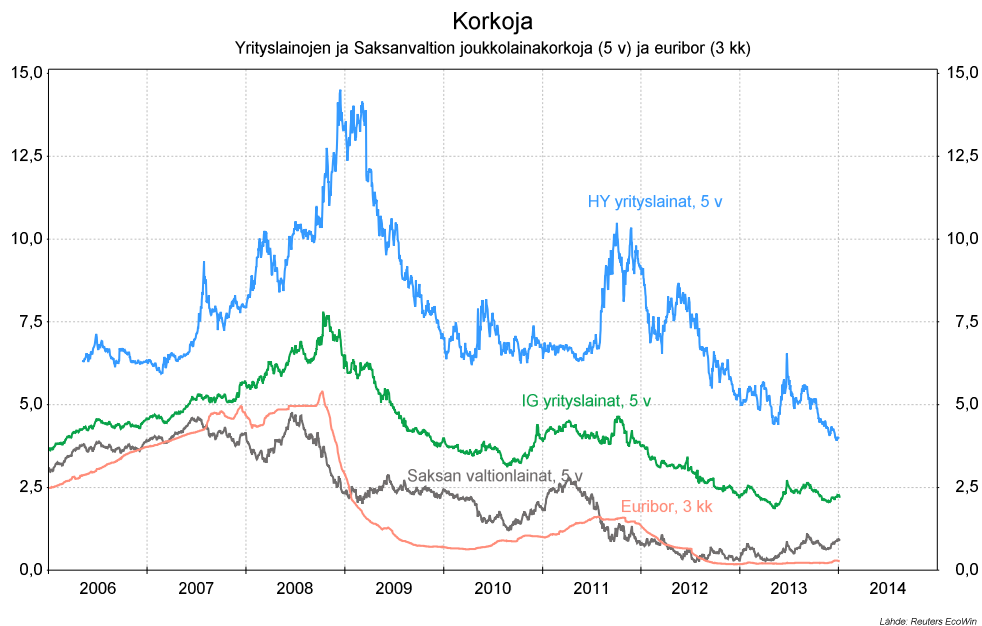


# 1

## Epävarmuustekijöitä väistyi

- Joulukuun alussa alkanut osakekurssien lasku jäi tilapäiseksi ja kuun jälkipuoliskolla kurssit toipuivat. Markkinoita tuki mm. se, että kahteen epävarmuustekijään saatiin vihdoin helpotusta. Ensinnäkin Yhdysvaltojen pääpuolueet kykenivät joulukuussa sopimaan liittovaltion menojen käytöstä ja verotuksesta seuraavan kahden vuoden aikana. Toistuva budjettiriitely saadaan nyt rauhoitettua yli ensi syksyn välivaalien. Toiseksi Yhdysvaltojen keskuspankki linjasi 18.12. kokouksessaan, että se tulee maltillisesti vähentämään arvopaperiostojaan ensi vuoden aikana. Keskuspankin maltillinen linjaus lisäsi markkinoilla luottamusta siihen, että FED ei tee jatkossakaan mitään hätiköityä, joka vaarantaisi Yhdysvaltojen elpymistä finanssikriisistä. Tammikuun alussa varmistui vielä rahoitusmarkkinoiden suosikin, Janet Yellenin, valinta FED:n uudeksi pääjohtajaksi. Hänen arvioidaan jatkavan edellisen pääjohtajan maltillista ja pragmaattista politiikkaa, joka korostaa talouskasvua ja työllisyyden parantamista inflaatiopelottelun sijaan.
- Osakemarkkinoiden elpyminen joulukuun lopulla ei kuitenkaan koskenut kehittyviä markkinoita, vaan niiden tuotto jäi miinukselle. Varsinkin Turkissa sekä osakekurssit että Turkin liira romahtivat, kun hallitsevan uskontopuolueen korruptioskandaali alkoi laajentua. Jo lähtökohtaisesti Turkin tilanne on tukala, koska maalla on huomattavan suuri budjetti- ja vaihtotaseen alijäämä, eikä tilanne kestä poliittista epävarmuutta. Kiinassa epävarmuutta syntyi pankkijärjestelmän likviditeettitilanteen kiristymisestä vuoden lopulla. Kuten kesällä Kiinan keskuspankki helpotti lopulta tilannetta lisäämällä likviditeettiä pankkijärjestelmään ja lyhyimmät korot laskivat pankkien välisillä markkinoilla vuodenvaihteen jälkeen.



- Korkomarkkinoilla joukkolainakorot jatkoivat lievää nousuaan joulukuussa ja korkosijoitusten tuotot jäivät valtionlainojen ja IG yrityslainojen osalta negatiivisiksi. HY yrityslainat antoivat kuitenkin positiivisen tuoton, sillä HY luottoriskipremio kaventui pienemmäksi kuin kertaakaan finanssikriisin alun jälkeen. Yhdysvalloissa korkojen nousua siivitti FED:n päätös vähentää arvopaperiostoja ja taloudesta saadut tilastot, jotka osoittivat talouden kasvun vahvistuvan. Euroalueella tärkein tapahtuma oli pankkiunionista sopiminen joulun alla. Pitkän väännön jälkeen sovittiin kriisinhallintamenettelyistä ja rahastosta, jonka avulla pyritään hallitsemaan tulevia pankkikriisejä. Sinänsä oli hyvä, että asiat etenevät, mutta päätöksentekomenettely kriisitilanteissa jäi varsin sekavaksi ja kankeaksi. Myös suunnitellun rahaston koko, 55 mrd. euroa, on aivan liian pieni, jos jokin isommista euromaista ajautuu pankki- ja taluskriisiin. Yksittäisiä pankkeja sillä toki voidaan pelastaa, mutta tällöin ei ole

kyse varsinaisista pankkikriiseistä. Mahdollisuus lainata EVM:stä on lopulta se todellinen pankkikriisien rahoituslähde. Rahoitusmarkkinoiden toiminnan ja luottolaman kannalta hankalinta oli pakettiin liittynyt periaate sijoittajien ensisijaisesta vastuusta kriisitilanteissa. Pankkien pitkäaikaisen rahoituksen saatavuus ei helpotu ja hinta pysyy korkeana joulukuun päätösten seurauksena.

- > Paineet EKP:ia kohtaan ovat kasvussa. Etelä-Euroopan maiden tilanne on edelleen tukala heikon talouskasvun, massatyöttömyyden ja pankkien kurjan tilanteen vuoksi. Pankkiunionista ei tule niille helpotusta lähivuosina, joten ainoa mahdollisuus helpottaa tilannetta olisi se, että EKP keventäisi rahapolitiikkaa tai tekisi erityistoimia pankkien tilanteen helpottamiseksi. Myös Ranska ja Suomi tarvitsisivat keveämpää rahapolitiikkaa erityisesti ylivahvan euron kurssin heikentämiseksi. EKP:n paineita lisää myös alkukesän eurovaalit. Poliitikkojen on lähes mahdotonta jatkaa rakenteellisia uudistuksia heikossa taloustilanteessa kun euro- ja EU kriittiset puolueet ovat useassa maassa lisänneet merkittävästi kannatustaan. Vain EKP voi tehdä jotakin euroalueen tilanteen helpottamiseksi.
- > Lähiviikkoina markkinoita dominoi kuitenkin tuloskausi, kun yritykset raportoivat viime vuoden viimeisen neljänneksen tuloksista. Jo vuoden 2009 keväästä jatkuneen kurssinousun vuoksi arvostustasot alkavat olla jo varsin haastavia erityisesti Yhdysvalloissa. Konsensusennusteisiin perustuvat P/E-luvut ovat keskimääräistä korkeammalla tasolla, mutta toki ollaan vielä kaukana esimerkiksi 2000-luvun alun teknohuuman vuosista. Ongelmallista arvostuksissa alkaa kuitenkin olla se, että suhdannevaihteluista korjatut P/E – luvut (nk. Schiller P/E) alkavat keskimäärin hipoa jo ennätystasoja. Myös se, että yritysten tulosten osuus Yhdysvaltojen BKT:sta on nyt poikkeuksellisen korkealla (ja palkkojen matalalla) tasolla on eräänlainen vaaran merkki, sillä pitkällä aikavälillä tilanne yleensä korjaantuu. Tavallaan voidaan sanoa, että yritysten tulokset on viritetty pian äärimmilleen suhdanteiden, rahapolitiikan ym. tekijöiden näkökulmasta, joten tuloskasvun jatkuminen yhtä vahvana kuin viime vuosina ei oikein millään ole mahdollista.

		Joulukuu	2013	2012
<b>Osakkeet</b>				
Kehittyvät markkinat	MSCI EM TR	-2,6 %	-6,8 %	16,4 %
Suomi	OMX Helsinki Cap GI	0,3 %	31,6 %	15,5 %
Eurooppa	STOXX 600 TR	1,0 %	20,8 %	18,2 %
Yhdysvallat	S&P 500 TR	1,0 %	26,7 %	13,9 %
<b>Hyödykkeet</b>				
Hyödykkeet	S&P GSCI TR	0,4 %	-5,5 %	-1,7 %
<b>Korot</b>				
Yrityslainat HY	iBoxx EUR Liquid HY	0,6 %	7,9 %	22,8 %
Yrityslainat IG	BarCap EuroAgg Corporate	-0,4 %	2,4 %	13,6 %
Valtionlainat	JPM GBI Emu	-0,6 %	2,4 %	11,4 %
<b>Käteinen</b>				
Käteinen	Eonia Index	0,02 %	0,09 %	0,23 %
<b>Front Varainhoito</b>				
Front Strukturi (rahasto)		-1,2 %	4,9 %	16,2 %
Front Strategia		-0,6 %	2,4 %	15,2 %
Front Suomi		0,8 %	21,1 %	20,1 %
Front Osake		-1,3 %	3,9 %	14,9 %
Front Korko		0,0 %	2,4 %	13,9 %
Front Maltillinen		-0,4 %	2,6 %	

Lähde: Bloomberg, Front (tuotot euromääräisinä ETF:ien kulut ja kaupankäyntipalkkiot huomioiden, mutta mallisalkuissa tuotot ennen varainhoitopalkkiota. Rahastossa huomioitu instituutiosarjan hallinnointipalkkio)

## Sijoitusstrategia: Front Strategian neutraaliallokaatioon muutos vuodenvaihteessa








- Joulukuussa Frontin sijoitusstrategia pysyi lähes ennallaan. Korkostrategiaan oli tehty muutoksia jo marraskuussa ja nyt jatkettiin varovaisen korkoriskin linjauksella. Myös EM valtionlainoista oli luovuttu pääosin jo marraskuussa. Luottoriski ja varsinkin HY yrityslainojen tuntuva ylipainotus oli edelleen merkittävin kannanotto korkosalkussa. Osakkeiden osalta tehtiin pieni muutos joulukuun puolivälissä, kun salkkuun lisättiin yksi prosenttiyksikkö (koko salkun arvosta) lisää pohjoismaisia osakkeita. Lisäys ajoittui juuri joulukuussa tapahtuneen osakekurssien korjausliikkeen pohjaan. Joulukuun alun kurssilaskulle ei nähty kuin ”markkinateknisiä” perusteita, joten tilanne miellettiin hyvänä hetkenä lisätä taktisesti osakepainoa.
- Joulukuun markkinakehitys ei tuonut suurta muutosta salkkujen arvoon, sillä kuten marraskuussa sekä osakkeiden että korkomarkkinoiden tuotot jäivät vaatimattomiksi. Kehittyvien osakemarkkinoiden tuotto jäi negatiiviseksi, mutta salkun maapainotusten ja varsinkin Turkin osakkeiden puuttuminen lähes kokonaan salkusta pienensi miinusta. Korkosijoituksissa HY yrityslainojen ylipainotus kompensoi valtionlainojen ja IG yrityslainojen negatiivisen tuoton. Euron vahvistuminen valuuttamarkkinoilla heikensi valuuttamääräisten sijoitusten tuottoa joulukuussa kuten marraskuussakin.



- Hyödykesalkkuun ei tehty muutoksia joulukuussa ja hyödykkeet ovat olleet alipainossa sen jälkeen, kun hyödykkeiden rooli muutettiin kesällä 2013 aiempaa opportunistisemmaksi sijoitusstrategiassa. Nyt vuodenvaihteessa tämä muutos viedään pysyvästi Front Strategiaan ja hyödykkeillä ei ole enää vuoden 2014 alusta alkaen lainkaan painoa sijoitusstrategian nk. neutraaliallokaatiossa. Hyödykkeiden tuotto on ollut negatiivinen vuosina 2011 – 2013 ja mikä hankalinta, niiden antama hajautushyöty on ollut vähäinen. Eli hyödykkeiden korrelaatio riskipitoisten omaisuusluokkien kanssa (osakkeet ja HY yrityslainat) on noussut korkeaksi, joten ne eivät ole hajauttaneet juurikaan sijoitusriskiä salkussa, jossa on osake- ja korkosijoituksia. Jatkossakin hyödykkeisiin voidaan toki sijoittaa, mutta opportunistisesti, eli tuottotavoite on lyhytaikainen ja liittyy poikkeukselliseen markkinatilanteeseen. Hyödykkeiden 5 prosenttiyksikön allokaatio siirretään DM osakkeisiin ja niiden paino kasvaa neutraaliallokaatiossa 25 prosenttiin. Kaikkiaan osakkeiden paino on 45 % ja korkosijoitusten 55 %. Uuden neutraaliallokaation kokonaisriski pysyy likimain ennallaan, sillä hyödykkeiden

ja DM osakkeiden volatiliteetti, eli riski, ovat likimain samalla tasolla. Neutraaliallokaation muutosta ei viety heti salkkuun vuodenvaihteessa, vaan vasta 8.1., kun osakemarkkinat olivat hieman laskeneet vuodenvaihteen tasoltaan. Tuolloin lisättiin 2 %-yksikköä eurooppalaisia osakkeita ja 1 %-yksikkö yhdysvaltalaisia osakkeita salkkuun.

### Frontin allokaationäkemys 8.1.2014

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	-- - 0 + ++			
Valtionlainat		9,0%	15,0%	-6,0%
Yrityslainat	Korkea riski (HY) 	21,4%	10,0%	11,4%
	Matala riski (IG) 	13,4%	25,0%	-11,6%
Osakkeet	Kehittyvät (EM) 	22,7%	20,0%	2,7%
	Kehittyneet (DM) 	27,3%	25,0%	2,3%
Hyödykkeet		3,0%	0,0%	3,0%
Käteinen		3,2%	5,0%	-1,8%

Tällä hetkellä (8.1.2014) Frontin sijoitusstrategia ja painotukset perustuvat seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:

- 1) Maailmantalouden kasvun odotetaan elpävän 2014 ja 2015 ilman, että inflaatio olisi kiihtymässä.
- 2) OECD-maiden rahapolitiikka säilyy keveänä pitkään, sillä inflaatiopaineet ovat vähäiset ja Japanin aloittama devalvaatiopolitiikka on muuttanut merkittävästi kaikkien keskuspankkien tilannetta. Mikään maa ei voi riskeerata talouskasvuun liian korkeiden korkojen aiheuttaman valuutan vahvistumisen vuoksi.
- 3) Euroalueella talouden kestävä elpyminen edellyttää, että EKP tekee luottolamalle ja euron ylivahvalle valuuttakurssille jotakin. Pankkiunionista saadun sovun jälkeen on aiempaa todennäköisempää, että EKP aloittaa erityistoimet jo talvella/kevällä. Toukokuun eurovaalien jälkeen toimien todennäköisyys kasvaa edelleen.
- 4) Sijoitusstrategiassa osakkeet ovat lievässä ylipainossa. Tämä ei perustu siihen, että osakkeet olisivat erityisen edullisia, vaan siihen, että korkosijoitusten tuottonäkymät ovat erityisen vaatimattomat lähivuosille.
- 5) DM-maiden osakekurssit ovat nousseet 2012 ja 2013 tuntuvasti. Osakkeet alkavat olla varsin korkealle arvostettuja, mutta suhteessa korkosijoituksiin ne ovat edelleen edullisia. Suurin ongelma osakesijoittajalle on se, että kurssinousu perustuu aivan liikaa ultrakeveään rahapolitiikkaan. Vaikka kehitys ei ole enää terveellä pohjalla, kuten 1990-luvun lopulla ja 2006-07, osakekurssien nousu voi jatkua vielä pitkäänkin. EM-osakkeet ovat arvostukseltaan aidosti edullisia. Pitkällä aikavälillä arvioimme EM-maiden yritysten tuloskasvun olevan vahvempaa verrattuna DM-maiden yhtiöiden tuloskasvuun. On todennäköistä, että eri EM-maiden osakkeiden kehitys jatkaa eriyymistään ja vahvin kehitys on odotettavissa niissä maissa, joiden maksutase on vahva. Vahvoja maita ovat erityisesti Itä- ja Kaakkois-Aasian kehittyvät taloudet.
- 6) Osakesijoituksia painotetaan voimakkaasti euroalueen ulkopuolisiin maihin, sillä erityisesti euroalueen näkymiin liittyy merkittävää epävarmuutta eurokriisin ja alueen

syvien rakenteellisten ongelmien vuoksi. Arviot euroalueen elpymisestä ovat aivan liian toiveikkaita ja riski poliittisesta epävakaudesta on huomattava varsinkin kevään 2014 eurovaalien jälkeen. Saksa on ainoa euroalueen maa, joka on edes neutraalipainossa. Osana euroaluetta myös Suomi on alipainossa, kun taas oman valuuttansa säilyttäneet muut Pohjoismaat ovat edelleen ylipainossa. Kaiken kaikkiaan maat, joiden rahoitusasapaino on hyvä ja talouden kasvunäkymät keskimääräistä paremmat, kuten Aasian kehittyvät taloudet ja Japani, ovat ylipainossa. Yhdysvallat on tällä hetkellä likimain neutraalipainossa, mutta Yhdysvaltojen osakesalkussa globaalii liiketoiminnan toimialat, kuten terveydenhoito, teknologia ja teollisuustuotteet ovat voimakkaassa ylipainossa. Koko salkun hajautusta on täydennetty Australian ja Kanadan osakkeilla.

- 7) Korkosalkussa palattiin marraskuussa jälleen varovaisempaan strategiaan ja nyt salkun duraatio on hieman lyhyempi kuin nk. vertailusalkun duraatio. Korkomarkkinoilla pitkät korot nousevat jatkossakin aika ajoin markkinoiden spekuloidessa keskuspankkien toimintaa kuten tämän vuoden kesällä. Tällä hetkellä erityisesti euroalueen joukkolainakoroissa ei ole nousupainetta. Eurovaalien lähestyessä riskit eri euromaiden korkojen eriytyemisestä ovat jälleen kasvussa. Valtionlainat ovat alipainotettuna ja korkostrategia painottaa merkittävästi yrityslainoja. Korkotason mataluuden vuoksi korkosijoittajan tuotto-odotus vuodelle 2014 on vaatimaton.
- 8) On todennäköistä, että sijoitusmarkkinoiden epävarmuus vaihtelee jatkossakin, joten korkojen ja osakekurssien kehitykseen liittyy aika ajoin tilapäistä vaihtelua. Sijoitusstrategia pyrkii hyödyntämään näitä markkinaliikkeitä lisäämällä ja vähentämällä aika ajoin sijoitusriskiä. Viimeksi joulukuussa sijoitusriskiä kasvatettiin joulukuun alun kurssilaskun jälkeen.
- 9) Hyödykkeiden rooli sijoitusstrategiassa on opportunistinen. Tällä hetkellä sijoituksia on vain maatalouden hyödykkeissä ja teollisuuden metalleissa.

# Vastuunrajoitus

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

Sijoitustoimintaan liittyy aina taloudellisia riskejä. Ennen sijoituspäätöksen tekemistä tai sijoituspalvelun käyttöä sijoittajan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa ja 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 soveltuvuin 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](http://www.finanssivalvonta.fi). Front Capital Oy on Sijoittajien Korvausrahaston jäsen. Lisää tietoa palveluntarjoajasta ja palveluista ovat saatavilla osoitteesta [www.front.fi](http://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.

