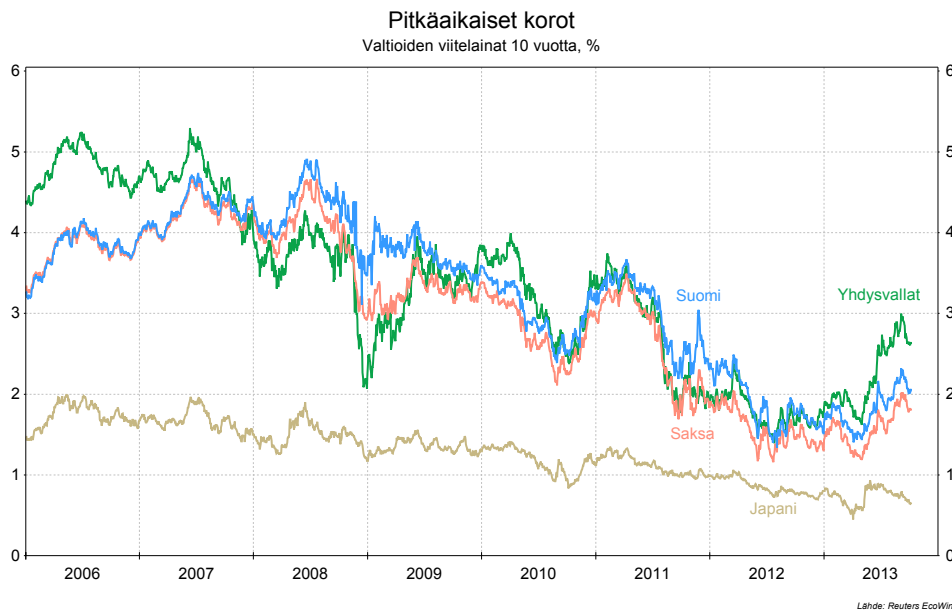


10

Syyrian kriisistä Yhdysvaltojen budjettiriitelyyn

- Elokuussa Syyrian kriisi oli huomattavasti esillä sijoitusmarkkinoilla. Kriisi vaimeni nopeasti syyskuussa, kun Yhdysvallat, Venäjä ja Syyrian hallinto pääsivät sopuun kemiallisten aseiden tuhoamisohjelmasta ja Yhdysvallat pidättäytyi ilmaiskusta Syyriassa. Samalla raakaöljyn hintapiikki taittui. Syyskuussa sijoitusmarkkinoiden huomio kiinnittyikin pitkälti Yhdysvaltojen keskuspankin (FED) 18.9. avomarkkinakomitean (FOMC) kokoukseen, jossa linjattiin jälleen rahapolitiikkaa. Toisin kuin markkinoilla yleisesti odotettiin, FED pidättäytyi muuttamasta politiikkaansa. Sinänsä päätöksessä ei olisi pitänyt olla mitään yllättävää, sillä keskuspankin edustajat olivat jo aiemmin useaan otteeseen ilmoittaneet, että keskuspankin politiikassa ei ole mitään ennalta määrättyä ohjelmaa arvopapereiden ostojen vähentämisestä, vaan keskuspankki toimii talouden tilanteen mukaan. Päätöksensä perusteluissa FED mainitsi mm., että joukkolainakorkojen nousu oli selvästi heikentänyt mm. asuntolainojen kysyntää ja lokakuussa häämötti yleistä talouden epävarmuutta lisäävät liittovaltion budjetin tasapainottamiseen ja velkakattoon liittyvät pääpuolueiden neuvottelut. Joukkolainakorkojen nousu oli taittunut jo hieman ennen FED:n kokousta, mutta korkojen lasku sai lisää vauhtia syyskuun jälkipuoliskolla. Yhdysvaltojen valtionlainojen korkojen lasku tarttui myös euroalueen joukkolainakorkoihin. Korkosijoittaja saikin syyskuussa hyvän tuoton sekä valtionlainoille että yrityslainoille.



- Osakemarkkinoiden perusvire on Syyrian tilanteesta huolimatta ollut loppukesällä ja alkusyksyllä varsin positiivinen, sillä Euroopasta ja varsinkin Kiinasta saatiin edelleen syyskuussa talustilastoja, jotka tukivat näkemystä suhdanteiden vahvistumisesta. Myös lokakuun alussa julkistettu neljännesvuosittainen Tankan barometri kertoi yritysten luottamuksen merkittävästä vahvistumisesta Japanissa. Osakemarkkinat tuottivat hyvin syyskuussa kehittyvillä markkinoilla, Euroopassa ja varsinkin Suomessa. Suomessa kurssinousua kiihdytti Nokian ilmoittama matkapuhelinliiketoiminnan myynti ja eräiden suurten yritysten, kuten Koneen ja Neste Oilin positiiviset tulosvaroitukset. Yhdysvalloissa osakemarkkinoiden tuotto jäi sitä vastoin vaatimattomaksi, sillä dollari heikentyi valuuttamarkkinoilla ja osakemarkkinoita alkoi kuun lopulla painaa epävarmuus liittyen pääpuolueiden riitelyyn liittovaltion budjetista ja velkakatosta.
- Lokakuun alkupuolella markkinoiden huomio tulee keskittymään Yhdysvaltojen budjettineuvotteluihin. Demokraattien ja republikaanien tulisi päästä sopuun siitä, että liittovaltio voi käyttää liittovaltion menoihin varoja 1.10. alkaneena budjettivuotena ja että liittovaltion velkaantumista rajoittavaa ”velkakattoa” korotetaan. Yhdysvaltojen

valtionvarainministeriö on arvioinut, että ilman velkakaton korotusta liittovaltion varat riittävät 17.10. saakka ja että tämän jälkeen on suuri riski siitä, että liittovaltio ei kykenisi vastaamaan erääntyvistä veloistaan. Sovun todennäköisyys on suuri ennen 17.10. sillä poliittisesti kummallekaan pääpuolueelle ei ole järkevää ottaa niskoilleen riitapukarin leimaa, joka itsekkäistä poliittisista syistä on valmis vaarantamaan liittovaltion ja koko Yhdysvaltojen talouden toiminnan.

- Lokakuussa yritykset aloittavat jälleen osavuositulosten julkistukset ja on todennäköistä, että markkinoiden huomio keskittyy loppukuusta tulosten ja yritysten näkymien arviointiin. Todennäköisesti tälläkään neljänneksellä ei tulla näkemään suuria yllätyksiä, vaan yritysten tulokset on osattu (keskimäärin) ennakoida varsin tarkasti. Osakemarkkinoille tämä olisi positiivista. Myöskään seuraavan FED:n kokoukseen lokakuun lopussa ei liittynyt yhtä paljon spekulaatioita kuin syyskuun kokoukseen, sillä perusteet rahapolitiikan säilyttämiseksi ennallaan ovat samat kuin kuukausi sitten. Lisäksi FED pääjohtajan vaihdos saattaa merkitä sitä, että eroava pääjohtaja ei halua tehdä enää suuria muutoksia rahapolitiikan linjaan toimikautensa viimeisinä kuukausina.

Euroalueella Saksan liittopäivävaalien jälkeen voidaan odottaa Saksan perustuslakituomioistuimen päätöstä EKP:n OMT ohjelmasta. Ennen sitä EKP tuskin ryhtyy uusiin avauksiin nk. poikkeuksellisten rahapolitiittisten toimien osalta. Paineet tähän ovat kuitenkin kasvussa, sillä luottolama jatkuu, Kreikan tilanne on jälleen kärjistyksessä ja Slovenia saattaa olla uusi tukea tarvitseva maa. Myös suhdannekehityksestä on saatu kesän jälkeen negatiivisempia tietoja, kun mm. Saksan teollisuuden uudet tilaukset ovat jatkaneet laskuaan loppukesällä. Kaiken kaikkiaan suhdanneoptimismi on euroalueella katteetonta, jos EKP ei tee mitään ylivahvalle euron valuuttakurssille ja pankkijärjestelmän luottolamalle.

		Syyskuu	YTD	2012
Osakkeet				
Kehittyvät markkinat	MSCI EM TR	3,7 %	-6,8 %	16,4 %
Suomi	OMX Helsinki Cap GI	9,9 %	23,3 %	15,5 %
Eurooppa	STOXX 600 TR	4,5 %	13,9 %	18,2 %
Yhdysvallat	S&P 500 TR	0,6 %	16,8 %	13,9 %
Hyödykkeet				
Hyödykkeet	S&P GSCI TR	-5,7 %	-3,3 %	-1,7 %
Korot				
Yrityslainat HY	iBoxx EUR Liquid HY	1,0 %	4,5 %	22,8 %
Yrityslainat IG	BarCap EuroAgg Corporate	0,7 %	1,4 %	13,6 %
Valtionlainat	JPM GBI Emu	0,7 %	1,1 %	11,4 %
Käteinen				
Käteinen	Eonia Index	0,01 %	0,06 %	0,23 %
Front Varainhoito				
Front Strukturi (rahasto)		5,1 %	2,8 %	16,2 %
Front Strategia		2,5 %	0,9 %	15,2 %
Front Suomi		5,7 %	17,0 %	20,1 %
Front Osake		4,6 %	1,5 %	14,9 %
Front Korko		1,1 %	0,9 %	13,9 %
Front Maltillinen		2,0 %	1,0 %	

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

Front sijoitusstrategia: Korkostrategiaa ja osakeallokatiota muutettiin

- Syyskuussa ja lokakuun alussa Frontin sijoitusstrategiaa muutettiin sekä korkostrategian että osakeallokation osalta. Lisäksi syyskuussa myytiin loput energia-hyödykekoriin sijoittavaa ETF:ää, kun Syyrian tilanne alkoi ratketa ”rauhanomaisesti” ja Yhdysvaltojen iskujen todennäköisyys hiipui. Korkostrategiaa muutettiin merkittävästi syyskuun puolivälissä, kun joukkolainakorot olivat huipussaan. Päivää ennen Yhdysvaltojen keskuspankin 18.9. kokousta ja heti sen jälkeen ostettiin juoksuajaltaan pitkäaikaisia yrityslainoja ja valtionlainoja niin, että koko korkosalkun korkoriski (duraatio) kasvoi tuntuvasti. Salkun duraatio vastaa nyt likimain vertailusalkun duraatiota, eli varovaisen korkoriskin strategiasta siirryttiin neutraaliin korkostrategiaan. Arviomme mukaan korkojen nousupiikki on tällä erää ohi ja korkosalkussa voidaan ottaa hieman enemmän riskiä samalla, kun salkun juokseva tuotto nousi korkeammaksi ostettujen pitkien joukkolainojen ansiosta.
- Osakkeiden painoa oli lisätty kolmeen otteeseen kesäkuussa yhteensä 4,5 %-yksikköä, kun kurssit olivat laskeneet tuntuvasti. Näiden ostojen jälkeen osakkeiden ylipaino neutraaliallokation verrattuna oli tuntuva. Kesällä ja syyskuussa tapahtuneen voimakkaan kurssinousun jälkeen osakeriskiä on pienennetty. Elokuussa myytiin yhdellä prosenttiyksiköllä osakkeita, syyskuun lopussa kahdella prosenttiyksiköllä ja vielä lokakuun alussa yhdellä prosenttiyksiköllä osakkeita. Osakkeita ostettiin kuitenkin jo 9.10. hieman takaisin, kun kurssit olivat laskeneet lokakuun toisella viikolla nimenomaan Yhdysvalloissa. Syyskuussa ja lokakuussa myytiin Yhdysvaltojen ja Venäjän osakkeita. Osakkeet ovat näiden myyntien (ja ostojen) jälkeen edelleen ylipainossa, mutta selvästi vähemmän kuin kesäkuun lopussa.

Syyskuun markkinakehitys vastasi hyvin sijoitusstrategiaamme, sillä ylipainossa olleet osakkeet tuottivat erinomaisesti. Varsinkin kehittyvien markkinoiden osakkeiden tuotto oli vahva. Korkostrategian muutos osui myös lähes nappiin, sillä joukkolainakorot kääntyivät laskuun syyskuussa ja korkosalkun duraation pidennys paransi kokonaistuottoa. Myös energia-hyödykeiden myynnit loppukesällä ja syksyllä osuivat korkeiden hintojen ajankohtaan.



- › Syyskuun lopulla ja lokakuussa Syyrian tilanne oli jo pitkälti poistunut sijoittajien agendalta ja uutisvirran alkoi täyttää Yhdysvaltojen valtapuolueiden kiistely maan budjetin tasapainottamisesta ja nk. velkakaton nostosta. Tuttuun tapansa poliitikot synnyttävät kiistelyllään epävarmuutta, mutta kumpikaan osapuoli ei halua antaa periksi liian helposti. Toisaalta kumpikin osapuoli pyrkii toimimaan siten, että liittovaltion toiminnan halvaantuminen ei olisi omaa, vaan vastapuolen syytä. Sopu tulee saavuttaa lokakuun 17. päivään mennessä, johon saakka nykyisten velanottovaltuuksien katsotaan riittävän. Perimmiltään kiistat (esim. liittyen terveydenhuoltoon) ovat ideologisia ja niitä ei varmasti kyetä ratkaisemaan nyt lokakuussa, joten jonkinlainen sopu on odotettavissa lähiviikkoina. Vasta ensi vuoden marraskuun välivaalien jälkeen nähdään, kumpi puoli on vahvempi a) toteuttamaan tai b) torjumaan demokraattien presidentin agendaa nelivuotisen valtakauden kahdeksi viimeiseksi vuodeksi. Ennen tätä sopua muut tekijät, kuten yritysten tuloskausi jää vähälle huomiolle. Budjettiriitely on kuitenkin jo vahingoittanut Yhdysvaltojen talouskasvua, joten on todennäköistä, että FED ei tee muutoksia politiikkaansa lokakuun lopun kokouksessaan.
- › Kuten Syyrian tilanne, Yhdysvaltojen budjettiriitely jäänee vaikutuksiltaan lyhytaikaiseksi sijoitusmarkkinoilla. Suhteellisesti se kuitenkin suosii esim. Aasian markkinoita, sillä ne edustavat nyt poliittista vakautta ja vahvaa talouskasvua Yhdysvaltojen ja Euroalueen sekavuuden rinnalla. Tällä hetkellä (9.10.2013) Frontin sijoitusstrategia perustuu seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:
 - 1) On todennäköistä, että sijoitusmarkkinoiden epävarmuus vaihtelee jatkossakin (elokuussa Syyria, syys-lokakuussa Yhdysvaltojen budjettineuvottelut) joten korkojen ja osakekurssien kehitykseen liittyy aika ajoin tilapäistä vaihtelua. Sijoitusstrategia pyrkii hyödyntämään näitä markkinaliikkeitä lisäämällä ja vähentämällä aika ajoin sijoitusriskiä. Yhdysvaltojen liittovaltion budjettiin ja velkakattoon liittyvä pääpuolueiden riitely saadaan todennäköisesti siirrettyä eteenpäin (esim. syksyn 2014 välivaalien jälkeiseen aikaan) jo lähiviikkoina. Riitelyn negatiivinen vaikutus osake- ja korkomarkkinoille jäänee siten tilapäiseksi. Syys-lokakuussa osakeriskiä pienennettiin em. riskin vuoksi.
 - 2) Sinänsä sekä osake- että korkosijoittajan näkymät hieman pidemmällä aikavälillä ovat varsin positiiviset, sillä maailmantalouden kasvu elpyy 2014 ilman, että inflaatio olisi kiihtymässä. Merkittävimmät positiiviset yllätykset maailmantaloudessa on odotettavissa Kiinan ja laajemminkin Aasian talouksien kehityksessä. Yhdysvaltojen keskuspankki joutuu jatkamaan keveää rahapolitiikkaa vielä pitkään, jotta talouskasvu ja työllisyyden hidas kohentuminen saadaan pidettyä käynnissä. Varsinkaan asuntomarkkinoiden tilanne ei kestä pitkien joukkolainakorkojen merkittävää nousua. Kesällä nähty joukkolainakorkojen nousu jäänee korkopiikiksi ja pitkien korkojen trendinomaista nousua ei ole näköpiirissä.
 - 3) 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.
 - 4) Lyhytaikaisten korkojen nousua ei ole siis näköpiirissä. Euroalueella talouden kestävä elpyminen edellyttää, että EKP tekee luottolamalle ja euron ylivahvalle valuuttakurssille jotakin. Todennäköisesti EKP esittelee syksyllä uusia erityistoimia luottolaman taittamiseksi. Myös ohjaukorkojen lasku on mahdollinen. Riski ilmapiirin heikentymisestä on kuitenkin suuri, sillä useat ongelmat (Kreikka jne...) vaativat uusia toimia ja kasvun eväät ovat euroalueella perimmiltään heikot.
 - 5) Korkosalkun korkoriski oli koko alkuvuoden vähäisempi kuin nk. neutraaliallokaatioissa. Syyskuussa korkosalkun korkoriskiä kasvatettiin ja nyt salkun duraatio vastaa likimain nk. vertailusalkun duraatiota. Korkomarkkinoilla pitkät korot aika ajoin nousevat markkinoiden spekuloidessa keskuspankkien toiminnasta kuten tämän vuoden kesällä.

Tällä hetkellä koroissa ei ole nousupainetta. Tuoton ja riskin näkökulmasta sekä hyvin taloutensa hoitaneiden maiden että euroalueen kriisimaiden valtionlainat ovat kuitenkin alipainotettuna ja korkostrategia painottaa merkittävästi yritysainoia. Varsinkin HY-yrityslainat ovat tuotto-odotukseltaan edelleen parempia kuin valtionlainat ja erityisesti pitkän aikavälin riskeihin suhteutettuna.

- 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 tuloskasvun olevan vahvempaa verrattuna DM-maiden yhtiöiden tuloskasvuun. On todennäköistä, että eri EM-maiden osakkeiden kehitys jatkaa eriytymistään ja vahvin kehitys on odotettavissa niissä maissa, joiden maksutase on vahva.
- 7) 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 alipainossa, minkä lisäksi salkun hajautusta on täydennetty Australian ja Kanadan osakkeilla.
- 8) Hyödykkeiden rooli sijoitusstrategiassa on varsin opportunistinen. Mikäli hyödykehinnat nousevat voimakkaasti jonkin kriisin (esim. Syyria) tai erityistilanteen (kesän 2012 kuivuus ja heikot sadot) vuoksi, ko. hyödykekorista voidaan luopua kokonaan pitkäksikin aikaan. Näin tehtiin energian osalta nyt loppukesällä.

Frontin allokaationäkemys 9.10.2013

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	-- - 0 + ++			
Valtionlainat		7,3%	15,0%	-7,7%
Yrityslainat				
Korkea riski (HY)		21,0%	10,0%	11,0%
Matala riski (IG)		15,4%	25,0%	-9,6%
Osakkeet				
Kehittyvät (EM)		23,9%	20,0%	3,9%
Kehittyneet (DM)		22,5%	20,0%	2,5%
Hyödykkeet		3,1%	5,0%	-1,9%
Käteinen		6,7%	5,0%	1,7%

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 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.

