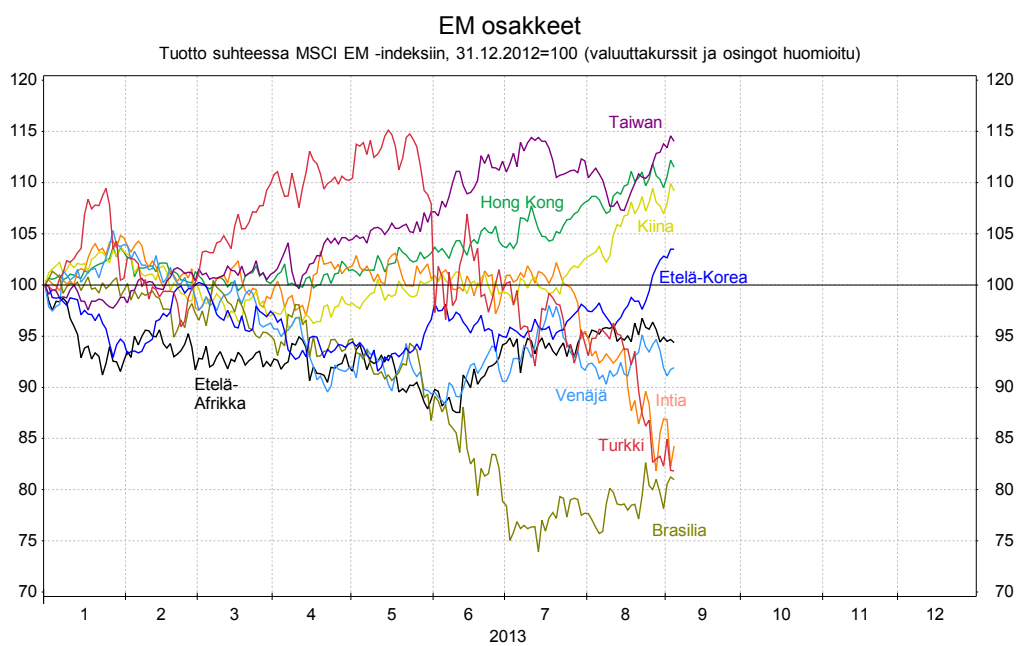


9

Maailmatalouden suhdannekuva kohentui

- Elokuussa rahoitusmarkkinoille tuli uusi epävarmuustekijä, kun Syyrian sisällissota sai kansainvälisen ulottuvuuden ja riski konfliktin eskaloitumisesta kasvoi. Syynä oli Syyrian hallituksen (mitä ilmeisimmin) toteuttama isku kemiallisilla aseilla kapinallisten hallitsemiin Damaskoksen esikaupunkeihin. Maailman alkaessa odottaa Yhdysvaltojen ja sen liittolaisten vastatoimia, raaka-aineiden ja varsinkin raakaöljyn hinta nousi tuntuvasti ja osakemarkkinat ottivat takapakkia. Vahvan heinäkuun jälkeen elokuun tuotto kääntyi negatiiviseksi. Sinänsä osakemarkkinoiden perusvire oli positiivinen, sillä Euroopasta ja varsinkin Kiinasta saatiin elokuun aikana taloustilastoja, jotka tukivat näkemystä suhdanteiden vahvistumisesta. Lisäksi Yhdysvalloissa jatkui spekulatio keskuspankin rahapolitiikan linjauksesta lähikuukausina ja varsinkin FED:n arvopapereiden osto-ohjelman jatkosta. Korkosijoitusten tuotto jäi heikoksi valtionlainojen ja IG yrityslainojen osalta, mutta HY yrityslainat ylsivät positiiviseen tuottoon. HY yrityslainojen parempaa kehitystä selittää lähinnä se, että niiden korkoriski (duraatiolla mitattuna) on vähäisempi kuin valtionlainoilla tai IG yrityslainoilla.
- Osakemarkkinoiden tuotto oli elokuussa päämarkkinoilla negatiivinen. Varsinkin Yhdysvaltojen osakkeiden kurssit laskivat sekä Syyrian että korkospekulaatioiden seurauksena. Myös eurooppalaiset ja kehittyvien markkinoiden kurssit laskivat keskimäärin, mutta esimerkiksi Kiinan markkinoiden tuotto oli positiivinen. Myös Suomen osakemarkkinoiden tuotto oli selvästi positiivinen, sillä elokuun alussa tulosjulkistukset nostivat kurssia tuntuvasti ja kuun lopun lasku ei riittänyt kääntämään tuottoa miinukselle. Kehittyvien markkinoiden maakohtaisessa tuottokehityksessä on ollut tuntuja eroja alkuvuonna. Varsinkin, kun osakemarkkinoiden kokonaistuoton kehityksessä huomioidaan sijoittajalle relevantti valuuttakurssikehitys. Nyrkkisääntönä voidaan sanoa, että ne maat, joilla on tuntuva vaihtotaseen alijäämä ovat osakemarkkinoilla ja valuuttamarkkinoilla kehittyneet erityisen huonosti. Näitä maita ovat esimerkiksi Etelä-Afrikka, Intia, Brasilia ja Turkki. Ja vastaavasti tasapainoisen tai ylijäämäisen vaihtotaseen maat ovat menestyneet tuntuvasti paremmin, kuten Kiina, Etelä-Korea ja Taiwan. Tänä vuonna EM osakkeissa ja korkosijoituksissa on ollut heikko tuotto, kun teollisuusmaiden sijoittajat ovat vähentäneet sijoituksiaan laajasti kaikissa EM omaisuusluokissa. Maiden eroja aletaan nyt huomioida enemmän.



- Keskuspankit rauhoittivat markkinoiden pelkoja heinäkuussa, mutta koska elokuussa keskuspankit tyypillisesti eivät pidä kokouksiaan, markkinoiden korkospekulaatiot alkoivat uudelleen. Yhdysvaltojen FED kokoontuu vasta 18.9. joten veikkailua siitä, miten FED aikanaan vähentää arvopaperiostojaan jatketaan koko syyskuu. Arviomme mukaan keskuspankki tulee toimimaan juuri niin kuin se on ilmoittanut, eli mitään ennalta määrättyä politiikkaa ei ole, vaan talouden kehitys ohjaa päätöksiä. Yhdysvaltojen talouden elpymisen tärkein moottori finanssikriisin jälkeen on ollut asuntomarkkinoiden elpyminen ja FED:llä ei ole varaa taittaa tätä kehitystä. Jo nyt tapahtunut pitkien korkojen nousu on vähentänyt uusien asuntolainahakemusten määrää tuntuvasti ja uusien asuntojen kauppa supistui heinäkuussa vajaat 14 %. Koska FED:n arvopaperiostot kohdistuvat valtionlainojen ohella arvopaperimuotoisten asuntolainojen markkinoille, on todennäköistä, että FED arvioi huomattavan varovasti muutoksia politiikassaan.

Myöskään euroalueella ei ole tosiasiaa juurikaan kasvun eväitä, vaikka erilaiset suhdannekyselyt ovat olleet loppukesällä varsin positiivisia. Kyse on siten enemmän laskun päättymisestä, kuin nopean kasvun käynnistymisestä. Yksityistä kulutusta rajoittaa ostovoiman kasvu sillä palkkojen nousupaineet ovat vähäisiä, työllisyystilanne heikko ja verotusta ei tulla ainakaan keventämään lähivuosina. Saksa muodostaa tässä ainoan poikkeuksen. Myöskään yritysten investointien kasvua on vaikea nähdä tilanteessa, jossa pankkien kyky rahoittaa pk-yrityksiä on hyvin heikko. Asuntorakentamisen elpymistä on vaikea nähdä muualla kuin Saksassa. Viennin kasvua taas rajoittaa vahvistunut eurovaluutta, joka on aivan liian vahva useimpien euromaiden kilpailukyvyille. Jälleen voidaan todeta, että vain Saksa tulee toimeen tämänhetkisen euronkurssin kanssa. Eräänlaisen harhan euroalueen tilanteeseen on aiheuttanut myös se, että mitään eurokriisiin liittyviä ikäviä asioita (Kreikan uusi tukipaketti, Espanjan pankkien tilanne, Portugalin ongelmat, ne.) ei ole haluttu ottaa käsittelyyn Saksan liittopäivävaalien alla. Loppuvuonna palataan tältäkin osalta takaisin normaalitilanteeseen.

		Elokuu	YTD	2012
Osakkeet				
Kehittyvät markkinat	MSCI EM TR	-1,0 %	-10,2 %	16,4 %
Suomi	OMX Helsinki Cap GI	2,6 %	12,2 %	15,5 %
Eurooppa	STOXX 600 TR	-0,5 %	8,9 %	18,2 %
Yhdysvallat	S&P 500 TR	-2,4 %	16,1 %	13,9 %
Hyödykkeet				
Hyödykkeet	S&P GSCI TR	3,9 %	2,5 %	-1,7 %
Korot				
Yrityslainat HY	iBoxx EUR Liquid HY	0,3 %	3,5 %	22,8 %
Yrityslainat IG	BarCap EuroAgg Corporate	-0,2 %	0,7 %	13,6 %
Valtionlainat	JPM GBI Emu	-0,6 %	0,3 %	11,4 %
Käteinen				
Käteinen	Eonia Index	0,01 %	0,05 %	0,23 %
Front Varainhoito				
Front Strukturi (rahasto)		-0,6 %	-2,2 %	16,2 %
Front Strategia		-0,4 %	-1,5 %	15,2 %
Front Suomi		3,1 %	10,7 %	20,1 %
Front Osake		-1,3 %	-3,0 %	14,9 %
Front Korko		-0,3 %	-0,2 %	13,9 %
Front Maltillinen		-0,5 %	-0,9 %	

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

Front sijoitusstrategia: Energiahyödykkeitä vähennettiin

- Elokuussa Frontin sijoitusstrategiaa muutettiin lähinnä hyödykkeiden osalta. Osakkeiden painoa oli lisätty kolmeen otteeseen kesäkuussa yhteensä 4,5 %-yksikköä, kun kurssit olivat laskeneet tuntuvasti. Näiden ostojen jälkeen osakkeiden ylipaino neutraaliallokaation verrattuna oli tuntuva ja käteisen määrä hyvin vähäinen. Elokuun alussa myytiin energiahyödykekoriin sijoitettavaa ETF:ää yhdellä prosenttiyksikköä. Syyrian tilanteen edelleen vaikuttaessa raakaöljyn hintaa nostavasti em. energia ETF:ää myytiin lisää yhdellä prosenttiyksiköllä. Myynneistä saadut varat menivät käteiseen. Myös suomalaisia osakkeita vähennettiin elokuun puolivälissä prosenttiyksiköllä, kun Syyrian tilanne alkoi vaikuttaa osakemarkkinoihin. Suomalaisia osakkeita oli lisätty kesäkuun puolivälissä vastaavalla määrällä.
- Markkinakehitys vastasi kohtuullisesti sijoitusstrategiaamme elokuussa, sillä HY yritysainat ja hyödykkeet olivat ylipainossa sijoitusstrategiassa. Koska valtaosa omaisuusluokista ja eri markkinoista kuitenkin tuotti miinusta elokuussa, kokonaistuotot jäivät miinukselle Suomiosakkeita lukuun ottamatta.



- Lähiviikot ovat tapahtumarikkaat sijoitusmarkkinoilla. Akuutti epävarmuustekijä, Syyrian tilanne ja Yhdysvaltojen mahdolliset ilmaiskut Syyrian hallintoon ja sotilasvoimiin toteutettaneen jo lähiviikkoina. Kasvojensa säilyttämiseksi Yhdysvallat toteuttaa iskut, mutta tuskin on valmis samanlaiseen iltatukeen kapinallisille kuin esimerkiksi Libyan kansannousun yhteydessä. Toisaalta Iran tuskin liittyy konfliktiin, mutta uhittelua joudutaan hetkellisesti lisäämään. Osake- korko- ja hyödykemarkkinoille Syyrian tilanne aiheuttanee vain tilapäisen häiriön, jonka vaikutus vaimentuu nopeasti.
- Euroalueella Saksan liittopäivävaalien tulos ei aiheuttane suurta yllätystä, mutta vaalien jälkeen on todennäköistä, että 1) Saksan perustuslakituomioistuin antaa päätöksensä EKP:n OMT-ohjelmasta. Todennäköisesti ohjelma todetaan lailliseksi, mutta päätös edellyttää määrällisten rajoitteiden asettamista joukkolainaostoille. 2) Ongelmamaiden tilanteet nousevat jälleen fokukseen ja ainakin Kreikan uusi tukiohjelma (tai velkojen leikkaus) joudutaan runnomaan läpi euromaiden kesken. 3) EKP todennäköisesti joutuu esittelemään

uusia toimenpiteitä pankkien antolainauksen helpottamiseksi erityisesti pk yrityksille. On myös todennäköistä, että euron ylivahva arvo valuuttamarkkinoilla herättää kasvavaa kritiikkiä EKP:ta kohtaan loppuvuonna. On hyvä muistaa, että vuoden 2014 alussa Japanin keskuspankki aloittaa systemaattiset valuuttainterventiot jenin heikentämiseksi valuuttamarkkinoilla.

- › Yhdysvalloissa FED kokoontuu syyskuussa, lokakuussa ja joulukuussa. Markkinoiden spekulatio kiihtyy aina viimeistään kokousten alla arvopapereiden osto-ohjelman kohtalosta. Yhdysvalloissa liittovaltion velkakatto ja nk. Fiscal Cliff riita pääpuolueiden välillä palaa agendalle viimeistään lokakuussa, johon saakka nykyiset velanottovaltuudet riittävät.
- › Edellä mainituista epävarmuustekijöistä huolimatta osakemarkkinoiden perusvire säilynee positiivisena. Erityisesti Kiinan talousnäkyvien kohentuminen loppukesällä tukee globaalia taloutta ja vähentää suhdanteisiin liittyvää epävarmuutta. Tällä hetkellä (6.9.2013) Frontin sijoitusstrategia perustuu seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:
 - 1) Maailmantalouden kasvu elpyy 2014, mutta varsinkin euroalueen kestävä elpyminen on epätodennäköistä, ellei euroalueen luottolamalle ja euron ylivahvalle valuuttakurssille saada tehtyä jotakin. Todennäköisesti EKP esittelee syksyllä uusia erityistoimia luottolaman taittamiseksi. Riski ilmapiirin heikentymisestä on kuitenkin suuri, sillä useat ongelmat (Kreikka jne...) vaativat uusia toimia. Kasvun eväät ovat perimmäiltään heikot euroalueella lähivuosina.
 - 2) Yhdysvalloissa keskuspankki joutuu jatkamaan keveää rahapolitiikkaa vielä pitkään, jotta talouskasvu ja työllisyyden hidaskohentuminen saadaan pidettyä käynnissä. Varsinkaan asuntomarkkinoiden tilanne ei kestä pitkien joukkolainakorkojen merkittävää nousua. Nk. Fiscal Cliff:iin liittyvä poliittinen ristiriita saadaan todennäköisesti siirrettyä syksyllä eteenpäin aina vuoden 2014 syksyn välivaalien jälkeiseen ajankohtaan.
 - 3) Kiinan talous yllätti markkinat jälleen positiivisuudellaan loppukesällä ja useat uhkakuvat, joita oli maalattu alkukesällä eivät ole toteutuneet. Päinvastoin, kaikki keskeiset taloustilastot (ulkomaankauppa, teollisuustuotanto, vähittäiskauppa ym.) ja indikaattorit, kuten suhdannekyselyt viittaavat siihen, että Kiina saavuttaa helposti tavoitellun 7,5 % BKT:n kasvun tänä vuonna. Lisäksi vähittäiset uudistukset, kuten tuntuvat verohelpotukset pk-yrityksille ja pankkien antolainauskorkojen säännöstelyn purkaminen tukee talouden rakennemuutosta. Ylijäämäisenä taloutena Kiinalla on varaa kaikessa rauhassa toteuttaa sekä elvyttävää talouspolitiikkaa että rakenneuudistuksia.
 - 4) Inflaatiopaineet ovat hyvin vähäisiä koko maailmantaloudessa. Lisäksi Japanin aloittama devalvaatiopolitiikka on muuttanut merkittävästi kaikkien OECD-maiden keskuspankkien tilannetta, sillä mikään maa ei voi riskeerata talouskasvuun liian korkeiden korkojen aiheuttaman valuutan vahvistumisen vuoksi. Keveä rahapolitiikka jatkuu siten huomattavasti pidempään kuin markkinat tällä hetkellä arvioivat.
 - 5) On todennäköistä, että sijoitusmarkkinoiden epävarmuus vaihtelee jatkossakin. Syyrian tilanne vaikuttanee vain hetkellisesti markkinoihin. Syys-lokakuussa on riski siitä, että sekä Yhdysvalloissa että euroalueella ajaututaan ainakin hetkellisesti vaikeisiin tilanteisiin lähinnä politiikkaan liittyvän epävarmuuden vuoksi. Sekä korkojen että osakekurssien kehitykseen liittyy siten aika ajoin vaihtelua ja kurssien korjausliikkeet vaihtelevat nousujaksojen kanssa. Sijoitusstrategia pyrkii hyödyntämään näitä markkinaliikkeitä lisäämällä ja vähentämällä aika ajoin sijoitusriskiä. Huhtikuussa ja varsinkin kesäkuussa osakeriskiä lisättiin, kun kurssit olivat laskeneet tuntuvasti.
 - 6) Vaikka osakekurssit ovat nousseet tänä vuonna tuntuvasti, ovat osakkeet omaisuusluokkana arvostukseltaan edelleen kohtuullisesti arvostettuja. Osakkeet ovat myös edullisia suhteessa korkoinstrumentteihin, mutta eivät enää niin ylivoimaisia kuin esim. vuosi sitten. Varsinkin EM-osakkeet ovat arvostukseltaan edullisia. Pitkällä aikavälillä arvioimme EM-maiden yritysten tulospääntökasvun olevan vahvempaa verrattuna

DM maiden yhtiöihin tuloskasvuun. On todennäköistä, että eri EM maiden osakkeiden kehitys jatkaa eriytymistään ja vahvin kehitys on odotettavissa niissä maissa, joiden maksutase on vahva.

- 7) Korkosalkun korkoriski on ollut koko vuoden vähäisempi kuin nk. neutraaliallokaatioissa. Vaikka arvioimme, että inflaatio ei olennaisesti kiihdy lähivuosina, on todennäköistä, että korkomarkkinoilla pitkät korot aika ajoin nousevat markkinoiden spekuloidessa keskuspankkien toiminnasta kuten kesällä. Tuoton ja riskin näkökulmasta sekä hyvin taloutensa hoitaneiden maiden että euroalueen kriisimaiden valtionlainat ovat tällä hetkellä erityisen yliarvostettuja ja niihin ei sijoiteta juuri lainkaan. Sitä vastoin HY-yrityslainat ovat tuotto-odotukseltaan edelleen parempia kuin valtionlainat ja erityisesti lähiaikojen riskeihin suhteutettuna.
- 8) Hyödykkeiden hinnat ovat laskeneet liian paljon suhteessa elpyvään maailmantalouteen ja siihen rakenteelliseen kysynnän kasvuun, joka tulee kehittyvistä talouksista. Toisaalta hyödykkeiden roolia on tarkoitus muuttaa jatkossa opportunistisempaan suuntaan sijoitusstrategiassa. Mikäli hyödykehinnat nousevat voimakkaasti jonkin kriisin (esim. Syyria) tai erityistilanteen (kesän 2012 kuivuus ja heikot sadot) vuoksi, ko. hyödykekorista voidaan luopua kokonaan pitkäksiin aikaan.
- 9) Osakesijoituksia painotetaan voimakkaasti euroalueen ulkopuolisiin maihin, sillä erityisesti euroalueen kotimarkkinayritysten näkymiin liittyy merkittävää epävarmuutta eurokriisin ja alueen syvien rakenteellisten ongelmien vuoksi. Vahvan ja globaalisti toimivan teollisuutensa vuoksi 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 rahoitustasapaino on hyvä ja talouden kasvunäkymät keskimääräistä paremmat, kuten Aasian kehittyvät taloudet, ovat tuntuvassa ylipainossa. Myös Japani on edelleen ylipainossa (ja ylipainoa kasvatettiin kesäkuun puolivälissä), sillä Japanin devalvaatiopolitiikka hyödyttää nimenomaan osakesijoittajaa. Yhdysvallat on tällä hetkellä neutraalipainossa, minkä lisäksi salkun hajautusta on täydennetty Australian ja Kanadan osakkeilla.

Frontin allokaationäkemys 5.9.2013

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	-- - 0 + ++			
Valtionlainat		6,2%	15,0%	-8,8%
Yrityslainat				
Korkea riski (HY)		20,9%	10,0%	10,9%
Matala riski (IG)		13,4%	25,0%	-11,6%
Osakkeet				
Kehittyvät (EM)		24,3%	20,0%	4,3%
Kehittyneet (DM)		23,8%	20,0%	3,8%
Hyödykkeet		6,2%	5,0%	1,2%
Käteinen		5,1%	5,0%	0,1%

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. Front Capital Oy on Sijoittajien Korvausrahaoston 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.

