

# 12

## Terroria Euroopassa, rahapolitiikan eriytyminen tukee dollaria

- › Marraskuussa osakemarkkinoiden vahva vire jatkui, eikä sitä häirinyt kuin tilapäisesti ISIS-järjestön terrori-iskut Pariisissa kuun puolivälissä. Markkinat siis tulkitsivat tapahtuman niin, että isku oli erillinen ja yksittäistapaus, eikä sillä ole pysyviä vaikutuksia EU:n tai edes Ranskan talouteen. Toisaalta euro heikkeni iskun jälkeen dollaria ja muitakin päävaluuttoja vastaan, eikä siitä toipunut. Markkinareaktio voidaan siis tulkita myös siten, että isku lisäsi todennäköisyyttä EKP:n rahapolitiikan keventämisestä joulukuussa, mitä osakemarkkinat tervehtivät tyydytyksellä. EKP laskikin pankkien talletuskorkoa 3.12. kokouksessaan enemmän miinukselle, -0,2 %:sta -0,3 %:iin. EKP ei kuitenkaan tässä vaiheessa kasvattanut arvopapereiden osto-ohjelmaansa, mikä aiheutti pettymyksen. Osakekurssit laskivatkin tuntuvasti joulukuun ensimmäisen viikon lopussa, pitkät korot nousivat ja euro vahvistui.
- › Osakemarkkinoiden tuotot olivat marraskuussa erityisen vahvoja Yhdysvalloissa, Japanissa ja Suomessa. Merkittävältä osin tämä tosin selittyy dollarin ja jenin vahvistumisella, joka vaikuttaa suoraan osakkeiden euromääräisiin tuottoihin. Suomen pörssi taas hyötty euron heikentymisestä, koska vientiyhtiöiden osuus on suuri. Euroopan osakkeiden tuotto jäi pienemmäksi, mutta ylsi kuitenkin vajaan 3 prosenttiin. Kehittyvien markkinoiden tuotto jäi hieman nollan yläpuolelle, 0,5 %:iin. Pitkien korkojen lasku jatkui varsinkin Pariisin iskujen jälkeen, joten valtionlainojen ja IG-yrityslainojen tuotto oli hyvä niiden pitkän duraation ansiosta. Toki HY-yrityslainojenkin tuotto oli positiivinen.

Terrori-isku Euroopassa oli looginen toimi (ks. marraskuun kuukausikatsaus) ISIS:n näkökulmasta ja sen katalysaattorina oli lähinnä kaksi tekijää. Ensinnäkin ISIS:n perustama IS-kalifaatti oli menettänyt merkittävän osan valtaamistaan alueista Irakissa kesän ja syksyn aikana. Toiseksi Venäjän mukaantulo lokakuussa Assadin hallinnon puolelle käänsi voimasuhteet Syyrian sisällissodassa ja oli nähtävissä, että myös Syyriassa ISIS:n toimintalue tulisi kaventumaan. Varsinkin ISIS:n yhteyden katkaiseminen Turkin rajalle olisi järjestölle tappio, sillä se vaikeuttaisi yhteyksiä ulkomaailmaan niin rekrytoinnin, asekuljetusten kuin öljykaupan näkökulmasta. Ylläpitääkseen uskottavuuttaan rekrytoinnissa ym. ISIS:n oli pakko tehdä näyttävä terrorioperaatio jossakin Länsimaassa. Ranskan valinta johtui sekä Ranskan Lähi-idän toiminnan että järjestön toimintamahdollisuuksien vuoksi. Valitettavasti ISIS:n momentumin ylläpito vaatii uusia iskuja, jotta sille ei käy kuten al-Qaidalle, joka on ajautunut jihadismin marginaaliin. Se ei kyennyt jatkamaan näyttäviä iskujaan Yhdysvaltojen 11.9.2001 ja Madridin 11.3.2004 jälkeen.

ISIS:n isku kärjisti keskustelua turvallisuudesta ja turvapaikanhakijakriisistä Euroopassa. Paineet Schengen-järjestelmää kohtaan ovat suuret ja varsinkin Ruotsi on ajautunut vaikeuksiin. Osittain tilannetta on helpottanut talven tulo, mikä hillitsee muuttoliikettä merien yli sekä Balkanin maiden uudet toimet rajavalvonnan tehostamiseksi mm. Sloveniassa ja Makedoniassa. Jatkossa tilannetta helpottanee Turkin ja EU:n sopimus, jolla pyritään hillitsemään tulijoiden virtaa. Tässä vaiheessa tämä maksaa ainakin 3 mrd. euroa vuodessa EU:lle. Seuraava vääntö kohdistunee Kreikkaan, jota uhattiin erottamisella Schengenistä, jos rekisteröintiä ym. ei saada käyntiin asianmukaisesti. Kreikka luonnollisesti vaatii korvauksia kuten Turkkin. Tilanne on kuitenkin kaikkea muuta kuin hallinnassa ja seuraavaksi asiasta kiistellään joulukuun puolivälissä Eurooppa Neuvoston kokouksessa. Nk. taakanjako on jakanut EU-maat useisiin erimielisiin leireihin.

- › Suhdannekehityksen osalta tilastovirta on jälleen ollut ristiriitaista. Yhdysvalloissa teollisuuden odotukset ja luottamus on jatkanut heikentymistään, mutta palvelualueen tilanne on säilynyt hyvänä. Marraskuun työllisyyskehitys oli vahvaa jo toisena kuukautena peräkkäin. Yhdysvaltojen keskuspankki kokoontuu 16.12. päättämään mahdollisesta

ensimmäisestä koronnostosta finanssikriisin jälkeen. Euroopassa teollisuuden odotukset ovat hieman vahvistuneet, mutta Pariisin iskujen vaikutusta kotitalouksien tai palvelualojen luottamukseen on vielä vaikea arvioida. Yksi isku tuskin vaikuttaa dramaattisesti, mutta toki matkailuala ym. kärsivät maissa, joiden suurkaupunkien pelätään olevan seuraavien iskujen kohteena. Toinen, kolmas ja neljäs isku muuttaisivat tilanteen dramaattisesti ja uuden taantuman riski olisi ilmeinen. Japanin autoteollisuuden vienti on odotetusti vahvistunut loppusyksyllä Saksan autoskandaalien jälkeen. Kiinassa tärkein uutinen liittyy maan valuutan liittämiseen IMF:n korivaluuttaan SDR:ään lokakuussa 2016. Tämä varmistaa Kiinan rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin jatkumisen. OPEC ei kyennyt sopimaan tuotannon rajoittamisesta joulukuun alun kokouksessaan, joten paineet raaka-öljyn hintaan jatkuvat.

- › Suomen tilanne jatkuu sekavana, kun joulukuun alussa ilmeni, että työmarkkinajärjestöt eivät kykene tekemään ehdotusta, jolla korvattaisiin hallituksen toimet kilpailukyvyyn parantamiseksi (nk. pakkolait ym. toimet). Repivä tilanne työmarkkinoilla ei ainakaan kannusta investointeihin tai kotitalouksia suurempien hankintojen tekemiseen. Sote-ratkaisu saatiin periaatetasolla tehtyä, mutta sen vaikutus on parhaimmillaan vain julkisten menojen kasvua hieman hillitsevä. Ensi vuoden budjetin säästöjen pohja on joka tapauksessa murentunut, kun turvapaikanhakijakriisi kasvattaa valtion menoja noin miljardilla eurolla ja useita aiemmin ilmoitettuja säästöpäätöksistä on peruttu. Ainoastaan verojen korotukset näyttävät olevan varmoja, mikä entisestään heikentää kotimaista kysyntää ja pidentää taantumaa. Ongelmallista tilanteesta on se, että hapuileva politiikka heikentää yritysten ja kotitalouksien uskoa siihen, että ylipäänsä kyettäisiin kääntämään Suomen talouskehitys parempaan ja tekemään riittävät rakenteelliset muutokset talouden tervehtyttämiseksi. Kansalainen voi vain aprikoida: Jos tämä hallitus ei kykene, niin mikä kokoonpano siihen muka kykenisi, kun kahtena edellisenäkään vaalikautena ei saatu mitään aikaiseksi?

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

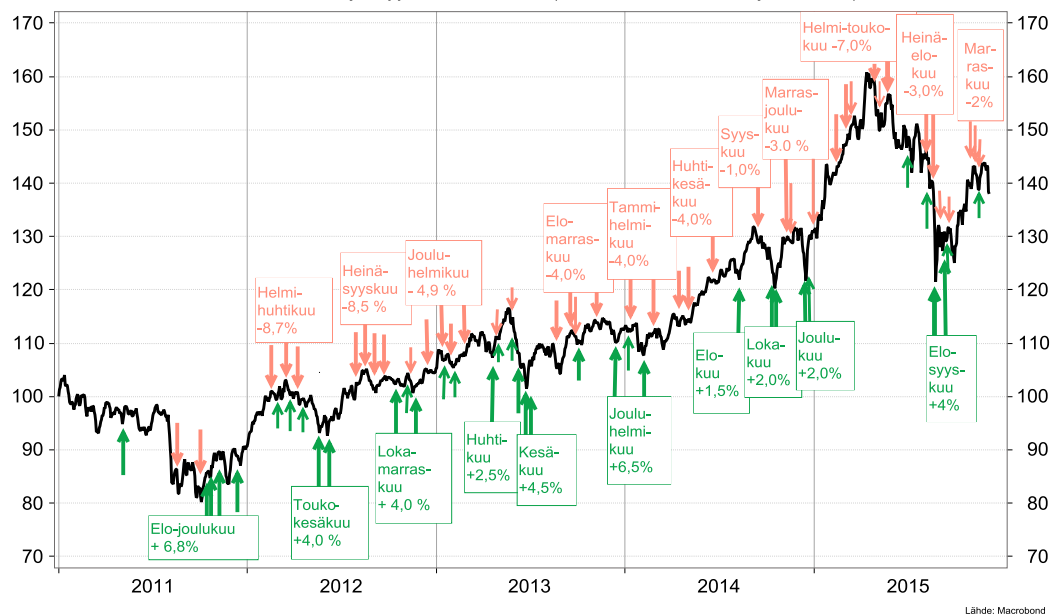


## Frontin sijoitusstrategia: Osakeriskin pieni vähennys

- Marraskuussa ja joulukuun alussa Frontin sijoitusstrategioita muutettiin sekä allokaation että korkojen osalta. Osakkeita oli lisätty elokuun lopun ja syyskuun aikana nettona 4 % koko salkun arvosta (Front Strategia salkku). Marraskuussa vähennettiin eurooppalaisia osakkeita kahteen otteeseen yhteensä 2 % koko salkun arvosta. Venäläiset osakkeet, jotka ostettiin syyskuussa (1% Strategia salkun arvosta), myytiin hyvällä, yli 10 % voitolla marraskuun alussa. Ne ostettiin takaisin heti Pariisin terrori-iskun jälkeen runsaat 2 prosenttia em. myyntiä edullisemmalla hinnalla. Joulukuun alussa yhdistelmäsalkuissa ostettiin yhdysvaltalaisia USD-määräisiä HY-yrityslainoja (2 % Strategia salkussa) EKP:n korkokokouksen jälkeisenä päivänä, kun euro oli vahvistunut dollaria vastaan. Dollarin heikentymisen ohella Yhdysvaltojen HY-yrityslainojen korkoero on kasvanut kesän ja syksyn aikana tuntuvasti, mikä osaltaan teki sijoituksesta houkuttelevan.

### Taktinen allokaatiostrategia

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



- Frontin sijoitusstrategioiden tuotot olivat marraskuussa hyvät sekä absoluuttisesti että suhteessa vertailuindeksiinsä. Ainoastaan korkosalkkujen tuotto jäi vaisuksi markkinakehityksen vuoksi. Yhdistelmäsalkuissa valuuttamääräiset korkosijoitukset antoivat lisätuottoa dollarin ja dollarisidonnaisten valuuttojen vahvistuessa euroa vastaan. Myös EM osakesalkut tuottivat selvästi vertailuindeksiään paremmin, joten siltäkin osin salkut saivat lisätuottoa. Allokaation vaikutus tuottoihin oli vähäinen, sillä osakkeita oli lisätty elo- ja syyskuussa lähes neutraalipainoon ja osakkeiden vähennykset marraskuussa tehtiin korkeisiin hintoihin.
- Joulukuun alun shokki markkinoille oli EKP:n tuottama pettymys, joka ilmeni osakekurssien rajuna laskuna, pitkien korkojen nousuna sekä euron vahvistumisena. Arviomme mukaan tämä jää väliaikaiseksi lyhyellä aikavälillä, sillä euroalueen talouden vahvuutta on yliarvioitu ja EU:n poliittinen kaos ei ole helpottamassa. Lisäksi Yhdysvaltojen merkitys markkinoiden ohjaajana kasvaa heti EKP:n korkokokouksen jälkeen ja loppuvuosi kuluu FED:n toimien ja Yhdysvaltojen tilanteen arvioinnissa. Itse asiassa jo EKP:n kokouksen jälkeisenä päivänä,

USA:n marraskuun työllisyystilastojen julkistamisen yhteydessä markkinoiden fokus siirtyi FED:n todennäköiseen koronnostoon 16.12. Samalla dollari alkoi vahvistua. Edelleenkin arviomme mukaan dollarin vahvuus ja euron heikkous on markkinoiden perustrendi lähikuukausina.

» Kansainvälisen politiikan osalta Syyrian ja Irakin kriisi säilyy otsikoissa Venäjän aktiivisen toiminnan vuoksi sekä Venäjän ja Turkin riitelyn vuoksi. Ison-Britannian aloittaessa ilmaiskut Syyriassa, riski terrorismista niin Britanniassa kuin muuallakin EU-maissa on jälleen suuri. Frontin sijoitusstrategiassa osakeriskiä on pienennetty tuntuvasti tänä vuonna, ja osakepainoa pienennettiin jälleen marraskuussa. Tällä hetkellä (7.12.2015) painotukset perustuvat seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:

- 1) Loppuvuoden aikana riskit liittyvät kansainväliseen politiikkaan ja EU:n kaoottiseen tilaan. Syyrian ja laajemminkin Lähi-idän räjähdysherkkä tilanne tai terrorismi Euroopassa saattaa realisoitua ikävänä yllätyksenä arvopaperisijoittajalle sillä vastakkainasettelu kriisien kaikkien osapuolien välillä on jyrkentynyt, viimeksi Venäjän ja Turkin välillä. Lisäksi EU:ssa on monta omaa kriisiä ja riskiä, joista usea voi suistaa rahoitusmarkkinat epävarmuuden tilaan. Varaudumme näihin riskeihin pitämällä valuuttamääräisten sijoitusten osuuden suurena ja osakkeet lievässä alipainossa ja euroalueen osakkeet tuntuvassa alipainossa.
- 2) Maailmantalouden kokonaiskuva ei ole muuttunut lyhyellä aikavälillä Kiinan talouskehityksen ja –politiikan tai teollisuusmaiden viimeisimpien suhdannebarometrien lukemien 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.
- 3) Inflaatio-odotukset ovat hyvin alhaalla ja kesällä/syksyllä 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 joutunee tekemään uusia toimia rahapolitiikan keventämiseksi. Joulukuun kokouksen päätökset olivat riittämättömiä. Japanissa keveä politiikka jatkuu. Yhdysvaltojen keskuspankki todennäköisesti nostaa ohjauskorkeaan 16.12. kokouksessaan, mutta pidättäytyy tekemästä mitään sellaista, mikä vaarantaisi maan talouskasvua. Sellaista koronnostojen sarjaa ei ole näköpiirissä, joka merkittävästi heikentäisi Yhdysvaltojen talouskasvua ja veisi maan deflaatioon.
- 4) Frontin yhdistelmäsalkuissa osakkeet ovat alipainossa. Osakkeiden alipainotusta puoltaa usea seikka. Osakkeiden arvostus on varsin korkea suhteessa tulosodotuksiin erityisesti DM-maissa. Korkea arvostus on perusteltua, jos kasvunäkymät olisivat vahvat ja yrityksillä olisi edelleen paljon mahdollisuuksia kustannusten karsintaan. Molempien tekijöiden osalta eväät alkavat olla vähissä. Maailmantalouden kasvunäkymät ovat heikentyneet keskipitkällä aikavälillä (3-4 vuotta), vaikka lähiaikoina tilanne onkin säilynyt ennallaan. Raaka-aineita tuottavien maiden piti olla tulevia maailmantalouden vetureita. Näin ei tule olemaan. Teollisuusmaissa ja varsinkin Yhdysvalloissa yksityisen säästämisen lasku on vielä ruokkinut talouskasvua ja osakemarkkinoita, mutta tältäkin osin raja on tulossa vastaan 2016/2017. Osakkeita tukee lähinnä matalat korot ja sijoittajien (edelleen) suuri riskinottohalu osakesijoituksissa. Näiden varaan emme rakenna keskipitkän aikavälin allokaatiostrategiaa.
- 5) Osakkeiden 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. 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. Latinalainen Amerikka ja varsinkin Etelä-Afrikka ovat huomattavassa alipainossa.

- 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 EU:n poliittisten ongelmien vuoksi. Lisäksi arvioimme terrorismin riskin erityisen suureksi EU-maissa. 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 riskilisa euroalueella on kaventunut syksyllä. Uutena elementtinä on yhdysvaltalaisen yritysten HY-lainat. Valtionlainoissa paras potentiaali on pitkäaikaisissa korkean tuoton maiden (Espanja, Italia) lainoissa. Ne hyötyvät EKP:n mahdollisesta uudesta arvopapereiden osto-ohjelmasta. Suomen valtionlainoja vältetään niiden alhaisen tuottotason ja Suomen marraskuun kasvun vuoksi. Valuuttamääräisten korkosijoitusten määrää kasvatettiin marraskuussa yhdistelmä-salkkujen korko-osioissa.

#### Frontin allokaationäkemys 7.12.2015

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	--   -   0   +   ++			
<b>Valtionlainat</b>		17,5%	15,0%	2,5%
<b>Yrityslainat</b>				
Korkea riski (HY)		23,0%	10,0%	13,0%
Matala riski (IG)		11,9%	25,0%	-13,1%
<b>Osakkeet</b>				
Kehittyvät (EM)		16,5%	20,0%	-3,5%
Kehittyneet (DM)		24,5%	25,0%	-0,5%
<b>Käteinen</b>		6,5%	5,0%	1,5%

## 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 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 arvонkehitys ei ole tae tulevasta vastaavasta kehityksestä ja että sijoituksesta voi koitua tappiota tai sijoituksen epälikvidisyys voi vaikeuttaa tai tietynä 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.



