

Sisällysluettelo

Sisällysluettelo.....	- 1 -
Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä lähivuosille	- 2 -
... ja keskeiset oletukset rahoitusmarkkinoiden kehityksestä	- 3 -
Front Capitalin sijoitusstrategian päälinjat vuoden 2012 lopulle ja 2013.....	- 4 -
Maailmantalous elpyy, euroalue ei.....	- 6 -
Euroalueen kriisi: Tulipalot sammutetaan, entä pitkä aikaväli?	- 10 -
Rahoitusmarkkinat – keveää rahapolitiikkaa, vahvat osakemarkkinat ja valuuttakurssipaineita	- 16 -

Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä lähivuosille

- › **Maailmantalouden kasvuennusteita on laskettu kesällä ja nyt kuluvan vuoden kasvuksi ennakoitaan konsensusarvioissa runsaat 2 prosenttia. Vuonna 2013 kasvu nopeutuu hieman, runsaaseen 2,5 prosenttiin.** Vaikka nimenomaan vuoden 2013 ennusteita on muutettu varovaisemmiksi, talouksien ennakoitaan elpyvän vähitellen ultrakeveän rahapolitiikan ansiosta. **Inflaatio on hidastunut OECD-maissa, joten keveä rahapolitiikka jatkuu huomattavan pitkään, eikä lyhyiden korkojen nousua ole näköpiirissä.** Inflaatio-odotukset alkavat kuitenkin herätä ehkä jo talvella 2012-13 mm. maatalouden hyödykehintojen nousun ja ultrakeveän rahapolitiikan vuoksi, vaikka inflaatio ei sinänsä kiihtyisikään. Keveää rahapolitiikkaa ja ennätyksellisen matalia korkoja tarvitaan talouskasvun tukemiseksi pitkälle tulevaisuuteen. OECD-maiden elpymistä suhdanteista huolimatta kehittyvät taloudet ylläpitävät ensisijaisesti maailmantalouden kasvua tulevinakin vuosina.
- › Euroalueen kriisi on jälleen vaimentunut alkukesän levottomuuden jälkeen, kun dramaattisilta näyttäneet Kreikan ja Espanjan tilanteet on saatu jonkinlaiseen kontrolliin. **Samalla EKP on joutunut ottamaan aivan keskeisen roolin tilanteen helpottamiseksi, koska poliitikkojen on vaikea pureutua eurojärjestelmän perusongelmiin.** Keveä rahapolitiikka alhaisine korkoineen, kriisimaiden joukkolainojen osto-ohjelma ja muut poikkeustoimet tulevat olemaan keskeinen osa kriisin helpottamista, ei ratkaisua. Vaikka euroalueen kriisi on hieman helpottanut EKP:n toimien vuoksi, eurokriisi on kaikkea muuta kuin ohi. Ehdotettu pankkiunioni avaa ainoastaan uusia riitoja euromaiden välille. Lisäksi sekä Kreikka että Espanja pelaavat aikaa ja pyrkivät edelleen saamaan etuja itselleen lykkäämällä talouden tervehdyttämistoimia, Kreikka lykkäämällä säästöpäätöksiä ja Espanja torjumalla ulkopuolisen ohjauksen tervehdyttämisessä lykkäämällä avunpyyntöä ERVV:lle / EVM:lle. Mutta suurin ongelma on se, että kriisimaiden taloudet supistuvat, työttömyys on kasvanut hälyttävästi ja euroalueen poliitikot ovat varsin neuvottomia eurojärjestelmän perusongelmien ratkaisemiseksi.
- › **Toisaalta yhteiseen euroon on uhrattu niin paljon poliittista pääomaa kaikissa euromaissa, että euron hajoamisen riski on lyhyellä aikavälillä käytännössä olematon.** Kaikille toimijoille ja euroalueen maille eurosta eroaminen tai sen hajoaminen olisi taloudellisesti arvaamaton ja poliittisesti heikoin vaihtoehto. Euron hajoamiselle ei ole lyhyellä aikavälillä ulkoista perustetta, sillä euroalue on rahoituksellisesti tasapainossa, eli sen vaihtotase on jopa lievästi ylijäämäinen. Lisäksi velkaantuneiden maiden (ja pankkien) velat ovat pääosin omassa valuutassa, eurossa, joita EKP voi rajattomasti "painaa" lisää ja tämä "setelikone" ollaan nyt käynnistämässä. Pitkällä aikavälillä euron tilanne on kuitenkin epävakaa ja tulevaisuuden skenaarioita tarkastellaan enemmän sivuilla 10-15.
- › Kiinassa inflaatio on hidastunut merkittävästi tänä vuonna ja se on mahdollistanut Kiinan keskuspankille rahapolitiikan varovaisen keventämisen. Tosin korkoja on laskettu ainoastaan kahdesti, joten elvytysvaraa on vielä tuntuvasti. Myös finanssipolitiikan puolella on ilmoitettu elvytystoimista. Tarkoitus on käynnistää merkittäviä infrastruktuurihankkeita, joilla vahvistetaan kotimaista kysyntää. Osaltaan Kiinan talouspolitiikkaan vaikuttaa vallanvaihdos puoluejohdossa syksyllä ja on todennäköistä, että uusi johto tulee tekemään kaikki tarvittavat toimet talouskasvun ylläpitämiseksi. Kaiken kaikkiaan Kiinan talouden ongelmia on yliarvioitu lännessä, kun sitä vastoin Yhdysvaltojen kaksoisvajeongelmaan ei juurikaan kiinnitetä huomiota. Yhdysvaltojen talouskasvu on heikentynyt kesällä ja keskuspankki käynnisti uuden rahan määrän lisäysohjelman ja lupasi pitää ohjauskorkonsa nollassa jopa vuoteen 2015 asti. Yhdysvaltojen ongelmat kasaantuvat vuoteen 2013, kun elvytystoimet automaattisesti päättyvät, mikäli valtapuolueet eivät pääse sopuun jatkosta. Syksyn presidentinvaalit eivät helpota poliittista päätöksentekoa.

... ja keskeiset oletukset rahoitusmarkkinoiden kehityksestä

- › **Rahoitusmarkkinoiden keskeinen piirre on keveä rahapolitiikka ja matalat keskuspankkien ohjaukset pitkälle tulevaisuuteen.** EKP liittyi vuoden 2011 lopulla muiden suurten keskuspankkien rintamaan, ja aloitti massiivisen likviditeetin lisäyksen pankkijärjestelmään. Kesällä EKP laski edelleen ohjaukorkoaan ja ilmoitti käynnistävänsä uudelleen kriisimaiden joukkolainojen ostot ilman määrällistä rajoitusta. 2007 alkaneen finanssikriisin seurauksena kaikki keskeiset keskuspankit ovat nyt selkeästi sitoutuneet turvaamaan pankkijärjestelmän maksuvalmiuden kaikissa markkinaolosuhteissa. Sekä suhdanteet ja inflaatio että pankkijärjestelmän tervehdyttäminen edellyttää (ja mahdollistaa) matalien korkojen politiikan jatkumisen näköpiirissä olevaan tulevaisuuteen. **Sijoittajalle tämä merkitsee olemattomia tuottoja lyhytaikaisille korkosijoituksille, eikä tämä tilanne ole muuttumassa vuosikausiin.**
- › Euroalueen ongelmamaiden valtionlainojen korot laskivat loppukesällä, kun EKP ilmoitti heinäkuussa joukkolainastojen käynnistämisestä uudelleen. Korot olivat nousseet kesällä Kreikan ja Espanjan tilanteiden kärjistyttyä. **Arviomme mukaan korkoerot kaventuvat edelleen Saksan ja muiden euromaiden korkojen välillä, mutta aika ajoin eurokriisi luo epävarmuutta markkinoille ja korkoerot voivat kasvaa nopeastikin.** Mikäli EKP toimii kuten on luvannut, tuottokäyrän jyrkentyminen on todennäköistä erityisesti Saksan ja Suomen valtionlainojen osalta ja se johtuu pisimpien korkojen noususta inflaatio-odotusten viriämisen vuoksi.
- › Yrityslainojen (sekä IG että HY) korkoerot valtionlainoihin kaventuivat merkittävästi loppukesällä ja alkusyksystä, kun epävarmuus hellitti rahoitusmarkkinoilla. Markkina yliarvioi edelleen yritysten luottoriskejä, mutta arviomme mukaan **korkoerot kaventuvat enää vain maltillisesti tämän hetken tasoltaan.** Epävarmuuden vähentyessä sijoittajat joutuvat tosin hakemaan tuottoja ensisijaisesti yrityslainoista, sillä euroalueen valtionlainat ovat poikkeuksellisen huono sijoituskohte ja lyhyet korot eivät tuota juuri mitään. Osaltaan yrityslainoja tukee se, että yritysten tulokset ja taseet ovat vahvoja taantumasta huolimatta erityisesti Keski- ja Pohjois-Euroopan yritysten osalta.
- › Valuuttamarkkinoilla euro heikkeni tuntuvasti kesällä, kun epäluottamus ja epävarmuus eurojärjestelmää kohtaan oli suurimmillaan. Samalla niiden maiden valuutat, joilla on huomattavan ylijäämäinen vaihtotase ja terve talous olivat vahvistumispaineessa, kuten NOK, CHF, SGD ja SEK. Myös Australian ja Kanadan dollarit vahvistuivat. Loppukesällä euro on vahvistunut lähinnä pääomanliikkeiden vuoksi, kun sijoittajat ovat ostaneet euroalueen osakkeita ja ongelmamaiden valtionlainoja EKP:n ilmoitusten jälkeen. **Euron vahvistuminen on kuitenkin tilapäistä ja pitkällä aikavälillä euro on heikentynyt valuutta.**
- › Osakemarkkinoiden tuotto on ollut alkuvuonna hyvä. Keväällä ja alkukesällä kurssit laskivat, mutta yritysten tulosten säilyminen varsin hyvällä tasolla ja epävarmuuden väheneminen loppukesällä ovat jälleen tukeneet markkinoita. Osakkeet ovat edelleen huomattavan edullisia sekä historiallisesti että arvostuksen näkökulmasta ja erityisesti suhteessa korkosijoituksiin. **Vaikka eurokriisi tulee jatkossakin luomaan aika ajoin epävarmuutta sijoittajien keskuudessa, osakkeet ovat pitkällä aikavälillä (3-5 vuotta) selvästi mielekkäämpi sijoituskohte kuin korkosijoitukset.** Eri markkinoita tarkasteltaessa arviomme, että kehittyvien talouksien osakemarkkinat (EM) antavat selvästi paremman tuoton kuin kehittyneet markkinat (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 ja 2013

- › **Allokaatiostrategian keskeinen elementti on edelleen osakkeiden ylipainotus suhteessa korkosijoituksiin.** On kuitenkin hyvä todeta, että epävarmuus on tullut pysyvästi rahoitusmarkkinoille ja osakepainon aktiivinen taktinen säätely on olennainen osa sijoitusstrategiaamme. Koska näemme, että osakkeet ovat pitkällä aikavälillä korkosijoituksia parempi sijoituskohde, osakepainon vaihtelu tapahtuu lähtökohtaisesti ns. osakeyllipainon puolelle. Osakkeet ovat näillä näkymin joko paljon tai lievästi ylipainossa lähivuosina. Kesän ja alkusyksyn voimakkaan kurssinousun jälkeen osakkeet ovat omaisuusluokkana nyt lievästi ylipainossa. Ylipainoa on pienennetty heinä-syyskuussa 8,5 %-yksikköä. Tällä hetkellä osakkeiden ylipainotusta voidaan perustella mm. osakkeiden suhteellisella arvostuksella korkosijoituksiin nähden, keskuspankkien toimilla ja yritysten tuloskehityksellä. Markkinaepävarmuuden tuntuva väheneminen viime viikkoina ja vahva "markkinasentimentti" taas puhuvat osakkeita vastaan lyhyellä aikavälillä. Mikäli eurokriisi tuo uusia epävarmuutta lisääviä asioita sijoittajien eteen ja kurssit laskevat, olemme jälleen valmiita kasvattamaan osakepainoa.
- › **Korkostrategian keskeinen linjaus on yrityslainojen ylipainotus valtionlainoihin nähden. Lisäksi salkun korkoriski (duraatio) on selvästi vähäisempi kuin normaalitilanteessa (neutraaliallokaatioissa).** Korkoriskin osalta varovaisuutta perustellaan sillä, että pitkäaikaiset korot nousevat helposti, kun inflaatio-odotukset viriävät taantuman väistyessä. Arviomme mukaan IG ja varsinkin HY yrityslainojen tuotto on hyvä verrattuna niiden luottorisktiin, emmekä odota yritysten ajautuvan laajamittaisesti maksuhäiriöihin. Valtionlainoista hyvin taloutensa hoitaneiden maiden (kuten Saksa, Suomi ja Pohjoismaat) valtionlainat ovat erityisen yliarvostettuja kuten myös Yhdysvaltojen valtionlainat ja emme sijoita niihin käytännössä lainkaan. 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.
- › **Osakestrategiaan linjausta voidaan luonnehtia yksinkertaisimmillaan seuraavasti: Ylipainotamme kehittyviä talouksia ja alipainotamme euromaita.** Osakesijoitusten painopiste on siis kehittyvien talouksien markkinoissa ja niiden teollisuusmaiden yrityksissä, jotka hyötyvät keskimääräistä enemmän kehittyvien talouksien kasvusta ja mahdollisuuksista. Euroalueen maista ainoastaan Saksa on edelleen ylipainossa, sillä arvioimme, että saksalaiset yritykset menestyvät keskimääräistä paremmin eurokriisin jatkuessa. Myös oman valuuttansa säilyttäneet Pohjoismaat ovat ylipainossa ja ne ovat hyviä esimerkkejä maista, joiden pörsseissä on paljon niiden toimialojen yrityksiä, jotka hyötyvät kehittyvien maiden talouskasvusta. Kesällä salkkuun otettiin Kanada ja Australia hajauttamaan eurokriisiin liittyvää riskiä. Maailmantalouden elpyessä ne ovat ensimmäisiä hyötyjiä ja lisäksi molemmilla mailla on terve rahoitussektori. Maapainotusten ohella suositaan niitä toimialoja, jotka hyötyvät vastaisuudessa kehittyvien talouksien kasvusta ja heikosta eurosta. Konepajateollisuus ja kemianteollisuus ovat esimerkkejä toimialoista, joita ylipainotamme. Yhdysvaltojen osakemarkkinat ovat nyt alipainossa, sillä kurssitaso on jatkuvasti noussut ja arvostustasot ovat siellä korkeammat kuin markkinoilla, joita painotamme. Toisaalta Yhdysvalloissa ylipainotamme voimakkaasti teknologiayrityksiä, koska niillä on usein vahva globaali markkina-asema. **Kehittyvillä markkinoilla korostamme rahoitustasapainoltaan terveitä talouksia, mikä merkitsee Aasian tuntuva ylipainotusta.** Myös Venäjän paino on merkittävä. Tuntuvimmat alipainotukset koskevat Latinalaista 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 sijoitamme tällä hetkellä ainoastaan energiaan ja teollisuuden metalleihin. Niiden hinnat ovat selvästi jääneet jälkeen suhteessa siihen rakenteelliseen kysynnän kasvuun, joka tulee lähivuosina kehittyvistä talouksista.
- › Euroalueen kriisin osalta tulemme edelleen näkemään aika ajoin (sijoitusmarkkinoiden mielestä) merkittävää epävarmuutta. Kuten alkukesällä, epävarmuus nousee aina jostakin yllättävästä tekijästä (Kreikan vaalien yllätystulos). Yhteinen nimittäjä epävarmuuden lähteille on julkisen sektorin korkea velkaantuneisuus, heikko talouskasvu ja korkea työttömyys sekä poliittinen epävarmuus kriisimaissa yhdistettynä euromaiden keskinäiseen riitelystä pelastusoperaatioiden kustannusten jakamisesta. **Tapahtumien punaisena lankana näemme edelleen sen tosiasian, että millään osapuolella (poliittiset päättäjät, keskuspankkiirit, rahoitusmarkkinoiden valvojat, keskeiset virkamiehet eri maiden valtiovarainministeriöissä jne.) ei ole "tilanteen ollessa päällä" muuta mahdollisuutta, kuin huolehtia siitä, että hallitsemattomalta velkakriisiltä tai pankkikriisiltä vältytään.** Yksittäiset "tulipalot" kyetään siis aina sammuttamaan, mutta poliitikkojen on lähes mahdotonta ratkaista eurojärjestelmän perusvikaa: Vahvan liittovaltion perustamista kansallisen päätöksenteon yläpuolelle.
- › **Yhdysvaltojen osalta riskit kasvavat vuoden 2012 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. Lisäksi keskuspankki FED on selvästi ottanut opikseen syksyn 2008 epäonnistumisestaan ja se toimii selvästi aktiivisemmin tilanteen vakauttamiseksi kuin euroalueen EKP.
- › Sijoitusstrategia on kuvattu painotuksineen suhteessa neutraaliallokaatioon, mikä ilmenee ao. taulukosta ja se kuvaa kyseisen ajankohdan tilannetta. Sijoitusstrategialle on tunnusomaista aktiivisuus ja kantaaottavuus, sijoituskohteiden ennakoitujen tuottojen ja riskien huolellinen arviointi sekä koko sijoitussalkun jatkuva analyysi riskien ja tuottojen näkökulmasta.

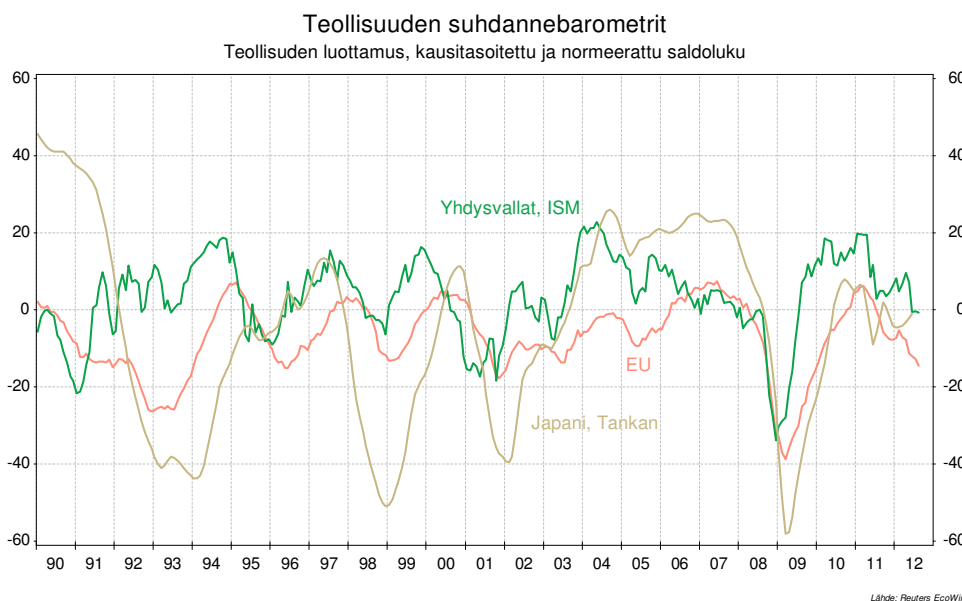
19.9.2012 Ari Aaltonen

Kaavio 1. Front Capitalin allokaationäkemys 18.9.2012

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	-- - 0 + ++			
Valtionlainat		8,7%	25,0%	-16,3%
Yrityslainat				
Korkea riski (HY)		19,9%	5,0%	14,9%
Matala riski (IG)		15,6%	20,0%	-4,4%
Osakkeet				
Kehittyvät (EM)		20,6%	15,0%	5,6%
Kehittyneet (DM)		22,4%	25,0%	-2,6%
Hyödykkeet		6,8%	5,0%	1,8%
Käteinen		6,1%	5,0%	1,1%

Maailmantalous elpyy, euroalue ei

- Kesän 2012 aikana ekonomistien arviot maailmantalouden ja varsinkin Euroopan kehityksestä ovat synkentyneet.** Euroalueen osalta tämä ei ole yllättävää, sillä alkukesän epävarmuus ja kriisimaiden korkojen nousu varmasti jätti loven tämän vuoden talouskasvuun ja ensi vuoden näkyymiin. Maailmantalouden kokonaiskuva on kuitenkin muuttanut eniten se, että suurimman talouden, Yhdysvaltojen, näkymät ovat kesällä heikentyneet. Osoituksena tästä mm. yritysten luottamusbarometrit ovat heikentyneet. Lisäksi Kiinan tilanne nähdään nyt talouskasvun osalta heikompana kuin keväällä ja talvella. Toisaalta edelleen vallitseva suhdannekuva on piirretty siten, että maailmantalouden taantuma vältetään tänä vuonna ja kasvu elpyy 2013. Kesän suhdannepessimismin keskellä on tärkeää todeta, että arviot perustuvat tilanteeseen ennen EKP:n, BoJ:n ja FED:n uusia toimia talouskasvun elvyttämiseksi. Jos vielä Kiina liittyy voimallisemmin elvytysrintamaan uuden johdon valinnan jälkeen, suhdannekuva muuttuu selvästi paremmaksi. Osakekurssien vahvaa nousua voidaan perustella tällä aivan viimeaikaisilla politiikkapäätöksillä.



- Dramaattisista otsikoista huolimatta Euroalueen velkakriisi on näkynyt yllättävän vähän maailmantalouden kehityksessä. Finanssikriisit ovat aina pahimmillaan, kun ne koskevat yksityistä sektoria ja tältä kannalta tilanne oli 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. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että euroalue olisi pääsemässä lähivuosina jälleen vahvaan kasvuun, päinvastoin.
- Vuonna 2012 maailmantalouden arvioidaan kasvavan noin 2 prosenttia ja vuonna 2013 kasvu kiihtyy runsaaseen 2,5 prosenttiin.** Kaiken kaikkiaan kehittyvät taloudet ylläpitävät keskeisesti maailmantalouden kasvua sekä vuonna 2012 että tulevina vuosinakin. Sivun 7 taulukkoon on koottu tärkeimpien maiden ja maaryhmien ennusteet talouskasvusta ja inflaatiosta 2012 ja 2013.
- Talouskasvun heikentyessä inflaatio on hidastunut alkuvuonna sekä OECD-maissa että kehittyvissä talouksissa. **Erityisen merkittävää inflaation hidastuminen on Kiinan osalta sillä se luo Kiinan keskuspankille tuntevan rahapolitiikan keventämisvaran.**

Inflaation odotetaan hidastuvan ensi vuonna lähinnä DM-maiden osalta. Erityisen harmillista inflaation hidastuminen on Japanin osalta, missä on pitkään painittu deflaation kanssa. Japanin elpymiselle deflaatio on myrkyä ja tämä näkyy maan osakemarkkinoiden todella heikkona (suhteellisena) kehityksenä loppukesällä. Keveää rahapolitiikkaa tarvitaan OECD-maissa huomattavan pitkään ja mm. FED on luvannut pitää ohjaukskorkonsa nollassa ainakin vuoden 2015 kesään saakka. Japanin keskuspankki ilmoitti syyskuussa jatkavansa rahan määrän lisäämistä. EKP laskee ohjaukskorkonsa 0,75 prosenttiin heinäkuun alussa ja on mahdollista että korkoa lasketaan vielä lisää syksyllä 2012 mikäli kasvunäkymät euroalueella edelleen heikkenevät. Inflaatio-odotukset saattavat kuitenkin herätä talvella 2012-13 keskuspankkien ultrakevyyden politiikan ja taantuman väistyessä, vaikka inflaatio ei sinänsä edes kiihtyisikään. Suurin todellinen riski inflaation osalta on maatalouden hyödykehintojen tuntuva nousu kesällä, mikä saattaa nostaa EM-maiden inflaatiota myöhemmin tänä vuonna. Konsensusennusteissa inflaation odotetaan edelleen hidastuvan vuonna 2013, mutta arviomme mukaan elpyvä maailmantalous ja raaka-aineiden hintojen kääntyminen jälleen trendinuousuun pitää inflaation vuonna 2013 likimain vuoden 2012 tasolla.

Taulukko 1. Kasvu ja inflaatio

	BKT:n kasvu-% (reaalinen)					Inflaatio-%				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
Maailma	-2,4	4,0	2,9	2,2	2,6	1,1	2,6	3,7	2,8	2,7
DM	-3,8	2,6	1,3	1,3	1,5	0,0	1,4	2,5	1,8	1,7
Yhdysvallat	-3,1	2,4	1,8	2,2	2,1	-0,4	1,6	3,2	2,0	2,0
Japani	-5,5	4,5	-0,8	2,3	1,2	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,1
Euromaat	-4,4	2,0	1,4	-0,5	0,5	0,3	1,6	2,7	2,4	1,9
Britannia	-4,0	1,8	0,8	-0,4	1,2	2,2	3,3	4,5	2,7	2,0
Suomi	-8,5	3,3	2,7	0,5	1,6	0,0	1,2	3,4	2,7	2,3
EM	-4,4	4,7	4,8	3,0	3,4	7,9	6,2	6,7	5,4	5,5
Kiina	9,2	10,4	9,3	7,9	8,0	-0,7	3,3	5,4	2,9	3,5
Venäjä	-7,8	4,3	4,3	3,8	3,7	11,7	6,9	8,5	5,0	6,4
Brasilia	-0,3	7,6	2,8	1,9	4,1	4,9	5,0	6,6	5,2	5,4

Lähde: Bloomberg, OECD ja keskeiset suomalaiset ennustelaitokset ja pankit

- Euroalueen sisällä taloudet ovat entistä selvemmin eriytyneet pohjoisen ja etelän välille kuluvana vuonna. **Kokonaisuutena euroalueen elpyminen on kiinni ratkaisevasti siitä, vaimeneeko rahoitusmarkkinoiden epävarmuus vuonna 2013.** EKP:n elvyttävä rahapolitiikka mataline korkoineen tukee kriisimaita, mutta euron vahvistuminen alkusyksystä on uusi uhka heiveröiselle euroalueelle. Varsinkin viennin kilpailukyvyistä riippuvaisille euroalueen pohjoisille valtioille euron vahvistuminen on myrkyä. Etelä-Euroopan maiden hauras tilanne ei kestä enää yhtään epävarmuuden lisääntymistä rahoitusmarkkinoilla ja parhaimmassakin skenaariossa niiden pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat heikot. Euroalue ei todellakaan tule olemaan mikään maailmantalouden veturi, vaan kasvu tulee jatkossakin kehittyvistä talouksista ja niiden voimistuvasta sisäisestä kasvudynamiikasta.
- Suomen taantuma jää ennakoitua lyhytaikaisemmaksi, mutta ensi vuoden kehityksestä on vaikea sanoa vielä mitään varmaa. Euron vahvistuminen valuuttamarkkinoilla olisi erityisen vahingollista Suomen viennille, jonka kilpailukyky ei ole erityisen hyvä. Suomen tilanne on olennaisesti haavoittuvampi kuin halutaan myöntää ja mm. vaihtotase on jo kääntynyt

alijäämäiseksi. Pitkällä aikavälillä väestön ikääntyminen heikentää huoltosuhdetta ja rahoitustasapainoa, kun työeläkesektorin nettosäästö työeläkerahastoihin vähenee.

- › Saksan talouskasvu on osoittautunut eurokriisin aikana ennakoitua vahvemmaksi. Jatkossa Saksaa haittaa euron vahvistuminen, vaikka sen vientisektori on euroalueen kilpailukykyisin. **Loputtomasti Saksakaan ei voi ylläpitää vahvaa kasvua, jos sen europaapurit jatkavat heikentymistään.** Euroalueen ongelmamaat ovat järjestäen ajautuneet taantumaa ja niiden taloudet supistuvat. Kreikan tilanne on lohduton, Portugalin heikko, mutta Irlanti näyttää päässeensä jotenkuten jaloilleen. Pienen kokonsa vuoksi ne eivät kuitenkaan 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 ratkaisevan tärkeää. Tällä hetkellä niiden tilanne on heikko ja näkymät huonot. Ei siis ole ihme, että euroalueen poliitikot yrittävät nyt lähes väkisin nähdä käänteen parempaan (koko eurokriisissä) tulevan pankkiunionin, EKP:n toimien ym. ansiosta.
- › **Pohjoismailla on kaikilla varsin hyvä tilanne, sillä niillä on ylijäämäiset vaihtotaseet ja julkinen sektori on erinomaisesti tasapainossa tai jopa ylijäämäinen (Norja).** Mutta ennen kaikkea ne eivät ole ongelmassa painivan euroalueen jäseniä. Pitkällä aikavälillä ne ovat asemoituneet erinomaisesti maailmantalouteen: Ruotsi vahvan konepajateollisuutensa, Norja raakaöljynsä ja Tanska vahvan Saksan naapurina. Oma valuutta helpottaa talouspolitiikan harjoittamista ja tuo turvaa vientiyrityksille erilaisten maailmantalouden häiriötilojen varalle. Tosin tällä hetkellä luottamus Ruotsin talouteen on niin vahvaa, että kruunu on vahvistunut liiankin paljon valuuttamarkkinoilla. Ruotsin tilanne alkaa vähitellen muistuttaa Sveitsiä, jonka keskuspankki joutuu kamppailemaan CHF:n vahvistumispaineita vastaan intervenoimalla valuuttamarkkinoilla ja pitämällä ohjauksukorkonsa nollassa. Ruotsin keskuspankki laskeekin korkonsa vähitellen nolnaan, sillä maassa tuskin suvaittaisiin dogmaattista rahapolitiikkaa, joka tuhoaisi vientisektorin kilpailukyvyyn. 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.
- › Syksyn 2008 finanssikriisin kärjistyksen jälkeen Yhdysvaltojen talous supistui voimakkaasti, mutta tämän jälkeen kehitys on osoittautunut selvästi odotuksia vahvemmaksi. Suuren kotimarkkinansa ansiosta Yhdysvallat on kyennyt eristäytymään euroalueen ongelmista ja sekä raha- että finanssipolitiikka on ollut huomattavan elvyttävää. **Jatkon kannalta ongelma onkin juuri talouspolitiikka, sillä sekä rahapolitiikan että finanssipolitiikan keinot on käytetty lähes loppuun.** 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 huomattava, päinvastoin. Paineet kohdistuvat vuoteen 2013, sillä finanssipolitiikan elvytystoimet päättyvät automaattisesti, mikäli valtapuolueet eivät pääse sopuun jatkosta. Syksyn presidentinvaalit eivät helpota poliittista päätöksentekoa. Vaihtotasealijäämäisenä maana Yhdysvallat on riippuvainen muiden kansantalouksien rahoituksesta ylläpitäessään matalaa verotusta ja korkeaa kulutustaan.
- › Kanada ja Australia hyötyvät ensimmäisinä maailmantalouden elpymisestä, kun raaka-aineiden hinnat kääntyvät nousuun. Maiden vahvuutena on myös terve rahoitussektori. Japanin talouskasvu nopeutuu tänä vuonna, mutta lähinnä siksi, että kevään 2011 maanjäristyksen vuoksi vertailutaso on matala, kun lasketaan vuoden 2012 BKT:n kasvua. Pitkällä aikavälillä sekä Japani, että Kanada ja Australia hyötyvät merkittävästi Aasian maiden vahvasta kasvusta.
- › Kehittyvien talouksien talouskasvu hidastuu kuluvana vuonna heijastaen Euroopan ongelmia ja kasvun heikentymistä Yhdysvalloissa, mutta säilyy olennaisesti korkeammalla tasolla kuin perinteisissä teollisuusmaissa. Ensi vuonna kasvun odotetaan

konsensusarvioissa elpyvän hieman. Aasian (pl. Japani) kasvu hidastuu noin 6,5 prosenttiin ja nopeutuu 2013 vajaaseen 7 prosenttiin. Itä-Euroopan ym. (EMEA) kasvu hidastuu ja jää tänä ja ensi vuonna noin 3 prosentin tuntumaan. Latinalaisen Amerikan kasvuodotuksia on laskettu varsinkin tämän vuoden osalta, noin 3 prosenttiin, mutta ensi vuonna konsensusarvioissa ennakoidaan päästävän lähes 4 prosentin kasvuun.

Keskimääräistä nopeamman talouskasvun ohella on tärkeää huomata, että Aasian maiden rahoitustasapaino on järjestäen erinomainen, eli niillä on ylijäämäiset vaihtotaseet Intiaa lukuun ottamatta. Aasian maiden on siis helppo elvyttää talouttaan ja ylläpitää vahvaa talouskasvua, vaikka Euroopan talouskasvu hidastuisi pitkäaikaisestikin. Myös Venäjän vaihtotase on ylijäämäinen, mutta se on merkittävästi riippuvainen energian hintakehityksestä.

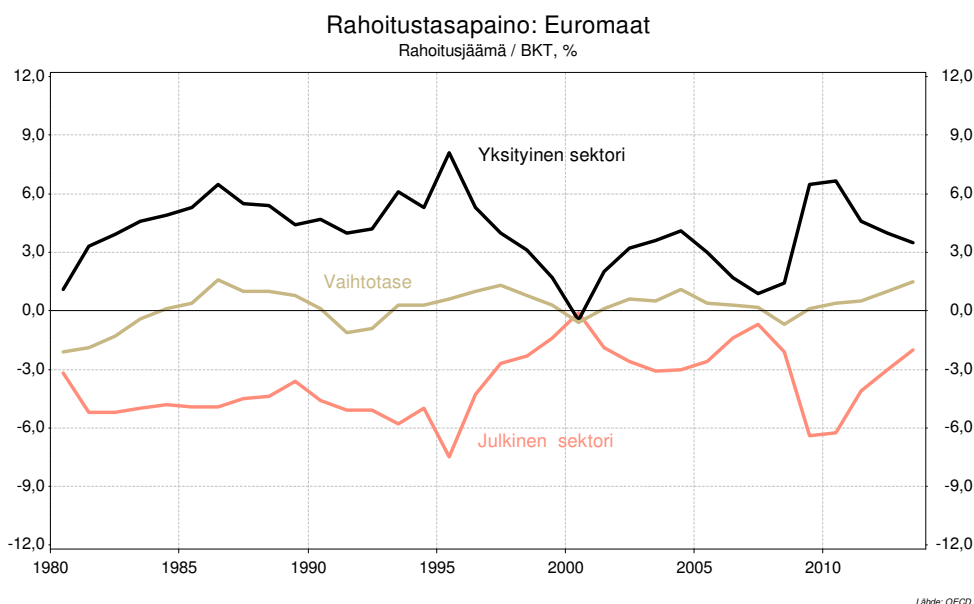
- » Kiinan tilanteen ja näkymien osalta sijoitusstrategiamme on selvästi eri mieltä kuin useat läntiset ekonomistit. Kiinassa inflaatio on hidastunut merkittävästi tänä vuonna ja inflaatio on nyt tukevasti alle keskuspankin asettaman 4 prosentin tavoitteen. Kiinan keskuspankki on kuitenkin ollut varovainen rahapolitiikan keventämisessä ja se on vasta kolmesti alentanut pankkien reservivaatimusta ja kahdesti ohjauskorkoaan. Sekä reservivaatimus että ohjauskorko ovat edelleen korkealla tasolla, joten elvytysvaraa on tuntuvasti. Myös finanssipoliittiset elvytystoimet ovat olleet vielä maltillisia ja keskushallinto on lähinnä kertonut uusista infrastruktuurin rakentamishelmistä. **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 prosentin tasolla 2012 ja 2013. Kaiken kaikkiaan Kiinan talouden ongelmia yliarvioidaan, sillä talous, joka kasvaa nimellisesti 10-15 % vuodessa, on vaihtotaseeltaan tukevasti ylijäämäinen. Ja talous, jossa on käynnissä merkittävä kaupungistuminen voi helposti ratkaista kaikki ongelmat, joita on tuotu esiin mm. liittyen pankkijärjestelmän tilanteeseen ja kiinteistömarkkinoihin. Tilannetta helpottaa merkittävästi se, että yksityisellä sektorilla on vähän velkaa. Ja niin kuin edellä todettiin, elvytysvaraa on sekä raha- että finanssipolitiikan osalta merkittävästi.
- » 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. Latinalaisen Amerikan maiden talouden kasvu ja tasapaino ovat parempia kuin mitä ne ovat perinteisesti olleet, mutta silti kaikki keskeiset taloudet ovat vaihtotaseeltaan alijäämäisiä. Kuten aiempina vuosikymmeninä viime vuosien talouskasvu on siis perustunut liiaksi ulkomaiseen velkaantumiseen, eikä kasvu voi jatkua näin ikuisesti. Tilanne ei ole kuitenkaan vielä hälyttävä. Alueen suurin talous, Brasilia alkaa osoittaa merkkejä siitä, miten ulkomaisella velalla ja investoinneilla toteutettu talouskasvu on ajautumassa vaikeuksiin. Maan valuutan arvo on heikentynyt valuuttamarkkinoilla tänä vuonna heijastaen maksutaseongelmia.

Euroalueen kriisi: Tulipalot sammutetaan, entä pitkä aikaväli?

- › Euroalueen kriisi on edelleen merkittävä rahoitusmarkkinoihin vaikuttava tekijä, vaikka tällä hetkellä tilanne on ainakin tilapäisesti rauhoittunut. Edellisissä Front Strategia katsauksissa analysoitiin kriisin syitä ja euron rakenteellisia ongelmia (Talvi 2012) ja akuutteja, Kreikan ja Espanja tilanteita (Kevät 2012). Historiallista tarkastelua tai Kreikan ja Espanjan ongelmien syvempää pohdintaa ei kannata nyt toistaa, vaan **tässä katsauksessa paneudutaan enemmän pitkän aikavälin dynamiikkaan euron kriisin kehityksessä ja mitä tämä merkitsee erityisesti suomalaiselle sijoittajalle.**
- › Euroalueen kriisi alkoi jo 2007, kun Yhdysvallat ajautui omaan finanssikriisiinsä. Kriisiä on kestänyt jo viisi vuotta, mutta edelleen euroalueen tilanne on vaikea ja kriisi kaikkea muuta kuin ohi. Kriisissä on ollut useita episodeja ja kriisi on eskaloitunut pankkien ongelmista useiden valtioiden maksukyvyyn romahdukseen ja pelastustoimiin. **Se, että kriisi on jatkunut näin pitkään kertoo ennen kaikkea siitä, että euroalueelta puuttuu välineet kriisin hallitsemiseen.** Euroalue on edelleen lähinnä itsenäisten valtioiden rahaliitto, joilla on yhteinen raha, mutta jolta puuttuu kaikki olennaiset liittovaltiotasoiset instituutiot ja talouspolitiikan välineet taloudellisen kehityksen vakauttamiseksi koko euroalueella ja yksittäisissä euromaissa. Ainoa liittovaltiotasoinen elin on EKP, mutta senkin mandaatti määriteltiin suppeaksi, vain hintavakauden vartijaksi. Jälkeenpäin voi vain hämmästellä, miten koko rahaliittoon ylipäätä ryhdyttiin, kun koko rakennelma oli alusta alkaen täysin keskeneräinen, eikä liittovaltion ja siihen liittyvän talouspoliittisen päätöksenteon keskittämisestä oltu sovittu mitään. Se, että euroalue on ajautunut syviin ongelmiin niin pian perustamisensa jälkeen ei ole tätä taustaa vasten edes mikään yllätys.
- › **Jälkeenpäin on myös hyvä todeta, että rahaliitto oli ensisijaisesti poliittinen projekti, eli poliittikkojen projekti, eikä sen taloudellista mielekkyyttä tai eurojärjestelmän toimivuutta häiriötilanteissa juurikaan edes pohdittu.** Suomi on erityisen hyvä esimerkki siitä, miten eurojärjestelmään liittyminen perusteltiin ensisijaisesti ulkopoliittisilla syillä, kun hyviä taloudellisia perusteita ei juurikaan löydetty. Perusteluissa korostettiin sitä, että koska Suomen ei katsottu voivan liittyä Natoon turvallisuutensa taatakseen, liitytään rahaliittoon, joka antaa väliillisesti turvaa Venäjään vastaan. Useilla euromailla perustelut olivat yhtä kummallisia: Irlanti liittyi euroon tehdäkseen pesäeroa Isoon-Britanniaan. Kreikka halusi ja pääsi euroon, koska Kreikka koettiin "demokratian kehtona" ja siksi tärkeänä osana euroaluetta, vaikka Kreikan talous oli kaukana eurokunnosta vuosituhannen vaihteessa. Saksalla oli alun pitäen epäilyjä muiden euromaiden aidosta pyrkimyksestä sopeuttaa taloutensa matalan inflaation ja tarkan julkisen talouden tiukkaan muottiin. Solmittiin vakaussopimus, jonka rikkomisesta ei toisaalta seurannut mitään sanktioita. Kun vielä EKP:n mandaatti määriteltiin hyvin tiukasti ainoastaan hintavakauden vartijaksi, voidaan sanoa, että euroalue oli täysin valmistautumaton kohtaamaan minkäänlaisia ulkoisia tai sisäisiä häiriöitä.
- › Kun finanssikriisi alkoi, lähtökohtana oli, että jokainen euromaa hoitaa itse omat ongelmansa. Ja kun euromaita alkoi sortua yksi toisensa jälkeen maksukyvyttömyyteen, poliitikot pitivät lukuisia kriisikokouksia ja päätöksiä saatiin aikaiseksi vasta aivan viime hädässä. Päätökset olivat kuitenkin vain erilaisia pelastuspaketteja, joilla saatiin akuutissa hädässä järjestettyä rahoitusta maille, joilta markkinaehtoiset rahoituslähteet olivat ehtyneet. Missään vaiheessa ei ole pureuduttu eurojärjestelmän ydinongelmaan: eurojärjestelmältä puuttuu kyky harjoittaa koko euroalueen kattavaa talouspolitiikkaa, eli liittovaltiotasoiset elimet, joiden päätöksenteko on kansallisen päätöksenteon yläpuolella. **Eli, jotta eurojärjestelmä voisi edes teoriassa toimia, euromaiden yläpuolella tulisi olla liittovaltio, joka keräisi verotuloja euromaista kansallisista päättäjistä riippumatta, kohdentaisi näitä tuloja koko euroalueella julkisina kulutusmenoina ja investointeina ja jolla olisi velkaantumismahdollisuus em. verotusoikeutta vastaan.** Lisäksi tällä liittovaltiotasoisella elimellä tulisi olla valta päättää yli kansallisten

päätöksentekijöiden euroalueen sosiaaliturvasta, eläkkeistä ja kaikesta olennaisesta lainsäädännöstä, joka koskee yritysten, kotitalouksien ja julkisyhteisöjen taloudellista toimintaa. Yhteisen rahan tueksi tulisi olla liittovaltiotasoinen talouspolitiikka. Euroalueella tulisi siis olla oma parlamentti, joka valitsee euroalueen hallituksen em. tehtäviä hoitamaan. EU:lla on toki tälläkin hetkellä parlamentti, mutta tosiasiallisesti EU:n "hallituksen" (Komissio) valitsevat jäsenmaat kansallisin perustein. Komissiolla on luonnollisesti edustettuna maita, jotka eivät edes kuulu euroalueeseen. Euroalueen maiden ja euron kannalta tämä on täysin nurinkurinen rakennelma.

- Ei siis ole ihme, että eurojärjestelmän hajoamista on povattu jo pitkään. **Toisaalta on tärkeä nähdä ne tekijät, jotka pitävät euroalueen koossa, vaikka vaikeudet jatkuvatkin.** Ensinnäkin euroalueen rahoitustasapaino on kokonaisuutena hyvä, eli sen 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, euro on nimenomaan poliittinen projekti ja **kaikille toimijoille (Komissio, EKP jne.) ja euroalueen maille eurosta eroaminen tai sen hajoaminen olisi poliittinen katastrofi** ja kestäisi vuosikymmeniä korjata tilanne. Poliittiselle järjestelmälle on jokaisessa euroalueen maassa mahdotonta myöntää, että oltaisiin rakennettu jotakin, mikä ei perustaltaan ole kestäväällä pohjalla. Tämän takia ollaan valmiita kestävään hyvinkin heikkoa taloudellista kehitystä vielä pitkään.
- Euron hajoaminen olisi lyhyellä aikavälillä myös taloudellisesti heikoin ja arvaamaton vaihtoehto kaikille osapuolille ja maille.** Mikäli esimerkiksi Kreikka eroaisi eurosta, sen pankkijärjestelmä romahtaisi lopullisesti ja maa ajautuisi täydelliseen taloudelliseen kaaokseen, jossa kansalaisten elintason lasku olisi dramaattinen. Tämän jälkeen markkinoiden spekulatiot kohdistuisivat seuraavaksi "heikoimpaan lenkkiin" ja koko euroalue olisi täydellisessä kaaoksessa. Hallittua eroa eurosta ei ole, vaikka Suomessa näin aika ajoin esitetäänkin. 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.
- Eurojärjestelmässä vallitsee siis eräänlainen "pysyvän kriisin status quo". Tämä olotila on kuitenkin pakottanut EKP:n mukaan kriisin helpottamiseen, sillä se on ainoa liittovaltiotasoinen elin euroalueella.** Aina syksyyn 2011 saakka EKP oli varsin

penseä akuutin tilanteen helpottamiseksi, mutta epäluottamuksen lisääntyessä euroalueen pankkijärjestelmän tilanne alkoi kärjistyä ja sen oli pakko toimia. 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 ja merkittävästi kevennetyin vakuusvaatimuksin. Pankit lainasivatkin kahdessa huutokaupassa noin 1000 mrd. euroa, minkä seurauksena euroalueen pankkijärjestelmä on huomattavan ylikvidi. 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.

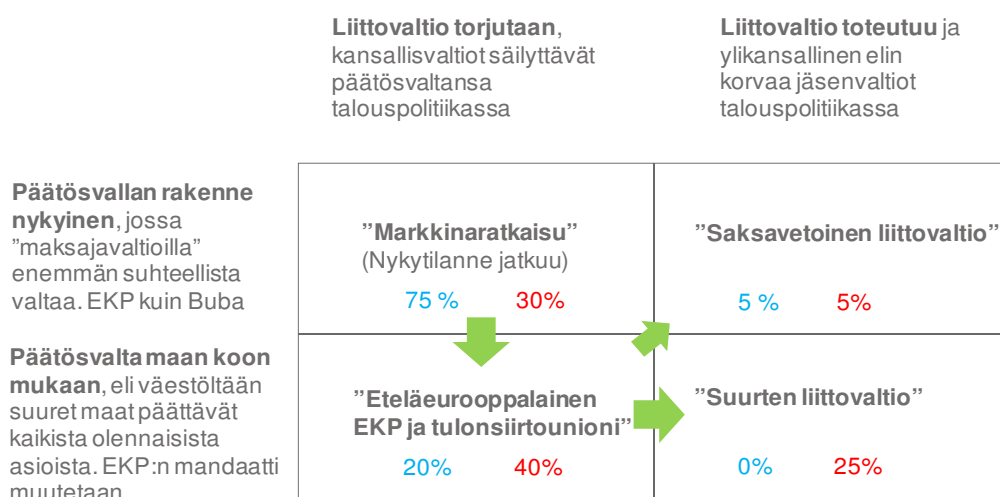
- Uudelleen eurojärjestelmän kriisi kärjistyivät kuluvaan vuoden keväällä, kun Kreikka ajautui poliittiseen halvaustilaan parlamenttivaalien jälkeen ja rahoitusmarkkinoiden luottamus Espanjan kykyyn hallita pankkikriisiä alkoi heiketä. Jälleen euromaiden yhteinen poliittinen päätöksenteko osoittautui ongelmalliseksi, kun Espanjan pankkijärjestelmän tuesta päätettiin. Kesäkuun lopun huippukokouksen jälkeen oli lähes välittömästi epäselvää, mitä oli päätetty ja sovittu Espanjan auttamisesta. Tilanne laukesi vasta kun EKP ilmoitti, että se tekee kaiken tarvittavan ja mahdollisen eurojärjestelmän säilyttämiseksi ja on valmis aloittamaan ongelmamaiden joukkolainojen ostot korkojen laskemiseksi ja tilanteen rauhoittamiseksi. Samalla kävi selväksi, että Saksan Bundesbank oli jyrätty EKP:n sisäisessä päätöksenteossa. Sinänsä EKP pystyy merkittävästi helpottamaan eurokriisiä, sillä se voi keskuspankkina luoda uutta rahaa ja vastata siten kaikkiin euroalueen euromääräisiin rahoitustarpeisiin. EKP ei voi kuitenkaan palauttaa ongelmamaiden kilpailukykyä, ratkaista kloonista julkisen talouden alijäämää jne.
- Eurokriisin akuuttien kriisitilanteiden hoitaminen ollaan jättämässä entistä enemmän EKP:n varaan**, sillä on luonnollista, että euromaiden poliitikkojen on vaikea alkaa rakentaa liittovaltiota ylikansallisine elimineen, jossa valta siirretään jäsenmailta (ja jäsenmaiden poliitikoilta) ylikansallisille päättäjille. Erityisen vaikeaa se on pienille maille, joilla tuskin olisi juurikaan sananvaltaa liittovaltiotasoisissa elimissä. Se on itse asiassa niin vaikeaa, että liittovaltiosta ei juurikaan haluta edes puhua. Poliittisen järjestelmän neuvottomuutta kuvaa hyvin myös se, että kesällä nk. pankkiunioni on nostettu keskeiseksi eurokriisin ratkaisuksi. Varsinkin, kun pankkiunionin sisällöstä ei kuitenkaan haluta sanoa juuri mitään. Pankkiunionista on tullut lähinnä hokema, jolla euroalueen poliitikot yrittävät rauhoittaa markkinoita, äänestäjiä ja itseään.
- Toimiva pankkiunioni pitäisi sisällään: 1) Pankkien ylikansallisen valvonnan (jossa kansalliset toimijat eivät saa valvoa "omia" pankkejaan). 2) Talletusvakuusjärjestelmän ja riittävät talletusvakuusrahastot (jotka on siis kerätty ennen pankkikriisejä koko pankkiunionin pankeista). 3) Yhtenäiset pelisäännöt ja säätelyn (ilman kilpailua vääristäviä kansallisia säädöksiä ml. verotus). 4) Ylikansallisen kriisipankkien haltuunotto-, saneeraus-, fuusio-, ja alasajojärjestelmän (jossa kansalliset näkökohdat, kuten työllisyys, eivät saa näytellä mitään roolia) sekä 5) fiskaaliset pelisäännöt, eli periaatteet siitä, kuka/ketkä maksavat kriisipankkien tappiot. **Sanomattakin on selvää, että yo. asioista sopiminen tulee olemaan äärimmäisen vaikeaa ja euroalueen pankkiunioni avaa vain uusia riitoja euromaiden välille.** Ainoa helpohko asia, mistä todennäköisesti kyetään sopimaan, on pankkien valvonnan siirtäminen/rakentaminen EKP:iin. On lähes surkuhupaisaa, että pankkiunionia nyt kiirehditään ja sen pitäisi "käynnistyä" jo vuodenvaihteessa. Kovin kiire tuntuu olevan mailla, jotka odottavat eniten rahallista tukea omille kriisipankeilleen. Vaikuttaa siis siltä, että Etelä-Euroopan maiden poliitikot haluavat mahdollisimman huonosti toimivan valvontajärjestelmän, mutta täyden yhteisvastuun jo kriisin ajautuneiden pankkien tappioiden maksamiseksi.
- Euroalueen kriisi on muuttumassa entistä enemmän poliittiseksi kriisiksi samalla kun taloudellista kriisiä hoidetaan EKP:n ja tilapäisten hätäratkaisuiden avulla.** Poliittinen kriisi tarkoittaa merkittävää epäluottamuksen kasvua 1) eri euromaiden välillä, 2) euroalueen poliitikkojen ja kansalaisten välillä, 3) poliitikkojen ja rahoitusmarkkinoiden

välillä sekä vielä 4) epäluottamusta kansallisten poliitikkojen ja liittovaltiota tavoittelevien poliitikkojen välillä.

- Kansalliset poliitikot joutuvat nyt tavallaan sotimaan usean rintaman sotaa ja tilanne on heidän kannaltaan erittäin repivä. Ensinnäkin poliitikot joutuvat kamppailemaan toisia euroalueen maiden poliitikkoja vastaan, koska kaikki rahansiirrot, tukiopeeraatiot ym. ovat nollasummapelejä. Tähän kamppailuun euroalueen päätöksentekojärjestelmä antaa hyvät mahdollisuudet, sillä päätökset edellyttävät yksimielisyyttä ja pienillä "maksajavaltioilla" on nyt poikkeuksellisen paljon valtaa. Toiseksi poliitikot joutuvat vastaamaan populististen poliitikkojen haasteeseen ja kansalaisten kasvavaan tyytymättömyyteen, kun talouskasvu, työllisyys ym. jää tässä ympäristössä heikoksi. Erityinen ongelma on se, että yritykset eivät halua investoida epävakaa euroalueelle, joten pitkän aikavälin kasvu ja työllisyysnäkymät ovat lohduttomat samalla, kun väestön ikääntyminen entisestään heikentää euromaiden rahoitustasapainoa ja huoltosuhdetta. Kolmanneksi poliitikot joutuvat kamppailemaan rahoitusmarkkinoiden luottamuksen säilyttämiseksi, jotta finanssipääomat eivät pakene ainakaan omasta maasta. Neljänneksi poliitikot joutuvat erityisesti pienissä euroalueen maissa torjumaan ajatuksen liittovaltiosta, koska liittovaltio tekee kansalliset parlamentit ja poliitikot tarpeettomiksi kaikessa olennaisessa talouspoliittisessa päätöksenteossa.

- Poliittisen kriisin etenemistä voidaan hahmottaa seuraavan nelikenttämallin avulla.** Sen muuttujina ovat, euroalueen liittovaltio: joko se synnytetään tai torjutaan ylikansallisena talouspoliittisena päättäjänä, sekä päätöksenteon valtarakenne: Säilyykö valtarakenne nykyisellään, jossa yksittäisillä euromailla on veto-oikeus yhteisiin päätöksiin, vai siirtykö päätösvalta enemmistöperiaatteeseen väestömäärillä painotettuna, eli tosiasiasa suuret euromaat päättävät. Tämä koskee myös EKP:ta. Onko niin, että EKP on kuin Bundesbank keskittyen vain hintavakauteen, vai muuttuko EKP siten, että jäsenvaltioiden enemmistö muuttaa EKP:n tosiasiallista tehtäväkenttää huomattavasti laajemmaksi ja pois yksinomaisesta hintavakauden vartioimisesta.

Kaavio 2. Euroalueen poliittisen ja taloudellisen kriisin dynamiikasta



- Tällä hetkellä ollaan tilanteessa, jossa liittovaltio on torjuttu ja päätösvalta on korostetusti "maksajavaltioilla". Eurojärjestelmän kriisi kuitenkin suuntaa kehitystä kohti liittovaltiorakennetta, joka on pitkällä aikavälillä ainoa kestävä rakenne yhteisvaluutalle. Tässä kehityksessä olennaista on se, miten päätösvalta jaetaan uudelleen euroalueella, vai kyetäänkö järjestelmää ylipäänsä edes uudistamaan epäluottamuksen ja ristiriitaisten tavoitteiden paineessa. Eri skenaarioiden todennäköisyyksiä on arvioitu sekä **lyhyellä (2-4 vuotta)** että **pitkällä aikavälillä (10-20 vuotta)**.

- › **"Markkinaratkaisu", kuvaa nykytilannetta ja poliittista ja taloudellista tasapainoa lyhyellä aikavälillä.** Arviomme mukaan tämä tila on varsin pysyvä ja siinä pysytään 75 prosentin todennäköisyydellä lyhyellä aikavälillä. On siis todennäköistä, että liittovaltio torjutaan ja euroalueen maat säilyttävät päätösvaltansa talouspolitiikassaan. Samalla yhteisten asioiden päätösvallan rakenne säilyy likimain entisellään, sillä varsinkaan pienet "maksajavaltiot" (kuten Suomi) eivät halua antaa päätösvaltaa suurille maille. Lisäksi voidaan olettaa, että huonosti talouttaan hoitaneet maat eivät saa täysin valtaansa EKP:ia ainakaan tällä aikahorisontilla. Tässä tasapainossa huonosti talouttaan hoitaneet maat pakkosopeutuvat (velkaantumisrajoitteen, korkojen ja toimimattomien työmarkkinoiden) heikon talouskasvun ja alhaisen elintason tasapainoon. Ainoa tasapainottava tekijä on euron ulkoinen arvo, joka heikkenee ajan myötä valuuttamarkkinoilla, kun investoinnit karkaavat euroalueen ulkopuolelle, poliitikkojen riitely euromaiden kesken jatkuu ja euroalueen talouskasvu jää pitkällä aikavälillä heikoksi
- › Keskipitkällä aikavälillä arvioimme, että ns. "Markkinaratkaisu" aiheuttaa niin paljon poliittisia paineita nimenomaan Etelä-Euroopan maissa, että niiden on pakko keinolla millä hyvänsä muuttaa päätöksentekojärjestelmää tai ainakin helpottaa omaa ahdinkoaan. **Käytännössä tämä tarkoittaisi siirtymistä kohti tulonsiirtounionia ja tilannetta, jossa enemmistönä ovat Etelä-Euroopan maat (Ranskalla täydennettynä) ottavat vallan EKP:n päätöksenteossa.** Saksaa ei siis voida pakottaa talouspoliittisesti vastuuttomaan liittovaltioon, joten "Etelän" enemmistö ottaa EKP:n kautta vallan velkakriisin ratkaisemiseksi omalta kannaltaan. Käytännössä se tarkoittaa julkisten velkojen monetarisointia, korkeahkon inflaatio (3-6 %) sallimista sekä antamalla euron heikentyä olennaisesti valuuttamarkkinoilla. Ilman liittovaltiota euromaiden keskinäinen riitely luonnollisesti jatkuu, mikä edellisen lisäksi karkottaa investoinnit euroalueelta ja koko euroaluetta uhkaa marginalisoituminen maailmantaloudessa. EKP:n toiminnassa voidaan jo nyt havaita piirteitä tästä kehityksestä. Tämän skenaarion todennäköisyys on arviomme mukaan lyhyellä aikavälillä varsin pieni, mutta ahdinjon jatkuessa se on jopa 40 % pitkällä (10-20 vuoden) aikavälillä.
- › **Koska molemmat edelliset skenaariot tuottavat erityisen huonon lopputuloksen kaikille euroalueen maille pitkällä aikavälillä, on todennäköistä, että jossakin vaiheessa erityisesti suurissa euroalueen maissa halutaan perustaa liittovaltio eurojärjestelmän perusongelmien ratkaisemiseksi.** Huono kehitys halutaan pysäyttää ja liittovaltio on siihen ainoa ratkaisu, halusivat pienet euroalueen maat sitä tai eivät. Todennäköisesti tähän on kaksi vaihtoehtoa:
- 1) **"Saksavetoinen liittovaltio"**, eli Saksan sisäiset poliittiset paineet luovat tilanteen, jossa se on saanut tässä vaiheessa täysin tarpeekseen "Etelän" taloudenpidosta ja vallankaappauksesta EKP:ssa. Saksa on valmis liittovaltioon vain omilla ehdoillaan lähinnä alkuperäisten ydinmaiden (Saksa, Benelux-maat, Ranska, Itävalta) ja niiden maiden kanssa, jotka hyväksyvät saksalaisen talouspolitiikan ml. keskuspankkipolitiikka (EKP muuttuu jälleen kuin se olisi Bundesbank), tai
 - 2) **"Suurten liittovaltio"**, syntyy, kun suuret euromaat ovat saaneet tarpeekseen pienten euromaiden veto-oikeudesta ja suhteettoman suuresta vallasta yhteisiin asioihin. Eurojärjestelmä pyritään pitämään koossa pääpiirteissään, mutta valta otetaan väestöltään suurille euroalueen maille (Saksa, Ranska ja Italia) ja pienet maat saavat joko sopeutua tähän tosiasiaan tai lähteä rahaliitosta. Koska yksittäisillä euromailla ei enää olisi äänivaltaa, suuret maat eivät enää edes tarvitsisi pikkumaita liittolaisikseen erilaisissa riitatilanteissa kuten nykyjärjestelmässä. Talouspolitiikassa pienten maiden mahdollisuus vaikuttaa yhteisiin asioihin, olisi tässä vaihtoehdossa olematon, ja omiinkin asioihin vähäinen. Liittovaltiohan merkitsisi sitä, että esimerkiksi merkittävä osa veroista kerättäisiin suoraan liittovaltiolle, eli pois kansallisten päättäjien päätösvallasta.
- Pitkällä aikavälillä pidämme saksavetoista liittovaltiota varsin epätodennäköisenä vaihtoehtona, sillä se olisi poliittinen katastrofi eurojärjestelmälle, mutta suurten

euromaiden liittovaltiota kohtuullisen todennäköisenä kunhan kriisiä on eletty riittävän pitkään.

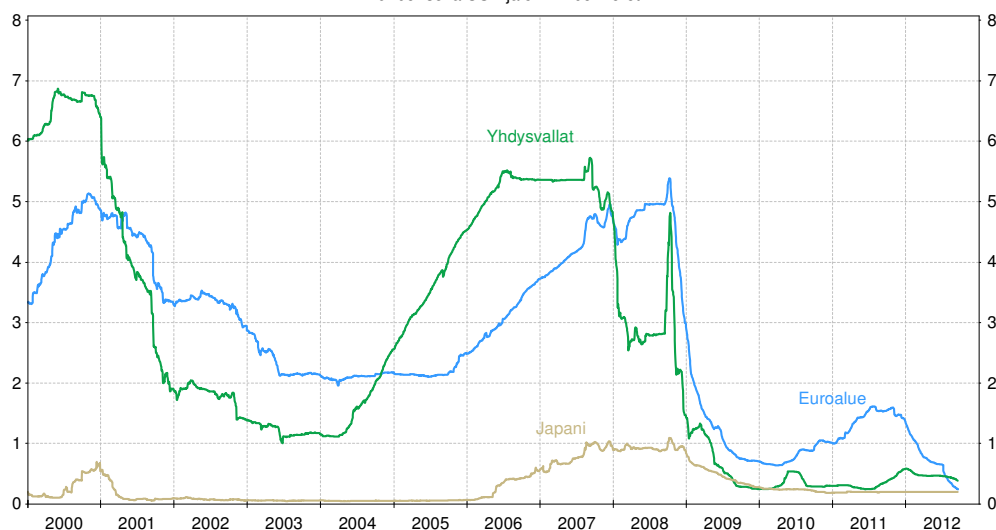
Suomi ja euro

- › Aika ajoin lähinnä ulkomaiset kommentaattorit ja ekonomistit pohtivat sitä, eroaako Suomi jo lähitulevaisuudessa eurojärjestelmästä. Vaikka Suomen jäsenyys taloudellisesta näkökulmasta eurojärjestelmässä on kyseenalainen, mielestämme nämä pohdinnat ovat epärealistisia, sillä jäsenyys eurossa on Suomelle ensisijaisesti poliittinen kysymys, ei taloudellinen. **Nykyiset kuusi hallituspuoluetta ovat täysin sitoutuneita Suomen jäsenyyteen rahaliitossa ja oppositiopuolueet eivät nykyisellä kannatuksellaan uhkaa tätä politiikkaa.** Lisäksi oppositio ei ole kyennyt esittämään mitään realistista valuuttapolitiittista vaihtoehtoa, joka toimisi lyhyellä aikavälillä. On myös hyvä muistaa, että nämä kuusi puoluetta olivat aikanaan tekemässä päätöstä euroon liittymisestä! Lisäksi työmarkkinajärjestöt, jotka edustavat olennaista poliittista päätöksentekoa Suomessa, ovat sekä ammattiyhdistysliikkeessä että työnantajien EK:ssa hyvin sitoutuneita Suomen eurojäsenyyteen. Suomi tulee katsomaan koko eurojärjestelmän kriisin loppuun asti, ja ensimmäinen hetki jolloin mahdollista eroa kannattaa edes alkaa spekuloida, on tilanne, jossa liittovaltiota aletaan tosissaan rakentaa suurten euromaiden ehdoilla. **Tuskalliseksi Suomen tilanteen tekee kuitenkin se, että molemmat skenaarit liittovaltiosta olisivat äärimmäisen vaikeita sekä taloudellisesti että poliittisesti.**
- › **"Saksavetoinen liittovaltio"** olisi huomattavan vahva ja kilpailukykyinen talousalue. Sen vaihtotaseen ylijäämä olisi huomattava ja talouspolitiikan uskottavuus erinomainen. Sanomattakin on selvää, että tämän skenaarion euro olisi valuuttamarkkinoilla olennaisesti vahvempi valuutta kuin tällä hetkellä. Suomelle se tarkoittaisi sitä, että euro olisi aivan liian vahva valuutta sen kilpailukyvyille, ja että Suomi olisi "pohjoisen eurossa" automaattisesti heikoin lenkki ja spekulatioiden kohde. Suomi joutuisi siis todennäköisesti jatkuvien spekulatioiden kohteeksi siitä, eroaako se rahaliitosta. Vaihtoehtonahan erolle olisi sama sisäisen devalvaation painajainen, jota yritettiin 1990-luvun alussa ennen markan devalvaatiota ja kelluttamista. Pian oltaisiin tilanteessa, jossa pääomia ryhdyttäisiin siirtämään turvaan pois Suomesta, korot olisivat kroonisen korkeat, kansalaisten nimellispalkkoja tulisi laskea kilpailukyvyyn sopeuttamiseksi vahvan euron vaatimukseen ja jossa asuntojen ja kiinteistöjen hinnat ovat huomattavan korkealla (sekä absoluuttisesti ja suhteessa muihin euromaihin) muuttuneeseen tilanteeseen nähden. Mikäli Suomi pitäisi kynsin ja hampain kiinni eurojäsenyydestä, ajautuisi maa suurella todennäköisyydellä rajuun asunto- ja kiinteistömarkkinoiden romahdukseen ja sitä seuraavaan pankkikriisiin ja massatyöttömyyteen.
- › **"Suurten liittovaltio"** olisi taas poliittisesti Suomelle äärimmäisen hankala skenario. Siinähan nimenomaan suomalaiset poliitikot joutuisivat luopumaan kaikesta vallastaan suhteessa muihin euromaihin ja olennaiselta osin myös kansallisesta päätösvallastaan talouspolitiikassa, joka siirtyisi liittovaltion elimille. Suomea ja suomalaisia poliitikkoja ei kenenkään enää tarvitsisi kuunnella ja jos Suomi haluaisi tällöin irtautua rahaliitosta, kukaan ei jäisi kaipaamaan. Suomen talouden koko on pieni ja väestömäärä mitätön, joten Suomen painoarvo olisi tässä suuressa Eurooppalaisessa murroksessa vähäinen. Euroalueen liittovaltiota odottaessa Suomi tulee olemaan jatkossakin "vastarannan kiiski", sillä maan suhteellinen asema eurojärjestelmässä voi vain heiketä kriisin jatkuessa.
- › Pidämme todennäköisimpänä skenaariona sitä, että liittovaltion kaltaisia pysyviä ratkaisuja ei kyetä rakentamaan vielä pitkään aikaan ja euroalue kitkuttelee kriisistä toiseen, mutta ei hajoa. Tässä skenaariossa euro on pitkällä aikavälillä kroonisesti heikentyvä valuutta muita valuttoja vastaan ja **Suomalaisen sijoittajan kannattaa siten arvioida varallisuutensa arvoa ja riskejä siitä lähtökohdasta, että kotivaluutta euro on olennainen riski sijoitussalkussa, ei euron ulkopuoliset valutat.**

Rahoitusmarkkinat – keveää rahapolitiikkaa, vahvat osakemarkkinat ja valuuttakurssipaineita

- Rahoitusmarkkinoiden tärkein piirre on äärimmäisen keveä rahapolitiikka ja siten matalat lyhyet korot.** Yhdysvallat ja Japani ovat toteuttaneet jo pitkään nollakorkopolitiikkaa ja euroalueella EKP on sallinut lyhyimpien korkojen lähestyä nollaa. EKP:kin laski heinäkuussa ohjauskorkoaan 0,25 %-yksikköä 0,75%:iin. Huomionarvoista koronlaskussa oli se, että pankkien talletusmahdollisuuden korko (EKP:ssa) laski nolnaan muodostaen markkinakorkojen alarajan. 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) mm. valuuttojen vahvistuspaineiden vuoksi. 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 rahoitusjärjestelyn pankeille (LTRO). Euroalueella pankkien lyhyt- ja pitkäaikaiset maksuvalmius-ongelmat ratkaistiin kerralla ja euroalueen pankkijärjestelmä on siitä alkaen ollut ylikvidi. Tätä rahan tarjonnan lisäystä on tarkoitus jatkaa kriisimaiden joukkolainojen osto-ohjelmalla.
- Talletuskoron lasku nolnaan ja pankkien ylikvidiys on näkynyt lyhytaikaisten korkojen kehityksessä. Euriborkorot ovat laskeneet tuntuvasti ja ovat Japanin ja Yhdysvaltojen pankkien välisen markkinoiden korkojen tasolla. Talouskasvun hauraus, hidastuva inflaatio ja finanssikriisin luoma epävarmuus merkitsevät sitä, että **matalien korkojen jakso tulee olemaan poikkeuksellisen pitkä ja Japanin jo kaksikymmentä vuotta kestänyt nollakorkopolitiikka antaa osviittaa tulevasta.** 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

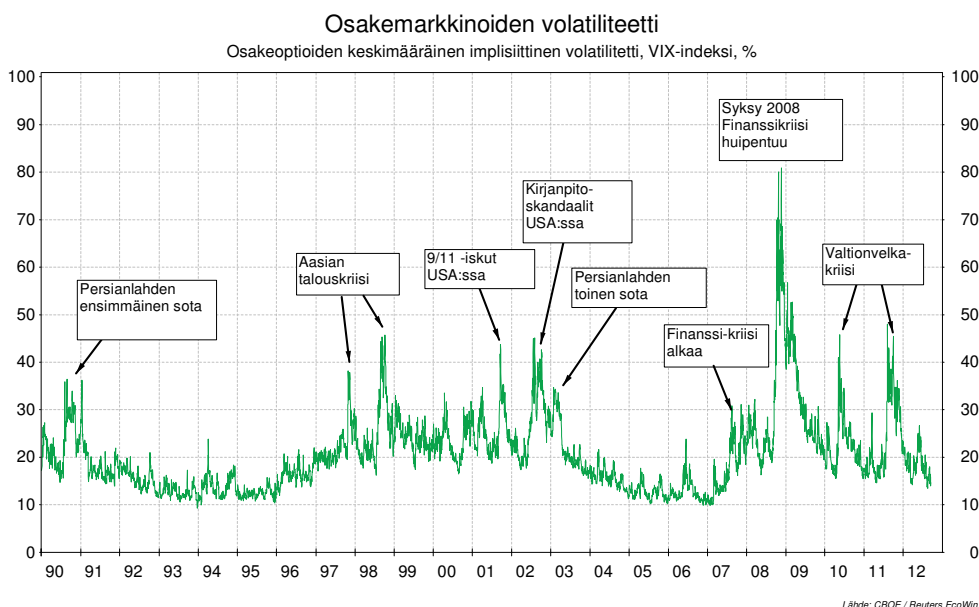


Lähde: Reuters EcoWin

- Tallettajille tämä tulee merkitsemään pitkäaikaista, olemattomien talletuskorkojen aikaa ja velallisille korkokulujen laskua, mikäli velkojen korot on sidottu lyhytaikaisiin viitekorkoihin. Joukkolainamarkkinoilla pelko ja epävarmuus on näkynyt siten, että vähäriskisiksi koettujen sijoituskohteiden, kuten Saksan, Yhdysvaltojen, Japanin, Sveitsin valtionlainojen tuotto-

odotus (=korkotaso) on laskenut niin alhaiseksi, että sijoittajalle jää käytännössä vain toive pääoman säilymisestä ja mahdollisesta valuutan vahvistumisesta.

- Kuluva vuosi on 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.



- Vaikka erilaiset kriisit tapahtumahetkellä vaikuttavat merkittävältä, on tyypillistä, että vähitellen kriisi vaimenee ja syntyy jokin ratkaisu tai lopputulos. Epävarmuutta kuvaava osakeoptioiden volatiliteetti palaa normaalitasolleen ja markkinoille tulee uusia teemoja, jotka nousevat keskusteluun ja tärkeiksi. Epävarmuuden kaavaan kuuluu aina se, että talousmediassa erilaiset kauhuskenaarioiden maalailijat saavat huomattavasti tilaa ja rationaalinen asioiden tarkastelu jää vähemmälle.
- Nyt alkusyksyllä epävarmuus on laskenut varsin alhaiselle tasolle ja markkinat ovat luottavaiset keskuspankkien (FED ja EKP) toimien suhteen.** Lisäksi Kreikan ja Espanjan tilanteet on saatu jonkinlaiseen kontrolliin. Myös euroalueelle suunniteltu pankkiunioni rauhoittaa sijoittajien mieliä ainakin hetkellisesti. Arviomme mukaan epävarmuuden kasvu on nyt todennäköisempää kuin sen väheneminen, sillä epävarmuutta kuvaava volatiliteetti on kovin alhainen.
- Korkomarkkinoilla epävarmuuden väheneminen on näkynyt kriisimaiden valtionlainojen korkojen ja Saksan korkojen eron kaventumisena. Varsinkin EKP:n heinäkuisen ilmoituksen jälkeen korkoerot ovat kaventuneet tuntuvasti. Samalla Saksan ennätysellisen matalat korot ovat nousseet, kun sijoittajien pelot vaimenevat ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset jälleen heräävät. Arviomme mukaan korkoerojen kaventuminen on lähikuukausina selvästi maltillisempaa. Yrityslainojen (sekä IG että HY) korkoerot valtionlainoihin kasvoivat merkittävästi keväällä Kreikan ja Espanjan tilanteen kärjistyessä. Kesällä ja alkusyksyllä korkoerot ovat kaventuneet tuntuvasti ja aletaan lähestyä tasoja, jotka vallitsivat ennen syksyn 2011 kriisitunnelmia. Arviomme mukaan korkoerot tulevat kaventumaan vuoden lopulla, mutta selvästi hitaammin ja takapakkejakin tullaan aika ajoin näkemään. Yrityslainoja tukee lähinnä se, että korkosijoittajalla on kovin vähän mielekkäitä vaihtoehtoja jäljellä. Kun vielä taantuma väistyy ja yritysten tulokset ja taseet ovat vahvoja, on todennäköistä, että maksuhäiriöiden määrä ei ole kasvussa. Kaikki perusteet yrityslainojen vahvalle kysynnälle ovat siis olemassa.

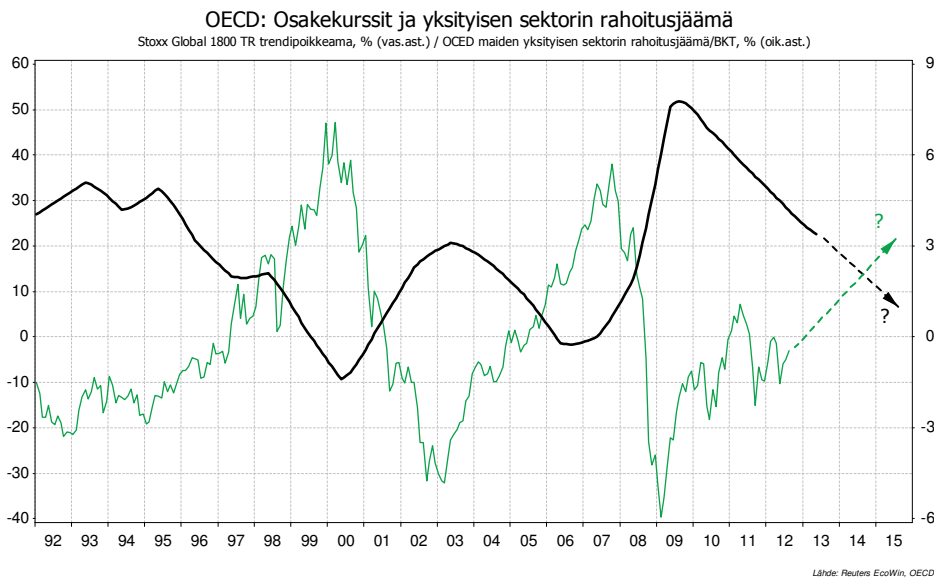
- Osakemarkkinoilla yritysten tulosten säilyminen varsin hyvällä tasolla ja yleisen epävarmuuden väheneminen on ollut tärkeää kurssikehitykselle kesällä ja alkusyksyllä. Kuluvasta vuodesta tulee erinomainen sijoitusvuosi, jos kurssitasot säilyvät edes nykytasollaan. Taantumasta huolimatta yritysten tulokset ovat olleet alkuvuonna tulosraportoinnin perusteella odotuksia paremmat. Yritykset eivät ole myöskään syyskuussa varoittaneet juurikaan näkymiensä heikkenemisestä. Tilanne on selvästi parempi kuin talvella 2008-2009. Arvioimme yritysten tulosten säilyvän varsin hyvällä tasolla myös ensi vuonna lyhytaikaisesta taantumasta huolimatta. Esimerkiksi suomalaisen konepajateollisuuden tilanne on selvästi ennakoitua parempi varsinkin, kun katsotaan yli taantumana. Osakkeet ovat siten edullisia sekä historiallisesti että arvostuksen näkökulmasta ja erityisesti suhteessa korkosijoituksiin. Osakkeita vastaan puhuu talouden heikot kasvunäkymät erityisesti euroalueella ja koko eurojärjestelmän rakenteelliset ongelmat. Lisäksi markkinoiden epävarmuus on tällä hetkellä kovin vähäistä, eli markkinat saattavat olla juuri nyt liian luottavaiset euroalueen kriisin jatkoon suhteen.

Kaavio 3. Osakekurssien nousua ja laskua puoltavia tekijöitä

(+) Osakkeet nousevat, koska:	(-) Osakkeet laskevat, koska	Kokonaisarvio nyt
Kesän kurssinousun jälkeen osakkeet ovat edelleen arvostukseltaan edullisia sekä historiallisesti että tulosodotuksiin nähden; varsinkin, jos syvä taantuma vältetään.	Kurssitaso varsin korkealla USA:ssa, joka määrää lyhyellä aikavälillä suunnan muuallakin. Tulosodotuksia lasketaan liittyen vuoden 2013 riskeihin.	+
Valtionlainojen korot ovat alhaisia, varsinkin jos inflaatio-odotukset nousevat jälleen velkakriisin hellittäessä. Osinkotuotto jo selvästi parempi kuin korkotuotto.	Yrityslainojen tuottoero suuri suhteessa valtionlainoihin ja ne tarjoavat hyvän vaihtoehdon valtionlainoille ja osakkeille.	+
Rahapolitiikka tukee kasvua. Valtiot tehneet kuten niiltä on vaadittu (esim. leikkaukset). Yksityinen sektori vähentänyt velkaantumista.	Julkisen sektorin alijäämät rajoittavat elvytysmahdollisuuksia OECD-maissa ja keskuspankkien korot ovat jo nollassa.	-
Euron ja pankkijärjestelmän tilanne pidetään vakaana EKP:n, EU:n, IMF:n ja eurovaltioiden toimesta.	Euroalueen kriisi jatkuu, koska tilanteen hallinta edellyttää perimmiltään liittovaltiota ja päätöksenteon keskittämistä.	+ ja -
Markkinoilla on vihdoin nähty, että perusteeton epävarmuus väistyy aina ajan kanssa.	Finanssikriisi ja OECD-maiden velkojen vakauttaminen kestää vielä useita vuosia ja markkinat ovat liian luottavaiset juuri nyt.	-
Kehittyvien talouksien vetoapu merkittävää, varsinkin jos Kiina alkaa elvytyksen.	Kiinan, Intian ym. kasvu paikallista ja se auttaa lähinnä heitä itseään.	+/-

- Pitkän aikavälin tarkastelussa arvioimme lisäksi, että kehittyvät osakemarkkinat (EM) antavat paremman tuoton kuin kehittyneet (DM). On hyvin todennäköistä, että talouskasvu on kehittyvillä markkinoilla parempi kuin kehittyneillä. Näin on ollut jo 1990-luvun lopulta alkaen. Yritysten tuloskasvu on todennäköisesti nopeampaa kehittyvillä markkinoilla. Luonnollisesti ne kehittyneiden markkinoiden yritykset, joiden liikevaihdosta tulee merkittävä osa kehittyvistä talouksista ovat myös etulyöntiasemassa. Kehittyvien markkinoiden ylipainotusta puoltaa myös se, että yritykset ovat arvostukseltaan (P/E) nyt syyskuussa 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 arvostus ja ulkoinen tasapaino (Taulukko 2.), voidaan todeta, että sijoittajalle parhaan tuotto/riski suhteen tarjoavat Aasian kehittyvät taloudet ja Venäjä. Heikoimmat tuotto/riski –suhteet taas löytyvät Itä-Euroopan maista. Latinalainen Amerikka sijoittuu edellisten väliin. Tilanne ei ole juurikaan muuttunut vuoden alusta.

- 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 (j/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.




- Vuoden 2011 jälkipuoliskolla euro alkoi heikentyä valuuttamarkkinoilla muita päävaluuttoja vastaan euroalueen kriisin kärjistyessä ja EKP:n käynnistäessä LTRO-ohjelman. Heikentyminen päättyi tammikuussa, mutta alkoi uudelleen toukokuussa, kun epävarmuus palasi rahoitusmarkkinoilla ja luottamus euroalueen kykyyn ratkaista ongelmansa joutui koetukselle. Euron heikentyminen jatkui aina heinäkuun lopulle, kunnes EKP:n ilmoitus ryhtyä kaikkiin mahdollisiin toimenpiteisiin euron säilyttämiseksi pysäytti heikentymisen. Loppukesällä euroa onkin vahvistanut jälleen luottamuksen lisääntyminen ja pääomanliikkeet euroalueelle, kun euroalueen ulkopuoliset sijoittajat ovat ostaneet kriisimaiden joukkolainoja ja osakkeita. Arvioimme, että euron heikkous palaa loppuvuonna, mutta toisaalta erityisesti Yhdysvaltojen dollari ei perusteiltaan ole vahva valuutta alijäämäisine vaihtotaseineen. Myöskään Japanin keskuspankki ei halua että vahvistuva jeni olisi ainoa valuuttapaineiden varaventiili. 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. Pitkällä aikavälillä euro on kuitenkin heikentynvä valuutta (ks. sivut 14 ja 15). Talouskasvun elpyessä merkittävimmät menestyjät valuuttamarkkinoilla tulevat olemaan OECD-maista ns. raaka-ainevaluutat, kuten Australian ja Kanadan dollari sekä niiden kehittyvien talouksien valuutat, joilla on ylijäämäinen vaihtotase (SGD, KRW jne.). Paineet Ruotsin ja Norjan kruunujen sekä Sveitsin frangin vahvistumiseksi tulevat jatkumaan lähivuosina.

Taulukko 2. Osakkeiden arvostus ja ulkoinen tasapaino

	P/E	Vaihtotase / BKT, %					
		2012	2009	2010	2011	2012	2013
DM	13,5						
Yhdysvallat	14,2		-2,7	-3,1	-3,1	-3,2	-3,1
Kanada	15,0		-3,0	-3,1	-2,8	-2,7	-2,4
Australia	13,0		-4,2	-2,9	-2,3	-4,0	-4,3
Japani	14,6		2,9	3,7	2,0	1,3	1,6
Saksa	11,2		5,9	6,0	5,7	5,7	5,0
Alankomaat	11,2		5,2	7,7	9,7	9,7	9,6
Ranska	10,9		-2,1	-2,2	-2,4	-2,2	-2,1
Italia	11,1		-3,1	-3,2	-3,8	-2,2	-1,6
Espanja	14,0		-5,7	-4,7	-3,7	-2,4	-1,6
Kreikka	24,8		-11,2	-10,1	-9,8	-7,7	-6,3
Suomi	17,0		2,0	1,6	-1,1	-1,0	-0,6
Ruotsi	13,4		4,4	6,1	4,8	6,9	6,5
Norja	11,9		12,9	12,8	15,1	16,0	15,5
Tanska	17,2		3,5	5,5	6,5	5,0	4,7
Sveitsi	13,6		10,6	14,3	10,5	12,9	11,5
Iso-Britannia	11,5		-1,3	-2,5	-1,9	-2,1	-1,5
EM	11,3						
Kiina	9,5		5,2	5,2	2,8	2,4	2,1
Intia	14,6		-1,7	-3,4	-3,6	-3,4	-3,3
Etelä-Korea	10,9		4,8	3,4	2,7	2,1	1,9
Taiwan	17,9		11,3	9,1	9,0	8,7	8,4
Malesia	15,1		16,8	11,1	11,0	8,8	10,5
Thaimaa	13,9		8,4	4,1	1,5	-0,2	0,4
Indonesia	15,5		1,9	0,7	0,2	-1,5	-1,1
Filippiinit	16,8		5,1	4,2	3,1	3,1	2,6
Venäjä	5,7		3,9	4,8	5,5	4,4	2,5
Puola	11,0		-3,7	-4,6	-5,0	-4,3	-4,1
Tsekki	12,5		-2,4	-3,1	-2,7	-2,4	-2,5
Turkki	10,7		-2,2	-6,4	-10,0	-7,8	-7,1
Brasilia	13,8		-1,5	-2,2	-2,1	-2,5	-2,7
Meksiko	16,6		-0,6	-0,3	-0,8	-1,0	-1,1
Chile	17,0		1,4	1,8	-1,6	-2,6	-3,4
Kolumbia	16,2		-2,6	-3,9	-4,2	-2,9	-2,9
Argentiina	6,0		3,7	0,8	0,0	-0,5	-0,6
Etelä-Afrikka	12,8		-3,6	-1,5	-3,6	-4,8	-4,9

 = Arvo suurempi kuin 3 %

 = Arvo pienempi kuin -3 %

Lähde: Bloomberg, Citigroup, OECD ja keskeiset suomalaiset ennustelaitokset

Vastuunrajoitus

Tämä asiakirja on tarkoitettu ainoastaan informaatiotarkoituksiin ja asiakkaan yksityiseen käyttöön. Mikään asiakirjassa esitetty aineisto ei ole tarjous ostaa tai myydä arvopapereita eikä kehoitus ryhtyä muuhun sijoitustoimintaan tai sijoituspalvelun käyttöön. Asiakirjassa oleva tieto ei ole arvopaperimarkkinallain mukainen sijoitustutkimus, eikä myöskään tarkoitettu sijoitusneuvoksi taikka veroneuvoksi, eikä sen tarkoitus ole markkinoida palveluita tai tuotteita.

Sijoitustoimintaan liittyy aina 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.