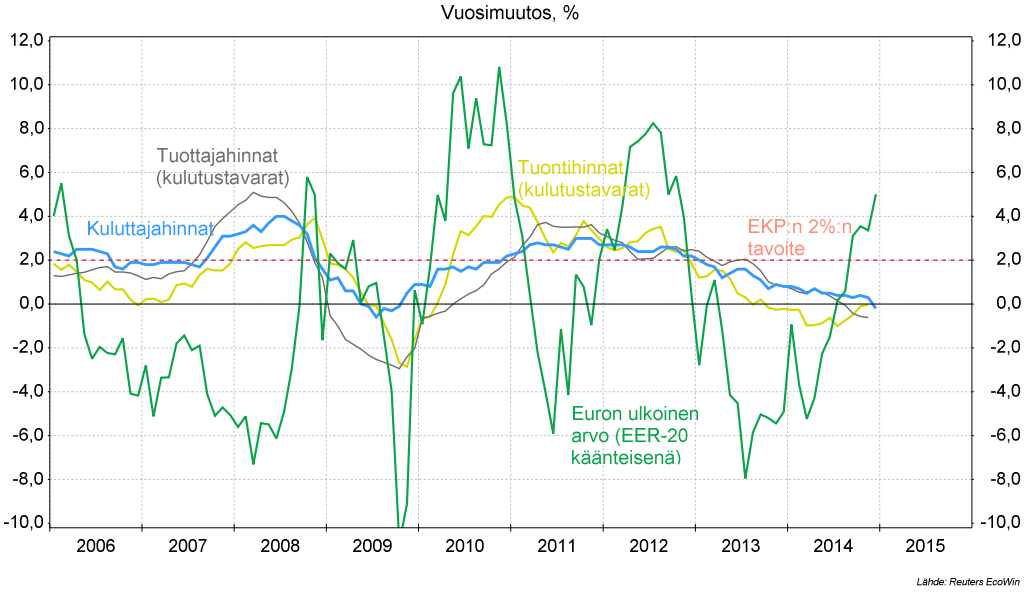
- Euroalueen kahtia jakautuneisuus siis jatkuu, mutta heikommalla eurovaluutan arvolla. Vahvat taloudet: Saksa, Itävalta ja aikanaan Alankomaat ajautuvat ylikuumentumiseen, sillä ne eivät tarvitsisi heikentyvää euroa. Talouden rakenteiltaan joustaville, mutta ”köyhille” eli Baltian maille tai Slovakialle heikko euro ei olisi välttämätön. Sitä vastoin Ranska, Italia, Suomi, Belgia, Slovenia sekä korkeasta työttömyydestä kärsivät nk.

ongelmamaat (Espanja, Irlanti, Portugali Kreikka ja Kypros) tarvitsevat heikkoa euroa sekä taloutensa että poliitikkojensa kyvyttömyyden vuoksi.

- EKP:n politiikan vähittäinen selvä muutos, joka alkoi viime kesän alussa ja huipentui nyt tammikuun lopun ilmoitukseen arvopaperiostojen aloittamisesta, muuttaa euroalueen suhdannekuvaa, vaikka rakenteelliset ongelmat jäävät korjaamatta. Pidemmällä aikavälillä euroalueen heikkouden syynä on edelleen olematon talouskasvun dynamiikka: euron valuviat ja liittovaltion puuttuminen, väestön ikääntyminen, julkisen talouden velkaantuneisuus, poliittisen päätöksenteon heikkous, työmarkkinoiden joustamattomuus, pankkijärjestelmän tila ja lisääntyvä sääntely jne. Synkkyyttä on lisännyt deflaation uhka, jonka torjuntaa EKP nyt voi käyttää perusteena ultrakeveän rahapolitiikan ja siitä seuraavan euron heikentämisen perusteluksi. **Pitkän aikavälin synkistä näkymistä huolimatta arvioimme suhdanteiden kuitenkin kääntyvän Euroalueella (ml. Suomi) selvästi paremmaksi jo tämän vuoden lopulla.** Tämä johtuu kuitenkin lähinnä euron tuntuvasta heikentymisestä valuuttamarkkinoilla ja energiahintojen laskusta, jotka molemmat hyödyttävät nimenomaan euromaita. Kreikan vasemmiston vaalivoitto ja hallitusvastuu ei käynnistä eurokriisiä uudelleen, vaan Kreikka joutuu jatkamaan talouden tervehdyttämistään annetuista vaalilupauksista huolimatta.

- Euron heikentyminen on myös tehokas lääke deflaatiota vastaan aivan kuten Japanissa olemme voineet viime vuosina todeta. Euroalueella deflaatio johtui pitkälti euron tolkuttomasta vahvistumisesta 2012 ja 2013 ja energiahintojen romahduksesta. Nyt euro vaikuttaa inflaatiota kiihdyttävästi, kun tuontitavarat kallistuvat. Tämä antaa euroalueen kotimarkkinatoimijoille hieman liikkumatilaa nostaa omia hintojaan.

Euron ulkoinen arvo ja inflaatio



- Lopulta myös rahoitusmarkkinoiden on ollut pakko hyväksyä se, että ainoa keino euroalueen talouskasvun käynnistämiseksi on euron heikentyminen valuuttamarkkinoilla. Tämä on ruokkinut edelleen euron heikentymistä. **Todennäköisesti EKP onnistuu nyt torjumaan deflaation ja pitkäaikaisen heikon talouskasvun jakson ainakin tilapäisesti**. Silti 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.** Viime kesän

eurovaalien ja kesällä alkaneen euron heikentymisen seurauksena on todennäköistä, että euroalueen liittovaltiokehitys pysähtyy. Kaiken tämän seurauksena on väistämättä se, että eurosta muodostuu vähitellen heikompi valuutta kuin euroalueen keskimääräinen kilpailukyky edellyttäisi.

Suomi: Ajopuu, jonka onni kääntyy hieman paremmaksi

- **Suomen talouden tilanne on ollut tukala ja useita vuosia, sillä maa on ollut täysin kyvytön toteuttamaan niitä rakenteellisia muutoksia, joita eurojärjestelmään kuuluminen ja globalisaatio edellyttäisivät**. Lisäksi Venäjän talouden sakkaus on heikentänyt talouskasvua ja näkymiä. Suomessa ei ole juuri mitään kotimaisia kasvun eväitä lähivuosille, eikä ole odotettavissa, että suomalaiset poliitikot kykenisivät tekemään mitään tilanteen korjaamiseksi lähivuosina. Eduskuntavaalien tulos on varsin yhdentekevä Suomen talouden kannalta. Julkisen sektorin toimintojen saneerausta verotaakan keventämiseksi tai työmarkkinareformeja ei ole näköpiirissä minkään potentiaalisen hallituskoalition toimesta. Rakenteelliset ongelmat säilyvät, verotus kiristyy edelleen ja parhaimmillaan uusi hallitus kykenee jäädyttämään tulonsiirtoja ja sosiaalietuuksia indeksikorotuksista luopumalla. Kotimainen kysyntä ei kasva ja näköalattomuus pitää yritysten investoinnit vaatimattomalla tasolla. Asunto- ja kiinteistömarkkinoiden tahmeus jäädyttää rakentamisen. Viennin vetoapu on ollut vaatimatonta viime vuosina, mutta tässä tapahtuu selvä muutos jo kuluvan vuoden jälkipuoliskolla. Venäjää lukuun ottamatta **Suomelle tärkeät vientimarkkinat alkavat kasvaa energiahintojen laskun ja euron heikentymisen seurauksena. Heikentyvä eurovaluuttaa luo aidon positiivisen yllätyksen vientiyrityksille.** Viennin vetoapu ei vaikuta kuitenkaan samalla tavalla kuin aiemmissa suhdannekäänteissä. ”Saamattomuuden vuosina” 2008-2014 on menetetty paljon teollista tuotantokapasiteettia, joten Suomen talouden elpyminen ensi vuonna on vain varjo aiemmista vientivetoisista suhdannenousuista.

- **Frontin sijoitusstrategiassa kotimarkkinayritysten paino on edelleen vähäinen** tai olematon suomalaisin 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. Tämän ohella **vältämme sijoittamasta niihin yrityksiin, joiden myynti suuntautuu merkittävästi Venäjälle tai joiden liiketoiminnasta merkittävä osa on Venäjällä**. Sijoitukset painottuvat yrityksiin joiden liiketoiminta on globaalia, ja jotka hyötyvät sekä euron heikentymisestä että energiahintojen laskusta. Erityisesti painotamme niitä yhtiöitä, joiden liikevaihdosta merkittävä osa tulee Aasian maista tai Pohjois-Amerikasta.

Taulukko 5. Osakkeiden arvostus ja ulkoinen tasapaino

	P/E	Vaihtotase / BKT, %					
	2015	2011	2012	2013	2014	**2015**	2016
DM	**15,9**						
Yhdysvallat	**16,6**	-3,0	-2,9	-2,4	-2,3	**-2,3**	-2,3
Kanada	**16,1**	-2,7	-3,3	-3,0	-2,1	**-2,4**	-1,9
Australia	**15,1**	-2,9	-4,3	-3,3	-3,0	**-2,7**	-2,3
Japani	**18,7**	2,2	1,0	0,7	0,3	**1,0**	1,0
Saksa	**13,2**	6,6	7,2	7,3	7,1	**7,0**	6,6
Alankomaat	**15,0**	8,8	10,1	10,3	10,2	**10,0**	10,0
Ranska	**14,1**	-2,4	-2,1	-1,8	-1,4	**-1,5**	-1,4
Italia	**13,6**	-3,8	-1,4	0,8	1,5	**1,5**	1,7
Espanja	**14,5**	-3,7	-2,0	1,0	0,4	**0,7**	0,8
Kreikka	**11,9**	-9,9	-2,4	0,8	1,0	**1,1**	1,4
Suomi	**16,5**	-1,8	-1,9	-2,2	-1,6	**-1,5**	-1,3
Ruotsi	**15,2**	4,0	5,5	6,4	6,5	**5,5**	5,4
Norja	**12,3**	13,8	12,9	11,1	6,8	**10,3**	9,8
Tanska	**17,2**	6,0	6,0	7,3	7,2	**6,0**	5,4
Sveitsi	**15,7**	7,2	10,5	11,3	11,8	**11,9**	11,8
Iso-Britannia	**14,3**	-1,7	-3,7	-4,5	-4,5	**-3,8**	-3,7
EM	**10,8**						
Kiina	**12,1**	1,8	2,6	1,9	2,3	**2,2**	2,1
Intia	**18,2**	-3,8	-5,4	-2,8	-1,7	**-1,6**	-2,0
Etelä-Korea	**10,3**	1,6	4,1	6,2	6,0	**5,9**	5,2
Taiwan	**13,0**	8,7	10,1	11,2	12,6	**12,5**	12,0
Malesia	**15,5**	11,6	5,8	4,0	5,2	**4,8**	4,5
Thaimaa	**14,4**	2,6	-0,4	-0,5	2,2	**1,3**	1,4
Indonesia	**14,9**	0,2	-2,8	-3,4	-3,0	**-2,5**	-2,1
Filippiinit	**18,6**	2,5	2,8	3,5	3,2	**2,6**	2,1
Venäjä	**2,8**	5,1	3,5	1,6	2,7	**2,7**	2,5
Puola	**12,9**	-5,7	-3,5	-1,3	-1,3	**-1,9**	-2,1
Tsekki	**13,5**	-2,6	-1,3	-1,4	-0,3	**-0,5**	-0,6
Turkki	**10,8**	-9,7	-6,1	-8,0	-5,8	**-5,5**	-5,8
Brasilia	**10,3**	-2,1	-2,4	-3,6	-3,8	**-3,6**	-3,5
Meksiko	**17,5**	-1,1	-1,2	-1,8	-0,6	**-2,2**	-2,2
Chile	**13,9**	-1,4	-3,4	-3,5	-1,9	**-1,9**	-1,9
Kolumbia	**16,3**	-2,9	-3,1	-3,3	-3,9	**-3,8**	-3,6
Argentiina	**9,3**	-0,7	-0,2	-1,0	-1,0	**-1,0**	-1,2
Etelä-Afrikka	**15,8**	-3,6	-5,5	-5,3	-6,0	**-4,7**	-4,9

= 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 kehotus ryhtyä muuhun sijoitustoimintaan tai sijoituspalvelun käyttöön. Asiakirjassa oleva tieto ei ole arvopaperimarkkinalain 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 perustua tuotteen tietoihin kokonaisuudessa. Sijoittajan tulee tiedostaa, että sijoituksiin 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 sijoituspäätöstensä 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 kehotetaan 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.f

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.