

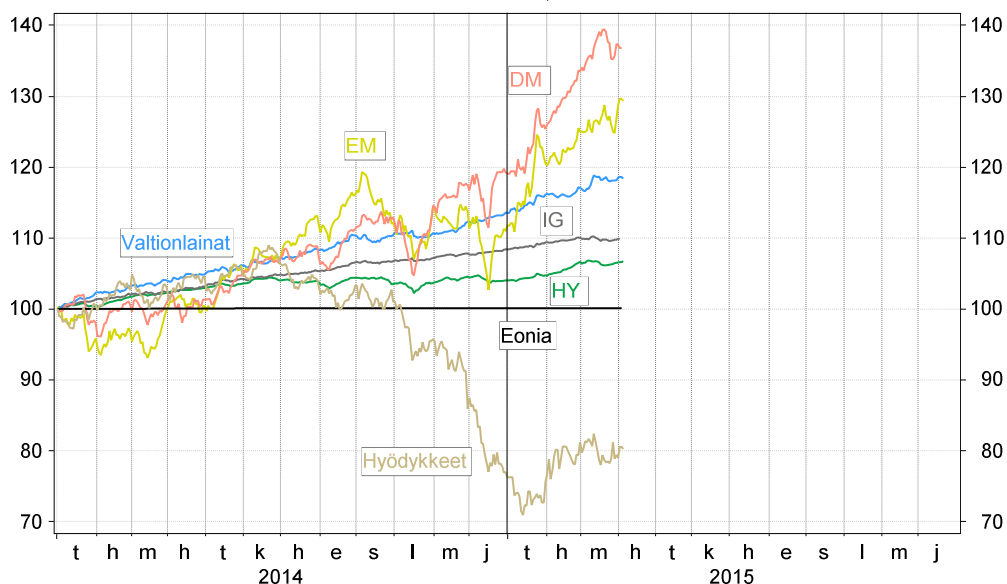
4

Vahva alkuvuosi kiihdytti kuplaspekulaatiota

Maaliskuussa kurssinousu jatkui vahvana osakemarkkinoilla. Kaikkien päämarkkinoiden euromääräiset tuotot olivat positiivisia, kun huomioidaan valuuttakurssien muutos. Erityisen vahvasti nousivat Manner-Kiinan osakkeiden arvot. Sitä vastoin Euroopassa kurssinousu jäi hieman vaisummaksi. Hyviä tuottoja selittää edelleen merkittävältä osin euron heikentyminen valuuttamarkkinoilla, mikä antaa euroalueen ulkopuolisille osakesijoituksille tuottolisää euroissa laskettuna. Euron heikentyminen tapahtui kuitenkin maaliskuussa pääosin aivan kuun alkupuolella ja loppukuussa euro vahvistui esimerkiksi dollaria vastaan. Euron romahdus on ollut viime kesän jälkeen poikkeuksellisen voimakasta ja nopeaa, joten oli väistämätöntä, että kurssikehitys ainakin hetkellisesti tasaantuu. Dollarin vahvistuminen pysähtyi maaliskuussa pitkälti Yhdysvaltojen keskuspankin kommentointiin rahapolitiikasta 18.3. Keskuspankin pääjohtaja rauhoitteli markkinoiden koronnosto-odotuksia ja samalla FED kytki rahapolitiikan ainakin osittain kansainväliseen kehitykseen, eli dollarin arvoon valuuttamarkkinoilla. Vahva dollari vaimentaa koronnostopaineita.

Pääomaisuusluokkien tuotot

Indeksoidut markkinatuotot, 31.12.2013=100



Lähde: Front

- › Maaliskuun hyviä sijoitustuottoja selittää osittain myös se, että epävarmuutta aiheuttaneet Kreikan velkaneuvottelut etenivät kohtuullisen positiivisissa merkeissä ja Itä-Ukrainan tulitaukosopimus on pitänyt varsin hyvin. Jemenin ajautuminen sisällissotaan ja Saudi-Arabian tuki maan hallitukselle ei aiheuttanut kuin hetkellisen häiriön markkinoilla. Uudelleen Lähi-itä nousi uutisotsikoihin maaliskuhuhtikuun vaihteessa, kun länsimaat ja Iran vihdoin pääsivät sopuun Iranin ydinohjelmasta ja keinoista estää Irania hankkimasta itselleen ydinaseita. Raakaöljyn hinta poukkoili maaliskuussa sekä Jemenin että Iranin tilanteen vuoksi, mutta vähitellen Brent-laadun hinta näyttää asettuvan noin 55-60 USD/Br. haarukkaan.
- › Euroalueen korkomarkkinoilla valtionlainojen tuotot jatkuivat maaliskuussa vahvoina, eivätkä Kreikan velkaneuvottelut vaikuttaneet lainkaan muiden euromaiden valtionlainojen korkokehitykseen. HY- ja IG-yrittyslainojen tuotot jäivät kuitenkin hieman miinukselle maaliskuussa, mitä selittää osittain se, että varsinkin IG-yrittyslainaemissiot ovat olleet

huomattavan suuria alkuvuonna. Tarjonnan lisääntyminen selittyy pitkälti sillä, että yritykset ja pankit pyrkivät nyt varmistamaan edullisen pitkäaikaisen varainhankinnan, kun yleinen korkotaso on poikkeuksellisen matala. Tarjontaa on lisännyt yhdysvaltalaisen yritysten aktiivisuus lainamarkkinoilla.

- Suhdanneindikaattorit ovat tukeneet kuvaa euroalueen elpymisestä. Sekä teollisuusyritysten että palvelualojen luottamus suhdannekehitykseen on kohentunut euroalueella. Ainoastaan Kreikassa uusi hallitus on kyennyt temppuilullaan heikentämään yritysten luottamusta ja Suomessa odotukset ovat säilyneet vaisuina. Suomessa heikkoja mielialoja selittää ainakin osittain hallituksen täydellinen mahalasku rakenneuudistusten toteuttamisessa. Poliitikkojen olematon päätöksentekokyky ja vähäinen ymmärrys talouden realiteeteista ei vakuuta talouselämää. Verotuksen kiristyminen OECD-maiden ennätystasolle ja valtiontalouden suuret alijäämät alkavat muodostua talouskasvun esteeksi samalla, kun eduskuntavaaleihin valmistautuvat puolueet antavat lupauksia elvytyksestä ja ”uusista työpaikoista”.
- Yhdysvalloissa suhdannekehitys on jäänyt alkuvuonna odotettua vaisummaksi. Varsinkin maaliskuun työllisyyskehitys osoittautui pettymykseksi. Yhä enemmän on alettu pohtia sitä, että vahva dollari haittaa talouskasvua enemmän kuin aiemmin arvioitiin. Keskuspankki onkin pyrkinyt hillitsemään markkinoiden odotuksia koronnostojen alkamisesta ja intensiteetistä. Kiinassa rahapolitiikkaa kevennettiin helmikuussa ja keskuspankki on indikoinut, että uusia koronlaskuja on odotettavissa. Rahoitusmarkkinoiden uudistamisen kannalta keskeistä oli ehdotus talletusvakuutusjärjestelmästä. Seuraava askel on pankkien talletuskorkosäännöstelyn purkaminen, mikä edelleen parantaa Kiinan rahoitusmarkkinoiden ja pankkijärjestelmän toimintaa.

Tuottoja sijoitusmarkkinoilta		Maaliskuu	2015	2014	2013	2012
Osakkeet						
Kehittyvät markkinat	MSCI EM TR	3,0 %	15,2 %	11,4 %	-6,8 %	16,4 %
Suomi	OMX Helsinki Cap GI	2,3 %	18,4 %	10,6 %	31,6 %	15,5 %
Eurooppa	STOXX 600 TR	1,7 %	16,7 %	7,2 %	20,8 %	18,2 %
Yhdysvallat	S&P 500 TR	2,7 %	13,9 %	29,6 %	26,7 %	13,9 %
Hyödykkeet						
Hyödykkeet	S&P GSCI TR	-2,7 %	3,5 %	-23,7 %	-5,5 %	-1,7 %
Korot						
Yrityslainat HY	iBoxx EUR Liquid HY	-0,1 %	2,4 %	4,0 %	7,9 %	22,8 %
Yrityslainat IG	BarCap EuroAgg Corporate	-0,1 %	1,4 %	8,4 %	2,4 %	13,6 %
Valtionlainat	JPM GBI Emu	1,2 %	4,4 %	13,5 %	2,4 %	11,4 %
Käteinen						
Käteinen	Eonia Index	0,00 %	-0,01 %	0,10 %	0,09 %	0,23 %
Front Varainhoito						
Front Strategia		2,8 %	11,0 %	11,5 %	2,4 %	15,2 %
Front Maltillinen		1,3 %	5,9 %	9,9 %	2,6 %	14,3 %*
Front Länsimaat		1,9 %	9,9 %	14,1 %	10,7 %*	16,1 %*
Front Suomi		2,9 %	19,4 %	6,6 %	21,1 %	20,1 %
Front DM osake		3,4 %	16,4 %	19,2 %	19,3 %	17,8 %
Front EM osake		5,0 %	19,1 %	13,8 %	-7,2 %	13,7 %
Front Osake		4,2 %	17,7 %	16,8 %	3,9 %	14,9 %
Front Korke		0,1 %	2,1 %	8,1 %	2,4 %	13,9 %

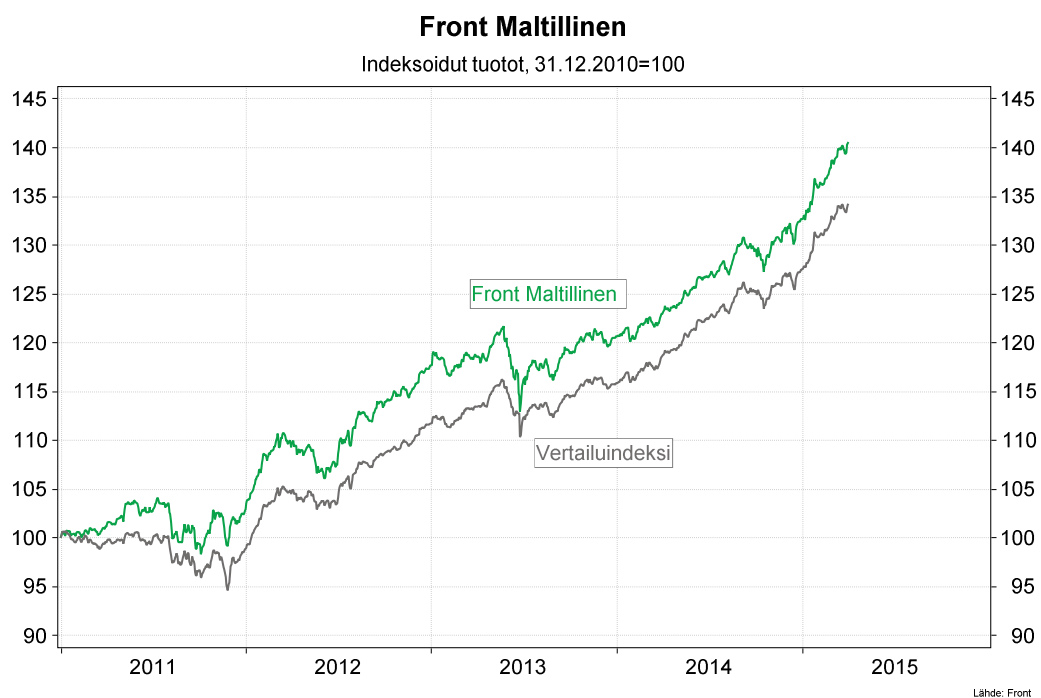
* Pro forma. Perustuu Frontin omaisuuslajikohtaisten mallisalkkujen tuottoihin painotettuna lasketun strategian (Front Maltillinen ja Front Länsimaat) neutraaliallokaation mukaisilla painolla.

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



Front Maltillinen aloitti sijoitusrahastona

- Maaliskuun alkupuolella Frontin sijoitusstrategioita muutettiin yhdistelmäsalokujen allokation osalta hieman, mutta tämän jälkeen muutoksia ei ole tehty. Tuolloin myytiin kahteen otteeseen osakkeita 2 % (Front Strategia ja Länsimaat) ja 1 % (Front Maltillinen). Alkuvuoden voimakkaan kurssinousun seurauksena osakkeiden ylipaino oli kasvanut tuntuvasti, minkä vuoksi osakeriskiä haluttiin hieman pienentää. Osakemyynnit kohdistuivat DM-maiden teknologia-toimialan yhtiöihin sijoittavaan etf:ään sekä EM-Aasian maiden yhtiöihin. Näiden muutosten jälkeen osakkeet ovat edelleen lievässä ylipainossa. Lisäksi yksinomaan osakkeisiin sijoittavissa salkussa vähennettiin hieman teknologiaosakkeiden painoa. Korkostrategia pidettiin ennallaan.



- Maaliskuun puolivälissä Front käynnisti uuden sijoitusrahaston, joka on riskiprofiililtaan korkosalkun ja Front Strategia salkun välissä. Front Maltillinen sijoitusrahaston neutraali osakepaino on 20 % ja korkosijoitusten 80 %. Front Maltillisen sijoitusstrategia perustuu Frontin samannimiseen yksilöllisten varainhoitosalkkujen sijoitusstrategiaan, joka aloitettiin kesällä 2012. Salkun sijoitukset toteutetaan etf:ien avulla aivan kuten Front Strategia sijoitusrahastossa ja Frontin muissakin varainhoitostrategioissa. Front Maltillisen tuottokehitys on esitetty yo. kuviossa. (Aikavälillä 1/2011- 6/2012 tuotto perustuu Frontin omaisuuslajikohtaisten mallisalkkujen tuottoihin painotettuna Front Maltillisen neutraaliallokation mukaisilla painoilla.)
- Front Maltillisen käynnistäminen sijoitusrahastona perustuu Frontin näkemykseen siitä, että keskipitkällä aikavälillä osakemarkkinoiden riskit ovat kasvussa ja sijoittajille halutaan tarjota kokonaisvaltainen, etf:iin perustuva sijoitusrahastomuotoinen sijoitusstrategia, jonka riskiprofiili on maltillinen. Lanseerauksen ajoituksen kannalta oli mielenkiintoista, että maaliskuussa sekä suuri suomalainen instituutiosijoittaja (Keva) että Finanssivalvonta varoittivat osakemarkkinoihin ja osakkeiden arvostukseen liittyvistä riskeistä. Frontin sijoitusstrategiassa osakemarkkinoiden keskipitkän aikavälin syklejä on analysoitu useaan otteeseen ja arviomme mukaan riskit ovat selvästi kasvussa. Katso esim.

kolmannesvuosittainen Strategiakatsaus: Talvi 2015 s.5, Syksy 2014 s.19-20, Talvi 2014 s.17-19 ja Kevät 2013 s. 16-19.

- › Frontin sijoitusstrategioiden tuotot olivat maaliskuussa jälleen vahvoja sekä markkinakehityksen että sijoitusstrategian painotusten antaman lisäarvon vuoksi. Varsinkin EM-osakemarkkinoille sijoittava salkku tuotti erinomaisesti oikeaan osuneiden maapainotusten (Manner-Kiina) vuoksi. Vuoden alusta salkku on tuottanut huikeat 19,1 %, mikä on lähes 4 prosenttiyksikköä enemmän kuin EM-markkinoiden keskimääräinen tuotto. Myös yhdistelmä-salkkujen tuotto olivat vahvoja maaliskuussa osakkeiden ylipainotuksen sekä osakesalkkujen maa- ja toimialavalintojen vuoksi. Korkosalkkujen tuottoja rasitti sekä IG- että HY-yrittäjälainojen lievästi negatiivinen tuotto, mutta valtionlainojen ansiosta Frontin korkosalkku ylsi lievästi positiiviseen tulokseen.
- › Huhtikuussa käynnistyy jälleen tuloskausi, kun yritykset raportoivat ensimmäisen neljänneksen tuloskehityksestään ja päivittävät näkymiään. Huomio keskittyy nimenomaan yhdysvaltalaisen yritysten liikevaihtoihin ja tulokseen, joiden kasvun ennakkoidaan hidastuvan. Kiinnostavaa on myös kommentointi miten tuntuvat valuuttakurssien muutokset viimeisen 9 kuukauden aikana vaikuttavat niin yhdysvaltalaisen kuin eurooppalaisten yritysten tilanteeseen. Osake- ja korkomarkkinoiden kehityksen näkökulmasta keskuspankkien politiikan merkitys jäänee aiempaa vähäisemmäksi, sillä EKP tuskin tekee muutoksia tammikuussa ilmoittamaansa arvopapereiden osto-ohjelmaan ja FED:n osalta pääjohtajan maltilliset linjaukset maaliskuussa ovat poistaneet pahimmat pelot ohjaukskorkeiden pikaisesta ja voimakkaasta nostosta. Sanomattakin on selvää, että markkinoilla keskustelu osakkeiden arvostuksesta ja mahdollisesta pörssikuplan synnystä/olemassaolosta jatkuu, mikä luo aika ajoin epävarmuutta. Aasiassa sekä Kiinan että Intian keskuspankkien mahdollinen rahapolitiikan lisäkevennys saattaa tarjota positiivisia yllätyksiä osakesijoittajalle. Kreikan velkaneuvottelut ja Ukrainan konflikti ovat jäämässä taka-alalle sijoitusmarkkinoiden kannalta. Toki umpikujaan itsensä ajanut Venäjä jatkaa pullisteluaan, mutta tähänkin markkinat ovat vähitellen tottuneet. Arviomme mukaan myös valuuttamarkkinoilla siirrytään hieman vakaampaan jaksoon. Dollari voimakas vahvistuminen näyttää tuleen päätökseen nyt maaliskuussa ja tarvitaan selvästi vahvempaa makrodataa ja selvempi korkojen nousuodotus, jotta dollari saavuttaisi pariteetin euron suhteen.
- › Tällä hetkellä (8.4.2015) Frontin sijoitusstrategia ja painotukset perustuvat seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:
 - 1) Odotamme maailmantalouden elyvän 2015 ja kasvu kiihtyy 2016. Euroalueen osalta alkuvuoden kehitys jää vielä vaisuksi, mutta loppuvuonna talouskasvu nopeutuu selvästi. Kaiken kaikkiaan maailmantalouden näkymät ovat aiempaa myönteisemmät sillä raakaöljyn hinnan romahdus kiihdyttää kasvua kaikissa keskeisissä Aasian ja Euroopan talouksissa sekä Yhdysvalloissa. Myös paljon energiaa tuovat EM-maat hyötyvät. Kipeimmin raakaöljyn hinnan alaisuus vaikuttaa maihin, joilla ulkoinen tasapaino oli jo lähtötilanteessa heikko, mutta näiden maiden merkitys globaalin talouden kokonaisuuteen on vähäinen: Venäjä, Kazakstan, Venezuela, Algeria, Angola ja Irak.
 - 2) Deflaatiopaineet säilyvät alkuvuonna energiahintojen laskun vuoksi teollisuusmaissa, mutta euroalueella inflaatiokuva muuttuu selvästi jo vuoden jälkipuoliskolla. Euron heikentyminen nostaa väistämättä tuotujen kulutustavaroiden hintoja, mikä välittyy vähitellen euroalueen kuluttajahintainflaatioon. Kehittyvissä talouksissa inflaatiopaineet vaimenevat ja varsinkin Aasian maissa keskuspankeille tulee lisää liikkumavaraa laskea ohjaukskorkeita. Rahapolitiikka säilyy keveänä vielä pitkään ja lyhyet korot pysyvät matalalla tasolla. Euroalueella EKP jatkaa arvopapereiden osto-ohjelmaansa suunnitellusti ja korot pysyvät ennätysalhaisina. Koska Kreikka ei aiheuttanutkaan suurta häiriötä rahoitusmarkkinoille alkuvuonna, on selvää, että Kreikan hallitus joutuu nielemään katteettomat lupauksensa äänestäjille ja maa pysyy pitkälti aiemmin sovitussa tervehdyttämishjelmassaan.

- 3) Frontin yhdistelmäosakkeissa osakkeet ovat hieman ylipainossa. Osakkeiden (DM) korkeahkoa arvostustasoa perustelee lähinnä ultrakeveä rahapolitiikka ja korkojen mataluus. EKP:n arvopaperiostot antavat lisäaikaa rakentaa yliarvostusta osakemarkkinoilla. Ainoastaan suhdanteiden selvä vahvistuminen antaisi yritysten tuloskasvulle perusteet liikevaihtojen kasvun myötä. Kulusäästöjen tietä ei voida jatkaa loputtomiin. Suhdanteiden kohentumisen raja tulee vastaan, kun yksityisen sektorin (OECD-maissa) säästäminen on laskenut liian matalalle tasolle. Tämä tilanne tulee vastaan ehkä jo vuonna 2016.
- 4) Frontin DM-maiden osakesijoituksissa Saksa ja Pohjoismaat ovat edelleen lievässä ylipainossa, kuten myös Japani ja Yhdysvallat. Hajautusta on täydennetty Australian ja Kanadan osakkeilla. Iso-Britannia on tuntuva alipainossa mm. kevään parlamenttivaalien vuoksi. Toimialavalinnoissa painotetaan yrityksiä, joiden liiketoiminta on korostetun globaalia: terveydenhoito, teknologia sekä teollisuustuotteet ja -palvelut. Teknologian ylipainoa pienennettiin maaliskuussa.
- 5) Frontin EM-osakkeiden salkussa ylipainotetaan niitä kehittyviä talouksia, joissa talouden tasapaino (kuten maksutase) on hyvä ja maa on sitoutunut taloutta ja yritystoimintaa tukeviin uudistuksiin. Näitä ovat Itä- ja Kaakkois-Aasian kehittyvät taloudet. Manner-Kiinan paino on tuntuva. Latinalaisen Amerikan maat ovat alipainossa ja riski poliittisista levottomuuksista on kasvussa mm. Venezuelassa ja Ecuadorissa. Myös Meksikon ja Kolumbian tilanne on vaikeutumassa.
- 6) Ukrainan kriisin merkitys rahoitusmarkkinoille on vaimentunut. Venäjän talouskriisi jatkuu täydellä painollaan, vaikka ruplan vakautuminen valuuttamarkkinoilla on luonut kuvaa tilanteen vakautumisesta. Kriisi siirtyy seuraavaksi enemmän reaalityalouteen ja pankkisektorille, minkä lisäksi valtion alijäämien rahoitusongelmat nousevat keskiöön. Pelkästään Krimin laittoman miehityksen vuoksi länsimaiden pakotteet jatkuvat ja Venäjä uskottavuus sopimuslumpunapaino on mennyttä. Riski talouden ja politiikan kaaoksesta Venäjällä lähivuosina on suuri. Frontin sijoitusstrategiassa ei ole sijoitettu venäläisiin osakkeisiin tai korkopapereihin syksyn 2013 jälkeen. Vältämme myös sijoittamista niihin yrityksiin, joilla on merkittävästi toimintaa tai myyntiä Venäjälle.
- 7) Frontin korkostrategiassa korkoriski (duraatio) on nyt hieman vähäisempi kuin vertailusalkussa. Yrityslainoissa painotamme HY-lainoja, joiden riskillisä on edelleen kohtalainen. Valtionlainoissa paras potentiaali on pitkäaikaisissa korkean tuoton maiden (Espanja, Italia) lainoissa. Ne hyötyvät eniten EKP:n arvopapereiden osto-ohjelmasta.

Frontin allokaationäkemykset 8.4.2015

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	-- - 0 + ++			
Valtionlainat		13,2%	15,0%	-1,8%
Yrityslainat				
Korkea riski (HY)		17,0%	10,0%	7,0%
Matala riski (IG)		11,8%	25,0%	-13,2%
Osakkeet				
Kehittyvät (EM)		22,5%	20,0%	2,5%
Kehittyneet (DM)		26,4%	25,0%	1,4%
Käteinen		9,1%	5,0%	4,1%

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 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. Front Capital Oy on Sijoittajien Korvausrahaston 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.

