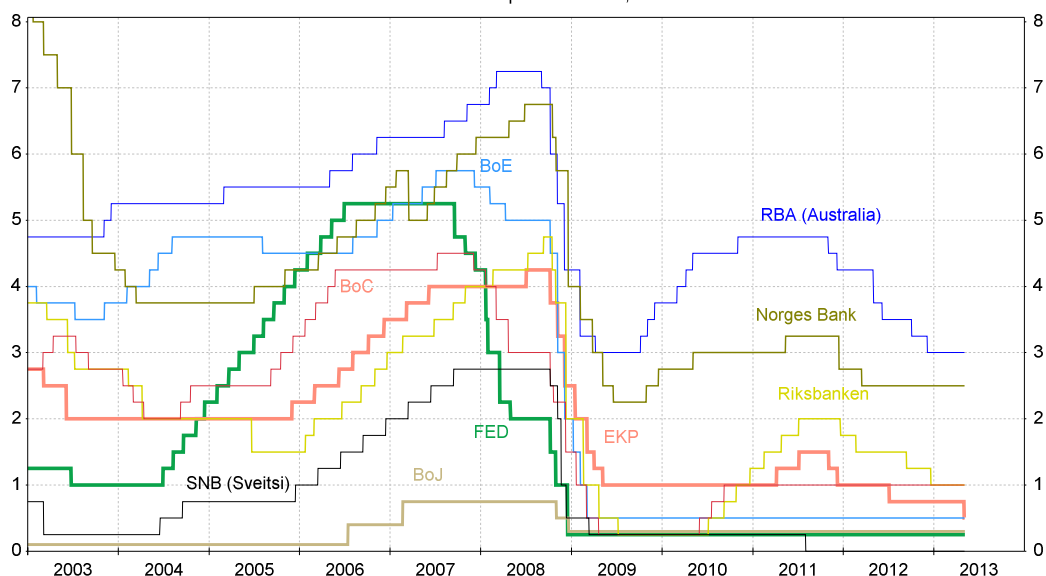


# 5

## Tuloskausi yllätyksetön, suhdanteet ja keskuspankit pääosassa

- › Huhtikuun markkinakehitystä leimasi tuntuvat erot niin omaisuusluokkien kuin markkinoiden välillä. Pitkästä aikaa korkosijoitukset tuottivat erinomaisesti niin valtionlainojen kuin yrityslainojenkin osalta. Hyödykkeiden hintojen lasku oli varsin tuntuva ja varsinkin kullan romahdus markkinoilla oli huomionarvoista. Osakkeiden tuotto asettui tähän väliin, mutta jälleen erot markkinoiden välillä olivat tuntuvia. Huhtikuussa päämarkkinoista Japani oli jälleen ylivoimainen, mutta myös eurooppalaiset ja suomalaiset osakkeet pärjäsivät kohtuullisesti. EM osakkeiden tuotto jäi negatiiviseksi. Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden kokonaistuottoa söi euron lievä vahvistuminen valuuttamarkkinoilla.
- › Huhtikuussa valtaosa yrityksistä julkisti myös tietoja ensimmäisen neljänneksen tuloskehityksestä. Yleiskuva raportoinnista oli se, että tulokset vastasivat varsin hyvin odotuksia ja yritysten ohjeistusta, mutta liikevaihtojen kasvu tuotti lievää pettymystä. Tuloksen tekeminen on viime vuosina merkittävästi perustunut kulujen leikkaamiseen, ja vaikuttaa, että tämä tie on vähitellen tulossa päätökseen. Tuloskasvu edellyttää jatkossa entistä selvemmin liikevaihdon kasvua, eli suhdanteet ja talouskasvu ovat avainasemassa. Suomalaisten osakkeiden osalta suhdannekehitys heijastui selvästi yritysten tilanteeseen. Erityisen heikosti menestyneet media- ja kaupan alan yhtiöt ovat merkittävässä määrin heikon kotimaisen kysynnän vankeja. Mediatyhtiöiden ahdinkoa lisää printtimedian rakennemuutos, jolle ei näy loppua.
- › Osakemarkkinoilla kurssikehitys oli kaksijakoinen huhtikuussa. Kurssit laskivat selvästi kuukauden alkupuolella, mutta kuun loppua kohden markkinat elpyivät. Alkukuun heikon kurssikehityksen taustalla nähtiin heikentyvät suhdanteet erityisesti Euroopassa, ja mm. Komissio laski jälleen euroalueen kasvuennustettaan sekä kuluvan että ensi vuoden osalta. Myös hyödykehintojen lasku heijasti tätä suhdannenäkymien heikentymistä. Kuun puolivälin jälkeen kurssit kääntyivät kuitenkin nousuun, sillä markkinoilla suhdannepessimismien nähtiin varmistavan sen, että keskuspankit jälleen keventävät rahapolitiikkaansa tai vähintäänkin jatkavat erityistoimia ja ultramatalien korkojen politiikkaa ennakoitua pidempään.

Keskuspankkien ohjauskorot  
Koron muutospäivän mukaan, %



Lähde: Reuters EcoWin

- Euroalueella kurssikehitystä tuki lopulta myös se, että Italiaan saatiin laaja enemmistöhallitus, jossa on kaikki keskeiset puolueet oikealta vasemmalle. Samalla vanhat riitapukarit, Berlusconi ja Bersani jäivät hallituksen ulkopuolelle. Markkinat saivat ainakin hetkellisen toiveen paremmasta. Sinänsä näyttää siltä, että hallituksen on hyvin vaikea jatkaa julkisen sektorin tervehdyttämistä tai tehdä rakenteellisia uudistuksia esim. työmarkkinoilla, jotta Italian talous saataisiin kestäväälle pohjalle.
- Euroalueella on selvästi nähtävissä, että julkisten alijäämien pienentämiseen ongelmamaissa ei kyetä sovittujen aikataulujen puitteissa ja koko säästöpolitiikka kyseenalaistetaan. Kaikki toiveet kasataan nyt EKP:n harteille ja paineet rahapolitiikan keventämiseksi ja erityistoimien lisäämiseksi ovat kasvaneet. EKP vastasikin näihin toiveisiin toukokuun alun kokouksessaan ja laski ohjauksen ennätyksellisen alas 0,50 prosenttiin. Huomionarvoista oli se, että jälleen Saksan Bundesbank vastusti koronlaskua pääjohtajansa suulla ennen kokousta, mutta EKP vähät välitti näistä kannanotoista. Näyttää siltä, että Etelä-Euroopan (ja niitä tukevan Ranskan) maiden keskuspankkiirit ovat ottaneet vallan käsiinsä EKP:n päätöksenteossa. Bundesbankin epätoivoa kuvaa hyvin se, että se on vienyt EKP:n velkapapereiden osto-ohjelman Saksan perustuslakituomioistuimeen väitteensä, että ohjelma on vastoin EKP:n mandaattia. Toukokuun koronlasku nähtiin pitkälti symbolisena toimenpiteenä, sillä lyhyisiin markkinakorkoihin sillä oli vähän merkitystä ja vielä vähemmän pankkien antolainauskorkoihin yrityksille tai kotitalouksille. On kuitenkin tärkeää nähdä, että koronlasku lähelle nolaa on välttämätöntä ennen kuin EKP voi aloittaa laajamittaisesti poikkeustoimet rahapolitiikan lisäkeventämiseksi. Viimeistään syksyllä EKP voi nimittäin todeta, että koronlaskuvara on käytetty ja euroalueen suhdannekehitys on edelleen heikkoa. Tarvitaan siis erityistoimia, kuten valtionlainojen laajaa osto-ohjelmaa tai pankkien keskuspankkirahoituksen vakuusvaatimusten tuntuvaa höllentämistä tai jotakin muuta erityistoimenpidettä. Vastaavia erityistoimia tehdään jo Yhdysvalloissa, Britanniassa ja Japanin on tarkoitus kiihdyttää näitä toimia entisestään ensi vuoden alussa. EKP näyttää siis valmistautuvan (ongelmamaiden ohjauksessa) uusiin avauksiin syksyllä.

		Huhtikuu	YTD	2012
<b>Osakkeet</b>				
Kehittyvät markkinat	MSCI EM TR	-1,9 %	-0,9 %	16,4 %
Suomi	OMX Helsinki Cap GI	2,1 %	9,6 %	15,5 %
Eurooppa	STOXX 600 TR	1,7 %	7,5 %	18,2 %
Yhdysvallat	S&P 500 TR	-0,7 %	13,1 %	13,9 %
<b>Hyödykkeet</b>				
Hyödykkeet	S&P GSCI TR	-7,2 %	-3,9 %	-1,7 %
<b>Korot</b>				
Yrityslainat HY	iBoxx EUR Liquid HY	2,0 %	3,2 %	22,8 %
Yrityslainat IG	BarCap EuroAgg Corporate	1,4 %	1,9 %	13,6 %
Valtionlainat	JPM GBI Emu	2,6 %	3,0 %	11,4 %
<b>Käteinen</b>				
Käteinen	Eonia Index	0,01 %	0,02 %	0,23 %
<b>Front Varainhoito</b>				
Front Strukturi (rahasto)		1,5 %	0,2 %	16,2 %
Front Strategia		-0,1 %	1,9 %	15,2 %
Front Suomi		1,4 %	9,9 %	20,1 %
Front Osake		-0,6 %	3,1 %	14,9 %
Front Korko		1,7 %	1,6 %	13,9 %
Front Maltillinen		1,1 %	2,1 %	

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

## Front sijoitusstrategia: Osakkeita lisättiin huhtikuun kurssinotkahduksessa

- Huhtikuun markkinakehityksen vuoksi Frontin sijoitusstrategiaa muutettiin hieman kokonaisriskin suhteen. Osakekurssien kohtuullisen laskun jälkeen osakkeita lisättiin 2 %-yksikköä (koko salkun arvosta) kuukauden puolivälin jälkeen, kun kurssit olivat pohjillaan. Samalla muokattiin DM-osakkeiden salkkua muotoon, jossa sen halutaan toimialapainotusten osalta olevan. Eli tuolloin ostettiin globaalia teollisuustuotteita ja –palvelut ETF:ää. Ko. toimialan osalta halutaan olla pitkällä aikavälillä muutenkin ylipainossa, joten ostohetki oli hyvä. Arvioimme, että ko. toimialan yritykset (kuten Suomessa konepajateollisuus) hyötyvät jatkossakin merkittävästi kehittyvien talouksien kasvusta ja niiden on helpompi säilyttää vahva markkina-asemansa verrattuna esimerkiksi kulutustavaroiden valmistajiin. Lisäksi ne eivät ole aneemisen talouskasvun vankeina, kuten DM-maiden kotimarkkinayritykset tai rahoituslaitokset.
- DM-osakesalkun muokkausta jatkettiin aivan huhtikuun lopussa, kun salkkuun ostettiin terveydenhoito toimialan ETF:ää 2 %-yksikköä. Samalla myytiin hieman Japanin ja Yhdysvaltojen osakkeita. Terveydenhoitoalan arvioimme olevan myös pitkällä aikavälillä keskimääräistä paremmin kehittyvä toimiala, sillä sen yritykset hyötyvät OECD-maiden väestön ikääntymisen aiheuttamasta terveydenhuoltopalveluiden vahvasta kasvusta ja EM-maiden pyrkimyksistä parantaa väestön terveydenhoidon tasoa. Osakkeiden painoa kasvatettiin, mutta koska terveydenhoito on varsin defensiivinen toimiala, riski lisääntyi vähemmän kuin osakepainon muutos antaisi ymmärtää. Muiden omaisuuslajien osalta strategia pidettiin ennallaan.
- Huhtikuun markkinakehitys vaikutti erityisen haitallisesti niihin sijoitusstrategioihin, joissa on hyödykkeitä. Vaikka hyödykesalkkumme ei sisältänyt romahduksen kokenutta kultaa, miinus oli tuntuva, 6,7 %. Korkostrategia toimi sitä vastoin erinomaisesti, sillä HY-yrityslainojen ja EM-valtionlainojen ylipainotus antoi vahvan lisätuoton. Osakkeiden osalta Japanin ylipainotus toimi jälleen hyvin, mutta EM-osakkeiden ylipainotus söi tuottolisää.



- Frontin sijoitusstrategian peruslinja jatkuu likimain ennallaan. Ylipainotamme edelleen osakkeita ja arvioimme, että keskipitkällä aikavälillä osakkeiden tuottopotentiali on parempi kuin korkosijoitusten. Ylipainotus tapahtuu nyt kuitenkin varovaisemmalla vaihteluvälillä kuin








aiemmin (ks. huhtikuun kuukausikatsaus). Tällä hetkellä (6.5.2013) sijoitusstrategia perustuu seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:

- 1) Maailmantalouden kasvu elpyy viimeistään 2014. Yhdysvalloissa taantuma vältetään ja nk. Fiscal Cliff:iin liittyvä todellinen poliittinen ristiriita saadaan siirrettyä tulevanakin syksynä eteenpäin aina vuoden 2014 syksyn välivaalien jälkeiseen uuteen poliittiseen tilanteeseen. Euroalueella hauras talous- ja rahoitusmarkkinatilanne saadaan pidettyä hallinnassa, mutta taantuma jatkuu koko vuoden, eli maailmantalouden kasvun painopiste on kehittyvissä talouksissa. OECD-maiden heikon kehityksen vuoksi kehittyvissä talouksissa käynnistetään varovaisia elvytystoimia sekä keskuspankkien että julkisen talouden toimesta. Inflaation hidastuminen antaa tähän aiempaa enemmän mahdollisuuksia.
- 2) EM maiden osakkeet ovat suuremmissa painossa kuin DM maiden, sillä arviomme mukaan EM maiden yritysten tuloskasvu on parempi pitkällä aikavälillä. Lisäksi jo tällä hetkellä EM osakkeet on arvostettu (P/E) selvästi edullisemmiksi kuin DM osakkeet. EM talouksissa ei ole myöskään turvauttu samanlaiseen epäterveeseen julkisten alijäämien paisuttamiseen ja ultrakeveään rahapolitiikkaan kuin useimmissa DM talouksissa. Niillä on siis tuntuvasti enemmän mahdollisuuksia tarvittaessa tukea talouskasvua finanssi- ja rahapolitiikalla ja tämän mahdollisuuden käyttäminen tukisi nimenomaan osakemarkkinoita ko. maissa.
- 3) Japanin aloittama devalvaatiopolitiikka lisää paineita rahapolitiikan keventämiseksi kaikkien OECD-maiden osalta. Keveä rahapolitiikka jatkuu siten huomattavasti pidempään kuin markkinat tällä hetkellä arvioivat. Euroalueella matalien korkojen jakson voidaan olettaa jatkuvan ainakin tämän vuosikymmenen. Lisäksi todennäköisyys siitä, että EKP joutuu aloittamaan rahapoliittiset erityistoimet ensi syksynä, on kasvanut merkittävästi toukokuussa toteutetun koronlaskun jälkeen. Eurokriisi siis jatkuu heikon talouskasvun, vähäisten investointien, poliittisen levottomuuden ja jyrkästi eriytyvän maakohtaisen kehityksen kriisinä. Valuuttamarkkinoilla heikentyvä euro on ainoa varaventiili tässä kriisissä keskipitkällä aikavälillä.
- 4) On todennäköistä, että tässä epävarmuuden ympäristössä sekä korkojen että osakekurssien kehitykseen liittyy aika ajoin vaihtelua ja kurssien korjausliikkeet vaihtelevat nousujaksojen kanssa. Sijoitusstrategia pyrkii hyödyntämään näitä markkinaliikkeitä lisäämällä ja vähentämällä aika ajoin sijoitusriskiä. Osakekurssien voimakkaan nousun jälkeen sijoitusriskiä vähennettiin jouluihelmikuussa. Huhtikuussa riskiä lisättiin, kun kurssit laskivat osakemarkkinoilla.
- 5) Viime kesällä alkaneesta osakekurssien noususta huolimatta osakkeet ovat edelleen omaisuusluokkana arvostukseltaan kohtuullisen edullisia erityisesti korkoinstrumentteihin nähden. Näin varsinkin EM osakkeiden osalta. Valtionlainat ovat tällä hetkellä erityisen yliarvostettuja ja niihin ei sijoiteta juuri lainkaan. Valtionlainojen sijoituksia on hajautettu kehittyviin talouksiin (sekä valuuttamääräisinä että valuuttasuojattuina), mutta ei enää korkeamman tuoton euroalueen valtioihin. Varsinkin HY yrityslainat ovat tuotto-odotukseltaan edelleen parempia kuin valtionlainat ja erityisesti lähiaikojen riskeihin suhteutettuna. Hyödykkeiden hinnat ovat laskeneet liian paljon suhteessa elpyvään maailmantalouteen ja siihen rakenteelliseen kysynnän kasvuun, joka tulee kehittyvistä talouksista.
- 6) Osakesijoituksia painotetaan voimakkaasti euroalueen ulkopuolisiin maihin, ja 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, vaikka niiden painoa pienennettiin helmikuussa. Kaiken kaikkiaan maat, joiden rahoitustasapaino on hyvä ja talouden kasvunäkymät keskimääräistä paremmat, kuten Aasian kehittyvät taloudet, ovat tuntuvassa ylipainossa. Myös Japani on edelleen ylipainossa, sillä Japanin keskuspankin aggressiivinen devalvaatiopolitiikka hyödyttää

nimenomaan osakesijoittajaa. Euroalueen ja Yhdysvaltojen riskejä on hajautettu ottamalla Australia ja Kanada osakesalkkuun viime vuoden kesällä.

- 7) Toimialoittaisessa tarkastelussa DM-osakkeiden osalta teollisuustuotteet ja –palvelut ovat ylipainossa kuten myös terveydenhoito. Vastaavasti kulutustavarat ja –palvelut ovat alipainossa, kuten myös yhdyskuntapalvelut ja teknologia. Teknologia on tarkoitus kuitenkin nostaa sopivassa markkinatilanteessa vähintään neutraalipainoon, sillä ko. toimialan yritysten arvioidaan menestyvän keskimääräistä paremmin pitkällä aikavälillä.

#### Frontin allokaationäkemys 6.5.2013

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	--   -   0   +   ++			
Valtionlainat		7,6%	15,0%	-7,4%
Yrityslainat				
Korkea riski (HY)		21,0%	10,0%	11,0%
Matala riski (IG)		15,2%	25,0%	-9,8%
Osakkeet				
Kehittyvät (EM)		24,7%	20,0%	4,7%
Kehittyneet (DM)		20,5%	20,0%	0,5%
Hyödykkeet		7,8%	5,0%	2,8%
Käteinen		3,2%	5,0%	-1,8%

# 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 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.

