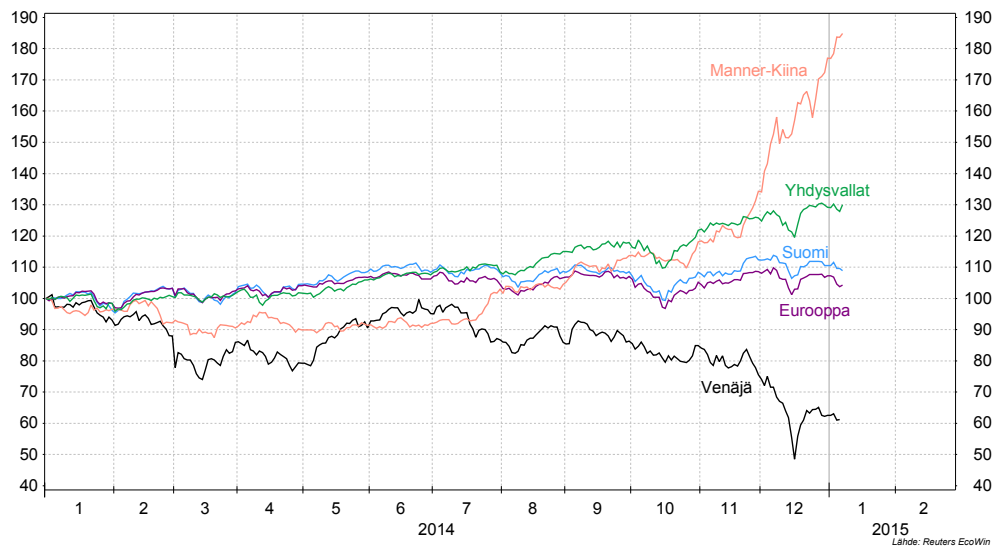


1

Epävarmuutta markkinoilla: Venäjä ja Kreikka

- Joulukuussa markkinoiden sahaus jatkui ja osakemarkkinoilla nähtiin kuun alkupuolella voimakas kurssilasku. Kuun jälkipuoliskolla kurssit toipuivat lähes ennalleen, kunnes tammikuun alkupäivinä kurssit jälleen notkahtivat. Joulukuussa kurssilaskun syynä nähtiin pitkälti Venäjän rupla- ja talouskriisi, kun raakaöljyn hinta romahti marraskuun lopun OPEC-kokouksen jälkeen. Samalla rupla heikkeni voimakkaasti valuuttamarkkinoilla ja Venäjän keskuspankki oli pakotettu nostamaan ohjauksorkonsa 17 prosenttiin tilanteen vakauttamiseksi. Keskuspankki tuki ruplaa myös valuuttainterventioilla. Globaalien rahoitusmarkkinoiden hermostuneisuus ei kuitenkaan kestänyt kuin alkukuun, sillä Venäjän ja muiden öljyntuottajamaiden vaikeuksien käänköpuolena on energialaskun tuntuva pientyminen öljyntuottajille, mikä tukee talouskasvua ja alentaa inflaatiopaineita. Myös Yhdysvaltojen keskuspankin maltilliset linjaukset rahapolitiikasta joulukuun puolivälin kokouksessa rauhoittivat markkinatunnelmaa. Osakemarkkinoilla manner-Kiinan osakkeiden nousukiito on jatkunut sekä joulukuun että tammikuussa. Myös Yhdysvaltojen osakkeet ovat menestyneet tuottovertailussa hyvin dollarin vahvistumisen ansiosta. Suomi ja Eurooppa sitä vastoin jäivät miinukselle joulukuussa, kuten myös useimmat EM-maiden pörssit.

Osakemarkkinoiden tuottoja
Tuotot euromääräisinä 31.12.2013=100



- Tammikuun alussa levottomuus levisi taas rahoitusmarkkinoille ja varsinkin Euroopan osakekurssit notkahtivat. Nyt levottomuutta lietsoo Kreikka, joka ajautui ennenaikaisiin parlamenttivaaleihin vuodenvaihteessa, kun parlamentti ei kyennyt valitsemaan maalle presidenttiä. Vaalit pidetään 25.1. ja levottomuutta herättää vaaligalluppeja johtavan vasemmistopuolueen (Syriza) kannanotot Kreikan talouspolitiikasta ja sitoutumisesta talouden tervehdyttämiseen. Vaikka euroalue on nyt paljon valmiimpi kohtaamaan levottomuutta kuin 2010-12, markkinoita hätkähdytti Saksan liittokanslerin lausunto siitä, että Kreikka voi hyvin irtautua euroalueesta, jos se ei halua sitoutua talouden tervehdyttämiseen ja maata vakauttaneen lainaohjelman ehtoihin. Osittain Merkelin lausunto voidaan nähdä pyrkimyksenä vakuuttaa kreikkalaisille äänestäjille, että Syriza ei voi tarjota mitään vaihtoehtoa nykyiselle tervehdyttämislinjalle, jos Kreikka aikoo pysyä eurojärjestelmässä. Kreikan tilanne osoittaa hyvin, että yhteisvaluutassa politikointi ei ole enää kansallisten poliitikkojen yksinoikeus, kun kokonaisuutta aletaan horjuttaa.

-) Raakaöljyn hinnan lasku on jatkunut vuodenvaihteen jälkeen ja vaikuttaa siltä, että tuottajamaat pyrkivät kompensoimaan vientitulojen menetyksiä lisäämällä öljyntuotantoaan. Öljyvarastot ovat korkealla tasolla ja on todennäköistä, että hinnat laskevat kevään aikana vielä tuntuvasti ennen kuin hintataso vakiintuu keskimääräisiä tuontokustannuksia vastaavaksi. Energiahintojen lasku on laittanut Venäjän talouden täysin polvilleen ja on todennäköistä, että maa ajautuu seuraavaksi pankkikriisiin, kun velkaantuneet yritykset ja kotitaloudet eivät kestä huippukorkeita korkoja. Talouskriisi ja Lännen pakotteet ovat saavuttaneet tavoitteensa ja nyt Putinin hallinnon on pakko rajoittaa aggressioitaan naapurimaitaan kohtaan. Geopoliittisten jännitteiden ja rahoitusmarkkinoiden kannalta Venäjän syvä talousahdinko on yksinomaan hyvä asia.
-) Epävarmuuden lisääntyminen ja raakaöljyn hinnan lasku on kiihdyttänyt korkojen laskua. Inflaation hidastumisesta kertoo paljon se, että joulukuussa euroalue ajatui deflaatioon, eli kuluttajahinnat laskivat edellisvuoden joulukuusta. Korot ovat laskeneet hämmentävän alas, esim. Saksan 10 vuoden valtionlainan korko on enää noin 0,5 % ja IG yrityslainojen korot (noin 5 vuotta) ovat noin prosentissa. Myös Yhdysvaltojen korot ovat laskeneet joulutammikuussa. Valuuttamarkkinoilla euron heikentyminen on jatkunut mm. Kreikan luoman levottomuuden ja euroalueen deflaation vuoksi. Odotukset, että EKP vihdoin alkaisi tehdä riittäväällä mittakaavalla arvopaperiostoja deflaation torjumiseksi, ovat heikentäneet euroa.

Tuottoja sijoitusmarkkinoilta		Joulukuu	2014	2013	2012
Osakkeet					
Kehittyvät markkinat	MSCI EM TR	-1,7 %	11,4 %	-6,8 %	16,4 %
Suomi	OMX Helsinki Cap GI	-1,6 %	10,6 %	31,6 %	15,5 %
Eurooppa	STOXX 600 TR	-1,3 %	7,2 %	20,8 %	18,2 %
Yhdysvallat	S&P 500 TR	2,5 %	29,6 %	26,7 %	13,9 %
Hyödykkeet					
Hyödykkeet	S&P GSCI TR	-11,2 %	-23,7 %	-5,5 %	-1,7 %
Korot					
Yrityslainat HY	iBoxx EUR Liquid HY	-0,5 %	4,0 %	7,9 %	22,8 %
Yrityslainat IG	BarCap EuroAgg Corporate	0,5 %	8,4 %	2,4 %	13,6 %
Valtionlainat	JPM GBI Emu	1,1 %	13,5 %	2,4 %	11,4 %
Käteinen					
Käteinen	Eonia Index	0,00 %	0,10 %	0,09 %	0,23 %
Front Varainhoito					
Front Strategia		0,7 %	11,5 %	2,4 %	15,2 %
Front Maltillinen		0,7 %	9,9 %	2,6 %	14,3 %*
Front Länsimaat		0,8 %	14,1 %	10,7 %*	16,1 %*
Front Suomi		0,4 %	6,6 %	21,1 %	20,1 %
Front DM osake		1,0 %	19,2 %	19,3 %	17,8 %
Front EM osake		0,3 %	13,8 %	-7,2 %	13,7 %
Front Osake		0,7 %	16,8 %	3,9 %	14,9 %
Front Korko		0,4 %	8,1 %	2,4 %	13,9 %

* Pro forma. Perustuu Frontin omaisuuslajikohtaisten mallisalkkujen tuottoihin painotettuna lasketun strategian (Front Maltillinen ja Front Länsimaat) neutraaliallokaation mukaisilla painoilla.

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

Frontin sijoitusstrategia: Taktinen allokaatio aktiivista

- Joulukuussa Frontin sijoitusstrategioita muutettiin aktiivisesti markkinatilanteen mukaan. Kuun puolivälissä osakkeita lisättiin yhdistelmäsalkuissa hetkellä, jolloin osakekurssit olivat pohjillaan. Hieman ennen joulukuun puoliväliä ostettiin eurooppalaisia osakkeita ja juuri ennen FED:n kokousta pohjoismaisia osakkeita. Yhteensä osakkeita ostettiin Front Strategia salkussa 2 % koko salkun arvosta. Pohjoismaiset osakkeet myytiin ennen vuodenvaihdetta noin 5 % tuoton jälkeen, kun oli käynyt selväksi, että Kreikka ajautuu ennenaikaisiin vaaleihin. Korkosalkkuihin ei tehty muutoksia joukukuussa. Front Strategia salkussa, jossa aiemmin oli ollut vähäisiä sijoituksia teollisuuden metalleissa ja maatalouden hyödykkeissä, luovuttiin hyödykesijoituksista kokonaan. Jatkossa hyödykkeisiin voidaan edelleen sijoittaa, mutta tämänhetkessä laskevien energiahintojen markkinatilanteessa ostoja ei edes suunnitella.



- Sijoitusmarkkinoiden tuottokehitys oli joulukuussa Frontin salkuille poikkeuksellisen myönteinen. Myös koko vuodesta muodostui erinomainen sijoitusvuosi. Joulukuussa Frontin EM-osakesalkku ylsi plussalle, vaikka koko markkinan tuotto jäi selvästi miinukselle. Manner-Kiinan tuntuva painotus ja venäläisten osakkeiden lähes olematon paino selittävät hyvän tuottokehityksen. DM-osakesalkussa Yhdysvaltojen tuntuva paino kompensoi Euroopan ja Suomen heikon tuottokehityksen. Lisäksi Frontin suomalaisten osakkeiden salkun tuotto ylsi joulukuussa plussalle, vaikka markkinatuotto Suomessa oli selvästi miinuksella. Venäjä-sidonnaisten yhtiöiden puuttuminen salkusta selittää hyvän tuloksen. Yhdistelmäsalkkujen tuotot olivat em. systä vahvasti plussalla, minkä lisäksi osakepainon aktiivisella taktisella säätelyllä tuotettiin lisäarvoa. Myös korkosalkun tuotto oli positiivinen, sillä valtionlainojen tuotto muodostui erinomaiseksi laskevien korkojen vuoksi. Frontin korkosijoitukset valtionlainoissa painottuvat pitkiin, yli 10 vuoden valtionlainoihin, jotka hyötyivät eniten korkojen laskusta. Kokonaistuottoa paransi vielä valuuttamääräisten sijoitusten suuri osuus osake- ja yhdistelmäsalkuissa, mikä antoi vahvaa lisätuottoa euron heikentyessä erityisesti Yhdysvaltojen dollaria ja Aasian dollarisidonnaisia valuuttoja vastaan.
- Tammikuussa sijoitusmarkkinoilla Kreikan vaalit (25.1.) ja EKP:n korkokokous (22.1.) ovat merkittävimmät markkinatunnelmaan vaikuttavat tekijät. Luonnollisesti tuloskausi saa oman

huomionsa, kun yritykset raportoivat 4. neljänneksen tuloksistaan ja kertovat lähiajan näkymistään. Epävarmuuden voidaan odottaa jatkuvan tammikuun jälkipuoliskolle saakka, mutta on hyvin epätodennäköistä, että euroalue ajautuisi uudelleen samanlaiseen kriisiin Kreikan vuoksi kuin 2010 tai 2011. Valtaosa Kreikan lainoista on vakautettu muiden euromaiden taholta ja sijoittajien rooli on enää vähäinen. Kreikan euroerolla uhkaaminen on lähinnä poliittikkojen sisäpoliittista retoriikkaa ja tosiasiaa eurojärjestelmästä erottamista ei edes voi tapahtua, vaan aloitteen eroamisesta pitäisi tulla Kreikalta itseltään. Näin ei ole tapahtumassa. EKP:n 25.1. päätösten ennustaminen on vaikeaa. Todennäköisesti EKP ilmoittaa jotakin uusista toimista (esim. arvopaperiostojen volyymitavoitteet) euroalueen elvyttämiseksi, mutta riski siitä, että markkinat jälleen pettyvät, on olemassa.

) Tällä hetkellä (8.1.2015) Frontin sijoitusstrategia ja painotukset perustuvat seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:

- 1) Raakaöljyn hinnan lasku ja Lännen pakotteet ovat rauhoittaneet Ukrainan/Venäjän kriisiä ja sen eskaloituminen on nyt vähemmän todennäköistä kuin syksyllä. Rahoitusmarkkinat ovat oppineet elämään tämän kriisin kanssa ja kun taistelut ovat selvästi vaimentuneet, kriisin merkitys markkinoille pienenee. Venäjän talouskriisi toki jatkuu täydellä painollaan ja pahin on vasta edessä. Putinin hallinnon asema alkaa vähitellen heiketä, mikä lisää edelleen kaaosta Venäjällä. Tämän vuoksi sijoitamme edelleen varovasti Euroopassa ja alipainotamme Suomea. Frontin sijoitusstrategiassa ei ole sijoitettu venäläisiin osakkeisiin tai korkopapereihin syksyn 2013 jälkeen. Vältämme myös sijoittamista niihin yrityksiin, joilla on merkittävästi toimintaa tai myyntiä Venäjälle.
- 2) Arvioimme maailmantalouden elyvän 2015, mutta Euroalueen osalta kehitys jää ainakin alkuvuonna vaisuksi. Kaikkiaan maailmantalouden näkymät ovat myönteisemmät, kuin talousmedia antaa ymmärtää. Raakaöljyn hinnan romahdus kiihdyttää maailmantalouden kasvua ja suurimmat hyötyjät ovat: Aasian taloudet, Eurooppa (pl. energiantuottajat) sekä Yhdysvallat. Myös energiaa tuovat EM-maat hyötyvät uudesta tilanteesta. Suurimmat häviäjät - tulojen menetyksen kannalta - ovat Lähi-idän öljyntuottajamaat, mutta kipeimmin talouteen raakaöljyn hinnan lasku vaikuttaa niihin tuottajamaihin, joilla ulkoinen tasapaino oli jo lähtötilanteessa heikko: Venäjä, Kazakstan, Venezuela, Algeria, Angola ja Irak. Vaikeuksia on tiedossa myös Nigerialle, Iranille ja Meksikolle.
- 3) Deflaatiovaara on todellinen ja raakaöljyn hinnan romahdus lisää edelleen deflaatiopaineita kaikissa teollisuusmaissa. Rahapolitiikka säilyy keveänä vielä pitkään ja lyhyet korot pysyvät matalalla tasolla. Euroalueella paineet EKP:ia kohtaan ovat kasvaneet tuntuvasti ja tammikuun 22. päivän korkokokous on ratkaisevassa asemassa EKP:n uskottavuuden säilyttämiseksi. Saman viikon loppuun ajoittuvat Kreikan parlamenttivaalit, joten markkinaepävarmuuden voidaan odottaa säilyvän aina kuun lopulle saakka. Arvioimme mukaan Kreikka tulee jatkamaan vaalituloksesta riippumatta talouden tervehdyttämistään, eikä Kreikan ero eurojärjestelmästä ole millään tavalla realistinen vaihtoehto kenellekään euroalueen toimijalle tai maalle.
- 4) Kiinan keskuspankin liittyminen rahapolitiikan keventäjien joukkoon marraskuussa on merkittävä tekijä sekä maailmantalouden elpymisen, että yleisen rahapolitiikan näkymien kannalta. Suurin voittaja rahapolitiikan keventämisestä on toki Kiinan osakemarkkinat. Kun lisäksi Japanin keskuspankki edelleen elvyttää rajusti, Aasiassa siirrytään keveän rahapolitiikan aikaan, mikä on erityisen hyvä asia arvopaperisijoittajan kannalta.
- 5) Yhdistelmäsalakuissa osakkeet ovat hieman ylipainossa. Kyse on taktisesta painotuksesta liittyen tämän hetken markkinatilanteeseen. Osakepaino on nyt selvästi vähäisempi kuin esimerkiksi syksyllä 2011. Teollisuusmaiden (DM) osakkeet ovat varsin korkealle arvostettuja. Arvostustasoja perustelee lähinnä ultrakeveä rahapolitiikka ja korkojen mataluus teollisuusmaissa. Tulosten paraneminen taas edellyttää suhdanteiden

selvää vahvistumista, jotta yritysten tuloskasvu perustuisi liikevaihtojen kasvuun eikä vain kulusäästöihin. Suhdanteiden kohentumisen raja tulee vastaan, kun yksityisen sektorin säästäminen on laskenut liian matalalle tasolle. Vielä ei olla kriittisellä tasolla (säästämisen mataluuden osalta), mutta parhaimmillaan osakemarkkinoiden vahva kehitys (kuten 1999-2000 ja 2006-07) voi jatkua vielä muutaman vuoden.

- 6) Teollisuusmaiden (DM) osakesijoituksia painotetaan euroalueen ulkopuolisiin maihin ja ainoastaan Saksa on ylipainossa. Pohjoismaat ovat edelleen lievässä ylipainossa, kuten myös Japani ja Yhdysvallat. Hajautusta on täydennetty Australian ja Kanadan osakkeilla. DM osakestrategian toimialavalinnoissa olemme painottaneet jo keväästä 2013 saakka yrityksiä, joiden liiketoiminta on koristetun globaalia: terveydenhoito, teknologia sekä teollisuustuotteet ja -palvelut. Näiden toimialojen ylipaino on tuntuva.
- 7) Frontin EM-osakkeiden salkussa ylipainotetaan niitä kehittyviä talouksia, joissa talouden tasapaino (kuten maksutase) on hyvä ja maa on sitoutunut taloutta ja yritystoimintaa tukeviin uudistuksiin. Vahvoja maita ovat erityisesti Itä- ja Kaakkois-Aasian kehittyvät taloudet. Manner-Kiinan paino on tuntuva. Ukrainan kriisin vuoksi Venäjää ja Itä-Euroopan maita vältetään. Myös latinalaisen Amerikan maat ovat alipainossa ja riski poliittisista levottomuuksista on kasvussa mm. Meksikossa ja Venezuelassa.
- 8) Frontin korkostrategiassa duraatio on nyt hieman lyhyempi kuin nk. vertailusalkun duraatio. Tällä hetkellä euroalueen joukkolainakoroissa ei ole nousupainetta, mutta korkojen laskuvara alkaa olla todella vähäinen sekä valtionlainoissa että IG-yrityslainoissa. Valtionlainat ovat alipainotettuna ja korkostrategia painottaa voimakkaasti HY-yrityslainoja. Valtionlainojen osalta painotus on edelleen pitkäaikaisissa korkean tuoton maiden (Espanja, Italia) lainoissa, mutta vähemmän kuin aiemmin.

Frontin allokaationäkemys 8.1.2015

		Mallisalkun					Neutraali		
		allokaatio-%					allokaatio-% erotus		
		--	-	0	+	++			
Valtionlainat							13,6%	15,0%	-1,4%
Yrityslainat	Korkea riski (HY)						18,8%	10,0%	8,8%
	Matala riski (IG)						10,9%	25,0%	-14,1%
Osakkeet	Kehittyvät (EM)						21,6%	20,0%	1,6%
	Kehittyneet (DM)						26,5%	25,0%	1,5%
Käteinen							8,5%	5,0%	3,5%

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 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 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 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. 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.