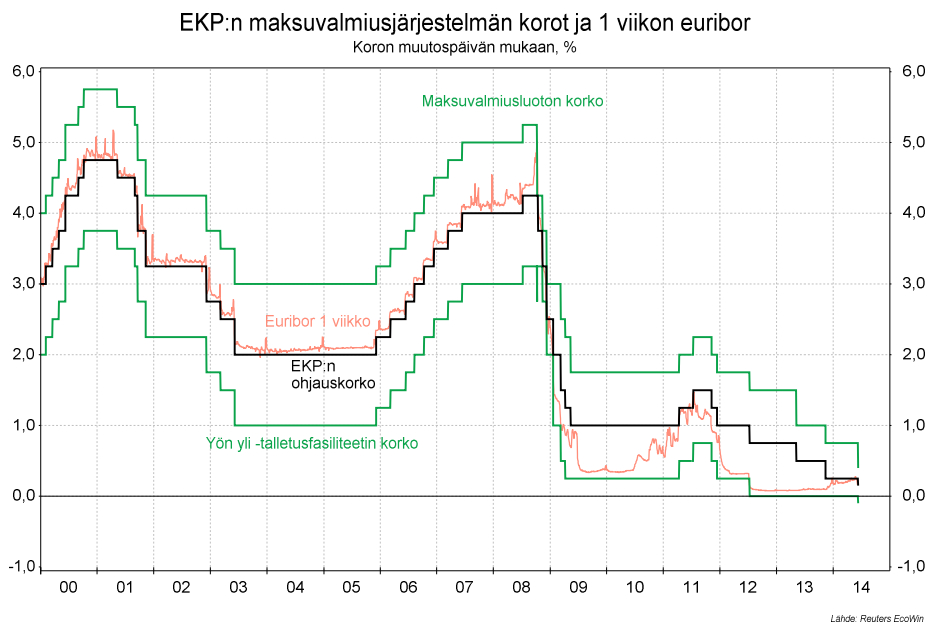


6

EKP:lta vihdoin päätöksiä – liian vähän liian myöhään?

- › Kesäkuun alussa EKP vihdoin aloitti toimet euroalueen vaikean tilanteen helpottamiseksi. Kokouksessaan 5.6. EKP päätti liudasta toimenpiteitä, joilla pyritään ensisijaisesti helpottamaan pankkijärjestelmän tilaa ja vauhdittamaan luotonantoa. Ohjauksen ohella pankkien EKP:ssa olevan talletusfasiliteetin korko laski 0,1 prosenttiyksikköä ja maksuvalmiusluoton korko jopa 0,35 prosenttiyksikköä. Koska pankkijärjestelmän likvideettiä ei lisätty välittömästi, vaikutus euriborkorkoihin jäi tässä vaiheessa vähäiseksi. Likvideettiä on tarkoitus lisätä syksyllä, kun EKP järjestää pankeille kaksi huutokauppaa (syys- ja joulukuussa) neljän vuoden rahoituksesta (nk. TLTRO luotot). Näiden luottojen korko on kiinteä ja määräytyy EKP:n perusrahoituksen korkotason perusteella, johon lisätään 0,1 prosenttiyksikköä. Tällä hetkellä koroksi muodostuisi 0,25 %. TLTRO-ohjelmaa jatketaan 2015 ja 2016 neljännesvuosittain. TLTRO-luottojen määrä on sidottu pankkien antolainaukseen ja alkuvaiheessa sen määräksi arvioidaan 400 mrd. euroa. Koska talvella 2011-12 myönnetyt LTRO-luotot erääntyvät, pankkijärjestelmän likvideettitilanne ei olennaisesti muutu nyt tehtyjen päätösten seurauksena. Tärkeää on kuitenkin se, että pankeille tarjotaan nyt pitkäaikaisesti ja kiinteällä korolla rahoitusta, jonka määrä on sidottu pankin antolainaukseen.



- › Välittömän markkinareaktion perusteella pankkijärjestelmän uskotaan hyötyvän ainakin edullisesta pitkäaikaisesta rahoituksesta, sillä pankkien osakekurssit nousivat välittömästi. Pankkijärjestelmän likvideettitilanteen ja rahan määrän lisäyksen näkökulmasta EKP:n päätökset muodostivat pettymyksen. Tämä ilmeni mm. siinä, että euron arvo heikkeni aluksi valuuttamarkkinoilla, mutta palautui jo muutaman tunnin jälkeen lähtötilanteeseen. Jos markkinat olisivat uskoneet, että EKP on tosissaan rahan määrän kasvattamisen kanssa, euron arvo ei olisi palannut ”lähtöruutuun”. Markkinoita ei siis saatu vakuutettua, vaikka EKP ilmoitti 5.6. myös muutoksista perusrahoitusoperaatioiden (MRO) korkokäytännössä, kriisimaiden arvopaperiosto-ohjelman likvideettivaikutusten steriloinnin lopettamisesta (n. 160 mrd. euroa) ja mahdollisesti myöhemmin toteuttavasta arvopaperistettujen joukkolainojen (ABS) osto-ohjelmasta.

- Julkisuudessa negatiivinen talletuskorko sai paljon huomiota. Sen vaikutus pankkeihin ja markkinakorkoihin on kuitenkin marginaalinen ja ainoastaan siitä tapauksessa, että pankkijärjestelmän likviditeettiä lisättäisiin massiivisesti, sillä voisi olla vaikutusta. Esimerkiksi 1 kuukauden euriborkorko laski vain muutaman korkopisteen päätöksen jälkeen.
- Myönteisintä EKP:n päätöksissä on luonnollisesti se, että EKP vihdoin teki jotakin ja myönsi, että euroaluetta uhkaa deflaatio ja talouskasvu on heikkoa. Pankkijärjestelmän tilalle pyritään nyt vihdoin tekemään jotakin. Olivatko päätökset riittäviä? Siihen ei edes EKP itse tunnu uskovan, sillä nyt ilmoitettiin myös tulevasta ABS-ohjelmasta. Pankkijärjestelmän vaikean tilanteen helpottamisen ohella EKP:n tulisi saada euron arvo laskuun valuuttamarkkinoilla Japanin mallin mukaisesti. Vasta tällöin voidaan olla luottavaisia, että euroalueen taloustilanne muuttuu merkittävästi valoisammaksi.

Tuottoja sijoitusmarkkinoilta		Toukokuu	2014	2013	2012
Osakkeet					
Kehittyvät markkinat	MSCI EM TR	5,2 %	4,4 %	-6,8 %	16,4 %
Suomi	OMX Helsinki Cap GI	3,9 %	8,6 %	31,6 %	15,5 %
Eurooppa	STOXX 600 TR	2,6 %	6,8 %	20,8 %	18,2 %
Yhdysvallat	S&P 500 TR	4,0 %	6,1 %	26,7 %	13,9 %
Hyödykkeet					
Hyödykkeet	S&P GSCI TR	1,5 %	4,6 %	-5,5 %	-1,7 %
Korot					
Yrityslainat HY	iBoxx EUR Liquid HY	0,5 %	3,6 %	7,9 %	22,8 %
Yrityslainat IG	BarCap EuroAgg Corporate	0,9 %	4,2 %	2,4 %	13,6 %
Valtionlainat	JPM GBI Emu	1,0 %	6,1 %	2,4 %	11,4 %
Käteinen					
Käteinen	Eonia Index	0,02 %	0,09 %	0,09 %	0,23 %
Front Varainhoito					
Front Strukturi (rahasto)		4,6 %	0,0 %	4,9 %	16,2 %
Front Strategia		2,1 %	4,0 %	2,4 %	15,2 %
Front Maltillinen		1,4 %	4,1 %	2,6 %	14,3 %*
Front Suomi		1,6 %	6,2 %	21,1 %	20,1 %
Front DM osake		3,9 %	5,2 %	19,3 %	17,8 %
Front EM osake		4,8 %	3,3 %	-7,2 %	13,7 %
Front Osake		4,4 %	4,0 %	3,9 %	14,9 %
Front Korko		0,7 %	4,2 %	2,4 %	13,9 %
Front Länsimaat		2,3 %	4,7 %	10,7 %*	16,1 %*

* 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)

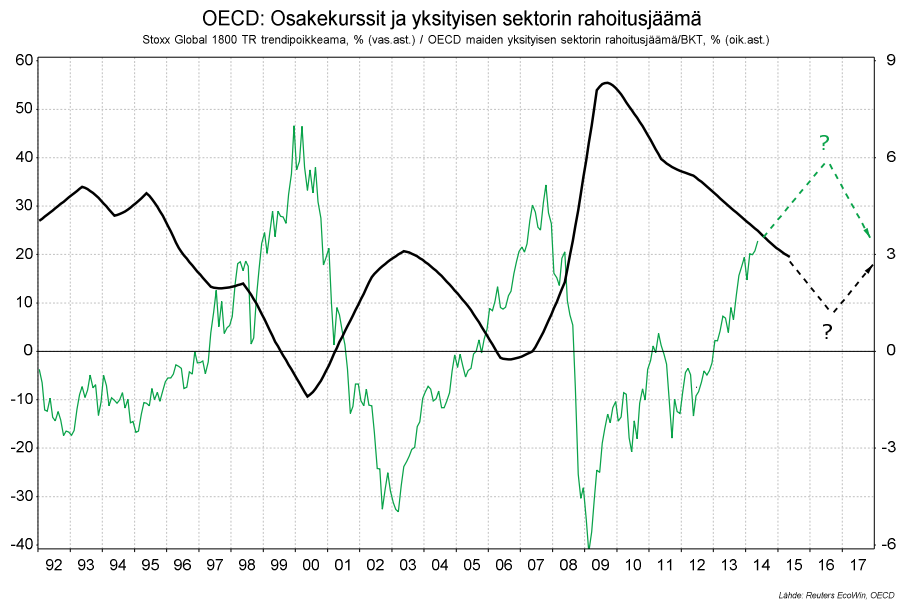


Frontin sijoitusstrategia

- › Toukokuussa ja kesäkuun alussa Frontin sijoitusstrategioita muutettiin vain hieman. Kevään voimakkaan kurssinousun jälkeen osakepainoa pienennettiin hieman yhdistelmäsalduissa. (Front Strategiassa noin 2 %-yks. ja Front Maltillisessa 1 %-yks.) Kyse on ensisijaisesti taktisesta sijoitusriskin pienentämisestä ja muutosten jälkeen osakkeet ovat edelleen lievässä ylipainossa korkosijoituksiin nähden. Ennen EKP:n kokousta Front Strategiassa lisättiin Yhdysvaltojen valtionlainoja (1-3 vuotta) yhteensä 4 %-yksiköllä. Ajatuksena oli lisätä Yhdysvaltojen dollarin painoa koko salkussa, jos/kun EKP:n toimet alkaisivat heikentää euroa valuuttamarkkinoilla. Osakesalkkujen sisälle ei tehty muutoksia toukokuussa. Myös korkostrategia pidettiin ennallaan ja voimakas painotus HY-yrittäjäyrityksiin ja valtionlainoissa korkean tuoton (Italia, Espanja jne.) ja pitkän duraation lainoihin säilyi ennallaan.
- › Toukokuun tuottokehitys oli suosiollinen osakesijoittajalle. Varsinkin kehittyvien markkinoiden osakkeet tuottivat erinomaisesti. Myös korkosijoitusten tuotto oli hyvä ja alkuvuosi on ollut hämmäntävän hyvä tuottohakuiselle korkosijoittajalle.
- › Ukrainan kriisi ja Eurovaalit saivat paljon huomiota toukokuussa, mutta molempien vaikutus sijoitusmarkkinoihin oli lopulta varsin vähäinen. Eurovaalien ”poliittinen pommi” merkinnee sijoitusmarkkinoille ainoastaan sitä, että EKP:n rooli korostuu entisestään euroalueella, kun poliittisten päättäjien kyky tehdä euroalueen talouden rakenteita tervehdyttäviä päätöksiä heikkenee. Kesäkuun alun kokouksen jälkeen EKP:n paineet alkavat kasvaa uudelleen vasta syksyllä, jos talouskehityksessä ei tapahdu käännettä parempaan. Myöskään FED:n kesäkuun kokous ei herättäne samanlaisia odotuksia kuin vuosi sitten, sillä FED todennäköisesti jatkaa aiemmin ilmoittamaansa vähittäistä arvopaperiostojen leikkaustaan kesällä. Ukrainan osalta Länsimaat jatkavat määräaikojaan Venäjää kohtaan (uusien pakotteiden suhteen) samalla, kun Ukrainan uusi presidentti on ottanut selvästi ohjat käsiinsä kriisin ratkaisemiseksi. Tällä hetkellä rahoitusmarkkinoilla ei ole mitään erityistä käynnissä, joten kuluva kesä saattaa olla huomattavasti rauhallisempi kuin mihin on viime vuosina totuttu.
- › Tällä hetkellä (9.6.2014) Frontin sijoitusstrategia ja painotukset perustuvat seuraaviin näkemyksiin suhdanteista ja rahoitusmarkkinoista:
 - 1) Ukrainan kriisi jatkuu, mutta alkaa vähitellen hiipua. Vaikutukset Venäjän talouteen ovat tuntuvia, mutta maailmantalouden kannalta koko tapahtumalla on lopulta vain vähän merkitystä. Mikäli Itä-Ukraina kapina ei ole päättynyt kesäkuun loppuun mennessä, länsimaat todennäköisesti lisäävät pakotteitaan Venäjää kohtaan. Joka tapauksessa epävarmuus venäläisten yritysten ja kotitalouksien keskuudessa lisääntyy. Frontin sijoitusstrategiassa ei sijoiteta venäläisiin osakkeisiin tai korkopapereihin. Ukrainan kriisistä riippumatta Venäjän talouden uudistukset ovat olleet olemattomia vuosina, joten talouden dynamiikka on heikentynyt. Vältämme myös sijoittamista niihin yrityksiin, joilla on merkittävästi toimintaa tai myyntiä Venäjälle. Tämä näkyy erityisesti valinnoissa suomalaisten osakkeiden osalta.
 - 2) Arviomme maailmantalouden elpymisestä 2014 ja 2015 on voimassa. Tämä tapahtuisi ilman, että inflaatio olisi kiihtymässä. Rahapolitiikka säilyy keveänä vielä pitkään ja lyhyet korot pysyvät matalalla tasolla, sillä inflaatiopaineet ovat vähäiset. Merkittävin positiivinen yllätys voisi tulla Kiinasta, jonka inflaation hidastuminen ja talouskasvun lievä heikentyminen alkuvuonna lisää todennäköisyyttä siitä, että Kiinan keskuspankki keventäisi loppuvuonna rahapolitiikkaansa.
 - 3) Euroalueella paineet EKP:ia kohtaan säilyvät, sillä talouskasvun eväät lähivuosille ovat vähäiset ja deflaatiovaara on edelleen ilmeinen. Eurovaalien tulos kertoo, että useassa maassa poliittinen päätöksentekokyky on heikentymässä ja rakenneuudistuksia ei kyetä

tekemään. EKP joutuu jatkamaan erityistoimiaan ja korot säilyvät ennätysalhaisina euroalueella vielä vuosikautia.

- 4) Osakkeet ovat Frontin sijoitusstrategiassa hieman ylipainossa/neutraalipainossa. Osakepaino on nyt selvästi vähäisempi kuin esimerkiksi syksyllä 2011 tai kesällä 2012. Osakepainoa pienennettiin toukokuussa mm. korkeiden arvostustasojen ja maailmanpolitiikan epävarmuuden vuoksi. Vahvan kurssinousun ohella osakepainon pienentämistä perustellaan sillä, että emme usko että korkomarkkinoilla olisi alkamassa voimakas korkojen nousu. Eli korkomarkkinoiden riskit eivät ole osakemarkkinariskejä merkittävämpiä.
- 5) DM-maiden osakkeet ovat varsin korkealle arvostettuja, joten tuloskasvun tulee jatkua vahvana, jotta nämä arvostukset ovat perusteltuja. Tällä hetkellä 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 voi jatkua vielä muutaman vuoden. Osakemarkkinoiden kehitys teollisuusmaissa ei ole enää terveellä pohjalla, mutta kurssinousu voi kuitenkin jatkua pitkäänkin kuten 1990-luvun lopulla ja 2006-07.



- 6) EM-maiden osakkeet ovat arvostukseltaan edullisia. Pitkällä aikavälillä arvioimme EM-maiden yritysten tuloskasvun olevan vahvempaa verrattuna DM-maiden yhtiöiden tuloskasvuun. EM osakkeet menestyivät huonosti 2013 ja se johtui pitkälti sijoittajien pääomavirroista. Tänä keväänä markkinakehitys ja useiden kansainvälisten investointipankkien suositusten muutokset antavat viitteitä siitä, että sijoittajat ovat vähitellen palaamassa EM-maiden osakemarkkinoille. Toisaalta eri EM-maiden osakkeiden kehitys jatkaa eriytymistään ja vahvin kehitys on odotettavissa niissä maissa, joiden maksutase on vahva. Vahvoja maita ovat erityisesti Itä- ja Kaakkois-Aasian kehittyvät taloudet. Sijoitusstrategia ylipainottaa näitä.
- 7) Teollisuusmaiden osakesijoituksia painotetaan euroalueen ulkopuolisiin maihin, sillä erityisesti euroalueen näkymiin liittyy merkittävää epävarmuutta (Myös Venäjän/Ukrainan tilanteen ja euroalueen ongelmien vuoksi.). Pohjoismaat ovat edelleen lievässä ylipainossa, kuten myös Iso-Britannia, joka on päässyt euroaluetta paremmin

irtautumaan finanssikriisistä. Kaiken kaikkiaan maat, joiden rahoitustasapaino on hyvä ja talouden kasvunäkymät keskimääräistä paremmat, kuten Aasian kehittyvät taloudet ja Japani, ovat ylipainossa. Yhdysvallat on tällä hetkellä hieman alipainossa ja erityisesti yhdysvaltalaisen osakkeiden arvostustasot alkavat olla haastavia. Koko salkun hajautusta on täydennetty Australian ja Kanadan osakkeilla.

- 8) Korkosalkussa duraatio on likimain sama kuin nk. vertailusalkun duraatio. Tällä hetkellä euroalueen joukkolainakoroissa ei ole nousupainetta ja parhaimmillaan korot laskevat, jos EKP jatkaa loppuvuonna poikkeustoimia. Valtionlainat ovat alipainotettuna ja korkostrategia painottaa merkittävästi HY-yrityslainoja. Valtionlainojen osalta painotus on pitkäaikaisissa korkean tuoton maiden (Espanja, Italia) lainoissa.
- 9) Hyödykkeiden rooli sijoitusstrategiassa on opportunistinen. Tällä hetkellä sijoituksia on vain maatalouden hyödykkeissä ja teollisuuden metalleissa.

Frontin allokaationäkemys 9.6.2014

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	-- - 0 + ++			
Valtionlainat		13,0%	15,0%	-2,0%
Yrityslainat				
Korkea riski (HY)		20,5%	10,0%	10,5%
Matala riski (IG)		11,4%	25,0%	-13,6%
Osakkeet				
Kehittyvät (EM)		20,0%	20,0%	0,0%
Kehittyneet (DM)		26,4%	25,0%	1,4%
Hyödykkeet		3,0%	0,0%	3,0%
Käteinen		5,7%	5,0%	0,7%

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 arviointiin 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 soveltuvien 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.

