

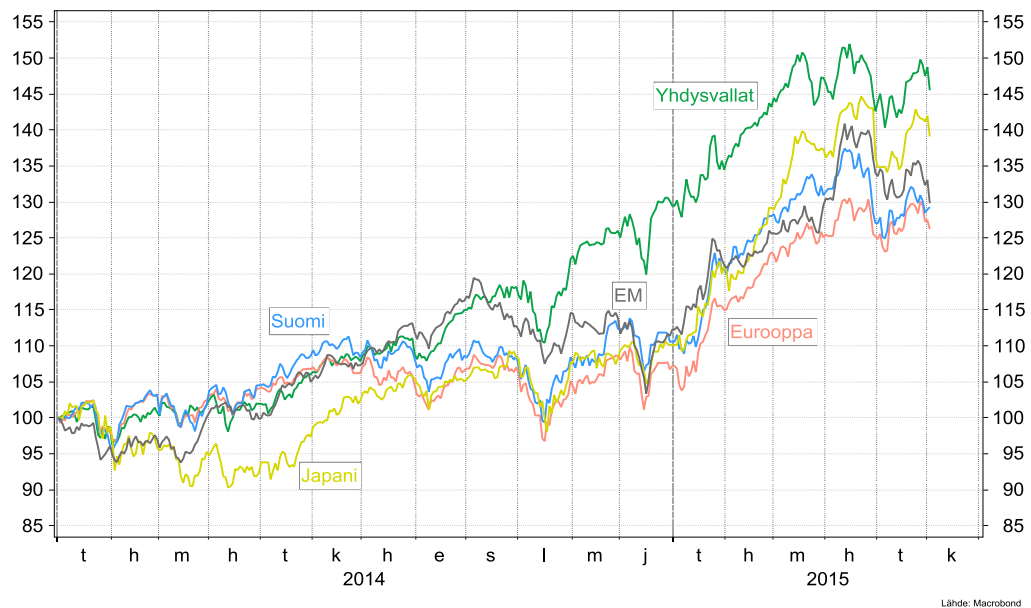
6

Hermostuneet markkinat jännittävät Kreikan uhkapeliä

- Osake- ja korkomarkkinoiden huhtikuussa alkanut korjausliike jäi toukokuun alussa lopulta vaatimattomaksi ja kuun loppupuolella päämarkkinoiden kurssit kääntyivät jälleen nousuun. Tämä korjausliike osakkeissa, koroissa ja dollarin eurokurssissa oli pitkälti markkinatekninen ja johtui pitkästä ja vahvasta yhtäjaksoisesta kehityksestä niin osakkeissa, koroissa kuin valuutoissakin. Päämarkkinoista parhaiten tuottivat toukokuussa Yhdysvaltojen osakkeet, mutta tämä johtui pitkälti dollarin vahvistumisesta. Kesäkuun alussa kurssit notkahtivat uudelleen. Markkinoiden hermostunut tunnelma on siis jäänyt päälle ja varsinkin Yhdysvalloissa pohditaan ja spekuloidaan kovasti onko lähikuukausina tulossa osakemarkkinoiden suurempi korjausliike alaspäin. Euroopassa hermostuneisuutta on lisännyt Kreikan edelleen jatkuva venkoilu talouden terveyhdyttämishjelmaa vastaan ja spekulointi Kreikan pankkien tilanteesta sekä valtion varojen riittävydestä IMF:n lainojen lyhennyksiin. Kehittyvillä markkinoilla tuotto jäi selvästi pakkaselle toukokuussa mm. Brasilian, Etelä-Afrikan ja Venäjän markkinoiden heikon kehityksen vuoksi. Aasiassa varsinkin manner-Kiinan osakemarkkinat ovat olleet poikkeuksellisen epävakaita toukokuussa, vaikka kurssitaso on jälleen lähes huipussaan kesäkuun alussa.

Osakemarkkioiden tuottoja

Euromääräiset tuottoindeksit, 31.12.2013=100



- Euroalueella pitkien valtionlainojen korkojen nousu taitui jo toukokuun alkupuolella, kun EKP kiisti huhut siitä, että arvopapereiden 60 mrd. euron osto-ohjelmaa alettaisiin leikata. Päinvastoin EKP ilmoitti, että se tulee kesäkuukausien aikana kiihdyttämään ohjelmaa, kun markkinoiden likviditeetti heikkenee lomakuukausina. Saksan valtionlainojen pitkät korot laskivat toukokuun jälkipuoliskolla, mutta sitä vastoin Italian ja Espanjan valtionlainojen korot jäivät korkealle. Epävarmuus Kreikan tilanteesta pitää osaltaan Etelä-Euroopan maiden korkoja korkealla. IG ja HY-yrityslainojen korkoerot riskittömään korkoon kaventuivat jälleen toukokuun jälkipuoliskolla, kun pahimmat pelot yleisestä korkojen noususta väistyivät. Huhti-toukokuun korkomarkkinahäiriö on kuitenkin vaikuttanut merkittävästi alkuvuoden tuottoihin korkomarkkinoilla. Valtionlainojen kokonaistuotto alkuvuonna on enää 1,2 % ja IG-

yrityslainojen vain 0,4 %. Parhaiten ovat menestyneet HY-yrityslainat, joiden turvana on lyhyt duraatio ja korkea kuponkituotto. Niiden tuotto oli toukokuun lopussa 3,2 %.

- › Euroalueen deflaatio taittui toukokuussa ja kuluttajahintojen vuosimuutos kipusi jälleen nollan yläpuolelle. Euron heikentyminen on osaltaan torjunut deflaatiota ja mm. tuotujen kulutustavaroiden vuosi-inflaatio nousi keväällä jo runsaaseen 3 prosenttiin. Yhdysvalloissa alkuvuoden talouskasvu on jäänyt vaisuksi ja teollisuuden suhdanneodotukset heikkenivät selvästi vuodenvaihteessa. Palvelualojen näkymät ovat sitä vastoin säilyneet vakaina ja positiivisina. Euroalueen ja Kiinan suhdanneodotuksissa ei ole tapahtunut muutosta loppukeväällä. Kiinan keskuspankki laski jälleen ohjaukorkoaan toukokuun alussa. Inflaatio on hidastunut tuntuvasti alkuvuonna, mikä antaa tilaa kasvua tukevalla rahapolitiikalle.
- › Suomessa uusi kolmen puolueen hallitus julkisti ohjelmansa, jonka tavoitteena on pysäyttää valtion velkaantumisen pääosin tämän vaalikauden aikana ja tukea talouskasvua yhteiskuntasopimuksella, jossa pyritään noin 5 prosentin kustannustason leikkaukseen. Ohjelman konkreettisuus lisää hallitusohjelman uskottavuutta ja mikä tärkeätä, kokonaisveroastetta ei aiota nostaa. Rakenteellisista uudistuksista tärkein on nk. sote, jonka toteuttamisessa edellinen hallitus epäonnistui täysin. Työmarkkinajärjestöt ovat ratkaisevassa asemassa yhteiskuntasopimuksen aikaansaamisessa ja hallituksen kunnianhimoinen aikataulu saada se aikaiseksi elokuun loppuun mennessä on ensimmäinen kova testi talouspolitiikan onnistumisesta.

Tuottoja sijoitusmarkkinoilta		Toukokuu	2015	2014	2013	2012
Osakkeet						
Kehittyvät markkinat	MSCI EM TR	-1,9	16,7	11,4	-6,8	16,4
Suomi	OMX Helsinki Cap GI	1,2	16,2	10,6	31,6	15,5
Eurooppa	STOXX 600 TR	1,7	18,7	7,2	20,8	18,2
Yhdysvallat	S&P 500 TR	3,5	13,8	29,6	26,7	13,9
Hyödykkeet						
Hyödykkeet	S&P GSCI TR	0,2	10,2	-23,7	-5,5	-1,7
Korot						
Yrityslainat HY	iBoxx EUR Liquid HY	0,2	3,2	4,0	7,9	22,8
Yrityslainat IG	BarCap EuroAgg Corporate	-0,5	0,4	8,4	2,4	13,6
Valtionlainat	JPM GBI Emu	-1,6	1,2	13,5	2,4	11,4
Käteinen						
Käteinen	Eonia Index	-0,01	-0,02	0,10	0,09	0,23
Front Varainhoito						
Front Strategia		0,5	11,6	11,5	2,4	15,2
Front Maltillinen		-0,2	5,7	9,9	2,6	14,3 *
Front Länsimaat		0,6	9,5	14,1	10,7 *	16,1 *
Front Suomi		0,9	19,2	6,6	21,1	20,1
Front DM osake		1,8	16,6	19,2	19,3	17,8
Front EM osake		-0,5	23,2	13,8	-7,2	13,7
Front Osake		0,6	19,6	16,8	3,9	14,9
Front Korko		-0,4	1,2	8,1	2,4	13,9

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

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

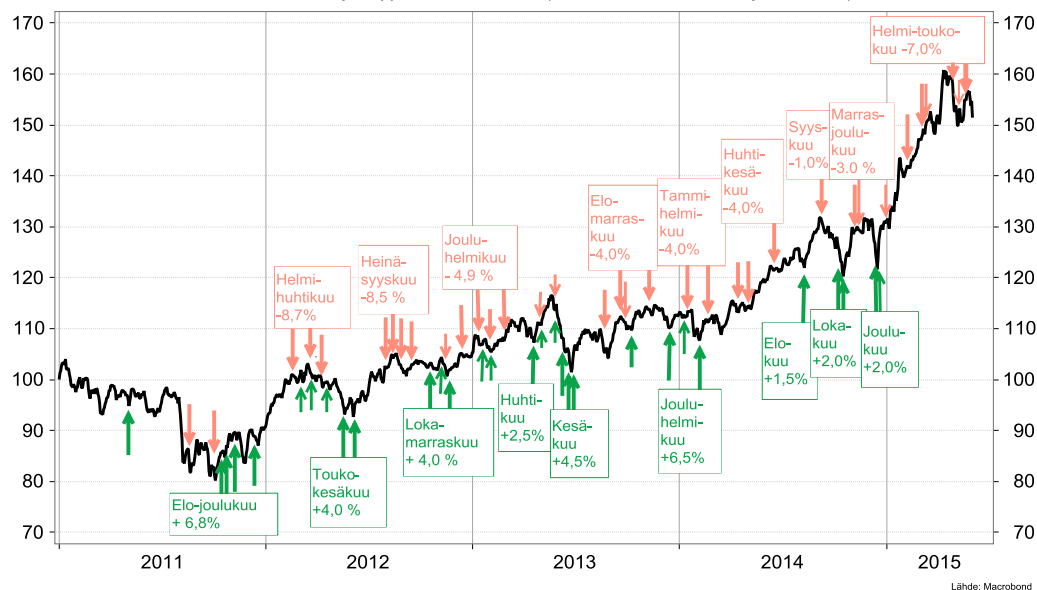


Frontin sijoitusstrategia: Osakkeet neutraalipainoon

- Toukokuussa Frontin sijoitusstrategioita muutettiin varsin paljon. Kuukauden alussa korkostrategiaa muutettiin edellisviikkoina tapahtuneen valtionlainojen koronnousun jälkeen. Korkoriskiä lisättiin ostamalla korkosalkkuun ja yhdistelmäsalkkujen korko-osioihin korkean tuoton pitkäaikaisia valtionlaina-ef:ää (Italia, Espanja, Belgia...). Osakkeiden painon pienentämistä jatkettiin toukokuun jälkipuoliskolla ja osakkeita vähennettiin yhdistelmäsalkuissa sekä Yhdysvaltojen, Australian että kehittyvän Aasian maiden osalta. Erikseen pienennettiin vielä manner-Kiinan, Brasilian ja Etelä-Korean painoa ja otettiin tilalle Intian osakkeita. Intian osakemarkkinat ovat kehittyneet alkuvuonna heikosti ja ne olivat selvästi jääneet jälkeen yleisestä markkinakehityksestä. Muutosten jälkeen manner-Kiinan paino on edelleen merkittävä, mutta Etelä-Korea on pienessä ja Brasilia suuressa alipainossa. Intia on nyt hieman ylipainossa. Kaikkiaan esimerkiksi Front Strategia salkussa osakkeita on myyty nettomääräisesti helmi-toukokuussa yhteensä 7 prosenttia koko salkun arvosta laskettuna. Osakkeet ovat nyt neutraalipainossa suhteessa ko. sijoitusstrategian neutraaliallokaatioon. Tämä on ensimmäinen kerta, kun osakkeet ovat neutraalipainossa koko sinä aikana, kun Front on tehnyt etf-varainhoitoa vuosina 2011-2015.

Taktinen allokaatiostrategia

Osakkeiden ostot ja myynnit vs. käteinen (Osakeindeksi 50% DM ja 50% EM)



- Frontin sijoitusstrategioiden tuotot olivat toukokuussa edelleen vahvoja, mutta tällä kertaa nimenomaan suhteessa markkinatuottoihin. Esimerkiksi kehittyvien markkinoiden EM-salkku oli maapainotusten ansiosta toukokuussa vain puoli prosenttia miinuksella, kun markkinatuotto jäi lähes 2 prosenttia pakkaselle. Vastaavasti Frontin korkosalkku jäi vain hieman miinukselle toukokuussa, sillä ylipainottamamme HY-yrityslainat kompensoivat tehokkaasti valtionlainojen heikkoa tuottoa. Yhdistelmäsalkuista Front Strategia ylsi puoli prosenttia plussalle, kun salkun vertailutuotto (indeksi) jäi 0,8 miinukselle. Myös maltillisen osakeriskin yhdistelmäsalkku, Front Maltillinen menestyi selvästi paremmin toukokuussa kuin salkun vertailutuotto (indeksi). Kuten huhtikuuta, toukokuuta voi parhaiten luonnehtia sanalla ”torjuntavoitto”.

- › Lähiviikkoina markkinoiden keskipisteessä tulee olemaan Kreikan lainaneuvottelut. Myös FED avomarkkinakomitean kokous 17.6. synnyttää lähiviikkoina varmasti spekulatioita rahapolitiikan linjauksista. Ilman uutta lainarahaa, Kreikka ei selviä kesäkuussa erääntyvistä IMF:n lainoista. Lisäksi kreikkalaiset pankit ovat äärimmäisen tukalassa tilanteessa koko kevään jatkuneen talletuspaon vuoksi ja EKP:n niille myöntämä hätärahoitus on lähes kokonaan käytetty. Hätärahoitus tulee käytännössä Kreikan keskuspankista, sillä Kreikan valtion velkasitoumusten vakuuskelpoisuutta EKP:ssa heikennettiin jo helmikuussa. Tuolloin Kreikka irtautui aiemmin sovitusta talouden tervehdyttämisohjelmasta. Koko kevään jatkunut hermopeli päättyy väistämättä johonkin lopputulokseen joko niin, että Euroryhmän maat antavat periksi ja hyväksyvät Kreikan ehdotukset talousohjelmastaan tai Kreikka antaa periksi ja myöntyy IMF:n, EKP:n ja Komission kesäkuun alussa sorvaamaan ”viimeiseen” ehdotukseen. Kevään aikana Kreikka ei ole pystynyt lietsomaan koko euroalueen rahoitusmarkkinoiden epävarmuutta. Tämän vuoksi se ei ole siis kyennyt kiristämään muita euromaita hyväksymään itselleen edullisia lainaehdotuksia. Nyt kesäkuussa on todennäköistä, että epävarmuus markkinoilla tulee väistämättä lisääntymään, mikä kannustaa Kreikan ääri- ja väkivaltaista hallitusta jatkamaan kiristyspolitiikkaansa. Euroryhmä kokoontuu 18.6. joten siihen saakka osake- ja korkomarkkinat säilynevät hermostuneina. Toisaalta IMF:n, EKP:n ja euromaiden ei kannata alistua kiristykseen, sillä siitä muodostuisi erityisen huono esimerkki ja ennakkotapaus, miten talouspolitiikassaan vastuuton hallitus voi saavuttaa ”palkintoja” häiriökäyttäytymisellään.
- › Frontin sijoitusstrategiassa osakeriskiä on pienennetty merkittävästi keväällä. Lyhyellä aikavälillä näemme riskien kasvaneen, joten osakepainoa on vähennetty tuntuvasti ja käteistä on yhdistelmäsalkuissa nyt erityisen paljon. Tällä hetkellä (3.6.2015) painotukset perustuvat seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:
- 1) Kreikan velkaneuvottelujen merkitys on jäänyt alkuvuonna vähäiseksi rahoitusmarkkinoilla, mutta kesäkuussa kiistat huipentuvat, kun Kreikalla ei enää ole varoja velkojensa (IMF) lyhentämiseen. Myös kreikkalaisten pankkien tukala tilanne edellyttää jonkinlaista ratkaisua ja tilanteen rauhoittamista. Arviomme mukaan Kreikan hallitus joutuu lopulta taipumaan velkojien vaatimukseen, mutta kesäkuun alkupuolta leimaa aiempaa suurempi levottomuus rahoitusmarkkinoilla.
 - 2) Odotamme maailmantalouden elyvän 2015 ja kasvu kiihtyy 2016. Euroalueen osalta Saksa on jo päässyt hyvään kasvuun ja loppuvuonna talouskasvu nopeutuu myös muualla. Raakaöljyn hinnan romahdus ja rahapolitiikan keventäminen kiihdyttää kasvua kaikissa keskeisissä Aasian talouksissa ja alkuvuoden nihkeys Yhdysvalloissa jää tilapäiseksi.
 - 3) Inflaatio-odotukset ovat laskeneet tuntuvasti alkuvuonna, mutta euroalueella inflaatiokuva muuttuu selvästi jo vuoden jälkipuoliskolla. Euron heikentyminen nostaa väistämättä tuotujen kulutustavaroiden hintoja, mikä välittyy vähitellen euroalueen kuluttajahintainflaatioon. Tämä vaikutus lienee kuitenkin tilapäinen, kuten kävi vastaavassa tilanteessa Japanissa 2013. Kehittyvissä talouksissa inflaatiopaineet vaimenevat ja varsinkin Aasian maissa keskuspankeille tulee lisää liikkumavaraa laskea ohjaukskorkeus. Rahapolitiikka säilyy keveänä vielä pitkään ja lyhyet korot pysyvät matalalla tasolla.
 - 4) Frontin yhdistelmäsalkuissa osakkeet ovat nyt neutraalipainossa. Osakekurssien nousu toukokuun lopulla tarjosi hyvän tilaisuuden keventää osakepainoa. Taktisesti osakkeita voidaan jälleen lisätä, mikäli osakekurssit laskevat tuntuvasti lähiviikkoina. Keskipitkällä aikavälillä allokaatiostrategiaa tullaan todennäköisesti muuttamaan edelleen varovaisempaan suuntaan.
 - 5) DM-maiden osakesijoituksissa Saksa ja Pohjoismaat ovat edelleen lievässä ylipainossa, kuten myös Japani. Hajautusta on täydennetty Australian ja Kanadan osakkeilla, mutta

niiden paino on vähäinen. Yhdysvallat on likimain neutraalipainossa. Toimialavalinnoissa painotetaan yrityksiä, joiden liiketoiminta on korostetun globaalia: terveydenhoito, teknologia sekä teollisuustuotteet ja -palvelut. Teknologian ylipainoa pienennettiin maaliskuussa.

- 6) EM-osakkeiden salkussa ylipainotetaan vahvan maksutaseen maita, jotka ovat sitoutuneet taloutta ja yritystoimintaa tukeviin uudistuksiin. Näitä ovat esim. Itä- ja Kaakkois-Aasian kehittyvät taloudet. Kiinan paino on edelleen tuntuva, vaikka sitä pienennettiin huhti-toukokuussa. Latinalaisen Amerikan maat ovat alipainossa mm. poliittisten riskien ja energiahintojen laskun vuoksi. Venäjän talouskriisi jatkuu ja valtion vararahastot on käytetty 2016. Uusi romahdus saattaa alkaa ensi vuonna. Front ei ole sijoittanut venäläisiin osakkeisiin tai korkopapereihin syksyn 2013 jälkeen. Vältämme myös yrityksiä, joilla on merkittävästi toimintaa Venäjällä.
- 7) Frontin korkostrategiassa korkoriski (duraatio) on nyt hieman suurempi kuin vertailusalkussa. Yrityslainoissa painotamme HY-lainoja, joiden riskilisä on edelleen kohtalainen. Valtionlainoissa paras potentiaali on pitkäaikaisissa korkean tuoton maiden (Espanja, Italia) lainoissa. Ne hyötyvät eniten EKP:n arvopapereiden osto-ohjelmasta ja huhti-toukokuun vaihteessa tapahtuneesta korkojen noususta.

Frontin allokaationäkemys 3.6.2015

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	-- - 0 + ++			
Valtionlainat		14,7%	15,0%	-0,3%
Yrityslainat				
Korkea riski (HY)		18,9%	10,0%	8,9%
Matala riski (IG)		11,5%	25,0%	-13,5%
Osakkeet				
Kehittyvät (EM)		20,4%	20,0%	0,4%
Kehittyneet (DM)		24,5%	25,0%	-0,5%
Käteinen		10,0%	5,0%	5,0%

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 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 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 soveltuvien 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.

