

Sisällysluettelo

Sisällysluettelo.....	- 1 -
Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä.....	- 2 -
... ja keskeiset oletukset rahoitusmarkkinoiden kehityksestä	- 3 -
Front Capitalin sijoitusstrategian päälinjat vuoden 2012 lopulle.....	- 4 -
Kreikka ja Espanja – pysyykö euroalueen kriisi hallittuna.....	- 6 -
Maailmantalouden näkymät - taantuma vältetään, kasvu elpyy 2013	- 10 -
Rahoitusmarkkinat - korot ennätysellisen alhaalla, epävarmuus hellittää vähitellen.....	- 14 -

Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä

- › **Maailmantalouden kasvu säilyy kohtalaisena vuonna 2012, runsaassa 2 prosentissa ja vuonna 2013 kasvu kiihtyy vajaan 3 prosenttiin.** Taantuma jää lyhytaikaiseksi ja koskee lähinnä velkaongelmien kanssa painivia Etelä-Euroopan maita. **Inflaatio hidastuu OECD-maissa, joten keveä rahapolitiikka jatkuu huomattavan pitkään, eikä lyhyiden korkojen nousua ole näköpiirissä.** Inflaatio-odotukset alkavat kuitenkin herätä aika ajoin ja ehkä jo talvella 2012-13 taantuman väistyessä, vaikka inflaatio ei sinänsä kiihtyisikään. Keveä rahapolitiikka ja ennätysellisen matalat korot tukevat talouskasvua pitkälle tulevaisuuteen. OECD-maiden elpymistä suhdanteista huolimatta kehittyvät taloudet ylläpitävät ensisijaisesti maailmantalouden kasvua tulevinakin vuosina. Hyödykkeiden hinnat palaavat trendinousuun taantuman väistyessä syksyllä 2012.
- › Kiinassa inflaatio on hidastunut merkittävästi ja Kiina on aloittanut rahapolitiikan varovaisen keventämisen talouskasvun ylläpitämiseksi. **Huomionarvoista on kuitenkin se, että Kiinan ei ole edes tarvinnut turvautua merkittävään elvyttämiseen,** vaan talouskasvu näyttää säilyvän korkealla, noin 8 prosentin tasolla vuonna 2012. Kaiken kaikkiaan Kiinan talouden ongelmia on yliarvioitu, mutta samaan aikaan Yhdysvaltojen kaksoisvajeongelmaan ei juurikaan kiinnitetä huomiota, vaikka se on edelleen täysin ratkaisematta. Vuonna 2012 Yhdysvallat kasvaa vielä kohtalaisesti, mutta ongelmat kasaantuvat vuoteen 2013, kun elvytystoimet automaattisesti päättyvät, mikäli valtuutukset eivät pääse sopuun jatkosta. Syksyn presidentinvaalit eivät helpota poliittista päätöksentekoa.
- › **Kreikan vaalien aiheuttamasta levottomuudesta huolimatta Euroalueen velkakriisi vaimenee.** Vaikka ongelmamaiden talouksien tervehtyminen on tuskallisen hidas prosessi, perimmiltään ko. mailla ei ole muita vaihtoehtoja. Tervehdyttämistä vastaan pullikoineet poliittiset päättäjät ovat vaihtuneet järjestäen ja kaikissa niissä on aloitettu talouden tervehtyttäminen ja julkisen sektorin säästötoimet. Alijäämät ovat pienentyneet sekä julkisen sektorin että koko kansantalouksien (vaihtotase) osalta. Ainoastaan Kreikassa poliitikkojen on ollut vaikea hyväksyä realiteetteja ja äänestäjien turhautuneisuus purkautui vielä toukokuussa populistien suosimisena vaaleissa. Tilanteen hoitamista helpottaa se, että jo talvella Kreikan valtionlainat järjestettiin niin, että sijoittajien tilanne on selvitetty pitkäaikaisesti. EU:n ja IMF:n kanssa sovitun säästöohjelman vastustamisella Kreikka ei voi saavuttaa mitään, sillä tukiluottoja myönnetään nyt tipoittain ja uusien erien saaminen edellyttää ohjelmissa pysymistä. Tilanteen laukeaminen edellyttäneen kuitenkin muilta euromailta jonkinlaista vastaantuloa Kreikan ahdingon helpottamiseksi ja näin todennäköisesti tullaan toimimaan ilman että aiempia sopimuksia avattaisiin.
- › **Euron hajoamisen riski on kovista puheista huolimatta käytännössä olematon** koska kaikille toimijoille ja euroalueen maille eurosta eroaminen tai sen hajoaminen olisi taloudellisesti heikoin vaihtoehto. Edes ajautuminen täysin maksukyvyttömäksi ei merkitse Kreikan eroa euroalueesta, eikä Kreikassa mikään poliittinen ryhmä ole millään tavalla ilmoittanut edes haluaan erota euroalueesta. Euromaat ovat siten toistensa vankeja niin hyvässä kuin pahassa. Tätä yhteisyyttä on vahvistettu keväällä solmitun euroalueen talousyhteistyösopimuksen avulla, joka luo pohjan vakaammalle kehitykselle tulevaisuudessa. Se myös antaa selkänöjan EKP:lle tukea kaikin mahdollisin keinoin keveällä rahapolitiikalla velkakriisin hoitoa pitkälle tulevaisuuteen. Perimmiltään euron hajoamiselle ei ole mitään taloudellista perustetta, sillä euroalue on rahoituksellisesti tasapainossa, eli sen vaihtotase on jopa lievästi ylijäämäinen. Lisäksi velkaantuneiden maiden (ja pankkien) velat ovat pääosin omissa valuutassa, eurossa, jota EKP voi rajattomasti "painaa" lisää. Vaikka Kreikan tilanne nyt näyttää markkinoiden mielestä dramaattiselta, tilanne laukeaa helposti, kun kaikki osapuolet antavat hieman periksi kovista vaatimuksistaan, kuten EU:ssa on tapana. Poliitikkojen julkiset puheet ja todellinen toiminta ovat kaksi aivan eri asiaa...

... ja keskeiset oletukset rahoitusmarkkinoiden kehityksestä

- › **Rahoitusmarkkinoiden keskeinen piirre vuonna 2012 on korkojen lasku ja epävarmuuden vähittäinen väheneminen sijoittajien keskuudessa.** EKP liittyi vuoden 2011 lopulla muiden suurten keskuspankkien rintamaan, ja aloitti massiivisen likviditeetin lisäyksen pankkijärjestelmään. Finanssikriisin seurauksena kaikki keskeiset keskuspankit ovat nyt selkeästi sitoutuneet turvaamaan pankkijärjestelmän maksuvalmiuden kaikissa markkinaolosuhteissa. Lyhytaikaiset korot ovat nyt poikkeuksellisen matalalla. Sekä suhdanteet ja inflaatio että pankkijärjestelmän tervehdyttäminen edellyttää (ja mahdollistaa) matalien korkojen politiikan jatkumisen näköpiirissä olevaan tulevaisuuteen.
- › Euroalueen ongelmamaiden valtionlainten korot laskivat alkuvuonna tuntuvasti mm. EKP:n toimien vuoksi. Korot nousivat uudelleen keväällä ja pahimmillaan tilanne on nyt Kreikan vaalien jälkeisessä epävarmassa tilanteessa ja ero Saksan valtionlaintoihin on kasvanut. **Arviomme mukaan korkoerot kaventuvat uudelleen Saksan ja muiden euromaiden korkojen välillä, kun Kreikkaan liittyvä epävarmuus väistyy.** Tuottokäyrän jyrkkyys ei ole alkuvuonna juurikaan muuttunut, mutta riski jyrkentymisestä kasvaa vuoden loppua kohden. Jyrkentyminen johtuisi lähinnä pisimpien korkojen noususta inflaatio-odotusten viriämisen vuoksi, kun taantuma alkaa väistyä.
- › **Yrityslainojen (sekä IG että HY) korkoerot valtionlaintoihin kaventuivat merkittävästi kuluvan vuoden alkupuolella, mutta jälleen huhti-toukokuussa korkoerot levenivät lähinnä Kreikan vaalien jälkeisen tilanteen luoman epävarmuuden vuoksi.** Markkina yliarvioi tällä hetkellä yritysten luottoriskejä ja arviomme mukaan korkoerot **tulevat kaventumaan tuntuvasti vuoden 2012 loppua kohden.** Epävarmuuden vähentyessä markkinoiden yli likvidiys ajaa vähitellen sijoittajat tilanteeseen, jossa tuottoja on mielekästä hakea taas hyväntuottoisista yrityslainoista. Yrityslainojen tarjontaa vähentää samalla mm. se, että vuonna 2012 erääntyy varsin vähän aiemmin liikkeeseen laskettuja yrityslainoja. Kun vielä taantuma väistyy ja sijoittajat joutuvat toteamaan, että yritysten tulokset ja taseet ovat vahvoja, kaikki perusteet yrityslainojen vahvalle kysynnälle ovat olemassa.
- › Valuuttamarkkinoilla euro on säilynyt yllättävän vakaana suhteessa muihin päävaluuttoihin. Vasta Kreikan vaalien luoma epävarmuus heikensi euron arvoa valuuttamarkkinoilla. Mikäli EKP edelleen laskee ohjauskorkoaan, paineet euroa kohtaan kasvavat uudelleen. Tässä matalien korkojen ympäristössä niiden maiden valuutat, joilla on huomattavan ylijäämäinen vaihtotase, tulevat olemaan vahvistumispaineessa, kuten NOK, CHF, SGD ja SEK.
- › **Osakemarkkinoiden keskeinen piirre on myös epävarmuuden väheneminen ja yritysten tulosten säilyminen varsin hyvällä tasolla taantumasta huolimatta.** Markkinoiden epävarmuus alkoi vähentyä vuoden 2011 lopulla ensin Yhdysvalloissa ja tämän jälkeen muilla markkinoilla, kun sijoittajat näkivät, että pahimmat pelot valtionvelkakriisiin liittyen eivät toteutuneet. Vaikka epävarmuus on nyt keväällä lisääntynyt uudelleen, arvioimme sen olevan tilapäistä. Lisäksi ensimmäisen neljänneksen tulosraportointi osoitti, että yritysten tulokset ovat säilyneen varsin hyvällä tasolla taantumasta huolimatta. Osakkeet ovat siten huomattavan edullisia sekä historiallisesti että arvostuksen näkökulmasta ja erityisesti suhteessa korkosijoituksiin. **Kaikki perusteet osakemarkkinoiden hyvälle tuotoille vuonna 2012 ovat olemassa.**
- › Eri markkinoita tarkasteltaessa arviomme mukaan kehittyvät osakemarkkinat (EM) antavat paremman tuoton kuin kehittyneet (DM). Pitkän aikavälin talous- ja tuloskasvu on kehittyvillä markkinoilla parempi kuin kehittyneillä. Lisäksi EM-maiden yritykset ovat nyt arvostukseltaan (P/E) edullisempia kehittyvillä markkinoilla kuin DM-maissa.

Front Capitalin sijoitusstrategian päälinjat vuoden 2012 lopulle

- › **Allokaatiostrategian keskeinen elementti on osakkeiden ylipainotus suhteessa korkosijoituksiin.** Osakkeiden ylipainotus aloitettiin vuoden 2011 lokakuun alussa ja ylipainotus oli vuoden 2012 alussa huomattava. Osakkeiden osuutta vähennettiin kuitenkin merkittävästi helmikuun puolivälin ja pääsiäisen välisenä aikana, kaikkiaan 10,7 %-yksikköä. Osakkeiden vähentämisestä huolimatta niiden tuottopotentiaali on huomattavasti parempi kuin korkosijoitusten sekä lyhyellä (noin vuoden) aikavälillä että pitkällä (3-5 vuoden) aikavälillä. Osakkeiden ylipainotusta voidaan perustella mm. osakkeiden suhteellisella arvostuksella korkosijoituksiin nähden, markkinaepävarmuuden lisääntymisellä loppukeväällä (joka väistämättä taas normalisoituu). Myös yritysten tuloskehitys tukee osakesijoittajaa, kuten ensimmäisellä neljänneksellä voitiin todeta. Huhti-toukokuun notkahduksen jälkeen osakkeiden ylipainotus korkosijoituksiin nähden on taas lähes yhtä perusteltua kuin vuoden 2012 alussa ja osakkeita onkin lisätty nyt 4 %-yksikköä.
- › **Korkostrategian keskeinen linjaus on yrityslainojen ylipainotus valtionlainoihin nähden.** Lisäksi korkostrategiassa salkun duraatio, eli korkoriski on vähäisempi kuin normaalitilanteessa (neutraaliallokaatiossa), mutta korkoriski on nyt lähempänä normaalitilannetta kuin mitä se oli vuoden alussa. Korkoriskin osalta varovaisuutta perustellaan sillä, että pitkäaikaiset korot nousevat helposti, kun inflaatio-odotusten viriävät taantuman väistyessä. Arviomme mukaan IG ja varsinkin HY yrityslainojen tuotto on hyvä verrattuna niiden luottoriskiin, emmekä odota yritysten ajautuvan laajamittaisesti maksuhäiriöihin. Valtionlainoista hyvin taloutensa hoitaneiden maiden (kuten Saksa ja Pohjoismaat) valtionlainat ovat erityisen yliarvostettuja kuten myös Yhdysvaltojen valtionlainat. Niiden korkeiden hintojen (ja alhaisten korkojen) voidaan katsoa heijastavan korkomarkkinoiden epärationaalisia odotuksia nk. valtionvelkakriisin ajautumisesta täysin hallitsemattomaksi tai euron hajoamista tms. Tänä vuonna valtionlainoihin sijoittamisessa painopiste on ollut korkean tuoton valtionlainoissa, kuten Italian, Espanjan, Belgian ja EM-valtioiden lainoissa. Yrityslainat painottuvat taas korostetusti Saksan, Ranskan, Benelux-maiden ja Pohjoismaiden yrityksiin.
- › **Osakestrategian painopiste on kehittyvien talouksien markkinoissa ja niiden teollisuusmaiden yrityksissä, jotka hyötyvät keskimääräistä enemmän kehittyvien talouksien kasvusta ja mahdollisuuksista.** Pohjoismaat ja Saksa ovat markkinoina hyviä esimerkkejä maista, joiden pörseissä on paljon niiden toimialojen yrityksiä, jotka hyötyvät kehittyvien maiden talouskasvusta. Talvella myös Japanin painoa lisättiin DM-osakkeiden osalta, koska Japani hyötyy Aasian vahvasta talouskasvusta ja ko. markkina on erillään Euroopan ongelmista. Erityisesti Japanin markkina menestyy hyvin osakemarkkinoiden häiriötilanteissa, koska Japanin jeni yleensä vahvistuu suhteessa muihin valuuttoihin. Maapainotusten ohella suositaan niitä toimialoja, jotka hyötyvät vastaisuudessakin kehittyvien talouksien kasvusta ja heikosta eurosta. Konepajateollisuus ja kemianteollisuus ovat esimerkkejä toimialoista, joita ylipainotamme. Yhdysvaltojen osakemarkkinat ovat nyt tuntuvassa alipainossa, sillä vähäisen kurssilaskun vuoksi arvostustasot ovat siellä korkeammat kuin markkinoilla, joita painotamme. **Kehittyvillä markkinoilla korostamme rahoitustasapainoltaan terveitä talouksia, mikä merkitsee Aasian tuntuvaa ylipainotusta.** Myös Venäjän paino on merkittävä. Tuntuvimmat alipainotukset koskevat Latalaista Amerikkaa ja varsinkin Itä-Eurooppaa / Itäistä Keski-Eurooppaa. Vaihtotasealijäämäinen Brasilia on esimerkki maasta, joka on menestynyt tuottovertailussa erityisen huonosti tänä vuonna.
- › **Hyödykkeet omaisuusluokkana ovat lievässä ylipainossa,** hyödykestrategian sisällä kulta ja muut arvometallit ovat selvästi alipainotettuja. Sitä vastoin muiden hyödykkeiden

hinnat ovat laskeneet liian paljon suhteessa lähivuosien kysynnän kasvuun, joka tulee lähivuosina kehittyvistä talouksista.

- › Tammikuussa arvioimme, että alkuvuonna tulemme näkemään edelleen (sijoitusmarkkinoiden mielestä) merkittävää epävarmuutta euroalueen velkakriisiin ja pankkien tilanteeseen liittyen. **Tapahtumien punaisena lankana näemme edelleen - tästä hermoja raastavasta epävarmuudesta huolimatta - sen tosiasian, että millään osapuolella (poliittiset päättäjät, keskuspankkiirit, rahoitusmarkkinoiden valvojat, keskeiset virkamiehet eri maiden valtiovarainministeriöissä jne.) ei ole muuta mahdollisuutta, kuin huolehtia siitä, että hallitsemattomalta velkakriisiltä tai pankkikriisiltä vältytään.** Näin toimittiin vuonna 2011 ja näin tulee jatkumaan 2012. Kreikan tilanne selvitetään ja euroalueen pankkijärjestelmän häiriötön toiminta turvataan. Kuluvana vuonna velkakriisin hoitaminen tulee itse asiassa olemaan olennaisesti helpompaa kuin vuonna 2011, sillä ongelmamaiden alijäämät ovat pienentyneet, EKP on vahvemmin mukana rahoitusmarkkinoiden likviditeetin ja vakauden turvaajana, EU:n pysyvä kriisirahasto on toiminnassa ja IMF:n kapasiteettia on kasvatettu.
- › **Yhdysvaltojen osalta riskit alkavat kasvamaan vuoden loppua kohden, kun lähestyvien presidentinvaalien vuoksi poliittinen päätöksenteko vaikeutuu.** Yhdysvallat ei ole ratkaissut julkisen talouden eikä vaihtotaseen kaksoisvajeongelmaa. Maan rahoitustasapaino on siis olennaisesti heikompi kuin euroalueen, eivätkä kaksi valtapuoluetta presidentinvaalien vuoksi pääse sopuun julkisen talouden tervehdyttämisestä. Toisaalta finanssikriisi alkoi yksityisen sektorin ylivelkaantumisesta ja nyt näitä velkoja on kyetty vähentämään merkittävästi viime vuosina. **Yhdysvaltojen tilanteeseen liittyyne enemmän epävarmuutta ensi syksynä, kuin sijoitusmarkkina suostuu tällä hetkellä mieltämään.**
- › Sijoitusstrategia on kuvattu painotuksineen suhteessa neutraaliallokaatioon, mikä ilmenee ao. taulukosta ja se kuvaa kyseisen ajankohdan tilannetta. **Luonnollisesti sijoitusstrategia reagoi aina rahoitusmarkkinoista tai niihin vaikuttavista tekijöistä saatavaan uuteen relevanttiin tietoon ja sijoitusstrategiaa voidaan muuttaa tarvittaessa paljon ja nopeasti.** Sijoitusstrategialle on tunnusomaista kantaaottavuus, sijoituskohteiden ennakoitujen tuottojen ja riskien huolellinen arviointi sekä koko sijoitussalkun jatkuva analyysi riskien ja tuottojen näkökulmasta.

21.5.2012 Ari Aaltonen

Front Capitalin allokaationäkemys 21.5.2012

		Neutraali allokaatio-%	Mallisalkun allokaatio-%
	-- - 0 + ++		
Valtionlainat		25,0%	8,5%
Yrityslainat			
Korkea riski (HY)		5,0%	22,5%
Matala riski (IG)		20,0%	8,2%
Osakkeet			
Kehittyvät		15,0%	20,9%
Kehittyneet		25,0%	27,7%
Hyödykkeet		5,0%	8,5%
Käteinen		5,0%	3,8%

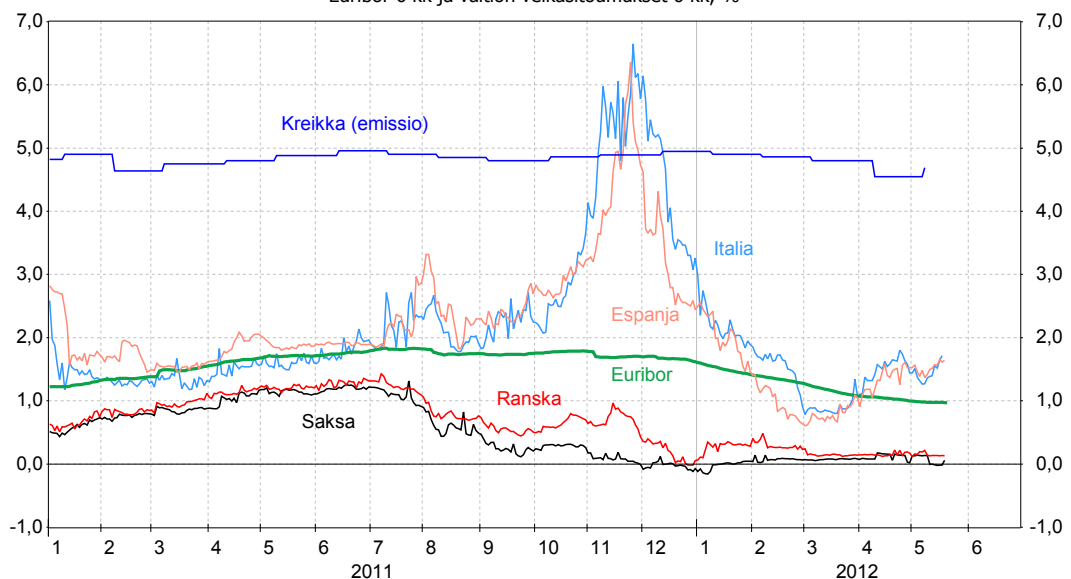
Kreikka ja Espanja – pysyykö euroalueen kriisi hallittuna

- › Euroalueen velkakriisi on tällä hetkellä aivan keskeisesti rahoitusmarkkinoihin vaikuttava tekijä, kuten viime syksynäkin. Edellisessä Front Strategia katsauksessa (Talvi 2012) analysoitiin velkakriisin syitä ja euron rakenteellisia ongelmia. Historiallista tarkastelua on nyt turha toistaa vaan seuraavassa paneudutaan akuuttiin tilanteeseen, miten tilanne todennäköisesti laukeaa ja mitä tämä merkitsee rahoitusmarkkinoilla.
- › **Euroalueen velkakriisin hallitsemisen kannalta aivan keskeinen ongelma on syksyn 2008 kokemukset.** Kun finanssikriisi huipentui 2008 syksyllä suuren yhdysvaltalainen investointipankin konkurssiin, rahoitusmarkkinoilla koettiin tilanne jonka ei pitänyt olla mahdollista. Näin ei olisi pitänyt tapahtua, vaan hallinnon ja keskuspankin olisi pitänyt huolehtia, että tilanne pidetään hallinnassa. Olennaista ei niinkään ollut konkurssi sinänsä, vaan se, että rahoitusmarkkinoilla ei voitu enää luottaa siihen, että hallinnon ja keskuspankin virkamiehet toimivat kuten rahoitusmarkkinoiden häiriötilanteessa tulee toimia. Kun mahdottomasta tuli mahdollista, epävarmuuden lisääntyminen rahoitusmarkkinoilla oli ennennäkemätöntä loppuvuonna 2008 ja tämän jälkeenkin epäluottamus viranomaisia ja keskuspankkiireita kohtaa herää helposti. Sijoittajat ovat saaneet ns. "pysyvän vamman sieluunsa" syksyn 2008 kokemusten vuoksi. Erilaiset kauhuskenaariot, huhut ym. mitä rahoitusmarkkinoilla tavan takaa viljellään ja kuullaan, koetaan mahdollisina ja niillä on helposti markkinavaikutukset. Ennen vuoden 2008 syksyä markkinat eivät olisi reagoineet niin voimakkaasti erilaiseen disinformaatioon kuin nyt.
- › **Poliittiset päättäjät eivät ole yhtään helpottaneet luottamuksen rakentamista lausunnoillaan.** Viime syksynä tämä ilmeni siten, että yhteisvastuun sijasta pohjoisen euroalueen maiden poliitikot ryhtyivät arvostelemaan Etelä-Euroopan maiden talouspolitiikkaa ja velkaantuneisuutta. Rahoitusmarkkinoiden on ollut vaikea ymmärtää, että nämä lausunnot on tarkoitettu ensisijaisesti sisäpoliittisiksi puheenvuoroiksi, eikä kannanotoiksi eurojärjestelmästä sijoittajille. Etelä-Euroopan maissa taas vähäteltiin ongelmia ja toimenpiteisiin talouksien tervehdyttämiseksi ryhdyttiin hyvin verkkaisesti. Korokojen noustessa rahoituksen saaminen järkevällä korolla alkoi ehtyä ja loppuvuodesta pelättiin, että Espanja ja Italia ajautuivat EU:n ja IMF:n tukilainoituksen ja -ohjelmien piiriin, kuten aiemmin Kreikka, Irlanti ja Portugali. Italian ja Espanjan tilanne helpotti, kun populistiset poliitikot vaihtuivat ja uudet hallinnot ryhtyivät vakavasti talouden säästö- ja tervehdyttämistöimiin.
- › **Syksyllä 2011 kriisiä syvensi EKP:n penseys akuutin tilanteen helpottamiseksi ja epäluottamuksen lisääntyessä euroalueen pankkijärjestelmän tilanne alkoi kärjistyä, kun sijoittajat ja tallettajat alkoivat siirtää varojaan ongelmamaiden pankeista pohjoisen euroalueen pankeihin.** Vuoden 2011 lopulla kriisin laukaisi nimenomaan EKP, kun se ei voinut katsoa vierestä pankkijärjestelmän ahdingon syvenemistä ja se ryhtyi tarjoamaan pitkäaikaista rahoitusta (nk. LTRO rahoitus) "rajattomasti" kolmen vuoden ajaksi yhdellä prosentilla ja merkittävästi kevennetyin vakuusvaatimuksin. Pankit lainasivatkin kahdessa huutokaupassa noin 1000 mrd. euroa, minkä seurauksena euroalueen pankkijärjestelmä on huomattavan yllikkö. EKP:n sisällä tapahtui merkittävä muutos ja saksalainen, inflaatiovaaraa korostava politiikka korvattiin tilanteeseen paremmin sopivalla linjauksella, jossa keskuspankki korostaa toiminnassaan pankkijärjestelmän maksuvalmiuden turvaamista kaikissa olosuhteissa ja rahoitusmarkkinoiden vakautta.
- › EKP:n toimien seurauksena pankit on pakotettu tekemään talletuksia satoja miljardeja euroja useiksi vuosiksi 0,25 % korolla joka päivä. Tämän seurauksena euriborkorot ovat laskeneet tuntuvasti ja myös ongelmamaiden lyhytaikaisten velkapapereiden korot ovat laskeneet merkittävästi, kun pankit joutuvat etsimään parempia sijoituskohteita kuin 0,25 % talletusmahdollisuus EKP:ssa.

- › Kreikka sitä vastoin ei ole välittänyt toteuttaa vaadittuja säästötoimenpiteitä ja syksyllä 2011 se oli ajautunut täydelliseen umpikujaan. Talvella Kreikan velat saatiin järjestettyä uudelleen, mutta nyt toukokuussa tilanne on taas avoin, kun säästöpolitiikkaa tukeneet puolueet hävisivät parlamenttivaalit ja maa ajautuu uusiin vaaleihin. Nyt toukokuussa pohjoisen Euroopan poliitikkojen esittämän arvostelun kärki on suunnattu korostetusti Kreikkaan ja on jopa populistisesti esitetty, että Kreikan uudet vaalit olisivat kansanäänestys eurosta luopumisesta.
- › **Perimmiltään Kreikan tilanteessa ei ole suurta draamaattikkaa, sillä Kreikalla, muilla EU-mailla ja EKP:lla ei ole juurikaan liikkumavaraa.** Kreikan erottaminen euroalueesta on käytännössä mahdotonta, vaikka euroalueen poliitikkojen ja Kreikan riitely äityisi kuinka kiivaaksi. Erottaminen edellyttäisi yksimielisyyttä, joten riittää, että Kreikka itse vastustaa tätä erottamista. Kreikassa mikään puolue ei edes halua Kreikan irtaantuvan eurosta, joten talusmedian ja pohjoisten euromaiden poliitikkojen puheet siitä, että Kreikka äänestäisi euroalueeseen kuulumisesta, on vailla todellisuuspohjaa.
- › Toisaalta Kreikankin liikkumavara on olematon. Jopa siinä huonoimmassa vaihtoehdossa, jossa Kreikka vaalien jälkeen kieltäytyisi noudattamasta sovittua talouden tervehdyttämissohjelmaa, tipottain annettavaa rahoitusapua (EU ja IMF) vähennetään ja Kreikan säästäminen toteutuu automaattisesti, kun valtiolla ei ole varaa maksaa esim. kaikkia palkkoja tai eläkkeitä. Tämäkään ei merkitse Kreikan eroa eurosta, vaan tuo vain kansalaisten arkipäivään uutta epämukavuutta. Kun lisäksi Kreikan lainat järjestettiin uudelleen talvella, Kreikan rimpui lu näkyy ensisijaisesti sen omien kansalaisten tilanteen heikentymisenä.
- › Myöskään EKP:lla ei ole valinnanvaraa. EKP:n pääjohtaja on todennut, että EKP:n mandaattiin ei kuulu millään tavalla maiden erottaminen tai liittäminen eurojärjestelmään, joten EKP:lla ei ole muuta mahdollisuutta kuin jatkaa kreikkalaisten pankkien keskuspankkirahoitusta. Kreikan keskuspankki on osa eurojärjestelmää ja vakuusvaatimuksia pankkien keskuspankkiluotoille kevennettiin juuri talvella. Kreikan valtio voi sitä paitsi velkaantua EKP:iin nähden siten, että se laskee liikkeeseen lyhytaikaisia velkainstrumentteja (6 kk) joita kreikkalaiset pankit ostavat. Nämä velkainstrumentit taas ovat täysin vakuuskelpoisia EKP:ssa (Kreikan keskuspankissa) joten kreikkalaiset pankit voivat rahoittaa velkainstrumenttien ostot EKP:sta. Lyhytaikainen rahoitus on toiminut tällä tavalla koko Kreikan velkakriisin ajan häiriöttä ja Kreikan valtio on saanut uutta rahoitusta alle 5 prosentin korolla.

6 kuukauden korkoja

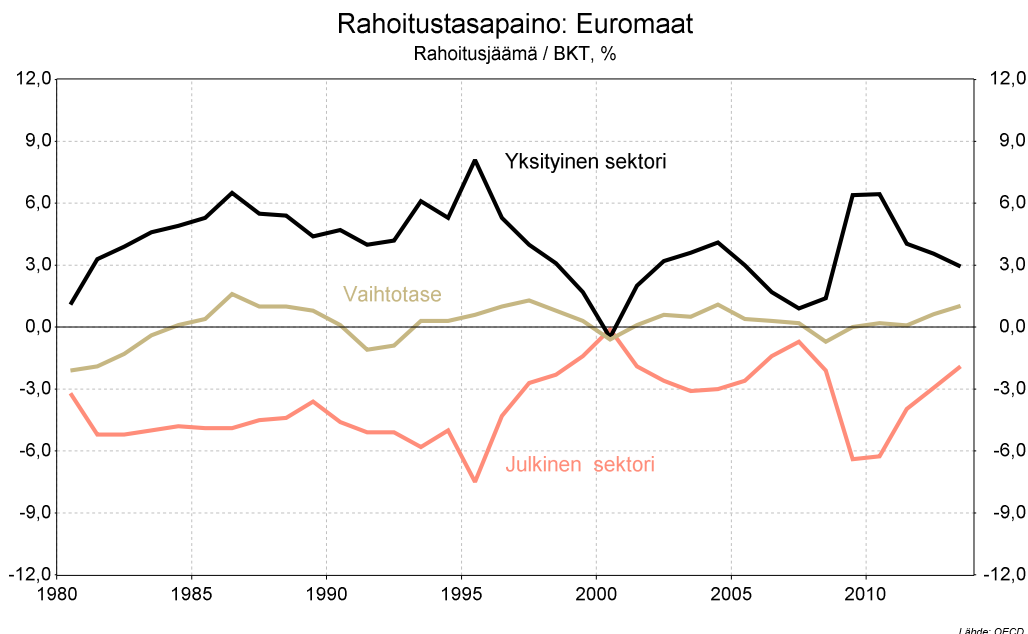
Euribor 6 kk ja valtion velkasitoumukset 6 kk, %



Lähde: Reuters EcoWin

- › **Muiden EU-maiden ainoa vaihtoehto on olla tiukkana Kreikalle** sen vastustaessa säästö- ja tervehdyttämistoimia, **tai pyrkiä jonkinlaiseen kompromissiin**, jolla akuutti tilanne saadaan laukaistua. Eniten tästä avoimesta konfliktista kärsivät muut ongelmamaat ja niiden intressissä on luonnollisesti ratkaista tilanne. Perimmiltään pohjoisen euroalueen valtiotkaan eivät halua ottaa sitä riskiä, että Kreikan täydellinen umpikuja (ja ero euroalueesta) avaisi spekulatiot seuraavan ”heikon lenkin” erosta euroalueesta. Hallittuun eurosta eroamiseen tuskin uskoo kukaan. EU:n toiminnan keskeinen piirre on ollut kompromissien etsiminen ja on todennäköistä, että tässäkin tilanteessa löydetään jokin kompromissi, jossa kaikki osapuolet säilyttävät kasvonsa omien äänestäjensä keskuudessa. Rahoitusmarkkinoiden aiheuttama paine politiikoihin on jo nyt kova ja on todennäköistä, että ratkaisua haetaan jo kiivaasti. Toisaalta Kreikkaa ei haluta palkita siitä, että se haastaa jatkuvasti jo tehtyjä sopimuksia, joten on todennäköistä, että sovittua tukipakettia lainaohjelmiseen ei avata. Sitä vastoin EU:n / euroalueen on helppo tehdä jokin uusi talouskasvua ja työllisyyttä tukeva ohjelma, jolla Kreikkaa tuetaan. Ranskan uusi presidentti on jopa edellyttänyt tätä koko euroalueen laajuisesti. Arviomme mukaan on todennäköistä, että muut euromaat tulevat Kreikkaa vastaan jollakin tavalla jo kesällä ja Kreikan kriisi jää taka-alalle.
- › Espanjan osalta markkinoiden duubit koskevat maan pankkijärjestelmän tilaa ja pelkoa siitä, että maa ei kykene samaan aikaan huolehtimaan pankkien vakavaraisuudesta pääomittamalla pankkeja ja samalla leikkaamaan julkista alijäämää. Kaikki tämä samaan aikaan, kun työttömyys on noussut huomattavan korkeaksi ja edellytykset talouskasvuun ovat heikot. **Espanjan osalta EKP on avainasemassa**. EKP voi helpottaa Espanjan ja muiden ongelmamaiden tilannetta keventämällä rahapolitiikkaa. Laskemalla korkoja ja sallimalla euron heikentyä, Espanjan valtionvelan korkokulut pienenevät ja maa saa kilpailukykyä ulkomaankaupassa. Mikään ei estäisi EKP:ia keventämästä rahapolitiikkaa ja vaatimukset sitä kohtaan varmasti kasvavat, mikäli tilanne vaikeutuu. Korkojen lasku ja uusien pitkäaikaisten keskuspankkilainaohjelmien käynnistäminen auttaisi myös Espanjan pankkien tilannetta. Lainaamalla EKP:sta massiivisesti edullista pitkäaikaista rahoitusta ja sijoittamalla nämä varat korkeatuottoisiin (Espanjan) valtionlainoihin, pankkien on mahdollista parantaa merkittävästi korkokatettaan ja siten sulattaa vähitellen luottotappioita, joita on syntymässä asunto- ja kiinteistörahoituksesta ja yritysluotosta. Aikoinaan Japani ratkaisi näin oman pankkikriisinsä 1990-luvulla. Luonnollisesti Espanja pääomittaa ne pankit uudelleen, joiden ei ole mahdollista saada uutta oman pääomanehtoista rahoitusta markkinoilta. Tarvittaessa tämä rahoitus järjestyy Espanjalle EVM:stä.
- › Todennäköisyys sille, että Espanja, EVM (EU) ja EKP ei tekisi mitään ja antaisi Espanjan pankkisektorin ajautua hallitsemattomaan pankkikriisiin, on erittäin vähäinen. Miksi oltaisiin toimeettomia, kun siihen ei ole mitään syytä. Mutta niin kuin aiemmin todettiin, rahoitusmarkkinat elävät edelleen syksyn 2008 traumaa ja se edellyttää, että pienimmätkin ongelmat ”ratkaistaan” välittömästi. Ja jos välitöntä toimintaa ei ole, tulkitaan se niin kuin toimijat eivät tulisi tekemään myöhemminkään mitään. Perimmiltään pankkijärjestelmän ongelmien ratkaisua helpottaa lisäksi olennaisesti se, että kaikki tarvittava rahoitus on euromääräistä. EKP voi siis lisätä rajattomasti eurojen tarjontaa markkinoille, joten euroalueen velkakriisissä on kyse vain toimijoiden ja maiden keskinäisestä riitelystä, eikä perimmäisten, kuten euroalueen hajoamisen kaltaisten kysymysten äärellä edes olla.
- › Vuoden 2011 lopulla ja nyt uudelleen toukokuussa rahoitusmarkkinoilla ja talousmediassa on ryhdytty keskustelemaan, hajoaako euro osittain tai kokonaan tämän kriisin seurauksena. **Lyhyellä aikavälillä (5-10 vuotta) on vaikea nähdä perusteita miksi euroalue hajoaisi**. Päinvastoin tällä hetkellä voidaan esittää monta seikkaa, jotka puoltavat euron säilymistä.
- › **Ensinnäkin** euroalueen rahoitustasapaino on kokonaisuutena hyvä, eli vaihtotase on tasapainossa. Euroalue on siis rahoituksellisesti itsenäinen ja kaikki julkisen sektorin rahoitustarpeet voidaan tyydyttää nettona euroalueen rahoitusmarkkinoilta. Kaikki tarvittava

rahoitus, mitä tarvitaan ongelmien ratkaisemiseksi on euromääräistä, joten euroalue ei ole riippuvainen muiden maiden, niiden keskuspankkien tai sijoittajien hyväntahtoisuudesta.



- › **Toiseksi** kaikille toimijoille (Komissio, EKP jne.) ja euroalueen maille eurosta eroaminen tai sen hajoaminen olisi taloudellisesti ja poliittisesti heikoin vaihtoehto. Mikäli Kreikka eroaisi eurosta, sen pankkijärjestelmä romahtaisi lopullisesti ja maa ajautuisi täydelliseen taloudelliseen kaaokseen, jossa kansalaisten elintason lasku olisi dramaattinen. Mikäli taas esimerkiksi Saksa eroaisi eurosta, se menettäisi sen keskeisen edun, mitä sillä ei ollut ennen euroa. Se ei enää pystyisi estämään naapurimaiden kilpailevia devalvaatioita ja Saksa palaisi takaisin 1970-luvulle. Poliittisesti euron hajoaminen olisi EU:lle ja euromaille katastrofi ja kestäisi vuosikymmeniä korjata tilanne.
- › **Kolmanneksi** koko euroalueen pankkijärjestelmä ajautuisi täydelliseen kaaokseen, kun velkojen ja varojen uudesta valuutasta ryhdyttäisiin riitelemään ja pääomapakko kohdistuisi maihin, joiden uusien valuuttojen uskottaisiin heikentyvän. Tässä pankkikaaoksessa EKP tekisi satojen miljardien luottotappiot ja kansalliset keskuspankit jouduttaisiin pääomittamaan moninkertaisesti. Esimerkiksi Bundesbank on jo nyt altistunut yksinomaan EKP:n Target järjestelmän kautta satojen miljardien eurojen luottotappioon, jossa se ilman vakuuksia rahoittaa ongelmamaiden keskuspankkeja ja välillisesti niiden luotonantoa pankeilleen, joiden luottojen vakuusvaatimuksia juuri höllennettiin.
- › **Neljänneksi** EKP:n politiikan linjauksen muutos vuoden 2011 lopulla osoitti, että EKP tulee tarvittaessa ratkaisemaan velkakriisin rahan tarjontaa lisäämällä aivan samoin kuin muutkin keskeiset keskuspankit ovat tehneet omien kriisiensä kanssa. Tämä tekee euroalueen maille huomattavasti helpommaksi selvittää velkaongelmistaan ja pankkijärjestelmän vakauttamisesta kuin vielä viime syksyllä arvioitiin.
- › **Viidenneksi** missään euroalueen maassa eivät ole sellaiset poliittiset puolueet tai ryhmät saamassa päätösvaltaa tai enemmistöä parlamentissa, jotka tähtäävät eurosta eroamiseen.
- › Yhteenvetona voidaan todeta, että sekä Kreikan että Espanjan tilanteet ratkeavat tavalla tai toisella ja kaikki välineet tilanteen ratkaisemiseksi ovat olemassa. Euroalueen hajoamisen todennäköisyys on käytännössä olematon näköpiirissä olevan tulevaisuuden aikana.

Maailmantalouden näkymät - taantuma vältetään, kasvu elpyy 2013

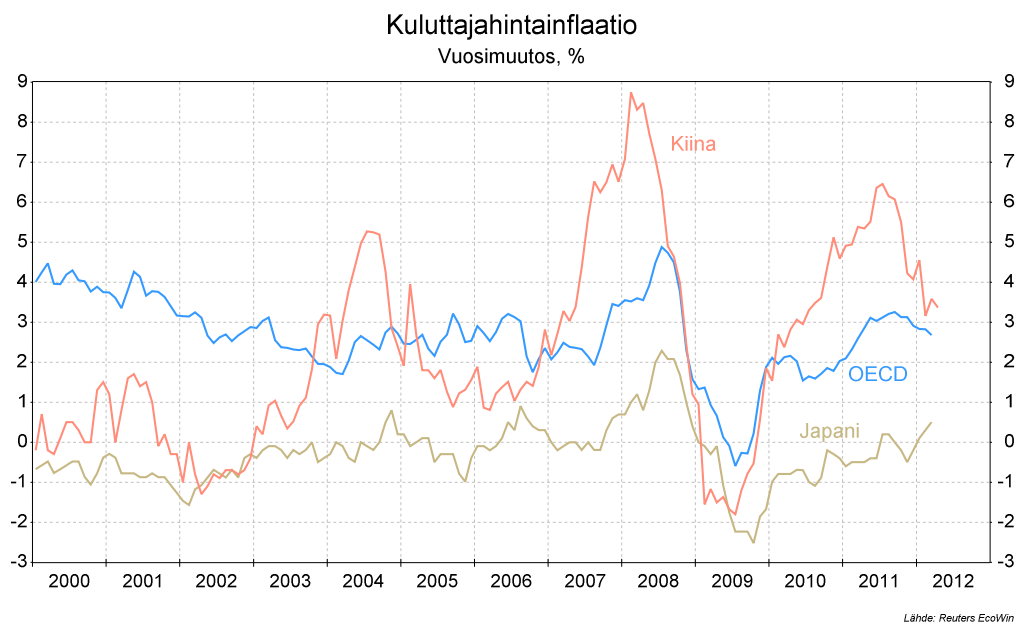
- › Vuoden 2011 lopulla ekonomistien arviot maailmantalouden ja varsinkin Euroopan kehityksestä olivat synkkiä. Tämä oli luonnollista, sillä euroalueen velkakriisi näytti vellovan hallitsemattomasti. Kevään 2012 aikana arviot talouskehityksestä ovat muuttuneet optimistisemmiksi ja tällä hetkellä on vahvistunut käsitys, että taantuma vältetään tänä vuonna ja kasvu elpyy 2013. Toki loppukeväällä esitetyissä pahimmissa uhkaskenaarioissa (euro hajoaa ja hallitsematon pankkikriisi alkaa euroalueella) tilanne näyttäytyy synkkänä, mutta nämä uhkaskenaariot liittyvät enemmän talusmedian haluun dramatisoida akuuttia Kreikan vaalituloksen luomaa epävarmuutta, kuin maailmantalouden todellista tilaa.
- › Dramaattisista otsikoista huolimatta Euroalueen velkakriisi näkyi yllättävän vähän kokonaistaloudellisessa kehityksessä viime vuonna. Finanssikriisit ovat aina pahimmillaan, kun ne koskevat yksityistä sektoria. Yksityisen sektorin osalta finanssikriisi olikin pahimmillaan syksyllä 2008, minkä seurauksena maailmantalous ajautui poikkeuksellisen syvään lamaan 2009 ja koko maailman BKT supistui jopa 2,5 %. Tämä osoittaa hyvin euroalueen velkakriisin perusluonteen. Julkisen talouden velkaongelmia on aina helpompi hallita kuin yksityisen sektorin velkakriisiä ja/tai pankkikriisiä.
- › **Vuonna 2012 maailmantalous ei kokonaisuudessa ajaudu taantumaan konsensusarvioissa**, vaan talouskasvu säilyy runsaan 2 prosentin tasolla. **Vuonna 2013 kasvu kiihtyy vajaan 3 prosenttiin Euroopan elpyessä**. Kaiken kaikkiaan kehittyvät taloudet ylläpitävät keskeisesti maailmantalouden kasvua sekä vuonna 2012 että tulevina vuosinakin. Ao. taulukkoon on koottu tärkeimpien maiden ja maaryhmien ennusteet talouskasvusta ja inflaatiosta 2012 ja 2013.

Taulukko 1. Kasvu ja inflaatio

	BKT:n kasvu-% (reaalinen)					Inflaatio-%				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
Maailma	-2.4	4.1	2.8	2.2	2.9	1.1	2.6	3.6	2.7	2.6
DM	-3.9	2.8	1.3	1.3	1.9	0.0	1.4	2.5	2.0	1.7
Yhdysvallat	-3.5	3.0	1.8	2.3	2.5	-0.4	1.6	3.2	2.4	2.1
Japani	-5.5	4.5	-0.8	1.7	1.5	-1.3	-0.7	-0.3	-0.2	0.0
Euromaat	-4.3	1.9	1.5	-0.3	1.0	0.3	1.6	2.7	2.4	1.8
Britannia	-4.4	2.1	0.9	0.6	1.6	2.2	3.3	4.5	3.0	2.0
Suomi	-8.2	3.6	2.9	0.5	1.9	0.0	1.2	3.4	2.6	2.2
EM	-4.5	4.9	4.7	3.0	3.7	7.5	5.8	6.4	5.2	5.5
Kiina	9.2	10.4	9.2	8.4	8.5	-0.7	3.3	5.4	3.3	3.6
Venäjä	-7.8	4.3	4.1	3.7	3.9	11.7	6.9	8.5	5.0	6.6
Brasilia	-0.3	7.6	3.0	3.4	4.5	4.9	5.0	6.6	5.3	5.3

Lähde: Bloomberg, OECD ja keskeiset suomalaiset ennustelaitokset ja pankit

- Inflaatio on hidastunut alkuvuonna sekä OECD-maissa että kehittyvissä talouksissa, ja tämä hidastuminen tulee jatkumaan vuonna 2013.** Toisaalta inflaatio on nopeutunut Japanissa, missä on pitkään painittu deflaation kanssa, mikä lisää optimismia Japanin kotimarkkinoilla. Keveä rahapolitiikka jatkuu OECD-maissa huomattavan pitkään ja on aivan mahdollista, että EKP laskee vielä ohjauskorkoaan (enintään 0,5 %-yksikköä) syksyllä 2012 mikäli rahoitusmarkkinoiden epävarmuus ei hellitä. Inflaatio-odotukset saattavat kuitenkin herätä talvella 2012-13 taantumän väistyessä, vaikka inflaatio ei sinänsä myöhemmin edes kiihtyisikään. Ennen sitä hyödykkeiden hinnat palaavat trendinousuun taantumän väistyessä. Konsensusennusteissa inflaation odotetaan edelleen hidastuvan vuonna 2013, mutta arviomme mukaan elpyvä maailmantalous ja raaka-aineiden hintojen kääntyminen jälleen trendinousuun pitää inflaation vuonna 2013 likimain vuoden 2012 tasolla, vajaassa 2 prosentissa teollisuusmaissa.

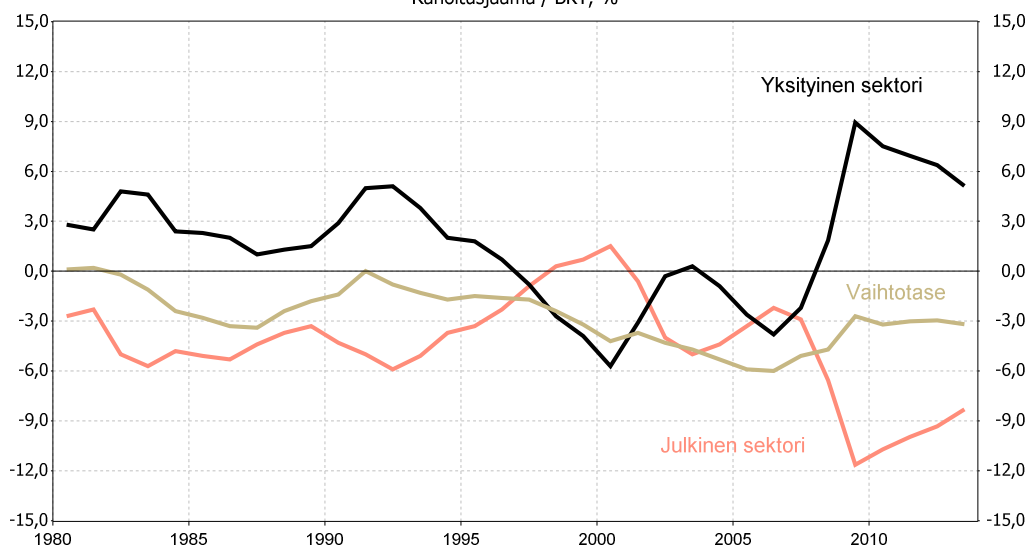


- Euroalueen sisällä taloudet eriytyvät entistä selvemmin elyvän ja vahvan pohjoisen sekä heikon ja hitaan kasvun etelän välille kuluvana vuonna. Kokonaisuutena euroalue elpyy vuonna 2013, kun epävarmuus velkakriisin hallitsemattomuudesta alkaa väistyä.** EKP:n elvyttävä rahapolitiikka mataline korkoineen ja euron heikkous valuuttamarkkinoilla antaa merkittävän kasvusykäyksen erityisesti euroalueen pohjoisille valtioille vuoden 2012 jälkipuoliskolla. Vähitellen myös ongelmien kanssa painineet Etelä-Euroopan maat pääsevät mukaan talouskasvuun, mutta kaiken kaikkiaan Euroalue ei todellakaan tule olemaan mikään maailmantalouden veturi, vaan kasvu tulee jatkossakin kehittyvistä talouksista ja niiden voimistuvasta sisäisestä kasvudynamiikasta. Kaikkiaan epävarmuuden väheneminen tukee yritysten ja kotitalouksien kulutusta ja investointeja loppuvuodesta 2012 ja 2013. Myös Suomen taantuma jää ennakoitua lyhytaikaisemmaksi ja elpyminen alkaa jo vuoden jälkipuoliskolla. Saksan talouskasvu on osoittautunut ennakoitua vahvemmaksi jo vuoden 2012 ensimmäisellä neljänneksellä. Jatkossa Saksa hyötyy vahvan vientisektorinsa vuoksi heikosta eurosta enemmän kuin euroalueen maat keskimäärin. Sitä vastoin pahimpien ongelmamaiden, kuten Kreikan ja Portugalin taloudet supistuvat edelleen merkittävästi vuonna 2012, mutta pienen kokonsa vuoksi ne eivät olennaisesti vaikuta edes euroalueen kokonaiskuvaan. Euroalueen kannalta on huomattavan paljon tärkeämpää, miten Italia ja Espanja pääsevät takaisin kasvu-uralle ja yleisen epävarmuuden väistyminen on niille huomattavan tärkeää.
- Yhdysvaltojen talouskehitys on osoittautunut selvästi odotuksia vahvemmaksi viime vuoden lopulla ja nyt alkuvuonna, kuin aiemmin arvioitiin.** Suuren kotimarkkinansa ansiosta Yhdysvallat on kyennyt eristäytymään euroalueen ongelmista ja talouspolitiikka on ollut huomattavan elvyttävää. Jatkon kannalta ongelma onkin juuri talouspolitiikka, sillä

sekä rahapolitiikan että finanssipolitiikan keinot on käytetty loppuun jo edellisen, vuoden 2009 taantumun torjumiseksi. Keskuspankin korot ovat jo nollassa ja käytännössä keskuspankki FED voi enää tukea taloutta lisäämällä rahan määrää uudella velkakirjojen osto-ohjelmalla. Julkisten menojen kasvattamiseen ja veronkevennyksiin Yhdysvalloilla ei ole varaa, sillä julkisen sektorin alijäämä on vajaat 10 % BKT:sta, eli selvästi suurempi kuin esimerkiksi Kreikalla! Vuonna 2012 Yhdysvallat kasvaa vielä kohtalaisesti, mutta vuoteen 2013 alkaa kohdistua paineita. Vahva dollari ja finanssipolitiikan elvytystoimien automaattinen päättyminen 2013, mikäli valtuutukset eivät pääse sopuun jatkosta, heikentää näkymiä. Syksyn presidentinvaalit eivät helpota poliittista päätöksentekoa. Vaihtotasealijäämäisenä maana Yhdysvallat on riippuvainen muiden kansantalouksien rahoituksesta ylläpitäessään matalaa verotusta ja korkeaa kulutustaan.

Yhdysvallat: Rahoitustasapaino

Rahoitusjäämä / BKT, %



Lähde: OECD

- Kiinassa inflaatio on hidastunut merkittävästi keväällä 2012 ja Kiinan on ollut mahdollista aloittaa talouden vähittäinen elvyttäminen. Toimet ovat olleet kuitenkin varovaisia ja käytännössä keskuspankki on alentanut kolmesti pankkien reservivaatimusta (marraskuussa, helmikuussa ja toukokuussa). **Se, että elvytystoimiin ei ole ryhdytty Kiinassa tämän enempää, kertoo siitä, että hallinto näkee maan taloustilanteensa huomattavan paljon parempana, kuin läntiset arvioitsijat.** Talouskasvun tavoitteeksi on asetettu tänä vuonna 7,5 %, mikä saavutettaneen helposti. Konsensusarvioissa Kiinan talouskasvu säilyy korkealla, noin 8,5 prosentin tasolla 2012 ja 2013. Kaiken kaikkiaan Kiinan talouden ongelmia yliarvioidaan, sillä talous, joka kasvaa nimellisesti 13-17 % vuodessa, on vaihtotaseeltaan tukevasti ylijäämäinen ja jossa on käynnissä merkittävä kaupungistuminen voi helposti ratkaista kaikki ongelmat, joita on tuotu esiin mm. liittyen pankkijärjestelmän tilanteeseen ja kiinteistömarkkinoihin. Kiinan tilanteen tekee helpoksi se, että talous on ylijäämäinen ja sekä yksityisellä että julkisella sektorilla on vähän velkaa. Kiina voi yksinkertaisesti ottaa vain massiiviset reservinsä käyttöön ja elvyttää taloutta esim. infrastruktuurin uusilla rakennusohjelmilla. Tai Kiinan keskuspankki voi keventää rahapolitiikkaa alentamalla korkoja. Pankkien antolainausta on jo helpotettu hieman alentamalla reservivaatimusta, mutta se on edelleen korkealla, 20 % tasolla. Keinoja on käytössä lukemattomia ja kyse on lähinnä siitä, tarvitseeko talous edes elvytystä.
- Japani, Kanada ja Australia elpyvät vuonna 2012. Japani lähinnä siksi, että kevään 2011 maanjäristyksen vuoksi vertailutaso on matala, kun lasketaan vuoden 2012 bkt:n kasvua. Japania auttaa Aasian maiden vahva kasvu, joka on Japanin päävientimarkkina. Deflaation väistyminen elvyttää kotimarkkinoita ja kotimaista kulutusta. Myös Kanada ja Australia hyöttyvät ensimmäisinä maailmantalouden elpymisestä, kun raaka-aineiden hinnat

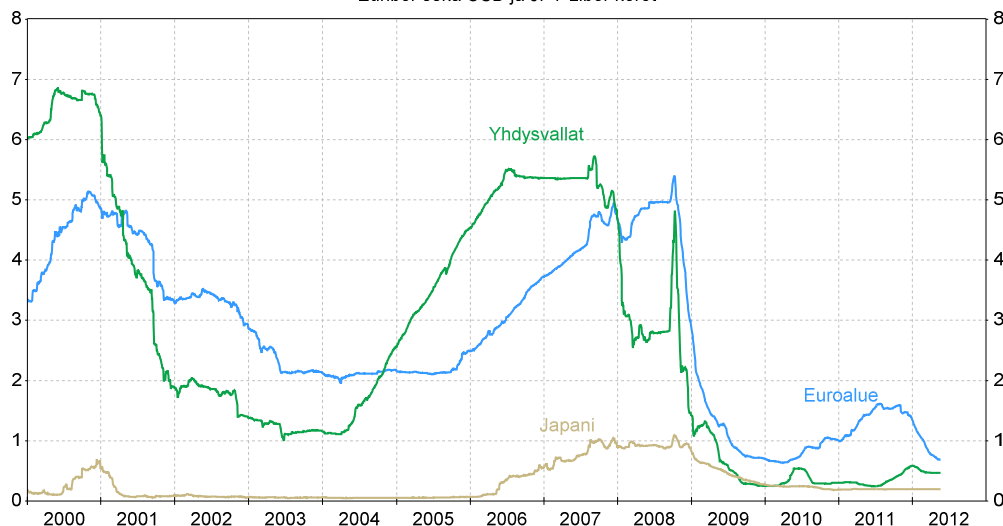
kääntyvät nousuun. Lisäksi inflaation hidastuminen mahdollistaa keveän rahapolitiikan ja Australia on laskenut korkojaan nyt keväällä

- › Oman valuuttansa säilyttäneet euroalueen ulkopuoliset teollisuusmaat ovat keskenään hyvin erilaisessa tilanteessa. Pohjoismailla on kaikilla ylijäämäiset vaihtotaseet ja julkinen sektori on erinomaisesti tasapainossa tai jopa ylijäämäinen (Norja). Lisäksi ne ovat asemoituneet erinomaisesti elpyvään maailmantalouteen: Ruotsi vahvan konepajateollisuutensa, Norja raakaöljynsä ja Tanska vahvan Saksan naapurina. Oma valuutta helpottaa talouspolitiikan harjoittamista ja tuo turvaa vientiyrityksille erilaisten maailmantalouden häiriötilojen varalle. Esimerkiksi Ruotsin kruunu heikentyi heti valuuttamarkkinoilla toukokuussa, kun Kreikan vaalien luoma epävarmuus levisi rahoitusmarkkinoille. Myös Sveitsi ja erityisesti sen pankki- ja rahoitussektori hyötyy euroalueen velkakiisistä. Sveitsin keskuspankki joutuu kuitenkin kamppailemaan CHF:n vahvistuspaineita vastaan intervenoimalla valuuttamarkkinoilla ja pitämällä ohjaukskonsa nollassa. Valuutan vahvistuspaineita ei helpota Sveitsin huomattavan ylijäämäinen vaihtotase. Heikoin euroalueen ulkopuolinen talous on Iso-Britannia, jolla on vaihtotaseen ja julkisen sektorin kaksoisvajeongelma kuten Yhdysvalloilla. Lisäksi Britannian erityisenä ongelmana on se, että sillä rahoitussektorin osuus kansantaloudesta on suuri, eikä siitä ole lähivuosina uuden nousun veturiksi.
- › Myös kehittyvien talouksien talouskasvu hidastuu kuluvana vuonna mutta vuonna 2013 kasvun odotetaan konsensusarvioissa elpyvän. Aasian (pl. Japani) kasvu ylittää sekä tänä että ensi vuonna noin 6 prosenttiin, kun taas Itä-Euroopan maiden kasvu matalenee 2-3 prosentin välillä. Latinalainen Amerikka sijoittuu talouskasvun osalta edellisten väliin. Talouden tasapainon osalta Aasian maat ovat huomattavasti paremmissa tilanteissa kuin muut alueet ja niillä on järjestäen ylijäämäiset vaihtotaseet Intiaa lukuun ottamatta. Aasian maiden on siis helppo elvyttää talouttaan ja ylläpitää vahvaa talouskasvua, vaikka Euroopan talouskasvu hidastuu. Myös Venäjän vaihtotase on ylijäämäinen, mutta sen tilanteeseen luonnollisesti vaikuttaa merkittävästi raakaöljyn hintakehitys.
- › Itä-Euroopan maiden tilanne on sekä sisäisesti että tärkeimmän vientimarkkinan, läntisen Euroopan, heikon talouskasvun vuoksi tukala. Unkari on kamppailut vaikeiden julkisen talouden vajeongelmien kanssa jo pitkään ja Puola, Tšekki ja Romania ovat vaihtotaseeltaan syvästi alijäämäisiä. Myös Etelä-Afrikka ja varsinkin Turkki ovat alijäämäisiä vaihtotaseeltaan, joten niiden ongelmat ovat kasautumassa. Etelä-Afrikassa erityisenä huolena on valtiopuolueen ANC:n sekava tilanne. Turkin ajautuminen syviin ongelmiin lähivuosina on todennäköistä sekä huomattavan vaihtotasevajeen että poliittisen tilanteen herkkyyden vuoksi.
- › Latinalaisen Amerikan maiden talouden tasapaino on parempi kuin mitä se on perinteisesti ollut, mutta silti kaikki keskeiset taloudet ovat vaihtotaseeltaan alijäämäisiä. Viime vuosien talouskasvu on siis perustunut liiaksi ulkomaiseen velkaantumiseen, eikä kasvu voi jatkua näin ikuisesti. Tilanne ei ole kuitenkaan vielä hälyttävä. Ehkä suurin ongelma on se, että alueen suurin talous, Brasilia alkaa osoittaa merkkejä siitä, miten ulkomaisella velalla ja investoinneilla toteutettu talouskasvu on ajautumassa vaikeuksiin. Ensimmäisenä oireena on maan valuutan arvon heikentyminen valuuttamarkkinoilla tänä keväänä. Myös Argentiinan toteuttama öljy-yhtiön kansallistaminen on oiva esimerkki ko. maiden kykenemättömyydestä toimia uskottavasti ja järkevästi globaalissa maailmantaloudessa.

Rahoitusmarkkinat - korot ennätysellisen alhaalla, epävarmuus hellittää vähitellen

- Aika ajoin lisääntyvästä ja sitten jälleen vaimenevasta epävarmuudesta huolimatta **rahoitusmarkkinoiden tärkein piirre on äärimmäisen keveä rahapolitiikka ja siten matalat korot**. Yhdysvallat ja Japani ovat toteuttaneet jo pitkään nollakorkopolitiikkaa ja euroalueella EKP on sallinut lyhyimpien korkojen lähestyä nollaa, vaikka virallinen ohjauskorko on edelleen yhden prosentin tasolla. Englannin keskuspankin ohjauskorko on 0,5 prosentin tasolla ja pienemmissä talouksissa korot ovat nollan tuntumassa (Sveitsi) tai niitä on laskettu lähemmäs suurten talouksien korkoja (Ruotsi, Australia ...) Matalien korkojen ohella keskuspankit ovat elvyttäneet talouksia rahan tarjontaa lisäämällä jo pitkään (Japani) tai finanssikriisin alkuvaiheesta alkaen (Yhdysvallat ja Iso-Britannia). EKP liittyi joukkoon joulukuussa, kun se aloitti poikkeuksellisen, 3 vuoden ja 1 prosentin koron lainajärjestelyn pankeille. Rahan määrää lisättiin kaikkiaan noin 1000 mrd. euroa kahdessa huutokaupassa joulukuussa ja helmikuussa. Pankkien lyhyt- ja pitkäaikaiset maksuvalmiusongelmat ratkaistiin kerralla ja euroalueen pankkijärjestelmä on siitä alkaen ollut ylikvidi.
- Rahan määrän lisäys on näkynyt lyhytaikaisten korkojen kehityksessä. Euriborkorot ovat laskeneet tuntuvasti ja ne lähestyvät Japanin ja Yhdysvaltojen pankkien välisen markkinoiden huomattavan matalia korkoja. Ongelmat talouskasvun kanssa, hidastuva inflaatio ja finanssikriisin luoma epävarmuus merkitsevät sitä, että **matalien korkojen jakso tulee olemaan poikkeuksellisen pitkä**. Kun lisäksi keskuspankit ovat järjestäen antaneet ymmärtää, että rahan määrää tullaan tarvittaessa lisäämään jatkossakin, ollaan kaukana tilanteesta, jossa edes mietittäisiin korkojen nostamista suhdanteiden tai inflaation vuoksi.

Lyhytaikaiset korot, 3 kk
Euribor sekä USD ja JPY Libor korot

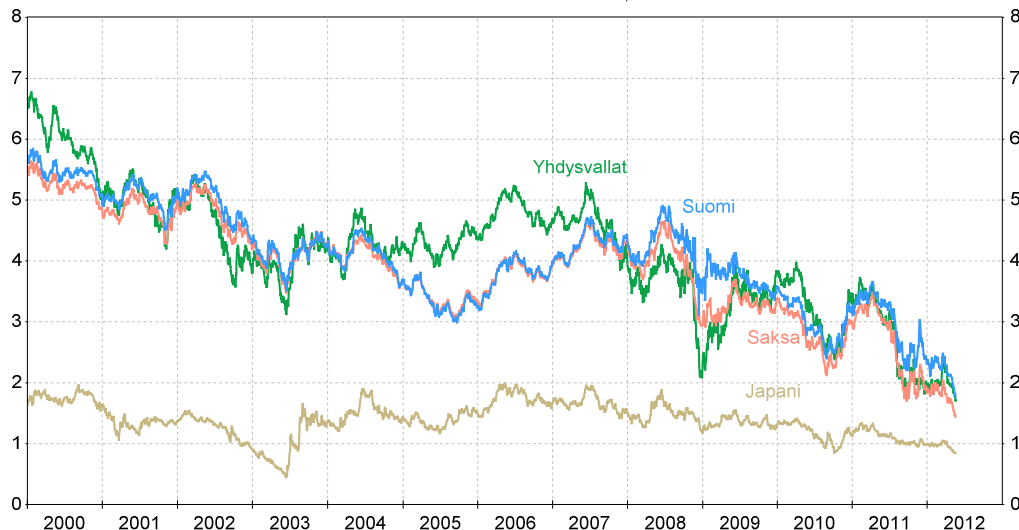


Lähde: Reuters EcoWin

- Tallettajille tämä tulee merkitsemään olemattomien talletuskorkojen aikaa ja velallisille korkokulujen laskua, mikäli velkojen korot on sidottu lyhytaikaisiin viitekorkoihin. OECD-maiden keskeisenä ongelmana on yksityisen sektorin liiallinen säästäminen ja tätä säästämistä vastaan joudutaan kamppailemaan matalilla koroilla vielä pitkään. Voisi sanoa, että finanssikriisi ja median jatkuva pelottelu erilaisilla kriisiskenaarioilla on ajanut kotitaloudet ja yritykset toiseen ääripäähän, aivan liialliseen säästämiseen. Sijoitusmarkkinoilla tämä pelko on näkynyt siten, että vähäriskisten sijoituskohteiden, kuten Saksan, Yhdysvaltojen, Japanin, Sveitsin valtionlainojen tuotto-odotus (=korkotas) on

laskenut niin alhaiseksi, että sijoittajalle jää käytännössä vain toive mahdollisesta valuutan vahvistumisesta.

Pitkäaikaiset korot
Valtioiden viitelainat 10 vuotta, %

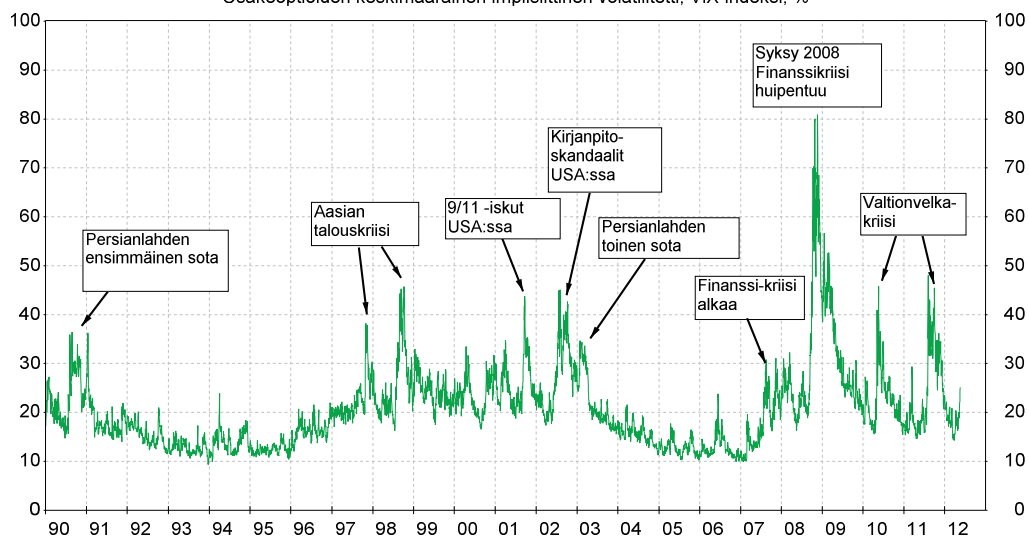


Lähde: Reuters EcoWin

Kuluva kevät on jälleen osoittanut, että **rahoitusmarkkinoiden herkkyys epävarmuudelle on edelleen huomattavan suuri**. Rahoitusmarkkinat eivät vielä päässeet eroon vuoden 2007 syksyllä alkaneesta finanssikriisistä. Vaikka kriisin pahin vaihe nähtiin jo vuoden 2008 syksyllä, epävarmuus markkinoilla on aika ajoin lisääntynyt tämän jälkeen. Vuonna 2011 finanssikriisi ilmeni euroalueen valtionvelkakriisinä ja nyt toukokuussa Kreikan vaalien jälkeinen tilanne ruokki taas sijoittajien mielet erilaisilla kauhuskenaarioilla. Sinänsä erilaiset kriisit ja epävarmuustilat ovat normaali ilmiö ja aina ne koetaan tapahtumahetkellä erityisen merkittävänä ja niiden uskotaan vaikuttavan pitkäaikaisesti markkinoihin ja tulevaisuuden kehitykseen. Hyvä tapa kuvata ja mitata markkinoiden epävarmuutta on optioiden hinnoittelussa käytettävän nk. implisiittinen volatiliiteetti. Mitä enemmän epävarmuutta, sitä enemmän riskeiltä suojautuminen maksaa osakemarkkinoilla, eli volatiliiteetti on korkea:

Osakemarkkinoiden volatiliiteetti

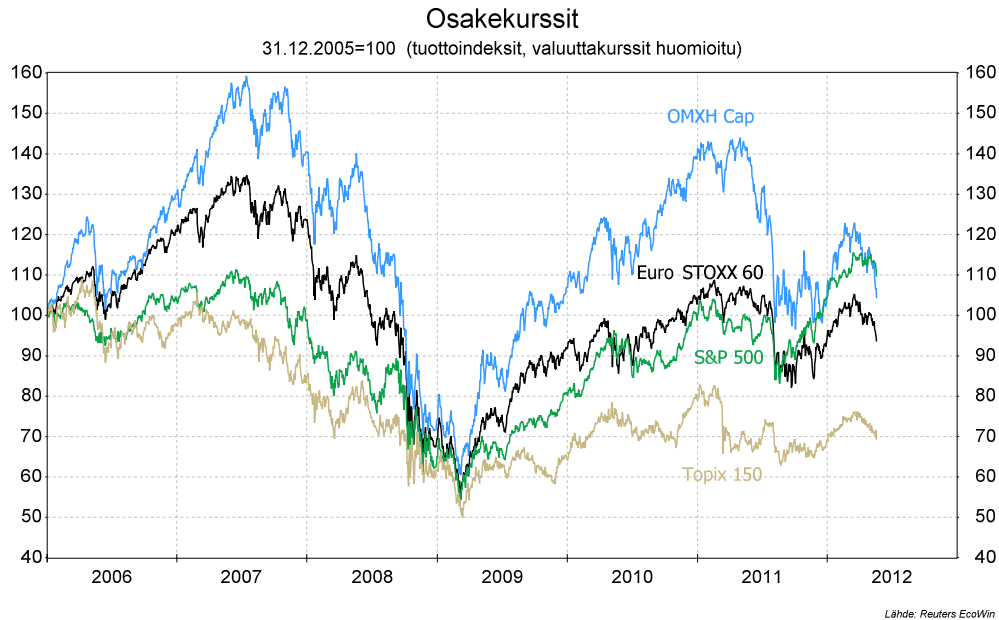
Osakeoptioiden keskimääräinen implisiittinen volatiliiteetti, VIX-indeksi, %



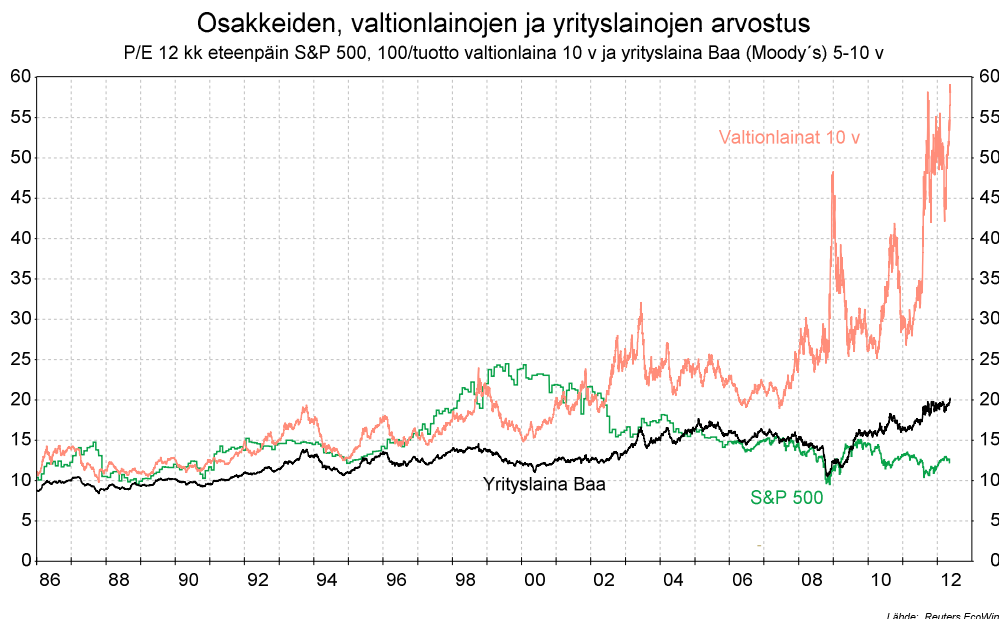
Lähde: CBOE / Reuters EcoWin

- › Vaikka erilaiset kriisit tapahtumahetkellä vaikuttavat merkittävältä, on tyypillistä, että vähitellen kriisi vaimenee ja syntyy jokin ratkaisu tai lopputulos. Rahoitusmarkkinoilla tämä ilmenee siten, että markkinoiden epävarmuus kasvaa hyvin nopeasti, mutta vaimenee yleensä hitaammin. Ennemmin tai myöhemmin rahoitusmarkkinat sopeutuvat tilanteeseen ja kriisin vaikutus poistuu. Volatiliteetti palaa normaalitasolleen ja markkinoille tulee uusia teemoja, jotka nousevat keskusteluun ja tärkeiksi. Näin on vähitellen käymässä myös euroalueen valtionlainakriisin. Markkinoiden epävarmuus oli suurimmillaan vuoden 2011 alkusyksyllä. Epävarmuus alkoi vähentyä vuoden lopulla, kun sijoittajat näkivät, että pahimmat pelot valtionvelkakriisiin liittyen eivät toteutuneet ja EKP tuli mukaan kriisin ratkaisuun. Nyt keväällä epävarmuus on jälleen lisääntynyt (lähinnä Kreikan vaalituloksen laukaisemana), mutta selvästi vähemmän kuin syksyllä. Epävarmuuden kaavaan kuuluu aina se, että talousmediassa erilaiset kauhuskenaarioiden maalailijat saavat huomattavasti tilaa ja rationaalinen asioiden tarkastelu jää vähemmälle. Euroopassa erityinen ongelma on se, että poliitikkojen kommentit eri tilanteista on lähtökohtaisesti tarkoitettu kansallisen sisäpolitiikan käyttöön, mutta markkinoilla nämä puheet otetaan tosissaan. Kun sitten poliitikot ovat saaneet riittävän sekasotkun aikaiseksi, järki poliitikkojen puheisiin palaa vasta pelon kautta, ja puheita aletaan perua...
- › **Loppuvuonna 2012 rahoitusmarkkinoiden keskeinen piirre on jälleen epävarmuuden väheneminen.** Kreikan tilanne ratkaistaan kesällä ja on todennäköistä, että kovista puheista puolin ja toisin siirrytään jonkinlaisiin neuvotteluihin, joilla Kreikan tilannetta helpotetaan ilman että aiempia sopimuksia muutettaisiin. Kreikan ero eurosta on erittäin epätodennäköistä, koska yhden maan ero avaisi laajamittaisen spekulatiivisen seuraavista "heikoista lenkeistä". Tätä euroalue ei kestäisi, joten asiat ratkaistaan tavalla tai toisella. Samoin Espanjan pankkien tilanne vakautetaan ja tarvittaessa EKP käynnistää uusia ohjelmia pankkien maksuvalmiuden turvaamiseksi. Huomionarvoista on myös se, että jo toteutetuilla EKP:n ohjelmilla pankkien kannattavuutta (korkokatetta) parannetaan kymmenillä miljardilla euroilla vuositasolla, kun pankit saavat matalakorkoista rahoitusta, jota voidaan sijoittaa korkeatuottoisiin valtionlainoihin. Pankkien luottotappiot voidaan vähitellen sulattaa EKP:n rahoittamalla korkokatteella. Näin Japani ratkaisi aikanaan oman pankkikriisinsä 1990-luvulla. Toki ongelmallisimmat pankit pääomitetaan uudelleen valtion toimesta ja tämä rahoitus järjestyy esimerkiksi EVM:sta, jos markkinoilta ei ole saatavissa kohtuuhintaista rahoitusta. On erittäin epätodennäköistä, että akuutit ongelmat jätettäisiin hoitamatta euroalueella. Kaikkiaan tilannetta helpottaa se, että kyse näissä kaikissa tilanteissa on vain eurojen lisäämisestä järjestelmään. Tiukan paikan tullen eurojen määrää voidaan lisätä rajattomasti EKP:n toimesta. Paljon ongelmallisempaa olisi, jos euroalueella velkaongelmat liittyisivät vieraan valuutan (USD, CHF, JPY..) määräisiin velkoihin ja oltaisiin ulkopuolisten hyväntahtoisuuden varassa.
- › Korkomarkkinoilla epävarmuuden väheneminen näkyy nk. ongelmamaiden valtionlainojen korkojen ja Saksan korkojen eron kaventumisena. Korkeat korot kaventuivat jo merkittävästi alkuvuonna, mutta huhti-toukokuussa korkeat korot jälleen levenivät. Huomionarvoista on kuitenkin se, että viime vuoden marraskuussa, ennen EKP:n toimia, tilanne oli paljon tukalampi esimerkiksi Italian ja Espanjan osalta kuin nyt keväällä. Loppuvuonna on todennäköistä, että Saksan ennätysellisen matalat korot nousevat, kun sijoittajien pelot vaimenevat ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset jälleen heräävät.
- › Yrityslainojen (sekä IG että HY) korkoerot valtionlainoihin kasvoivat merkittävästi vuoden 2011 syksyllä. Talvella korkoerot kaventuivat samalla, kun EKP:n likviditeetin lisäys vähensi markkinoiden epävarmuutta. Nyt keväällä korkoerot ovat jälleen kasvaneet yleisen epävarmuuden lisääntymisen vuoksi, mutta arviomme mukaan korkoerot tulevat jälleen kaventumaan vuoden lopulla. Saksan, Suomen ym. hyvin taloutensa hoitaneiden maiden valtionlainojen tuotot ovat laskeneet niin alas, että sijoittajien on pakko ryhtyä etsimään jälleen parempia tuottoja myös yritysainoista. Kysynnän kasvaessa tuottoerot kaventuvat valtionlainoihin. Yrityslainojen tarjontaa vähentää samalla mm. se, että vuonna 2012 eräänäntyy varsin vähän aiemmin liikkeeseen laskettuja yritysainoja. Kun vielä taantuma väistyy ja yritysten tulokset ja taseet ovat vahvoja, on todennäköistä, että maksuhäiriöiden

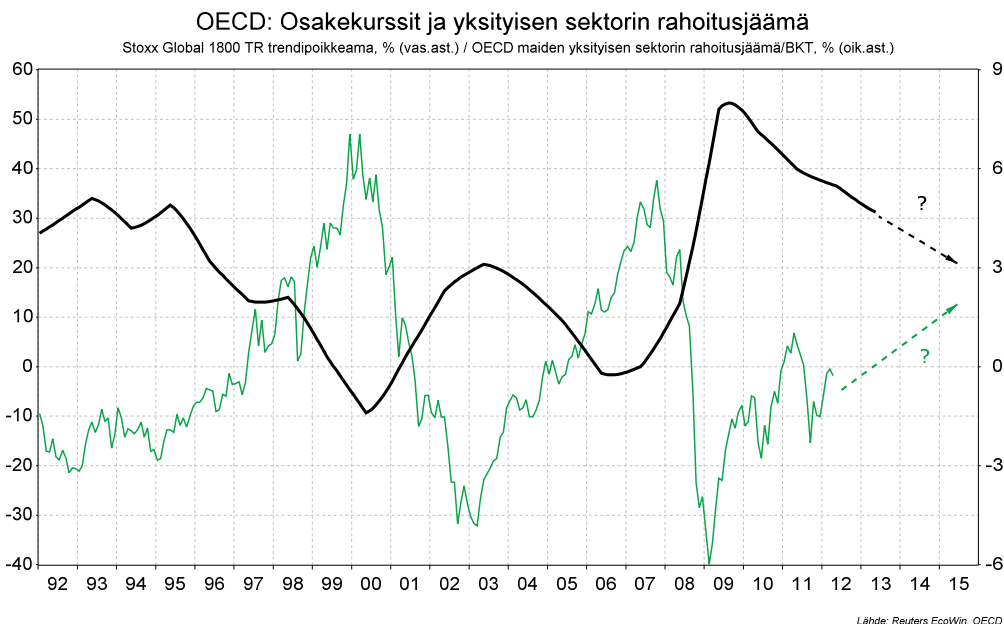
määrä ei ole kasvussa. Kaikki perusteet yrityslainojen ylikysynnälle loppuvuonna ovat olemassa.



Osakemarkkinoilla yritysten tulosten säilyminen varsin hyvällä tasolla on yleisen epävarmuuden vähenemisen ohella tärkeää. Taantumasta huolimatta yritysten tulokset olivat vuoden ensimmäisen neljänneksen tulosraportoinnin perusteella keskimäärin odotuksia paremmat. Yritykset eivät ole myöskään alkuvuonna varoitaneet juurikaan näkymiensä heikkenemisestä. Tilanne on selvästi parempi kuin talvella 2008-09. Arvioimme yritysten tulosten säilyvän varsin hyvällä tasolla loppuvuonna lyhytaikaisesta taantumasta huolimatta. Esimerkiksi suomalaisen konepajateollisuuden tilanne on selvästi ennakoitua parempi varsinkin, kun katsotaan yli taantumän. **Osakkeet ovat siten huomattavan edullisia sekä historiallisesti että arvostuksen näkökulmasta ja erityisesti suhteessa korkosijoituksiin.** Osakkeiden ja korkosijoitusten suhteellista arvostusta voidaan havainnollistaa esimerkiksi laskemalla korkosijoitusten "P/E" -luku. Eli kuinka monta vuotta joudutaan odottamaan, että korkotuotolla ansaitaan sijoitettu pääoma takaisin. Tämä vertailu on esitetty ao. kuviossa Yhdysvaltojen osalta.




- Suhteellisen arvostuksen ja lyhyellä aikavälillä vaihtelevan markkinaepävarmuuden ohella osakemarkkinoita voidaan analysoida rahoitusmarkkinoilla tapahtuvan säästämisen- ja velkaantumiskäyttäytymisen avulla. Erityisesti pitkän aikavälin tarkastelussa (3-5 vuotta) yksityisen sektorin säästämiskäyttäytyminen on selittänyt yllättävän hyvin osakemarkkinoiden kurssien vaihtelua pitkän aikavälin trendin ympärillä. Ao. kuviin on piirretty OECD-maiden yksityisen (yritykset ja kotitaloudet) sektorin rahoitusylijäämä suhteessa BKT:een (%). Kun säästäminen on korkealla tasolla tai säästäminen lisääntyy (tai velkaantumista vähennetään) osakekurssit laskevat suhteessa pitkän aikavälin trendiin. Vastaavasti säästämisen vähentyessä (ja/tai velkaantumisen lisääntyessä) osakekurssit nousevat. Tällä hetkellä säästäminen on poikkeuksellisen korkealla tasolla. Mikäli tilanne normalisoituu ja yksityisen sektorin säästäminen vähenee, on todennäköistä, että osakekurssit nousevat suhteessa pitkän aikavälin trendiin. Mikäli näin tapahtuu, luo se pohjan osakemarkkinalle, joka nousee lähimmän 3-5 vuoden aikana selvästi enemmän kuin mitä olisi pelkkä pitkän aikavälin trendinousu.




- Pitkän aikavälin tarkastelussa arvioimme lisäksi, että kehittyvät osakemarkkinat (EM) antavat paremman tuoton kuin kehittyneet (DM). Pitkällä aikavälillä on erittäin todennäköistä, että talouskasvu on kehittyvillä markkinoilla parempi kuin kehittyneillä. Näin on ollut jo 1990-luvun lopulta alkaen. Näin yritysten tuloskasvu on todennäköisesti nopeampaa kehittyvillä markkinoilla. Luonnollisesti ne kehittyneiden markkinoiden yritykset, joiden liikevaihdosta tulee merkittävä osa kehittyvistä talouksista ovat myös etulyöntiasemassa. Lisäksi yritykset on arvostukseltaan (P/E) nyt toukokuussa 2012 edullisempia kehittyvillä (EM) markkinoilla kuin kehittyneillä (DM) markkinoilla.
- Kehittyvien markkinoiden sijoittamisessa on kuitenkin tärkeää arvioida eri markkinoiden riskejä. Poliittisten riskien ennakointi on tavattoman vaikeaa, mutta talouden ulkoinen tasapaino on perinteisesti ollut hyvä mittari ennakoimaan talouteen ja rahoitusmarkkinoihin liittyviä häiriöitä. Kun yhdistetään kehittyvän talouden osakemarkkinoiden arvotus ja ulkoinen tasapaino, voidaan todeta, että sijoittajalle parhaan tuotto/riski suhteen tarjoavat Aasian kehittyvät taloudet ja Venäjä. Heikoimman tuotto/riski –suhteet taas löytyvät Itä-Euroopan maista ja varsinkin Turkki edustaa ääripäätä huonosta tuotto/riski –suhteesta. Latinalainen Amerikka sijoittuu edellisten väliin. Tilanne ei ole juurikaan muuttunut vuoden alusta.

Taulukko 2. Osakkeiden arvostus ja ulkoinen tasapaino

	P/E	Vaihtotase / BKT, %				
		2009	2010	2011	2012	2013
DM	11,7					
Yhdysvallat	12,4	-2,7	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1
Kanada	12,4	-3,0	-3,1	-2,9	-2,3	-2,2
Australia	11,8	-4,2	-2,9	-2,0	-3,5	-4,5
Japani	13,0	2,9	3,7	2,2	1,9	1,8
Saksa	9,5	5,9	6,1	5,1	5,0	4,7
Alankomaat	8,9	4,2	6,7	7,8	7,6	7,9
Ranska	9,0	-2,0	-2,1	-2,4	-2,0	-2,0
Italia	8,1	-3,4	-3,8	-3,8	-2,4	-2,0
Espanja	9,0	-5,3	-4,6	-3,7	-2,8	-2,2
Kreikka	9,3	-11,2	-10,1	-9,3	-7,1	-6,3
Suomi	13,2	2,0	1,4	-0,4	0,0	0,2
Ruotsi	11,1	7,1	6,7	6,7	6,9	6,7
Norja	9,8	12,9	12,8	15,7	16,4	15,6
Tanska	15,6	3,6	5,3	5,5	4,8	4,7
Sveitsi	11,8	11,0	15,1	14,8	12,1	11,8
Iso-Britannia	9,5	-1,5	-3,3	-2,3	-1,7	-1,5
EM	9,9					
Kiina	10,1	5,2	5,2	3,3	2,6	2,2
Intia	12,5	-1,7	-3,4	-3,9	-3,6	-3,5
Etelä-Korea	9,0	4,8	3,4	2,2	1,5	1,0
Taiwan	13,8	11,3	9,1	8,2	7,9	7,4
Malesia	14,1	16,5	11,5	11,5	13,3	15,5
Thaimaa	11,9	8,4	4,1	4,0	-0,2	1,2
Indonesia	13,6	1,9	0,7	0,2	-0,6	-0,5
Filippiinit	15,0	5,1	4,2	3,1	2,4	2,4
Venäjä	4,0	3,9	4,8	4,9	4,8	2,5
Puola	9,4	-3,7	-4,6	-4,5	-3,9	-4,0
Tsekki	9,9	-2,4	-3,1	-2,2	-2,3	-2,3
Turkki	9,1	-2,2	-6,6	-10,0	-7,3	-7,0
Brasilia	9,0	-1,5	-2,2	-2,1	-2,5	-2,8
Meksiko	14,7	-0,8	-0,5	-0,5	-1,2	-1,3
Chile	15,9	1,4	1,8	-0,2	-2,0	-2,4
Columbia	14,6	-2,1	-3,0	-3,0	-2,8	-3,1
Argentiina	6,1	3,7	0,8	0,3	-0,5	-0,6
Etelä-Afrikka	10,8	-2,9	-1,5	-3,6	-4,1	-4,5

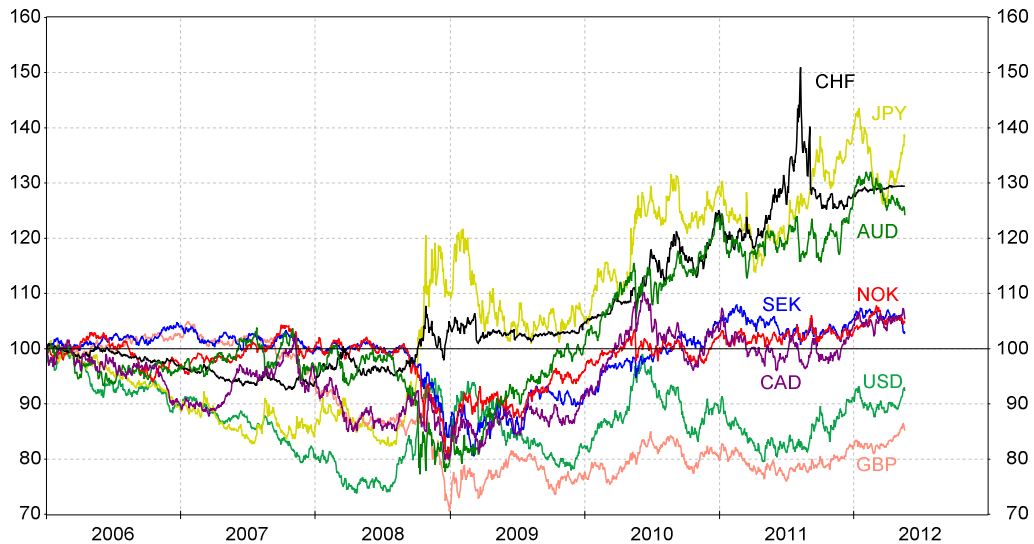
 = Arvo suurempi kuin 3 %

 = Arvo pienempi kuin -3 %

Lähde: Bloomberg, JP Morgan, OECD ja keskeiset suomalaiset ennustelaitokset

- Vuoden 2011 jälkipuoliskolla euro alkoi heikentyä muita päävaluuttoja vastaan valtionvelkariisin kärjistyessä. Euron heikentyminen päättyi tammikuussa, mutta euro jäi kohtuullisen alhaiselle tasolle suhteessa muihin päävaluuttoihin. Toukokuussa euro heikentyi uudelleen, kun epävarmuus palasi jälleen rahoitusmarkkinoilla ja luottamus euroalueen kykyyn ja halukkuuteen ratkaista ongelmansa joutui koetukselle. Arvioimme, että euro säilyy heikkona loppuvuonna, mutta toisaalta erityisesti Yhdysvaltojen dollari ei perusteiltaan ole vahva valuutta alijäämäisine vaihtotaseineen. Myöskään Japanin keskuspankki ei halua että vahvistuva jeni olisi ainoa valuuttapaineiden varaventtiili. Kehittyvien talouksien osalta valuuttansa vahvistumista on vastustanut erityisesti Brasilia ja real onkin ollut alkuvuonna erityisen heikko muita valuuttoja vastaan. Valuuttamarkkinoilla vallitsee selkeästi eräänlainen kauhun tasapaino, kun mikään maa ei halua oman valuuttansa vahvistuvan merkittävästi muita valuuttoja vastaan. Mikäli taantuma väistyy, merkittävimmät menestyjät valuuttamarkkinoilla tulevat olemaan OECD-maista ns. raaka-ainevaluutat, kuten Australian ja Kanadan dollari sekä niiden kehittyvien talouksien valuutat, joilla on ylijäämäinen vaihtotase. Paineet Ruotsin ja Norjan kruunujen sekä Sveitsin frangin vahvistumiseksi tulevat jatkumaan loppuvuonna 2012.

DM valuutat vs. euro
Valuutta / EUR 31.12.2005=100



Lähde: Reuters EcoWin

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 sijoitukseen 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 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. 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.



Front Capital Oy
Aleksanterinkatu 48 A
00100 Helsinki
Finland

Puh: (09) 6829 800
Faksi: (09) 6829 8010
etunimi.sukunimi@front.fi
www.front.fi

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 Front Capital Oy palveluntarjoajana löytyy Internet-sivuilta www.front.fi.