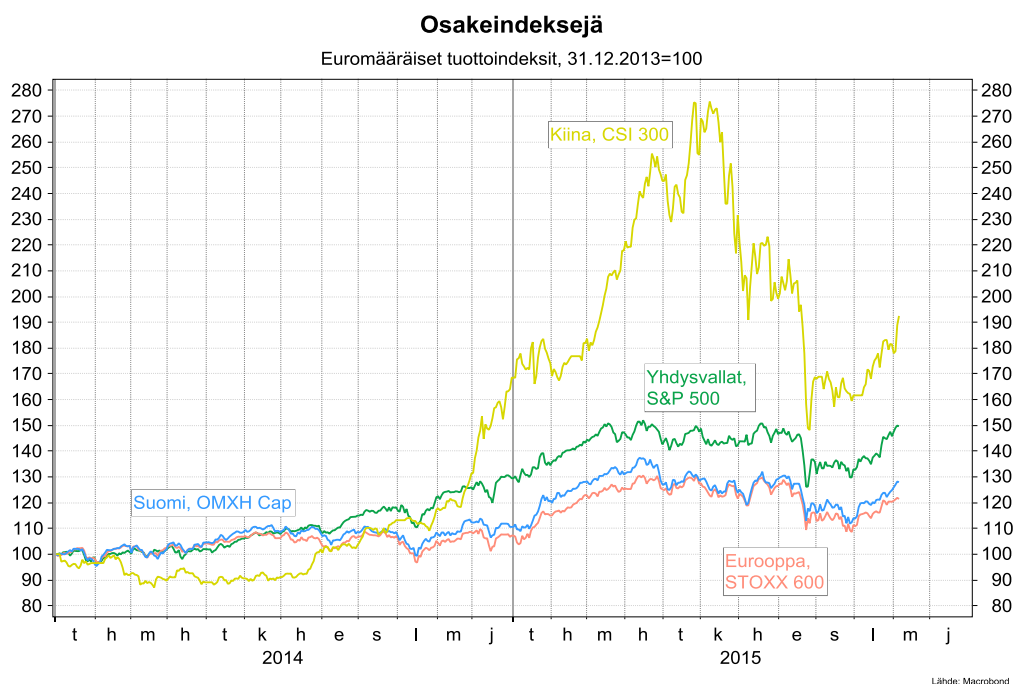


# 11

## Kiinapelot väistyivät, EU:n kaos syvenee

- Elo- ja syyskuun markkinaturbulenssin jälkeen osakemarkkinat kääntyivät nousuun lokakuussa. Nousu koski sekä DM- että EM-maiden pörssiä, joten kaikki päämarkkinat olivat vahvassa nosteessa. Keskeinen syy kurssinousuun oli pelkojen vaimentuminen Kiinan talouskehityksen suhteen. Vielä elokuussa rahoitusmarkkinoilla pelättiin, että Kiinan osakemarkkinoiden romahdus olisi heijastanut myös reaalityalouden ongelmia. Vähitellen syksyn aikana on jälleen ymmärretty, että perustaltaan Kiinan talous on paljon vahvempi, kuin pelkojen lietsotat väittävät. Luonnollisesti olennainen tekijä markkinoiden rauhoittumiselle oli se, että Kiinan omat osakemarkkinat kääntyivät nousuun elokuun paniikkitunnelmien jälkeen.



- Myös pörssiyritysten tuloskausi siirsi sijoittajien huomiota pois makrohuolista ja kun yritysten raportointi on vastannut likimain odotuksia, pahimpiin huoliin ei ollutkaan perusteita. Varsinkin suomalaisten, Kiinassa toimivien yritysten hyvät tulokset ja vahvat näkymät (esim. Kone) rauhoittivat mieliä. Myös keskuspankit ja lähinnä EKP antoi tukea pörseille, kun pankin pääjohtaja lupaili uusia toimia likviditeetin lisäämiseksi loppuvuonna. Draghin puheet vaikuttivat myös valuuttamarkkinoihin, joten lokakuun lopulla ja marraskuussa euron dollarikurssi on heikentynyt tuntuvasti. Osaltaan dollarin vahvistumisesta on tukenut FED:n pääjohtajan marraskuun alussa esittämät vihjailut koronnostosta joulukuussa. Rahapolitiikan eriytyminen Yhdysvaltojen ja Euroalueen välillä on jatkossakin euroa heikentävä ja dollaria tukeva tekijä. Korkomarkkinoilla rauhoittuminen näkyi lähinnä yrityslainojen luottoriskilisien kaventumisena valtionlainoihin nähden. Varsinkin HY-yritysainojen tuotto oli lokakuussa erinomainen heikkoon syyskuun tuottoon verrattuna. Myös IG-yritysainojen tuotto elpyi vaikean syyskuun jälkeen. Valtionlainojen osalta parhaat tuotot tulivat pitkän juoksuajan (ja duraation) lainoista, kun yleisen korkotasoa laski pitkien korkojen osalta. Euroalueen inflaation pysyminen nollassa on jälleen käynnistänyt deflaatiokeskustelun.
- Suhdannekehityksestä saadut tiedot eivät juurikaan muuttaneet kuvaa yleisestä talouskehityksestä, mutta vähittäiskaupan heikko kehitys Euroalueella alkusyksyllä on luonut

säröä kuvaan elpyvästä euroalueesta. Eniten huolta aiheuttaa kuitenkin EU:n kasvavat poliittiset ongelmat. Turvapaikanhakija/siirtolaiskriisi ei ole millään tavalla laantunut, vaan lokakuussa EU:n saapui Välimeren yli 220 000 henkeä. Paineet rajavalvonnan tehostamiseen ja rajojen sulkemiseen kasvavat samalla, kun useassa maassa sisäpoliittiset jännitteet ovat lisääntyneet. Saksassa liittokansleri Merkelin asema ja suosio on heikentynyt dramaattisesti, kun Saksan ei lopulta millään kykene vastaanottamaan kasvavia tulijamääriä. Saksan ahdinkoa lisää se, että useat EU-maat – viimeksi Ruotsi - ilmoittavat myös tilanteen vaikeutumisesta ja Balkanin maiden alueelle kertyy enenevästi Keski-Eurooppaan pyrkijöitä. Turvapaikanhakijoiden siirto ja ”taakan jakaminen” on osoittautunut kuolleeksi sopimukseksi. Rajojen sulkeminen on vain ajan kysymys, sillä Turkin ja Kreikan ei kannata vielä tehdä mitään tilanteen helpottamiseksi ennen kuin he ovat saaneet EU:lta maksimaalisen korvauksen. Osaltaan poliittisia paineita lisää Puolen vaalitulos, joka vahvistaa Saksan politiikkaa vastustavan Itäisen Keski-Euroopan blokin syntyä (Puola, Tsekki, Slovakia ja Unkari). Kaiken tämän rinnalla Kreikan velkaongelmat alkavat nousta uudelleen uutisiin, kun on selvinnyt, että Kreikka ei ole toteuttanut juuri lainkaan 3. tervehdyttämishojelman toimia. Espanjassa Katalonian ilmoitus ryhtyä rakentamaan itsenäisen valtion instituutioita vuoteen 2017 mennessä tuo uuden ongelmapesän EU:lle. Portugalin uusi vähemmistöhallitus on huomattavasti edeltäjänsä heikompi. Iso-Britannia on aloittamassa neuvottelut ”uudesta” EU:sta. Vuonna 2017 hämmöttää siis mahdollinen Britannian ero EU:sta kansanäänestyksen seurauksena ja Ranskan presidentinvaalit, joissa EU-kriittisen oikeistopuolueen menestys (Le Pen) siirtäisi EU:n ja euron kriisin aivan uudelle tasolle. Kaiken kaikkiaan euroalueen ja EU:n poliittinen kriisi on syvenemässä, eikä tässä tilanteessa ole muita toimijoita kuin EKP, joka voi yrittää helpottaa tilannetta keventämällä rahapolitiikkaa entistäkin enemmän.

Tuottoja sijoitusmarkkinoilta		Lokakuu	2015	2014	2013	2012
<b>Osakkeet</b>						
Kehittyvät markkinat	MSCI EM TR	8,3	-0,8	11,4	-6,8	16,4
Suomi	OMX Helsinki Cap GI	9,6	12,9	10,6	31,6	15,5
Eurooppa	STOXX 600 TR	8,1	12,2	7,2	20,8	18,2
Yhdysvallat	S&P 500 TR	10,0	12,8	29,6	26,7	13,9
<b>Hyödykkeet</b>						
Hyödykkeet	S&P GSCI TR	1,7	-11,4	-23,7	-5,5	-1,7
<b>Korot</b>						
Yrityslainat HY	iBoxx EUR Liquid HY	2,9	1,8	4,0	7,9	22,8
Yrityslainat IG	BarCap EuroAgg Corporate	1,4	-0,4	8,4	2,4	13,6
Valtionlainat	JPM GBI Emu	0,9	2,2	13,5	2,4	11,4
<b>Käteinen</b>						
Käteinen	Eonia Index	-0,01	-0,08	0,10	0,09	0,23
<b>Front Varainhoito</b>						
Front Strategia		5,1	6,7	11,5	2,4	15,2
Front Maltillinen		3,3	3,6	9,9	2,6	14,3 *
Front Länsimaat		5,8	7,1	14,1	10,7 *	16,1 *
Front Suomi		8,4	12,9	6,6	21,1	20,1
Front DM osake		9,8	12,1	19,2	19,3	17,8
Front EM osake		8,4	4,2	13,8	-7,2	13,7
Front Osake		9,2	8,6	16,8	3,9	14,9
Front Korke		2,2	1,0	8,1	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).

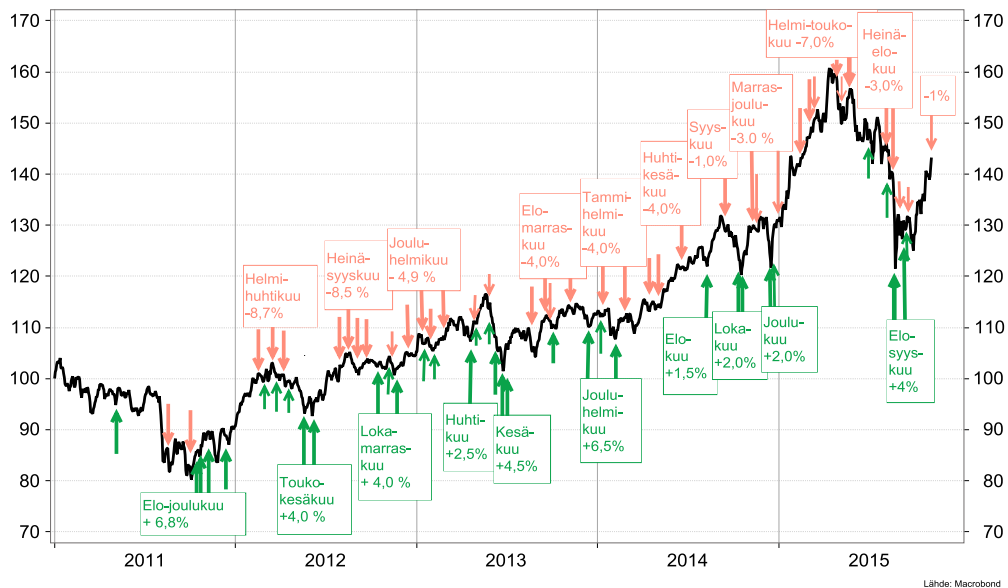


## Aktiivinen allokaatio Frontin sijoitusstrategian avainsana 2015

- Lokakuussa Frontin sijoitusstrategioita ei muutettu lainkaan. Osakkeita oli lisätty elokuun lopun ja syyskuun aikana nettona 4 % koko salkun arvosta (Front Strategia salkku). Aiemmin keväällä ja kesällä osakkeita oli vähennetty yhteensä jopa 10 % koko salkun arvosta, kun kurssit olivat korkealla. Aktiivinen osakeallokaatio on siis ollut avainsana kuluvan vuoden sijoitusstrategiassa yhdistelmäsalkuissa. Lokakuun ja marraskuun alun vahvan kurssinousun jälkeen osakkeita vähennettiin hieman (1 % salkun arvosta) myymällä eurooppalaisia osakkeita marraskuun ensimmäisen viikon lopulla. Ko. osakkeet oli ostettu syyskuussa, kun kurssit olivat alhaalla ja nyt haluttiin kotiuttaa voittoja tältä osin. Myös EU:n kasvava poliittinen kaos saattaa tuoda negatiivisia yllätyksiä sijoittajalle loppuvuonna.
- Käytännössä Frontin allokaatiostrategia on merkinnyt sitä, että osakkeet olivat ylipainossa vuoden alkupuolella, kun kurssit nousivat voimakkaasti ja salkut saivat tuolloin ylituottoa osakkeista. Loppukesän voimakkaan kurssilaskun aikana osakkeet olivat alipainossa, joten salkkujen arvo ei laskenut niin paljon kuin ne olisivat laskeneet, jos osakkeita olisi ollut normaalimäärä. Koska osakkeita taas lisättiin elokuun lopulla ja syyskuussa lähelle neutraalipainoa, salkut eivät menettäneet tuottoja, kun kurssit nousivat voimakkaasti lokakuussa.

### Taktinen allokaatiostrategia

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



- Frontin sijoitusstrategioiden tuotot olivat lokakuussa erinomaiset sekä absoluuttisesti että suhteessa vertailuindekseihinsä. Korkosalkut tuottivat hyvin, sillä ylipainottamamme HY-yrityslainat antoivat erinomaisen tuoton ja valtionlainat painoutuivat pitkäaikaisiin, korkean tuoton maiden lainoihin. Yhdistelmäsalkuissa valuuttamääräiset korkosijoitukset antoivat lisätuottoa dollarin ja dollarisidonnaisten valuuttojen vahvistuessa euroa vastaan. Myös DM ja EM osakesalkut tuottivat vertailuindeksejään paremmin maa- ja toimialapainotusten vuoksi. Kun lisäksi osakkeita lisättiin elo- ja syyskuussa lähes neutraalipainoon, osake/korko-allokaatio ei juurikaan pienentänyt ylituottoa.

- › Loppuvuonna markkinat vetänevät henkeä alkusyksyn korkeaksi nousseen volatiliiteetin ja lokakuun vahvan nousun jälkeen. Markkinoita tukevana tekijänä ovat ennen kaikkea Aasian talouksien hyvä veto ja Kiinan mahdolliset lisätoimet raha- ja finanssipolitiikan elvytyksessä. Myös EKP:n mahdollinen uusi setelinpaino-ohjelma ruokkinee mahdollista kurssinousua. Riskinä markkinoilla on enenevästi se, että yritysten tulokasvun sykli on todennäköisesti heikkenemässä, mistä saatiin viitteitä jo 3. neljänneksen tulosjulkistusten yhteydessä. Lisäksi arvuuttelu FED:n koronnostosta ja mahdollinen koronnosto joulukuussa ei ainakaan rauhoita markkinoita. Suurin riski markkinoille muodostuu kuitenkin EU:n syvenevästä poliittisesta kaaoksesta ja riski Lähi-idän konfliktien/sotien kärjistymisestä. Helpointa tässä tilanteessa on ennustaa, että paineet euron heikentymiseksi jatkuvat, sillä sekä rahapolitiikan eriytyminen että poliittinen kehitys tukevat tätä skenaariota. Goldman Sachs investointipankki on ennakoinnut, että EUR/USD –kurssi saavuttaisi jopa pariteetin ennen vuodenvaihdetta.
- › Kansainvälisen politiikan osalta Syyrian ja Irakin kriisi säilyy otsikoissa Venäjän aktiivisen toiminnan vuoksi. Matkustajakoneen putoaminen Egyptin Siinaissa saattaa vain kiihdyttää Venäjän toimintaa. Mikäli Länsimaat ja Venäjä kykenevät saavuttamaan yksimielisyyden IS-kalifaatin nujertamisesta, riskit terrorismista myös Euroopassa lisääntyvät aivan uusiin mittasuhteisiin. Suurimmat riskit kohdistuvat tällöin Saksaan ja Ruotsiin, jotka ovat vastaanottaneet suhteellisesti eniten turvapaikanhakijoita / siirtolaisia / potentiaalisia terroristeja tänä vuonna. Lähi-idän tulenarkaa tilannetta ei helpota Iranin aktivoituminen alueellisena suurvaltana ja Yhdysvaltain nykyisen hallinnon vähäinen kiinnostus vakauden ylläpitäjänä alueella.
- › Frontin sijoitusstrategiassa osakeriskiä on pienennetty tuntuvasti tänä vuonna, vaikka osakepainoa lisättiin elo-syyskuussa. Tällä hetkellä (6.11.2015) painotukset perustuvat seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:
  - 1) Tuloskausi antoi tukea osakemarkkinoilla, sillä yritysten tulokset eivät olleet heikentyneet niin paljon, kuin loppukesän kurssilasku antoi ymmärtää. Loppuvuoden aikana riskit liittyvät enemmän kansainväliseen politiikkaan ja EU:n kaoottiseen tilaan. Syyrian ja laajemminkin Lähi-idän räjähdysherkkä tilanne saattaa realisoitua ikävänä yllätyksenä arvopaperisijoittajalle. EU:ssa on monta kriisiä ja riskiä, joista usea voi suistaa rahoitusmarkkinat epävarmuuden tilaan. Varaudumme näihin riskeihin pitämällä valuuttamääräisten sijoitusten osuuden suurena ja osakkeet lievässä alipainossa.
  - 2) Kiinan osakemarkkinoiden lasku ei heijastanut Kiinan suhdannekuvaa, mutta merkitsi sitä, että hallinto ja keskuspankki joutuivat keventämään politiikkaansa enemmän kuin Kiinan suhdannekehitys edellyttäisi. Perusteet tilanteen vakautumisen jatkumiselle ovat hyvät, sillä rahoitusylijäämisellä Kiinalla on tuntuvasti varaa tukea taloutta sekä rahapolitiikalla että valtion toimilla.
  - 3) Maailmantalouden kokonaiskuva ei muutu lyhyellä aikavälillä Kiinan talouskasvun rakenteen muutoksen vuoksi. Pidemmällä aikavälillä maailmantalouden kasvun eväät ovat heikentyneet, sillä usean raaka-aineita tuottavan maan piti olla tulevia maailmantalouden vetureita (Brasilia, Venäjä, Etelä-Afrikka, Nigeria ja laajemmin öljyn ja teollisuusmetallien tuottajat). Teollisuusmaat, kuten myös valtaosa Itä- ja Etelä-Aasian maista hyötyy raaka-aineiden hintojen laskusta vaihtotaseen ja tuontilaskun pienentymisen vuoksi, mutta deflaatiosykäystä ei olisi tarvinnut juuri kukaan.
  - 4) Inflaatio-odotukset ovat laskeneet tuntuvasti ja kesällä on saatu uusi deflaatiosykäys raaka-aineiden hintojen voimakkaan laskun seurauksena. Euroalueella tarvitaan uusi euron tuntuva heikentyminen, jotta pystyttäisiin kompensoimaan globaalin inflaation hidastumisen ja raaka-aineiden hintojen laskun vaikutus. Deflaatiokeskustelun palatessa euroalueelle EKP saa hyvän syyn rahapolitiikan uusille kevennystoimille loppuvuonna. Myös Japanissa keveä politiikka jatkuu. Yhdysvaltojen keskuspankki pidättäytyy tekemästä mitään sellaista, mikä vaarantaisi maan talouskasvua tai

rahoitusmarkkinoiden vakautta. Kokonaisuuden kannalta ei ole lopulta juurikaan väliä tehdäänkö mahdollinen koronnosto joulukuussa vai vasta ensi vuoden puolelle. Sellaista koronnostojen sarjaa ei ole näköpiirissä, joka merkittävästi heikentäisi Yhdysvaltojen talouskasvua ja veisi maan deflaatioon.

- 5) Frontin yhdistelmäsalkuissa osakkeet ovat edelleen alipainossa. Alipaino koskee nimenomaan EM-maiden osakkeita. Intia, Kiina ja Venäjä ovat ylipainossa, muut Aasian maat likimain neutraalipainossa ja raaka-aineita tuottavat EM-maat tuntuvassa alipainossa. Venäjän ylipainotus on taktista ja perustuu oletukseen siitä, että Putinin Venäjän on talousongelmiensa vuoksi pakko liennyttää Ukrainan kriisissä. EM-osakkeiden salkussa ylipainotetaan lähtökohtaisesti vahvan maksutaseen maita, jotka ovat sitoutuneet taloutta ja yritystoimintaa tukeviin uudistuksiin. Näitä ovat esim. Itä- ja Kaakkois-Aasian kehittyvät taloudet.
- 6) DM-maiden osakesijoituksissa Sveitsi, Iso-Britannia sekä Japani ja Yhdysvallat ovat lievässä ylipainossa. Pohjoismaista ylipainotamme ainoastaan Tanskaa ja sekin johtuu maan pörssin toimialarakenteesta. Hajautusta on täydennetty Australian ja Kanadan osakkeilla, mutta niiden paino on vähäinen. Saksa ja euroalueen maat ovat tuntuvassa alipainossa autoteollisuuden skandaalien, eurojärjestelmän ongelmien ja Schengen järjestelmän romahduksen aiheuttaman epävarmuuden vuoksi. Poliittisen kriisin todennäköisyys on Saksassa kasvussa ja liittokansleri Merkelin lähtölaskenta lienee alkanut. Toimialavalinnoissa painotetaan yrityksiä, joiden liiketoiminta on korostetun globaalia: terveydenhoito, teknologia sekä teollisuustuotteet ja -palvelut. Terveydenhuolto on ollut koko vuoden huomattavassa ylipainossa.
- 7) Korkostrategiassa korkoriski (duraatio) on edelleen hieman vähäisempi kuin vertailusalkussa. Yrityslainoissa painotamme edelleen HY-lainoja, vaikka niiden riskilisä kaventui lokakuussa. Valtionlainoissa paras potentiaali on pitkäaikaisissa korkean tuoton maiden (Espanja, Italia) lainoissa. Ne hyötyvät EKP:n mahdollisesta uudesta arvopapereiden osto-ohjelmasta, mutta riskinä on uusi Kreikan tilanteen kriisiytyminen. Valuuttamääräisten korkosijoitusten määrää kasvatettiin syyskuussa yhdistelmäsalkkujen korko-osioissa.

#### Frontin allokaationäkemys 6.11.2015

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	-- - 0 + ++			
<b>Valtionlainat</b>		17,3%	15,0%	2,3%
<b>Yrityslainat</b>				
Korkea riski (HY)		21,0%	10,0%	11,0%
Matala riski (IG)		11,8%	25,0%	-13,2%
<b>Osakkeet</b>				
Kehittyvät (EM)		17,2%	20,0%	-2,8%
Kehittyneet (DM)		25,5%	25,0%	0,5%
<b>Käteinen</b>		7,3%	5,0%	2,3%

## 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 arvopaperimarkkinallain mukainen sijoitustutkimus, eikä myöskään tarkoitettu sijoitusneuvoksi taikka veroneuvoksi, eikä sen tarkoitus ole markkinoida palveluita tai tuotteita.

Sijoitustoimintaan liittyy aina taloudellinen riski. Ennen sijoituspäätöksen tekemistä asiakkaan on syytä tutustua huolellisesti sijoitusmarkkinoihin, rahoitusvälineisiin ja erityisesti niiden riskeihin, sijoitustoiminnan verotuksellisiin vaikutuksiin sekä sijoitustoimintaa koskevan sopimuksen tai ehtojen sisältöön. Asiakkaan tulee kiinnittää huomiota siihen, että sijoituspalveluun liittyvät kustannukset heikentävät sijoitustuottoa, että historiallinen arvonkehitys ei ole tae tulevasta vastaavasta kehityksestä ja että sijoituksesta voi koitua tappiota tai sijoituksen epälikvidisyys voi vaikeuttaa tai tietyinä aikana estää sijoituksen realisoinnin. Sijoittajan tulee tarvittaessa konsultoida sijoituspäätöksissään omaa vero- tai liiketoimintaneuvojaansa.

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.

Front Capital Oy palvelee asiakkaitaan suomeksi ja soveltuvin 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.

Tätä asiakirjaa tai sen osaa ei saa kopioida, jakaa tai julkaista ilman Front Capital Oy:n etukäteen antamaa kirjallista lupaa. Kaikki oikeudet pidätetään.



