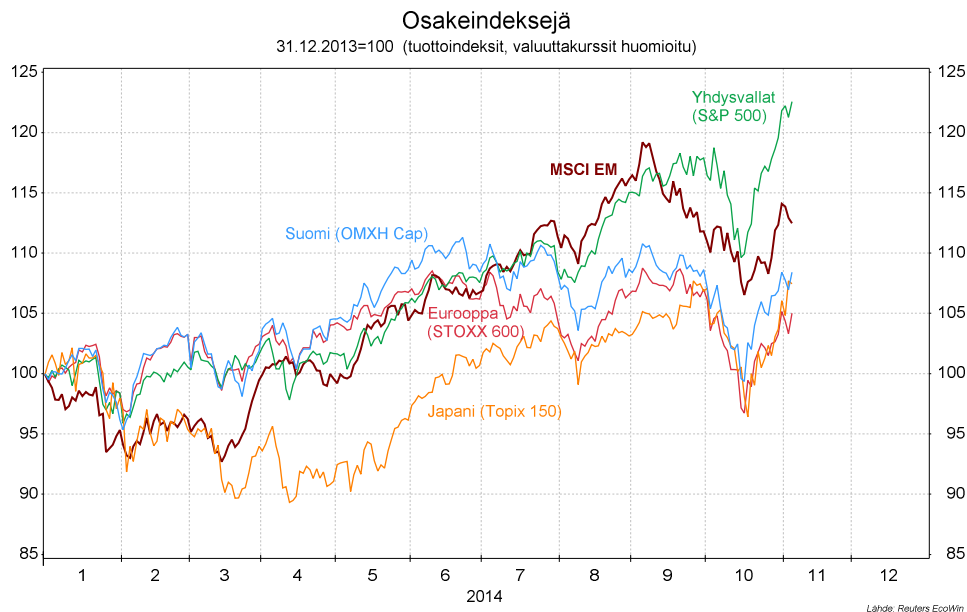


# 11

## Sijoitusmarkkinat myllerryksessä lokakuussa

- Lokakuussa sijoitusmarkkinoilla nähtiin suurta hintaheiluntaa. Osakemarkkinoilla kurssilasku kuun alkupuolella oli tuntuva, kuten myös toipuminen loppukuussa. Valuuttamarkkinoilla euron heikentyminen jatkui kuten myös Venäjän ruplan lähes romahduksenomainen arvon lasku. Hyödykemarkkinoilla energian hintojen radikaali lasku on erityisen merkittävää energian tuottajien kannalta. Myös korkomarkkinoilla tapahtui paljon ja korot vaihtelivat totuttua enemmän.
- Kehittyneiden maiden (DM) osakkeiden kurssilasku tapahtui varsin nopeasti lokakuussa ja kuun puolivälissä päämarkkinat olivat pahimmillaan 6-9 prosenttia miinuksella syyskuun lopusta. Hämmäntävää markkinaliikkeessä oli se, että kurssilaskua ei voitu perustella millään ratkaisevasti heikommalla talousuutisella tai -tilastolla. Myöskään yritysten alkanut tuloskausi ei puoltanut voimakasta kurssilaskua, pikemminkin päinvastoin. Kyse oli siten täysin sijoittajien markkinatunnelman (nk. sentimentin) vaihteluihin liittynyt tekninen korjausliike. Osakemarkkinoiden pitkä nousu ja vahva alkuvuosi ovat ruokkineet keskustelua kurssien liian voimakkaasta noususta ja yhtiöiden korkeasta arvostustasosta, joten itse itseään ruokkiva lasku voi käynnistyä helpostikin. Siksi oli varsin odotettua, että voimakasta laskua seurasi kuun lopulla osakekurssien palautuminen. Toki markkinoiden välillä oli eroja ja Eurooppalaiset osakeindeksien palautuminen kuun lopulla oli vaisumpaa kuin muilla päämarkkinoilla. Euroopan talousnäkymät ovatkin heikentyneet syksyllä ja mm. EU:n komissio alensi jälleen EU-maiden kasvuennusteita sekä kuluvaan että ensi vuoden osalta. EM-pörssien lasku jäi lokakuussa selvästi vähäisemmäksi ja kuukausituotto oli lopulta tukevasti plussalla. Toisaalta EM-osakkeet olivat laskeneet tuntuvasti jo syyskuussa.



- Korkomarkkinoilla myllerrys näkyi epävarmuuden kasvuna, mikä heijastui HY-yrityslainojen riskilisän kasvuna lokakuun alkupuolella. Tilanne rauhoittui kuun lopulla, mutta korkoero jäi silti koholle kesäkuukausien tilanteeseen verrattuna. Euroalueella valtionlainakorkojen rauhattomuutta lisäsi uudelleen virinneet spekulatiot Kreikan velkatilanteesta sekä Italian kyvystä selvittää velkataakastaan talousnäkymien heikentyessä. Markkinareaktiot jäivät kuitenkin varsin maltillisiksi. Sinänsä keskuspankit eivät tuottaneet yllätyksiä vasta kuin lokakuun lopulla, jolloin Japanin keskuspankki (BoJ) ilmoitti laajentavansa arvopapereiden osto-ohjelmaa. Japanin jeni heikkeni välittömästi ja osakekurssit kiittivät reippaalla

kurssinousulla loka-marraskuun vaihteessa. Osaltaan japanilaisten osakkeiden kurssinousua vauhditti erään merkittävän instituutiosijoittajan ilmoitus lisätä tuntuvasti japanilaisten osakkeiden osuutta sijoitussalkussaan. Yhdysvalloissa FED päätti lokakuun lopussa luopua lopustakin arvopaperiostoistaan – aivan, kuten se oli jo aiemmin indikoinut.

- › Lokakuun tuloskausi on tukenut osakekursseja, kuten myös republikaanien voitto Yhdysvaltojen nk. välivaaleissa. Yritysten tulokset ovat olleet pääsääntöisesti odotuksia parempia, mutta tämä ei ole perustunut liikevaihtojen kasvuun, vaan tiukkaan kulukuriin. Toisaalta esimerkiksi Suomessa suurimmat konepajayritykset ovat kertoneet myös vahvasta tilauskantojen kasvusta. Venäjällä toimivien suomaisyriyten tilanne ja tulokset ovat odotetusti heikentyneet.
- › Sinänsä Ukrainan/Venäjän kriisi on kehittynyt odotetusti. Länsimieliset puolueet voittivat Ukrainan parlamenttivaalit ylivoimaisesti ja Venäjä on uudelleen kärjistänyt konfliktia mm. tukemalla Minskin sopimuksen vastaisesti Itä-Ukrainan separatistien järjestämiä ”vaaleja” sekä järjestämällä paljon ilmatilaloukkauksia Euroopassa. Venäjän häiriökäyttäytyminen on odotettua, sillä maan talouden syöksykierre vain syvenee ja ahdingossaan Putin tarvitsee ulkoisia vihollisia. Kaikkien itse aiheutettujen ongelmien ja lännen asettamien talouspakotteiden lisäksi raakaöljyn hinnan voimakas lasku varmistaa Venäjän talouden romahduksen lähivuosina. Valuuttamarkkinoilla tämä näkyy jo pääomapakona ja ruplan voimakkaana heikentymisenä, eikä maan keskuspankki kykene enää hallitsemaan tilannetta. Marraskuun alussa se ilmoitti rajoittavansa ruplaa tukevien valuuttainterventioiden määrää.

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

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

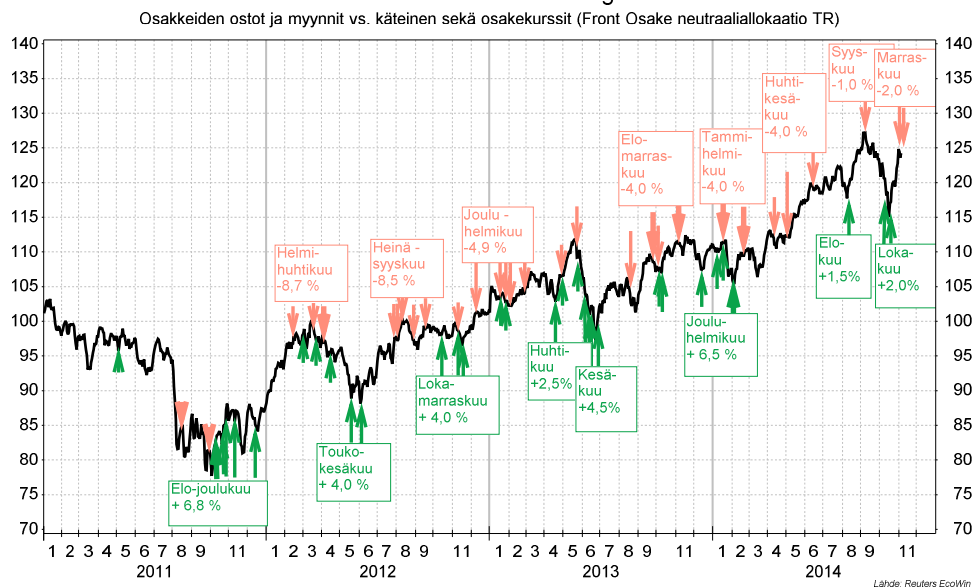
Lähde: Bloomberg, Front (tuotot euromääräisinä ETF:ien kulut ja kaupankäyntipalkkiot huomioiden, mutta mallisalkuissa tuotot ennen varainhoitopalkkiota. Rahastossa huomioitu instituutiosarjan hallinnointipalkkio)



## Front: Muutoksia korko- ja osakestrategioihin sekä aktiivista osakeallokaation säätelyä

- Aktiivisen salkunhoidon kannalta lokakuu oli varsin ihanteellinen kuukausi, sillä nyt markkinoilla tapahtui paljon. Korko/osakepainon, eli taktisen allokatiostrategian osalta osakepainoa oli pienennetty hieman syyskuun alussa ja osakepaino oli likimain neutraali, kun kurssilasku alkoi lokakuun alussa. Kuun puolivälissä osakkeita lisättiin kahteen otteeseen yhteensä 2 %-yksikköä koko salkun arvosta (Front Strategia salkku). 13.10 ostettiin eurooppalaisia osakkeita ja 16.10. pohjoismaisia osakkeita. Tuolloin arvioitiin, että voimakas kurssilasku on nimenomaan tilapäinen tekninen korjausliike, eikä perustunut talouden tai yritysten tilanteessa tapahtuneeseen muutokseen. Kun korjausliike vaihtui kurssinousuksi kuun lopulla, em. osakkeet myytiin tuntuvasti kalliimmalla marraskuun ensimmäisellä viikolla.

### Taktinen allokatiostrategia



- Frontin korkostrategia on ollut varsin passiivinen koko alkuvuoden, sillä jo viime vuoden syksyllä arvioitiin, että euroalueella deflaatiopelot ja EKP:n passiivisuus johtaa heikkoon talouskasvuun ja korkojen laskuun. Näkemystä noudattaen korkostrategia on siis ollut varsin riskipitoinen ja tuottohakuinen korostaen korkosalkun pitkää duraatiota. Lokakuun puolivälissä valtionlainojen korot laskivat markkinaepävarmuuden vuoksi poikkeuksellisen matalalle tasolle, eli maturiteetiltaan pisimpien valtionlainojen arvot olivat huipussaan. Tässä poikkeustilanteessa (16.10.) päätettiin kotiuttaa korkosalkun voittoja myymällä pisimpiä valtionlainoja, kuten myös juoksuajaltaan pitkiä yrityslainoja. Tilalle ostettiin HY-yrityslainoja, joiden arvot olivat samanaikaisesti laskeneet osakemarkkinoiden turbulenssin vuoksi. Näiden muutosten ajoitus onnistui tällä kertaa - jopa päivän tarkkuudella - nappiin.
- Frontin osakestrategiassa tehtiin muutoksia marraskuun ensimmäisellä viikolla. Yksinomaan osakkeisiin sijoitavissa salkuissa (Osake ja DM osake) myytiin japanilaisia osakkeita ja tilalle otettiin globaalia terveydenhoitoyrityksiin sijoitettavaa etf:ää. Japanilaiset osakkeet olivat olleet ko. salkuissa lähes tuplapainossa neutraalitalanteeseen nähden ja loka-marraskuun vaihteen rajun kurssinousun jälkeen haluttiin varmistaa voittoja tästä positiosta. Muutoksen seurauksena salkun defensiivisyys lisääntyi, kun tilalle tuli matalan riskin globaalia toimialaa.

terveydenhoitotoimialan yritykset painottuvat Yhdysvaltoihin, jossa republikaanien vaalivoitto todennäköisesti tukee ko. yritysten liiketoimintaa ja näkymiä lähivuosille.

- › Vaikka osakemarkkinoiden tuotot näyttivät lokakuun puolivälissä varsin heikoilta, koko kuukauden tuotto eri markkinoilla ja korkosijoituksissa muodostui silti eurooppalaisia ja suomalaisia osakkeita sekä hyödykemarkkinoita lukuun ottamatta positiiviseksi. Frontin sijoitusstrategiat tuottivat hyvin lokakuussa sekä tehtyjen toimenpiteiden että aiemmin tehtyjen sijoituspäätösten/valintojen vuoksi. Myös euron heikentyminen, eli muiden valuuttojen vahvistuminen, joissa sijoituksia on merkittävästi, tuki positiivisia tuottoja.
- › Vaikka markkinoiden epävarmuus vaimeni lokakuun lopulla, oli lokakuun kurssinotkahdus hyvä muistutus sijoittajille siitä, että vahvan, vuosia kestäneen kurssinousun jälkeen osakemarkkinoiden korjausliikkeet kuuluvat luonnollisena osana sijoitusmarkkinoihin. Toisaalta sijoittaminen muuttuu vähitellen tavattoman hankalaksi, kun sijoittajat joutuvat arvioimaan, onko kyseessä vain tilapäinen lasku – kuten lokakuussa – vai pidempiaikaisen laskutrendin alku. Arviomme mukaan olemme siirtyneet pitkän nousutrendin loppuvaiheeseen, jossa osakemarkkinat nousevat talouden ja yritysten perustekijöihin nähden vähitellen kestävämmän korkealle tasolle, mutta pitkä nousutrendi todennäköisesti nk. ”ampuu yli” kuten 1999-2000 tai 2006-07.
- › Lyhyellä aikavälillä tilanne säilynee kohtuullisen vakaana, sillä likviditeetin lisäys globaaleille rahoitusmarkkinoille jatkuu edelleen BoJ:n ja EKP:n toimesta. Globaalille sijoittajalle turvaa antaa myös euron heikentymisen todennäköinen jatkuminen. Tulokausi tuki myös osakemarkkinoita ainakin loppuvuoden osalta. Ainoastaan Ukrainan/Venäjän kriisin kärjistymisen uudelleen Venäjän johdon ajoittaessa jonkin uuden aggression saattaa pilata markkinatunnelmaa. Aggression todennäköisyys kasvaa Venäjän talouden umpikujan syventyessä.
- › Tällä hetkellä (6.11.2014) Frontin sijoitusstrategia ja painotukset perustuvat seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:
  - 1) Ukrainan/Venäjän kriisin eskaloituminen on mahdollista loppuvuonna Venäjän taloustilanteen heikentyessä, mikä saattaa aiheuttaa häiriön rahoitusmarkkinoille. Tämän vuoksi sijoitamme jälleen varovammin Euroopassa ja alipainotamme Suomea. Venäjän talouden näkymät ovat täysin lohduttomat ja raakaöljyn hinnan romahdus varmistaa Venäjän talouden ajautumisen taloudelliseen ja poliittiseen kaaokseen lähivuosina. Frontin sijoitusstrategiassa ei sijoiteta venäläisiin osakkeisiin tai korkopapereihin. Vältämme myös sijoittamista niihin yrityksiin, joilla on merkittävästi toimintaa tai myyntiä Venäjälle. Suomi-osakesalkussa näitä yrityksiä on jäljellä enää aivan marginaalisesti.
  - 2) Frontin ja yleinen arvio maailmantalouden elpymisestä vuonna 2015 pidetään ennallaan, mutta Euroalueen osalta kehitys jää todella vaisuksi. Teollisuusmaiden inflaatio ei ole kiihtymässä, joten rahapolitiikka säilyy keveänä vielä pitkään ja lyhyet korot pysyvät matalalla tasolla. Japanin keskuspankin lisäelvytys vaimentaa jälleen muiden keskuspankkien mahdollisuuksia edes harkita rahapolitiikan kiristämistä. Euroalueella deflaatiovaara on hieman hellittänyt euron heikentymisen vuoksi, mutta perusteita talouskasvun elpymiselle on vähän. Mitään perusteita korkojen nousulle ei ole. Päinvastoin EKP:lla on vielä paljon tehtävää, jotta tilanne saadaan edes vakautettua kesäkuun alussa esiteltyjen erityistoimien avulla ja markkinat alkavat pian vaatia EKP:lta riittävän massiivisia toimia pelkkien puheiden sijaan.
  - 3) Frontin yhdistelmäosakkeissa osakkeet ovat hieman ylipainossa/neutraalipainossa. Kyse on taktisesta painotuksesta liittyen tämän hetken markkinatilanteeseen. Osakepaino on nyt selvästi vähäisempi kuin esimerkiksi syksyllä 2011 tai kesällä 2012. Vaikka osakkeet ovat lievässä ylipainossa, emme usko että korkomarkkinoilla olisi alkamassa voimakas

korkeiden nousu. Eli korkomarkkinoiden riskit eivät ole osakemarkkinariskejä merkittävämpiä.

- 4) 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.
- 5) EM-maiden osakkeet ovat arvostukseltaan edullisia erityisesti Kiinassa ja Etelä-Koreassa, vaikka kurssitasot nousivat kesällä tuntuvasti. Frontin sijoitusstrategiassa 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. Ukrainan kriisin vuoksi Venäjää ja Itä-Euroopan maita vältetään.
- 6) Teollisuusmaiden (DM) osakesijoituksia painotetaan voimakkaasti euroalueen ulkopuolisiin maihin, sillä erityisesti euroalueen näkymiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Ainoastaan Saksa on ylipainossa. Pohjoismaat ovat edelleen lievässä ylipainossa, kuten myös Iso-Britannia. Japani on hieman ylipainossa, mutta Yhdysvallat on likimain neutraalipainossa, sillä erityisesti yhdysvaltalaisen osakkeiden arvostustasot alkavat olla haastavia. Koko salkun hajautusta on täydennetty Australian ja Kanadan osakkeilla. DM osakestrategian toimialavalinnoissa olemme painottaneet jo kevästä 2013 saakka yrityksiä, joiden liiketoiminta on koristetun globaalia: terveydenhoito, teknologia sekä teollisuustuotteet ja -palvelut.
- 7) Lokakuun puolivälissä tehtyjen muutosten jälkeen korkosalkussa duraatio on nyt hieman lyhyempi kuin nk. vertailusalkun duraatio. Tällä hetkellä euroalueen joukkolainakoroissa ei ole nousupainetta, mutta korkojen laskuvara lienee varsin vähäinen. 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.
- 8) Hyödykkeiden rooli sijoitusstrategiassa on opportunistinen. Tällä hetkellä sijoituksia on vain maatalouden hyödykkeissä ja teollisuuden metalleissa.

#### Frontin allokaationäkemys 6.11.2014

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	--   -   0   +   ++			
<b>Valtionlainat</b>		13,4%	15,0%	-1,6%
<b>Yrityslainat</b>	Korkea riski (HY)	19,2%	10,0%	9,2%
	Matala riski (IG)	11,1%	25,0%	-13,9%
<b>Osakkeet</b>	Kehittyvät (EM)	20,6%	20,0%	0,6%
	Kehittyneet (DM)	27,1%	25,0%	2,1%
<b>Hyödykkeet</b>		2,8%	0,0%	2,8%
<b>Käteinen</b>		5,8%	5,0%	0,8%

## 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 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 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.

