

Sisällysluettelo

Sisällysluettelo.....	- 1 -
Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä loppuvuodelle ja vuodelle 2014	- 2 -
... ja oletukset rahoitusmarkkinoista	- 3 -
Frontin sijoitusstrategian päälinjat	- 4 -
Euroalueen taantuma jatkuu, maailmantalous elpyy.....	- 6 -
Rahoitusmarkkinat – keveää rahapolitiikkaa ja kasvavaa riskinottohalua	- 11 -
Pitkän aikavälin arvioita – Onko osakemarkkinoille syntymässä kupla?	- 16 -

Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä loppuvuodelle ja vuodelle 2014

- › **Maailmantalouden kasvuarvot ovat pysyneet likimain ennallaan alkuvuonna, mutta maakohtaisissa ennusteissa on tapahtunut selviä muutoksia.** Euroalueen (ja Suomen) osalta arviot ovat selvästi heikentyneet ja taantumien arvioidaan jatkuvan ainakin tämän vuoden. Ensi vuonna elpymisen arvioidaan olevan varovaista, jos se ylipäänsä käynnistyy. Selvin parantaja on Japani, jonka devalvaatiopolitiikka on osoittautunut menestykseksi. Japanin talouskasvu kiihtyi jo vuoden ensimmäisellä neljänneksellä 3,8 %:iin (annualisoituna) ja näkymät loppuvuodelle ovat vahvat. Yhdysvaltojen osalta alkuvuoden kehitys on ollut likimain odotettua; asuntomarkkinoiden elpyminen tukee kulutusta ja kotitalouksien rahankäyttöä, mutta julkisen sektorin menojen leikkaukset ja veronkorotukset alkavat vähitellen näkyä kasvua heikentävänä tekijänä. Kaiken kaikkiaan Yhdysvaltojen talouden odotetaan kasvavan tänä vuonna noin 2 ja ensi vuonna vajaat 3 prosenttia. Maailmantalouden kasvun odotetaan siis elpymään 2014, mutta vain marginaalisesti.
- › **Inflaatio on hidastunut OECD-maissa alkuvuonna selvästi alle 2 prosenttiin, joten tästäkin syystä rahapolitiikkaa on voitu edelleen keventää.** Kun kuvaan lisätään Japanin aloittama devalvaatiopolitiikka, euroalueen katastrofaaliset kasvu- ja työllisyysnäköymät sekä Yhdysvaltojen julkisen talouden sopeutustarpeet, ei lyhyiden korkojen nousua ole näköpiirissä. Keveää rahapolitiikkaa ja ennätysmatalia korkoja tarvitaan talouskasvun tukemiseksi pitkälle tulevaisuuteen. Raaka-aineiden hintojen laskun vuoksi inflaatio-odotukset ovat nyt alhaalla ja niiden viriämistä voidaan odottaa aikaisintaan vuonna 2014, jos hyödykehinnat kääntyvät nousuun. Vaikka ultrakeveä rahapolitiikka ruokkiikin inflaatio-odotuksia hyvin pitkällä aikavälillä, on suurin huoli OECD-maissa edelleen deflaatio ja heikko talouskasvu.
- › Euroalueen kriisiä on vaimentanut se, että EKP:n päätöksenteossa Saksan Bundesbank on sivuutettu ja kriisimaiden (ja heikentyvän Ranskan) blokki on ottanut pankin ja päätöksenteon tiukasti käsiinsä. Tuorein osoitus tästä oli toukokuussa toteutettu koronlasku, jota Bundesbank ennen kokousta vastusti. Enää markkinoilla ei tarvitse pelätä, että EKP tekisi samoja ja toistuvia virheitä, mitä se teki vuosina 2007–2011. Samalla ongelmamaiden paineet ja pyrkimykset julkisen talouden tasapainottamiseen vähenevät ja talouksien tervehdyttämiseen tähtäävät rakenneuudistukset pitkälti torjutaan. Euroalue on vajoamassa vähäisten investointien, heikon työllisyyden ja olemattoman talouskasvun näköalattomuuteen. Näkymiä heikentää rahoitusmarkkinoiden ja pankkitoiminnan lisääntyvä säättely, rahoitusmarkkinaveron kaltaiset yritysrahoitusta haittaavat uudet tekijät ym. populistinen talouspolitiikka. Luonnollisesti EKP ei voi ratkaista euroalueen rakenteellisia tai koko eurojärjestelmään liittyviä ongelmia, mutta se voi yrittää helpottaa kurjistuvan euroalueen tilannetta imitoimalla Japanin viimeaikaista rahapolitiikkaa. EKP:n ohjauksenkorkojen lasku lähelle nolaa on välttämätöntä ennen seuraavia rahapoliittisia eritystoimenpiteitä. Heikentyvä euro on ainoa varaventiili tässä ahdingossa.
- › Kehittyvien talouksien kasvu on jatkunut vahvana ja ne tulevat jatkossakin olemaan maailmantalouden kasvun moottori. Arviot Kiinan talouskasvusta ovat pysyneet likimain ennallaan, mutta Brasilian ja Venäjän kasvuarvioita on hieman laskettu. Tärkein muutos EM-maiden tilanteessa on se, että inflaatiopaineiden hellittäessä tilaa kasvun tukemiseen saadaan jatkossa myös rahapolitiikasta. Lisäksi Japanin devalvaatiopolitiikka heijastuu erityisesti Aasian talouksiin ja mm. Etelä-Korea ja Intia laskivat korkojaan jo nyt keväällä. On todennäköistä ja mahdollista, että Kiinassa talouskasvua aletaan tukea varovaisella korkojen laskulla samalla, kun valtio omilla toimillaan tukee kasvua. Vaikka Kiinan talouskasvu hidastui marginaalisesti vuoden ensimmäisellä neljänneksellä, pelot Kiinan ongelmista ja talouskasvun hiipumisesta ovat yhtä liioiteltua kuin viime kesänäkin.

... ja oletukset rahoitusmarkkinoista

- › **Rahoitusmarkkinoiden keskeinen piirre on keveä rahapolitiikka ja matalat keskuspankkien ohjaukorot pitkälle tulevaisuuteen kaikissa OECD-maissa.** Uutena elementtinä rahoitusmarkkinoilla on Japanin devalvaatiopolitiikka, joka on osoittautunut suureksi menestykseksi. Koska muut teollisuusmaat eivät ole tuominneet Japanin toimia, rahoitusmarkkinoilla on enenevästi valuuttakurssipaineita, kun useat OECD-maat pyrkivät saamaan vetoapua talouskasvuun valuuttansa ulkoisen arvon heikentymisestä tai vähintäänkin estämään valuuttansa vahvistumisen. **Markkinoilla vallitsee hiljainen valuuttasota, jossa keskuspankkien toimintaa ohjaa merkittävästi Japanin aloittama devalvaatiopolitiikka.** On todennäköistä, että osa kehittyvistä talouksista joutuu seuraavaksi reagoimaan tähän tilanteeseen. Varsinkin ne maat, jotka kilpailevat globaaleilla markkinoilla, ovat suurissa paineissa laskea ohjaukorkojaan.
- › EKP liittyi vasta vuoden 2011 lopulla - jähkailtuaan 5 vuotta - muiden suurten keskuspankkien rintamaan, ja aloitti riittävät poikkeustoimet finanssikriisin runteleman pankkijärjestelmän tilanteen vakauttamiseksi. EKP siis syvensi toimimattomuudellaan olennaisesti euroalueen kriisiä ja nyt euroalue on ajautunut syvään taantumaan (kriisimaiden osalta lamaan) ja massatyöttömyyteen. Muutos EKP:n toiminnassa edellytti uutta italialaistaustaista pääjohtajaa ja Bundesbankin syrjäyttämistä EKP tosiasiallisesta päätöksenteosta. Toukokuussa EKP:n toteuttama koronlasku ennakoii uusia rahapolitiittisia poikkeustoimia euroalueen elvyttämiseksi ja pankkien toiminnan helpottamiseksi. Niitä tullaan tarvitsemaan vielä vuosia. **Sijoittajalle tämä merkitsee olemattomia tuottoja lyhytaikaisille korkosijoituksille, eikä tämä tilanne ole muuttumassa ainakaan tällä vuosikymmenellä.**
- › Euroalueen ongelmamaiden valtionlainojen korot ovat laskeneet vuoden 2012 kesästä lähtien, kun EKP ilmoitti heinäkuussa joukkolainaostojen käynnistämisestä uudelleen. Arviomme mukaan korkoerot voivat vielä hieman kaventua Saksan ja muiden euromaiden korkojen välillä, mutta aika ajoin epävarmuus kasvaa markkinoilla ja korkoerot voivat kasvaa nopeastikin. Näin tapahtui esimerkiksi Italian parlamenttivaalien yhteydessä. Saksan liittopäivävaalit syksyllä voivat hyvin ruokkia epävarmuutta koko eurojärjestelmää kohtaan, mikäli Saksan eurojäsenyyttä vastustava puolue yllättää vaaleissa. Euroalueen heikko talouskehitys ja massatyöttömyys herkeävät joka tapauksessa euroalueen uusille ja erilaisille kriiseille vanhojen ongelmien lisäksi. Valuuttamarkkinoilla euro on heikentynyt hieman tänä vuonna (pl. Japanin jeni). On todennäköistä, että euro on pitkällä aikavälillä heikentynvä valuutta, sillä "latinalainen" vallankäyttö EKP:ssa ja euroalueen talouskurjuus ruokkii valuuttamarkkinoilla epäluottamusta euroa kohtaan ja tukee dollaria.
- › Yrityslainojen (sekä IG että HY) korkoerot valtionlainoihin ovat jatkaneet kaventumistaan ja markkina on yliarvioinut koko finanssikriisin ajan yritysten luottoriskejä. Arviomme mukaan **korkoerot kaventuvat enää maltillisesti tämän hetken tasoltaan, sillä korkoerot alkavat olla historiallisesti jo varsin alhaisilla tasoilla.** Korkoerojen kaventumista ruokkii lähinnä se, että korkosijoittajat joutuvat hakemaan tuottoja yrityslainoista, sillä valtionlainat ovat poikkeuksellisen huono sijoituskohde ja lyhyet korot eivät tuota juuri mitään.
- › Osakkeiden tuotto on ollut alkuvuonna hyvä. Kurssit ovat nousseet, vaikkei yritysten tulokset, eikä varsinkaan liikevaihdot, ole juuri parantuneet. Kurssinousu perustuukin yksinomaan ultramataliin korkoihin ja uskoon keveän rahapolitiikan jatkumisesta. Osakkeet ovat edelleen kohtuullisen edullisia (ja erityisesti EM-maiden osalta) sekä historiallisesti että arvostuksen näkökulmasta ja erityisesti suhteessa korkosijoituksiin. **Vaikka mm. eurokriisi, USA:n budjettiriitely ym. tulevat jatkossakin luomaan aika ajoin epävarmuutta sijoittajien keskuudessa, osakkeet ovat keskipitkällä aikavälillä (3-5 vuotta) selvästi mielekkäämpi sijoituskohde kuin korkosijoitukset.**

Frontin sijoitusstrategian päälinjat

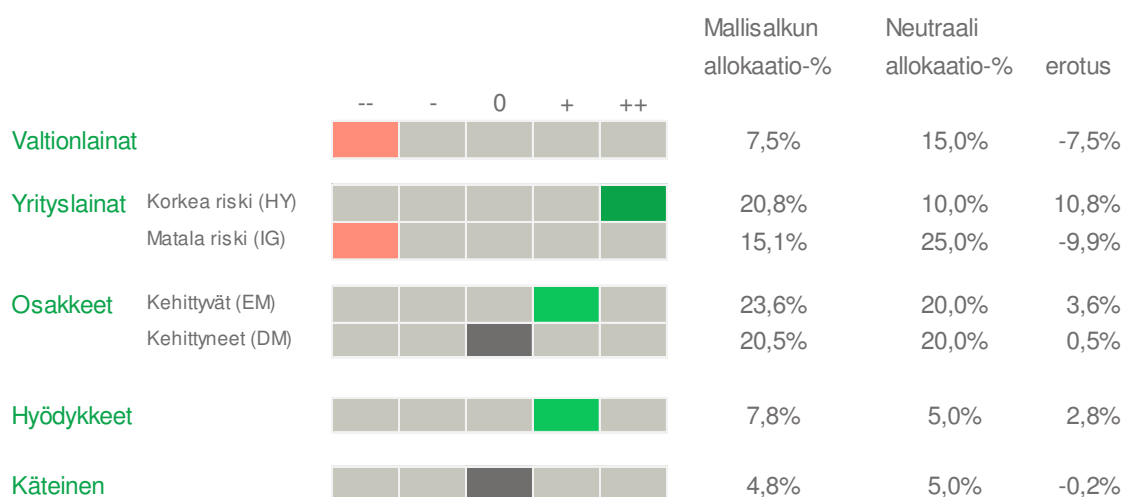
- › **Omaisuuslajien suhteellisiin painotuksiin vaikuttava allokaatiostrategia ylipainottaa osakkeita suhteessa korkosijoituksiin tällä hetkellä.** Talouskehitykseen, ja varsinkin politiikkaan, liittyvä epävarmuus ja yllätykset ovat kuitenkin pysyvä tekijä rahoitusmarkkinoilla, joten osakepainon aktiivinen taktinen säätely on olennainen osa sijoitusstrategiaamme. Lisäksi näemme, että osakkeiden kurssinousu tulee todennäköisesti lähivuosina perustumaan liian paljon ultrakeveään rahapolitiikkaan, joten osakepainon vaihtelu ei tapahdu enää lähtökohtaisesti ns. osakeylipainon puolelle. Kurssinousu on ollut tuntuva keväällä 2009 alkaneella nousumarkkinalla ja arviomme mukaan nyt ollaan siirtymässä tämän pitkän syklin jälkipuoliskolle. Taktisesti osakkeet ovat näillä näkymin yhtä lailla ali- kuin ylipainossa lähivuosina.
- › Tähän saakka (vuodesta 2011 alkaen) osakkeet ovat omaisuusluokkana olleet lievästi tai paljon ylipainossa. Ylipainoa pienennettiin viimeksi joulukuussa, mutta kasvatettiin taktisesti huhtikuun puolivälissä, kun kurssit laskivat tuntuvasti kuun alkupuolella. Osakkeita myytiin jälleen toukokuun puolivälin jälkeen voimakkaan kurssinousun jälkeen. Tällä hetkellä osakkeiden lievää ylipainotusta voidaan perustella ensisijaisesti osakkeiden suhteellisella arvostuksella korkosijoituksiin nähden ja keskuspankkien toimilla. Markkinaepävarmuuden tuntuva väheneminen viime vuoden kesän jälkeen ja vahva "markkinasentimentti" taas puhuvat osakkeita vastaan lyhyellä aikavälillä.
- › Korkosijoittajan tuska jatkuu, kun tuottotasot ovat kovin alhaiset, mutta tähän vaan joudutaan tottumaan. **Korkostrategian linjauksessa on kaksi kulmakiveä: 1) Yrityslainojen ylipainotus valtionlainoihin nähden ja 2) salkun korkoriski (duraatio) on vähäisempi kuin normaalitilanteessa (neutraaliallokaatioissa).** Valtionlainojen sekä IG- ja HY-yrityslainojen tuottotasot ovat laskeneet tuntuvasti, joten mitään ylivoimaisia vaihtoehtoja ei todellakaan ole enää jäljellä. Toisaalta korkoriskiä ei kannata ottaa liikaa, koska pitkäaikaiset korot nousevat helposti, kun inflaatio-odotukset viriävät taantuman väistyessä tai epäluottamuksen kasvaessa "latinalaista" EKP:ia kohtaan. Vaikka arviomme mukaan IG- ja varsinkin HY-yrityslainojen tuotto on hyvä verrattuna niiden luottorisktiin, emme odota enää merkittävää korkoerojen kaventumista loppuvuonna 2013. Valtionlainoista sekä hyvin taloutensa hoitaneiden maiden (kuten Saksa ja Suomi) että kriisimaiden valtionlainat ovat yliarvostettuja, joten emme sijoita niihin käytännössä lainkaan. Koska käteinen ja rahamarkkinasijoitukset eivät tuota juuri mitään, ainoa vaihtoehto on ylipainottaa IG- ja HY-yrityslainoja ja tyytyä niiden tuottoon, jota varsinkin HY-lainasalkun (ETF) nk. sisäinen roll down -efekti tukee.
- › **Osakestrategian päälinja on ylipainottaa kehittyviä talouksia ja alipainottaa euromaita.** Osakesijoitusten painopiste on siis kehittyvien talouksien markkinoissa ja niiden teollisuusmaiden yrityksissä, jotka hyötyvät keskimääräistä enemmän kehittyvien talouksien kasvusta ja mahdollisuuksista. **Alkuvuoden kurssikehityksen vuoksi EM-maiden osakkeet ovat huomattavan paljon maltillisemmin arvostettu kuin DM-maiden.** Koska pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat ylivoimaiset EM-maiden osalta, on tällä hetkellä erityisen perusteltua ylipainottaa EM-osakkeita. Mikäli EM-maiden keskuspankit aloittavat laajemmin rahapolitiikkansa keventämisen, saavat EM-osakkeet lisävauhtia tästä muutoksesta.
- › **Euroalueen lyhyen ja pitkän aikavälin näkymät ovat kehnot, joten euroalueen osakkeet ovat alipainossa ja ainoastaan Saksa on likimain neutraalipainossa.** Oman valuuttansa säilyttäneet Pohjoismaat ovat ylipainossa ja ne ovat hyviä esimerkkejä maista, joiden pörsseissä on paljon niiden toimialojen yrityksiä, jotka hyötyvät kehittyvien maiden talouskasvusta. Japani on ollut ylipainossa jo marraskuusta 2012 lähtien Japanin devalvaatiopolitiikan takia. Kanada ja Australia otettiin salkkuun viime kesänä

hajauttamaan eurokriisiin liittyvää riskiä. Jatkossa ne hajauttavat myös Yhdysvaltojen riskejä. Yhdysvaltojen nk. Fiscal Cliff varjostaa osakemarkkinoita syksyn 2014 välikauteihin saakka. Maapainotusten ohella suositaan niitä toimialoja, jotka hyötyvät vastaisuudessakin kehittyvien talouksien kasvusta tai joiden liiketoiminta on korostetun globaalia. Ylipainotamme DM-osakkeiden osalta teollisuustuotteet ja -palvelut (kuten konepajateollisuus) sekä terveydenhoito toimialoja.

- > **Kehittyvillä markkinoilla korostamme rahoitustasapainoltaan terveitä talouksia, mikä merkitsee Aasian tuntuva ylipainotusta.** Myös Venäjän paino on merkittävä, sillä sen arvostustaso on todella alhainen. Tuntuvimmat alipainotukset koskevat Latinalaista Amerikkaa (pl. Brasilia) ja varsinkin Itä-Eurooppaa/Itäistä Keski-Eurooppaa.
- > Hyödykkeet omaisuusluokkana ovat lievässä ylipainossa, sillä hyödykehinnat ovat jääneet tuntuvasti jälkeen muista omaisuusluokista 2012 ja 2013. Hyödykehintoja tukisi merkittävästi se, jos keskeiset EM-taloudet alkaisivat laajemmin rahapoliittisen elvytyksen. Hyödykestrategian sisällä sijoitamme tällä hetkellä energiaan, teollisuuden metalleihin ja maatalouden hyödykkeisiin. Arvometalleja, kuten kultaa, ei ole salkussa.
- > Euroalueen kriisin osalta tulemme loppuvuonna ja tulevina vuosina näkemään aika ajojen epävarmuutta, mutta kriisin luonne muuttuu entistä enemmän heikon talouskasvun, massatyöttömyyden ja politiikan kriisiksi. Epävarmuus nousee aina jostakin yllättävästä tekijästä (kuten Kyproksen tilanne keväällä). Yksittäiset "tulipalot" kyetään toki sammuttamaan, mutta poliitikkojen on lähes mahdotonta ratkaista eurojärjestelmän perusvikoja. Yhtenä ratkaisuna perusongelmiin on euroalueen liittovaltiokehitys, mutta se on poliittisten realiteettien vuoksi hyvin hidasta. EKP:n rooli kriisin oireiden lievittäjänä korostuu pitkälle tulevaisuuteen ja luo eurosta vähitellen ns. "pehmeän" valuutan. **Sijoitusstrategia huomioi tämän riskin ja merkittävä osa sijoituksista on hajautettu euroalueen ulkopuolisiin valuuttoihin.**

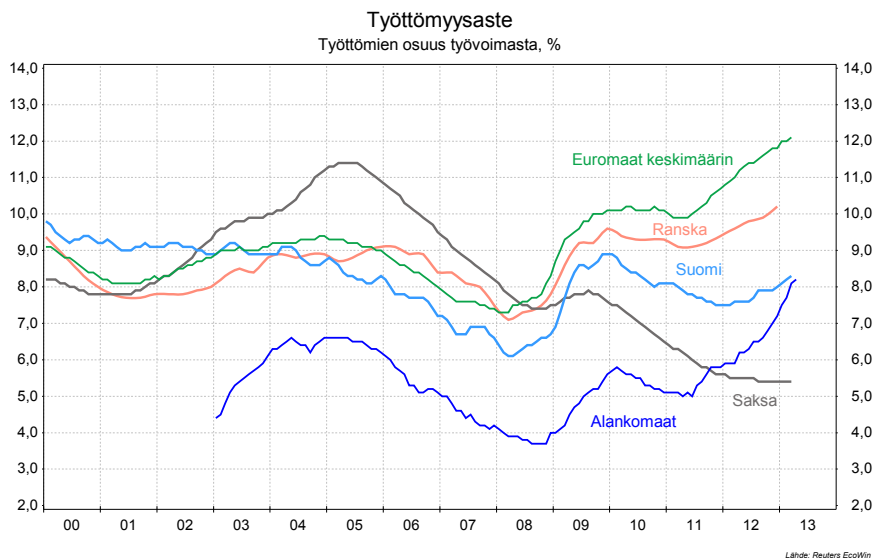
23.5.2013 Ari Aaltonen

Kaavio 1. Frontin allokaationäkemys 23.5.2013



Euroalueen taantuma jatkuu, maailmantalous elpyy

- › **Keväällä 2013 arviot Euroalueen kehityksestä synkkenivät edelleen, vaikka rahoitusmarkkinat ovat olleet aiempaa rauhallisemmat.** Ensimmäisen neljänneksen aikana euroalueen BKT jatkoi supistumistaan. Keskimääräinen työttömyysaste on ylittänyt 12 prosenttia ja pahimmat kriisimaat, Espanja, Kreikka ja Portugali ovat ajautuneet katastrofaaliseen työttömyyskriisiin. Nuorisotyöttömyyden nousu absurdeille, yli 50 prosentin lukemille kriisimaissa, ja Italiassa yli 40 prosentin, kertoo ko. maiden täydellisestä näköalattomuudesta.
- › Vaikka kriisimaiden valtionlainojen korot ovat laskeneet viime kesästä ja lyhyet korot ovat matalalla, on selvää että julkisen sektorin säästötoimet kriisimaissa ja kireä finanssipolitiikka muissa euroalueen maissa pitää talouskasvun heikkona. Jatkuvan epävarmuuden ilmapiirissä ja heikentyneen kilpailukyvyn vuoksi elpyminen on epätodennäköistä ja varsinkin investoinnit ovat alamaissa. Japanin devalvaatiopolitiikka, jota Etelä-Korea todennäköisesti seuraa, tulee aiheuttamaan kovan iskun euroalueen vahvimman talouden, Saksan vientiteollisuudelle.
- › Vihdoin ollaan myös huomattu, että pankkien ja rahoitusmarkkinoiden sääntelyn jatkuva lisääminen heikentää rahoituksen välitystä yrityksille ja kotitalouksille, eli pankkiluottojen korot ovat nousseet tuntuvasti markkinakorkoihin nähden. Ja uusia, itse aiheutettuja ongelmia on tulossa, kun useat euromaat ottavat lähivuosina käyttöön rahoitusmarkkinaveron. Se ei ole yksinomaan populistista ja yritysten luottamusta heikentävää politiikkaa, vaan sillä tulee olemaan myös vahingollinen vaikutus arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Veron aiheuttama likviditeetin heikentyminen arvopaperi- ja johdannaismarkkinoilla nostaa ko. maissa yritysrahoituksen hintaa sekä oman että vieraan pääoman osalta ja karkottaa yrityksiä järkevän veropolitiikan maihin. Sen lisäksi, että EKP ja rahoitusmarkkinoita valvovat viranomaiset ovat toimineet ammattitaidottomasti finanssikriisin aikana, poliitikot syventävät omalla toiminnallaan euroalueen ahdinkoa. Kun itse eurojärjestelmä on rakenteeltaan heikko, keskeneräinen ja toimintakyvytön (ks. sijoitusstrategia Talvi 2013), on euroalueen näkymä pitkälle tulevaisuuteen lohduton. Yritykset ja työpaikat karkaavat nyt kovaa vauhtia pois euroalueelta ja syystä. Ongelmien kanssa painivalla euroalueella ei ole siis mitään sisäisen kasvun dynamiikkaa eikä kestäväää strategiaa tilanteen korjaamiseksi, joten sen elpyminen on korostetusti heikentyvän euron, muiden OECD-maiden ja kehittyvien talouksien varassa.
- › **Eurokriisin dynamiikan kannalta tärkein muutos syksyn ja talven aikana on ollut nk. vahvan pohjoisen hajoaminen.** Aiemmin euroalueen sisäinen tasapaino säilyi, kun kriisimaiden (Irlanti, Portugali, Espanja, Italia, Kreikka, Kypros ja Slovenia) vastapainona oli taloudeltaan vahvat pohjoiset maat (Saksa, Ranska, Alankomaat, Itävalta ja Suomi). Tällä hetkellä euromaista heikentyvät nopeimmin Ranska ja Suomi, joissa kummassakin poliittiset päättäjät haluavat torjua kaikki välttämättömät rakenteelliset uudistukset, joita tarvittaisiin. Myös Alankomaiden talouskehitys on heikkoa, mutta sen turvana on suuri vaihtotaseen ylijäämä. Työmarkkinoiden ja julkisen sektorin uudistukset olisivat välttämättömiä, jotta maat voisivat menestyä yhteisvaluutta-alueella pitkällä aikavälillä. Poliitiikka ja päätöksenteko on molemmissa maissa lamautunut ja kriisissä, eikä näköpiirissä ole muutosta. Taloudessa tämä näkyy yritysten vähäisinä investointeina ja työllisyystilanteen nopeana heikentymisenä. Seuraavaksi kotitalouksien varovaisuus lisääntyy ja yksityisen kulutuksen kasvu taittuu. Kaikki tämä tapahtuu samaan aikaan, kun rahoitusmarkkinoiden toimintaa vaikeutetaan poliitikkojen päätöksillä ja Japanin (ja jatkossa myös muiden Aasian maiden) kilpailukyky on parantunut merkittävästi.



- Uudistuksia vastustava Ranska on asettunut "latinalaisten" kriisimaiden rintamaan ja tärkein muutos on tapahtunut EKP:n vallankäytössä (ks. sijoitusstrategia syksy 2012). Lisäksi vallantunnonsa ko. maat ovat nyt hylkäämässä julkisen talouden tervehdyttämisen ja antavat ymmärtää, että ylivelkaantuneet maat eivät tarvitse enää tiukkaa menokuria. Rakenteellisia uudistuksia ei ole tähänkään mennessä tehty kuin näön vuoksi. Saksa (ja Itävalta) ovat jäämässä yksin ja niiden painoarvo päätöksenteossa on romahtanut euroalueen sisällä. On luonnollista, että Saksaan ja Itävaltaan on syntynyt poliittiset liikkeet maiden eurojäsenyyden kyseenalaistamiseksi. Toisaalta "latinalaiset" maat eivät voi itselleen mitään ja oli luonnollista, että niiden oli omassa ahdingossaan pakko ottaa EKP:n päätöksenteko itselleen. Hyvä osoitus tästä oli kun EKP nyt toukokuussa laski ohjaukorkonsa 0,50 prosenttiin Bundesbankin vastustuksesta huolimatta, ja ensi syksyksi on odotettavissa uusia rahapoliittisia erityistoimia. EKP:n erityistoimet siis jatkuvat ja ovat ainoa varaventiili tässä ahdingossa. Kriisimaiden kansalaisten ahdinko saa nyt vain uuden ahdistuksen lähteen, kun saksalaiset ja finanssivarallisuutta omaavat kansalaiset alkavat pelätä "latinoeuroa".
- Rahoitusmarkkinoilla euroalueen epävarmuus saa uuden elementin, mikäli Saksassa ja Itävallassa eurovastaisuus lisääntyy ja organisoituu olennaiseksi poliittiseksi liikkeeksi.** Euro ja euroalue ilman Saksaa ja Itävaltaa olisi rahajärjestelmänä lähinnä vitsi, kuin arvoltaan romahtavan banaanivaltion valuutta. Tämän uhkan ylläpitäminen on lähivuosina ainoa keino, jolla Saksa voi saavuttaa takaisin maan kokoa edellyttävää painoarvoaan EKP:ssa ja tätä uhkaa tullaan jatkossa viljelemään sekä epäsuorasti että suorasti. Epävarmuus ja epävakaus on luonnollinen osa eurojärjestelmää, koska koko yhteisvaluutta rakennettiin kehnosti ja siihen kuuluu talouden rakenteiltaan ja talouspolitiikan traditioiltaan aivan liian erilaisia maita. Heikko talouskasvu, massatyöttömyys ja heikentyvä euro on pitkällä aikavälillä tämän seuraus.
- Kaikesta edellä mainitusta huolimatta on todennäköistä, että euroalue ei hajoa lähivuosina, vaikka talouskehitys olisi kuinka heikkoa tahansa.** Tekijät, jotka pitävät euroalueen koossa ovat vahvoja (ks. sijoitusstrategia talvi 2012). Ensinnäkin euroalue on rahoituksellisesti itsenäinen. Vaihtotase on ylijäämäinen kriisin aiheuttaman tuonnin romahduksen vuoksi. Toiseksi irtautuminen eurojärjestelmästä olisi hyppy tuntemattomaan eroavan maan yrityksille, pankeille ja poliitikoille. Ja kolmanneksi, eurojärjestelmä on ensisijaisesti poliittinen projekti, jonka taloudellinen mielekkyys ei ollut alun pitäenkään projektin tärkein asia.

- Suomalaisesta näkökulmasta euroalueen kriisi on lähellä ja tuntuu erityisen merkittävältä. Maailmantalouden kehitykseen se on vaikuttanut lopulta yllättävän vähän.** Lisäksi on tärkeää muistaa, että finanssikriisit ovat aina pahimmillaan, kun ne koskevat yksityistä sektoria. Tältä kannalta globaalien finanssikriisien tilanne oli pahimmillaan jo syksyllä 2008. Maailmantalous ajautui tuolloin syvään lamaan 2009 ja koko maailman BKT supistui jopa 2,5 %. Tämä osoittaa hyvin euroalueen kriisin perusluonteen. Se ei enää ole osa globaalia finanssikriisiä vaan eurojärjestelmän itsensä kriisi. Maailmantalous voi siis kehittyä positiivisesti, vaikka euroalueen kriisi jatkuisi edelleen vuosikausia. Muu maailma on alkanut oppia elämään kaotettua euroalueen kanssa ja se pystyy entistä tehokkaammin eristäytymään euroalueen negatiivisesta vaikutuksesta.
- Hyvä esimerkki maasta, joka on kyennyt eristäytymään euroalueen ongelmista, on Yhdysvallat, joka voi aina tukeutua suureen kotimarkkinaansa. Vaikka Yhdysvaltojen taloudesta on saatu kevään aikana ristiriitaisia indikaattoreita yritysten ja kotitalouksien suhdanneodotuksista, on työllisyystilanne jatkanut vähittäistä parantumistaan ja asuntomarkkinoiden varovainen elpyminen on alkanut. Mikäli presidentti, hallinto ja kongressi saisivat julkisen talouden tervehtyttämisen pitkäaikaisen politiikkaohjelman piiriin, ilman että asia nousee jatkuvasti epävarmuutta lietsovaksi riidaksi, Yhdysvaltojen tilanne olisi jopa varsin hyvä. Poliitikkojen riitelyle ei ole kuitenkaan näköpiirissä loppua ennen syksyn 2014 välikaaleja ja seuraava näytös tässä nk. Fiscal Cliff riitellessä nähdään loppukesällä tai viimeistään syyskuussa. Yhdysvaltojen paras turva on edelleen maan keskuspankki, joka varmasti tekee kaikkensa, jotta maa ei ajaudu taantumaa. Yhdysvaltojen FED on luvannut pitää ohjauksensa nollassa ainakin vuoden 2015 kesään saakka. Yhdysvalloissa lähinnä pohditaan, milloin rahan määrää kasvattavia arvopaperiostoja ryhdyttäisiin vähentämään. Konsensusarvioissa Yhdysvaltojen kasvu hidastuu tänä vuonna 2 prosenttiin, mutta nopeutuu 2014 vajaan 3 prosenttiin.

Taulukko 1. Konsensusarvot talouskasvusta ja inflaatiosta

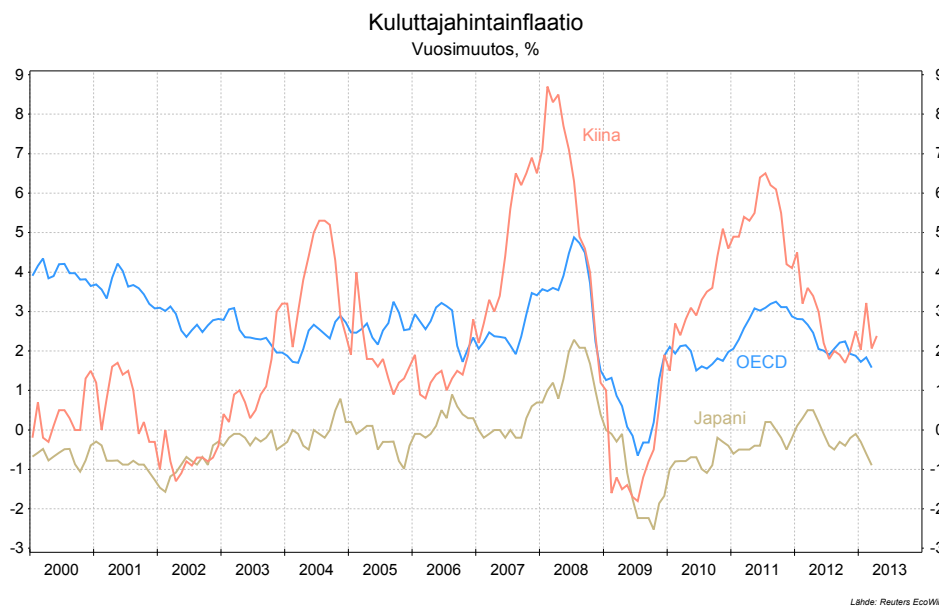
	BKT:n kasvu-% (reaalinen)						Inflaatio-%					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Maailma	-2,4	4,0	2,9	2,1	2,3	3,1	1,1	2,6	3,7	2,8	2,6	2,9
DM	-3,8	2,6	1,4	1,2	1,1	1,9	0,0	1,4	2,5	1,8	1,5	1,9
Yhdysvallat	-3,1	2,4	1,8	2,2	2,0	2,7	-0,4	1,6	3,2	2,1	1,7	2,0
Japani	-5,5	4,7	-0,6	2,1	1,4	1,3	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,1	1,9
Euromaat	-4,4	2,0	1,4	-0,6	-0,5	1,0	0,3	1,6	2,7	2,5	1,6	1,6
Britannia	-4,0	1,8	0,9	0,2	0,8	1,5	2,2	3,3	4,5	2,8	2,8	2,5
Suomi	-8,5	3,3	2,8	-0,2	0,6	1,9	0,0	1,2	3,4	2,8	2,1	2,0
EM	4,7	8,7	7,0	5,6	6,1	6,4	3,7	5,4	6,5	4,3	4,7	4,7
Kiina	9,2	10,4	9,3	7,8	8,0	8,0	-0,7	3,3	5,4	2,7	3,0	3,5
Venäjä	-7,8	4,5	4,3	3,4	3,1	3,6	11,7	6,9	8,5	5,1	6,4	5,6
Brasilia	-0,3	7,6	2,8	0,9	3,1	3,6	4,9	5,0	6,6	5,4	6,0	5,7

Lähde: Bloomberg, OECD sekä suomalaiset ennustelaitokset ja pankit

- Maailmantalouden odotetaan elyvän 2014. Taulukkoon 1 on koottu tärkeimpien maiden ja maaryhmien konsensusennusteet talouskasvusta ja inflaatiosta 2013 ja 2014. Niistä voidaan hyvin todeta, että kehittyvät taloudet ylläpitävät keskeisesti maailmantalouden kasvua sekä vuonna 2013 että tulevinakin vuosina. Yhdysvaltojen talouskasvu nopeutuu keveän rahapolitiikan ansiosta ja varsinkin Japani korjaa menestyksekkään devalvaatiopolitiikan hedelmiä. Kehittyvien talouksien kasvu säilyy korkealla tasolla ja mikä

tärkeintä, niiden kasvu perustuu jatkossa entistä enemmän talouksien sisäiseen dynamiikkaan. Vahva talouskasvu ja tuottavuuden parantuminen tukee kulutusta, investointeja kotimarkkinateollisuuteen sekä palveluiden kehittämistä ja kaupungistumista. Talouskasvu taas tukee julkisen sektorin mahdollisuuksia panostaa koulutukseen, infrastruktuuriin ja terveydenhoitoon, mikä lisää kotitalouksien optimismia. Vaurauden lisääntyessä oikeusjärjestelmät kehittyvät ja demokratia syvenee. Globalisoituvassa maailmassa tälle positiiviselle kehitykselle ei ole näköpiirissä loppua.

- Vaisun talouskasvun vallitessa inflaatio on hidastunut OECD-maissa. Japanin osalta pitkään jatkunut deflaatio purkautui viime vuoden lopulla rajuna muutoksena talouspolitiikassa. Muutoksen sykäys tuli parlamenttivaalien jälkeen, kun perinteisesti valtaa pitänyt liberaalidemokraattinen puolue palasi valtaan. Japanin keskuspankki aloitti joulukuussa interventiot tavoitteenaan heikentää jenin arvoa valuuttamarkkinoilla merkittävästi. Tammikuun kokouksessa keskuspankki vahvisti inflaatiotavoitteen noston 2 prosenttiin (1 prosentista) ja täsmensi koti- ja ulkomaisten arvopapereiden interventio-ohjelman määriä. Huhtikuussa uusi keskuspankin pääjohtaja kertoi arvopaperi-interventioiden määrän kaksinkertaistamisesta. Jeni on talvella heikentynyt kaikkia päävaluuttoja vastaan merkittävästi. Jenin heikentyminen toi Japanin vientiteollisuudelle todellisen kilpailukykyruiskeen ja tämä näkyi ensimmäisen neljänneksen BKT:n kasvussa, joka oli 3,8 % (annualisoituna). Ultrakeveää rahapolitiikkaa ja erityistoimia tarvitaan edelleen lisää, jotta varmistetaan myös kotimaisen kysynnän (kulutus ja investoinnit) liikkeelle lähtö. On todennäköistä, että Japanin talouden kasvu muodostuu jo tänä vuonna selvästi vahvemmaksi kuin konsensusarvioissa. Australia, Etelä-Korea ja Intia laskivat korkojaan nyt keväällä, mikä hyvin osoittaa Japanin aloittaman devalvaatiopolitiikan paineet alueen maissa.



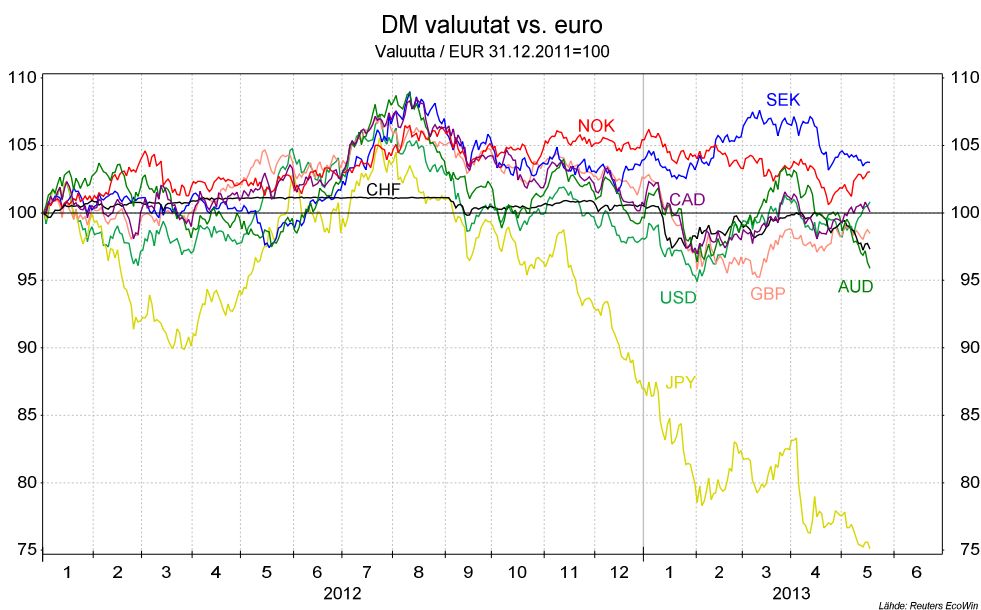
- Myös Kiinan inflaatio on hidastunut merkittävästi jo viime vuonna. Tämän vuoden keväällä inflaatio on asettunut runsaan kahden prosentin tasolle, mikä on selvästi alle keskuspankin 4 prosentin tavoitteen. Toisin kuin Japanissa, Kiinalle inflaation hidastuminen oli positiivinen asia, sillä Kiinan keskuspankki on kamppailut nopeaa inflaatiota vastaan kireällä rahapolitiikalla edelliset kaksi vuotta. Hidastunut inflaatio mahdollistaisi rahapoliittisen elvyttämisen, jos talouskasvu ylipäänsä hidastuisi. Kiinan keskuspankki on kuitenkin ollut varovainen rahapolitiikan keventämisessä, ja sekä pankkien reservivaatimus että ohjaukorko ovat edelleen korkealla tasolla. Myös finanssipoliittiset elvytystoimet ovat olleet varsin maltillisia ja keskushallinto on lähinnä kertonut uusista infrastruktuurin rakentamisohjelmista viime syksynä puolueen vallanvaihdon yhteydessä. Samalla on tehty

varovaisia avauksia siihen, että talouskasvu perustuisi jatkossa enenevästi kotimaiseen kulutukseen. Se, että elvytystoimiin ei ole ryhdytty Kiinassa tämän enempää, kertoo siitä, että hallinto näkee maan taloustilanteen huomattavan paljon parempana, kuin läntiset arvioitsijat. Talouskasvun tavoitteeksi asetettu 7,5 % saavutettiin helposti viime vuonna ja kasvu nopeutui vuoden 2012 loppua kohden.

- › **Kiinan tilanteen ja näkymien osalta sijoitusstrategiamme oli jo syksyllä selvästi eri mieltä kuin mitä useat läntiset ekonomistit esittivät ja jälleen vaikuttaa siltä, että negatiivisia asioita ylikorostetaan taas.** Alkuvuonna 2013 kuukausitilastot osoittivat lievää kasvun hidastumista, mutta poikkeamat odotuksista ovat lähes marginaalisia. Kaiken kaikkiaan on kummallista, että Kiinan talousindikaattoreita seurataan kuin se olisi jokin kriisimaa, vaikka sillä on merkittäviä vahvuuksia ja sellaista liikkumavaraa talouspolitiikassa, josta euroalue ja Yhdysvallat eivät voi uneksiakaan. Kiinalla on vaihtotaseen ylijäämä, julkisen sektorin alijäämä on pieni, keskuspankin ohjauskorko on lähes 4 prosenttiyksikköä inflaatiota korkeampi ja kotitaloussektorilla on mitättömän vähän velkaa. Sisäisen kasvun dynamiikkaa on jäljellä vielä vuosikymmeniksi, sillä edelleen 40 % työvoimasta on maatalouden piirissä. Konsensusarvioissa Kiinan talouskasvu säilyykin korkealla, noin 8 prosentin tasolla 2013 ja 2014. Arviot Kiinan talouskehityksestä eivät ole muuttuneet alkuvuonna.
- › Kaiken kaikkiaan kehittyvien talouksien kasvu on säilynyt varsin vahvana viime vuosina ja olennaisesti korkeammalla tasolla kuin perinteisissä teollisuusmaissa. 2013 kasvun odotetaan konsensusarvioissa elpyvän vuodesta 2012 ja vuonna 2014 kasvu yltää jo lähes 6,5 prosenttiin. Vaikka Aasian (pl. Japani) kasvu säilyy edelleen vahvimpana EM vertailussa, eniten kasvuaan parantaa Brasilia. **Keskimääräistä nopeamman talouskasvun ohella on tärkeää huomata, että Aasian maiden rahoitustasapaino on järjestäen erinomainen, eli niillä on ylijäämäiset vaihtotaseet Intiaa ja Indonesiaa lukuun ottamatta.** Aasian maiden on siis helppo elvyttää talouttaan ja ylläpitää vahvaa talouskasvua, vaikka Euroopan talouskasvu hidastuisi pitkäaikaisestikin.
- › Suhteellisesti heikoin tilanne on Itä-Euroopan mailla (EMEA), sillä mm. eurokriisi vaikuttaa niihin muita enemmän. Unkari on kamppailut vaikeiden julkisen talouden vajeongelmien kanssa jo pitkään ja Puola, Tšekki ja Romania ovat vaihtotaseeltaan syvästi alijäämäisiä. Vaikka Venäjän vaihtotase on ylijäämäinen, se on merkittävästi riippuvainen energian hintakehityksestä ja liuskekaasun hyödyntäminen nähdään uhkana maan energiateollisuudelle pitkällä aikavälillä. Konsensusarviot Venäjän tämän ja ensi vuoden talouskasvusta ovat kevään aikana hieman laskeneet.
- › Etelä-Afrikka ja varsinkin Turkki ovat alijäämäisiä vaihtotaseeltaan, joten niiden ongelmat ovat kasautumassa. Turkin alijäämän ennakoidaan kasvavan ensi vuonna jopa yli 7 prosenttiin BKT:sta. 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. Alueen suurimman talouden valuutta, Brasilian real, heikentyikin merkittävästi viime vuonna keskuspankkinsa tukemana joten kasvun eväät vuodelle 2013 ja 2014 ovat nyt paremmat.

Rahoitusmarkkinat – keveää rahapolitiikkaa ja kasvavaa riskinottohalua

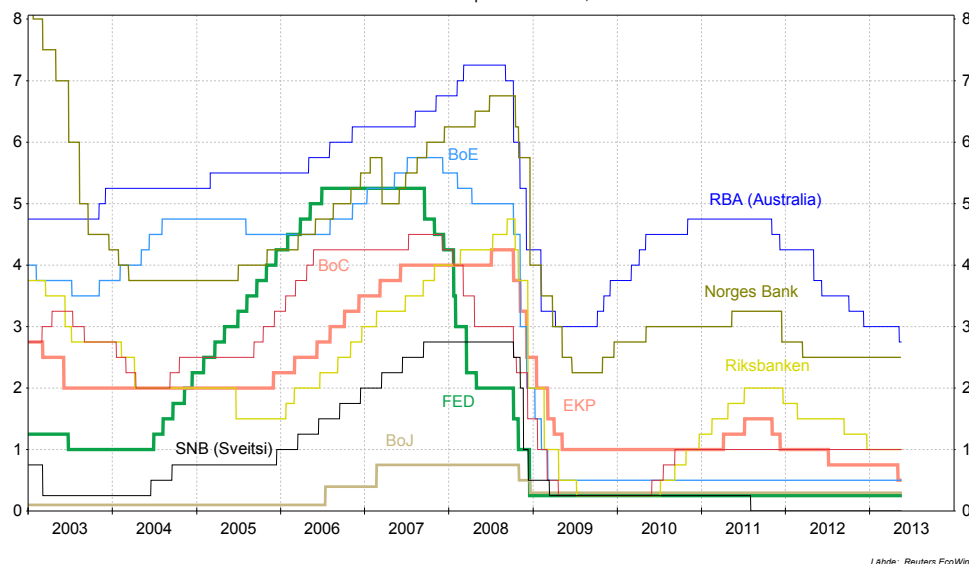
- › **Rahoitusmarkkinoilla Japanin vuodenvaihteessa aloittama devalvaatiopolitiikka on ollut vaikutuksiltaan merkittävin tapahtuma viimeisen puolen vuoden aikana.** Japani rikkoi pitkään jatkuneen ”kauhun tasapainon”, jossa OECD-maat olivat pidättäytyneet valuuttojensa manipuloinnista keskuspankkien toimesta. Hämmästyttävää oli se, että helmikuussa 2013 kokoontunut G-20 maiden kokous ei mitenkään tuominut Japanin toimia. Kokous esitti vain toivomuksen, että Japani ei puhuisi aktiivisesta devalvaatiopolitiikasta, vaan deflaation vastustamisesta. Tästä rohkaistuneena Japanin keskuspankki ilmoitti huhtikuussa uuden pääjohtajansa suulla, että arvopapereiden osto-ohjelma kaksinkertaistetaan ja jeni heikkeni lisää valuuttamarkkinoilla. Ensi tammikuussa Japani aloittaa systemaattiset valuuttainterventiot jenin heikentämiseksi. Tokion pörssi on kiittänyt devalvaatiopolitiikkaa ja pörssikurssit ovat nousseet noin 75 % marraskuun puolivälistä. Suurista OECD-maiden pörsseistä Tokio on ollut aivan ylivoimainen kokonaistuotoltaan, vaikka valuuttakurssin vaikutuskin huomioitaisiin. Tämä on luonnollista, sillä suurten vientiyriyten paino on merkittävä pörssissä ja nimenomaan ne ovat saaneet merkittävän kilpailukykyä ja tulosta parantavan edun.



- › **Japanin avaus on jo muuttunut merkittäväksi, koska kaikki muut OECD-maat ja enenevästi myös EM-valtiot joutuvat siihen reagoimaan.** Yhdelläkään OECD-maalla ei ole niin vahva talous, että se voisi sallia oman valuuttansa merkittävän vahvistumisen valuuttamarkkinoilla. Jopa Sveitsin piti estää frangin vahvistuminen valuuttainterventioilla eurokriisin tiimellyksessä 2011. Lisäksi Japani antaa oivallisen esimerkin muille maille, miten rahapolitiikka harjoitetaan onnistuneesti talouskasvun vauhdittamiseksi ja deflaation torjumiseksi. Avoimen valuuttasodan sijasta ollaan päätyvässä hiljaiseen valuuttasotaan, jossa jokainen oman valuuttansa säilyttänyt maa pyrkii estämään valuuttansa vahvistuspaineita joko laskemalla keskuspankkien ohjauskorkoja tai turvautumalla arvopaperi/valuuttainterventioihin. Euroalueella hiljainen valuuttasota tarkoittaa kasvavia ristiriitoja Saksan Bundesbankin ja kriisimaiden (sekä Ranskan) välillä EKP:n rahapolitiikasta ja miten euron ulkoiseen arvoon ja valuuttainterventioihin tulisi suhtautua.

- Japanin operaatio jenin heikentämiseksi tuli tilanteessa, jossa rahapolitiikka oli jo valmiiksi ennätyskellisen keveää kaikissa OECD-maissa. Kun kaikki keskeiset OECD-maat sekä suurimmat EM-maat, kuten Kiina ja Brasilia, pyrkivät heikentämään tai vähintäänkin pitämään oman valuuttansa arvon ennallaan muita valuttoja vastaan, on selvää, että missään maassa ei ole varaa kiristää rahapolitiikkaa, päinvastoin. Jopa Australia, joka on taloudeltaan yksi vahvimpia OECD-maita, joutui laskemaan ohjauskorkoaan nyt keväällä. Kehittyvien maiden osalta suurimmat paineet kohdistuvat Etelä-Koreaan, joka kilpailee usealla alalla Japanin kanssa. Etelä-Korean keskuspankki laskikin korkoaan nyt toukokuussa. Paineet kasvavat myös Taiwanin osalta. Kiinan on helpompi hallita valuuttaansa, sillä se ei kellu vapaasti ja pääomanliikkeitä säädellään. Kiina on kuitenkin keväällä ilmoittanut, että se on tarvittaessa valmis valuuttasotaan, mikäli se on tarpeen. Myös Norjassa ja Ruotsissa on kovat paineet estää kruunujen vahvistuminen ja heikon Britannian on aivan välttämättä estettävä punnan vahvistuminen. Mikäli ensi vuonna ajaututaan kilpaileviin valuuttainterventioihin, lisääntyy likviditeetti rahoitusmarkkinoilla entisestään, mutta nyt globaalilla tasolla. Euroalueella sekä Ranskassa että Kreikassa on esitetty toiveita, että EKP aloittaisi valuuttainterventiot euron heikentämiseksi.

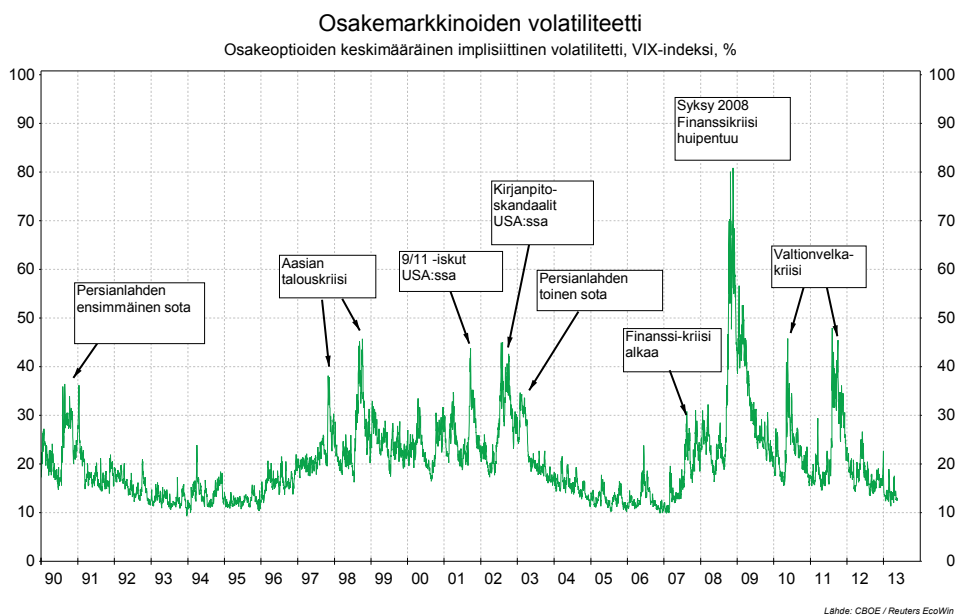
Keskuspankkien ohjauskorot
Koron muutospäivän mukaan, %



- Paineet rahapolitiikan keventämiseksi euroalueella olivat kovat jo ennen Japanin toimia, mutta talousnäkymien heikennyttyä entisestään EKP päätti laskea ohjauskorkojaan toukokuussa. Sinänsä lyhyet markkinakorot olivat laskeneet tuntuvasti jo ennen EKP:n toukokuussa tekemää koronlaskua. Euriborkorot ovat itse asiassa laskeneet EKP:n ohjauskoron alapuolelle, sillä EKP:n maksuvalmiusjärjestelmän talletuskorko, joka on eräänlainen markkinakorkojen lattia, laski viime vuoden heinäkuussa nolnaan. Koska pankkijärjestelmä on edelleen ylikvidi runsas vuosi sitten käynnistetyn LTRO-ohjelman seurauksena, euriborkorot ovat lähestyneet nolaa jo viime vuonna. Nyt toukokuussa ohjauskoron 0,25 prosenttiyksikön koronlaskun yhteydessä pankkien maksuvalmiusluoton korkoa laskettiin 0,50 prosenttiyksikköä tasan yhteen prosenttiin, eli pankkien lyhytaikaisen luoton korko laski enemmän ja asetti markkinakorkojen "katon" aiempaa matalammalle. Vaikka ohjauskoron laskulla ei ollut juurikaan vaikutusta euriborkorkoihin, oli se välttämätön toimenpide EKP:lta, jotta se voi viimeistään syksyllä perustella uusia rahapoliittisia erityistoimia. Tuolloin se voi perustella uusia toimia mm. sillä että koronlasku ei ole lainkaan auttanut euroalueen elpymistä.
- Taluskasvun haurauden, vähäisten inflatiopaineiden ja finanssikriisin jälkihoidon vuoksi, oli odotettavaa, että keveän rahapolitiikan jakso tulee kestäämään pitkään. Japanin

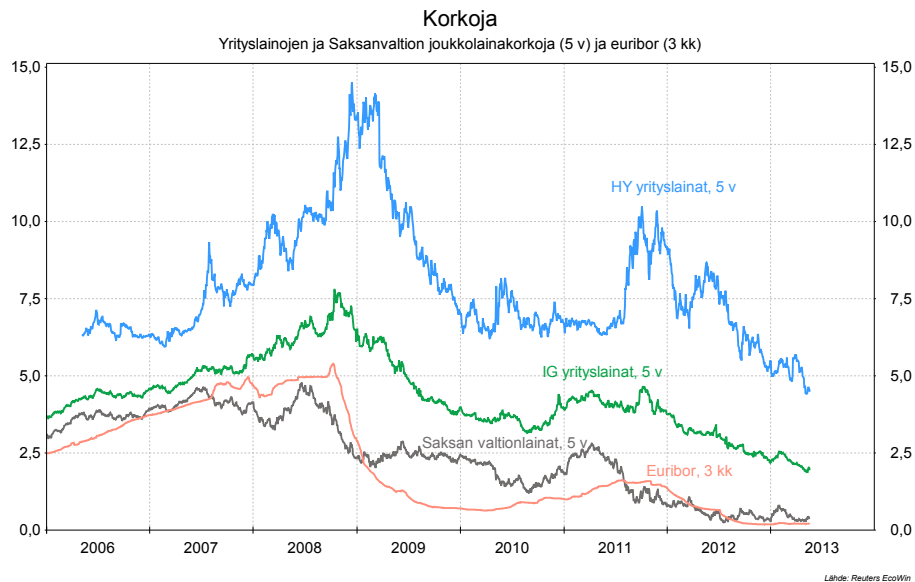
valuuttaoperaatio vahvasti käsitystämme, että rahamarkkinakorkojen nousua ei ole odotettavissa huomattavan pitkään aikaan. Kaiken kaikkiaan Japanin jo kaksikymmentä vuotta kestänyt nollakorkopoliittika antaa osviittaa tulevasta euroalueella. **Matalien korkojen jakso kestää helposti ainakin tämän vuosikymmenen, niin syviä ovat euroalueen ongelmat.** Tallettajille tämä tulee merkitsemään pitkäaikaista, olemattomien talletuskorkojen aikaa ja velallisille korkokulujen laskua, mikäli velkojen korot on sidottu lyhytaikaisiin viitekorkoihin.

- > Rahoitusmarkkinoiden kannalta kiinnostava asia on jatkossa, miten suurimmat kehittyvät taloudet reagoivat OECD-maiden nollakorkoihin. Paineet rahapolitiikan keventämiseksi lisääntyvät, sillä mikään niistä ei voi sallia oman valuuttansa merkittävää vahvistumista. Kun lisäksi inflaatiota on kyetty hillitsemään viime vuosina ja inflaatiopaineet ovat vähentyneet hyödykehintojen laskun myötä, tilaa ja tarvetta korkojen laskuun alkaa muodostua merkittävästi. EM-keskuspankkien koronlaskut muuttaisivat merkittävästi rahoitusmarkkinoiden kokonaiskuvaa erityisesti EM-osakkeiden kannalta.
- > Vielä viime vuoden kesällä rahoitusmarkkinoiden herkkyys epävarmuudelle oli huomattavan suuri. **Kuluva kevät on selvästi osoittanut sijoittajien käyttäytymisen muutoksen.** Keväällä toteutui useita poliittisia riskejä, kuten Kyproksen pankkijärjestelmän romahdus ja Italian parlamenttivaalit, joiden tulos oli toimivan enemmistöhallituksen muodostamisen kannalta huonoin mahdollinen. Osake- ja korkomarkkinoilla sijoittajien epävarmuus lisääntyi vain hetkellisesti ja negatiiviset vaikutukset hiipuivat nopeasti. Myös Yhdysvaltojen Fiscal Cliff riitely jäi lähes huomiotta. Usko keskuspankkien toimintavalmiuteen minkä tahansa häiriön yhteydessä on kova. Tätä uskoa on lisännyt EKP:n toiminnan muuttuminen syksyn 2011 jälkeen ja Japanin keskuspankin poliittikkamuutos talvella. Yhdysvaltojen keskuspankkiin FED:iin sijoittajat ovat luottaneet jo finanssikriisin pahimman jakson, vuoden syksyn 2008 jälkeen.

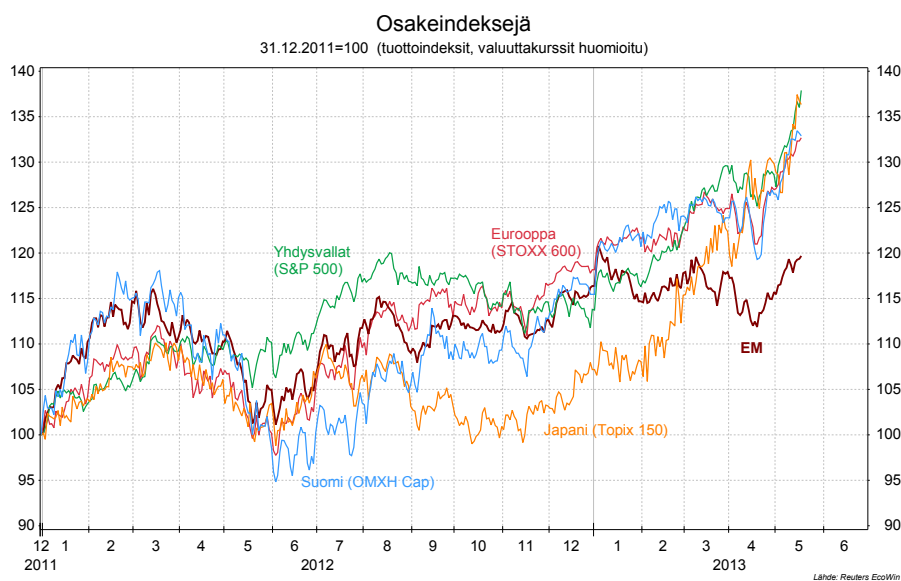


- > Vaikka erilaiset kriisit tapahtumahetkellä vaikuttavat merkittävältä, on tyypillistä, että vähitellen kriisi vaimenee ja syntyy jokin ratkaisu tai lopputulos. Kun näin tapahtuu riittävän monta kertaa, sijoittajien epävarmuus vähenee ja riskinottohalu lisääntyy. Osakeoptioiden hinnoittelussa käytettävä (implisiittinen) volatiliteetti on hyvä mittari sijoittajien epävarmuudesta. **Nyt keväällä epävarmuus on laskenut varsin alhaiselle tasolle ja markkinat ovat luottavaisemmat kuin kertaakaan sitten kesällä 2007 alkaneen finanssikriisin aikana.** Rahoitusmarkkinat ovat siis päässeet merkittävältä osin irti vuoden 2007 syksyllä alkaneesta finanssikriisistä.

- Korkomarkkinoilla epävarmuuden väheneminen on näkynyt kriisimaiden valtionlainojen korkojen ja Saksan korkojen eron kaventumisena. Yrityslainojen (sekä IG että HY) korkoerot valtionlainoihin ovat kaventuneet tuntuvasti ja aletaan olla likimain samoilla tasoilla, jotka vallitsivat ennen syksyn 2011 kriisitunnelmia. Arviomme mukaan korkoerot tulevat vielä kaventumaan hieman, mutta selvästi hitaammin, ja takapakkejakin tullaan aika ajoin näkemään. Yrityslainoja tukee lähinnä se, että korkosijoittajalla on kovin vähän mielekkäitä vaihtoehtoja jäljellä.



- Osakemarkkinoilla yritysten tulosten säilyminen varsin hyvällä tasolla ja yleisen epävarmuuden väheneminen on ollut tärkeää kurssikehitykselle alkuvuonna.** Taantumasta huolimatta yritysten tulokset ovat pysyneet varsin hyvällä tasolla, mutta liikevaihtojen kasvu on jäänyt vaisuksi. Osakekurssien kehitykseen ovat kuitenkin vaikuttaneet eniten keskuspankit ja rajuimmat kurssinousut on nähty niissä maissa, joiden rahapolitiikkaa on kevennetty eniten. DM-maiden pörssit ja erityisesti Japanin osakkeet ovat nousseet huomattavasti. Sitä vastoin EM-maiden osakkeiden kurssinousu on ollut vaatimatonta alkuvuonna.



- Lyhyellä aikavälillä (alle vuosi) osakekurssien nousun puolesta puhuu osakkeiden edullinen hinta suhteessa korkosijoituksiin. Lisäksi osakekurssien nousua voidaan perustella OECD-maiden keskuspankkien huomattavan keveällä rahapolitiikalla nollakorkoiseen, jonka vaikutusta lisätään rahan määrää kasvattavilla arvopaperiostoilla. Kun keskuspankkirahan lisäys ei päädy yritysten investointien rahoittamiseen, se menee finanssimarkkinoille ja nostaa väistämättä arvopapereiden hintoja. Myös sijoittajien riskinottohalukkuuden lisääntyminen tukee lyhyellä aikavälillä osakekurssia. Lisäksi kehittyvien talouksien vahva talouskasvu ja mahdollinen rahapolitiikan keventäminen inflaatiopaineiden hellitettyä tukee osakemarkkinoita. Selkeimmin kurssinousua vastaan puhuu DM-osakekurssien tuntuva nousu viimeisen vuoden aikana, joka helposti johtaa teknisiin korjausliikkeisiin. Myös osakkeiden absoluuttinen arvostustaso on useilla DM-markkinoilla haastava, jos taantuma jatkuu ja yritykset eivät kykene kasvattamaan liikevaihtoaan. Selkeimmin nousupotentiaalia on EM-osakemarkkinoilla, jossa edellisten lisäksi kurssinousua voidaan perustella vahvalla talouskasvulla, alhaisella suhteellisella arvostustasolla ja mahdollisella/todennäköisellä muutoksella suurimpien EM-maiden rahapolitiikassa, eli korkotason laskulla.

Kaavio 2. Osakekurssien nousua ja laskua puoltavia tekijöitä lyhyellä aikavälillä

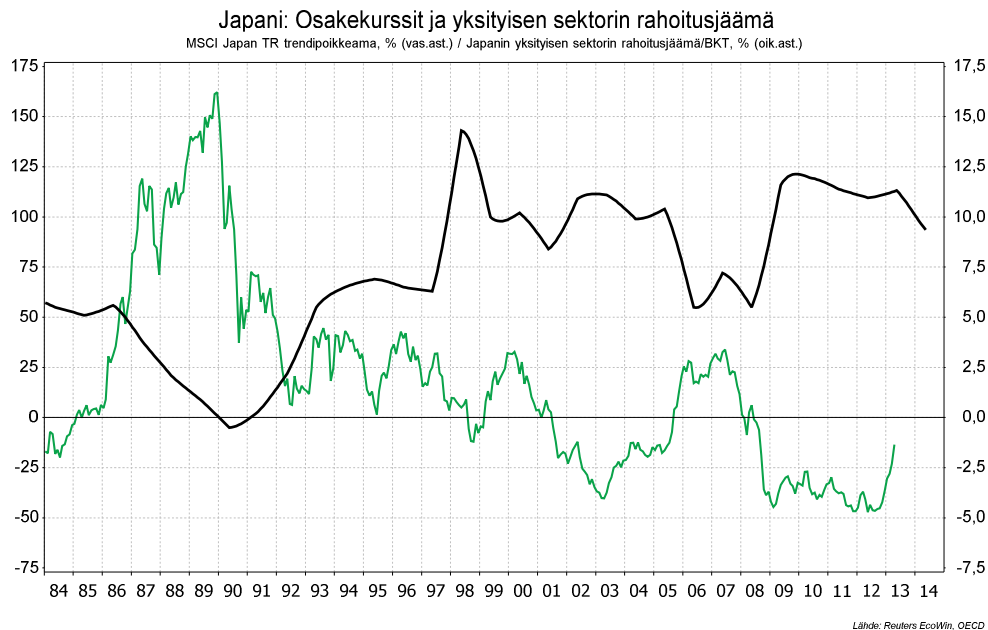
(+) Osakkeet nousevat, koska:	(-) Osakkeet laskevat, koska	Kokonaisarvio nyt
Vahvan kurssinousun jälkeen osakkeet ovat edelleen arvostukseltaan edullisia sekä historiallisesti että tulosodotuksiin nähden; varsinkin, jos uusi taantuma vältetään.	Kurssitaso noussut varsin korkealle USA:ssa ja Euroopassa. Tulosodotuksia lasketaan liittyen USA:n ja euroalueen talouskasvuun liittyviin riskeihin.	+/-
Valtionlainojen korot ovat alhaisia, varsinkin jos inflaatio-odotukset nousevat. Osinkotuotto jo selvästi parempi kuin korkotuotto.	Yrityslainojen tuottoero edelleen kohtalainen suhteessa valtionlainoihin ja ne tarjoavat hyvän vaihtoehdon osakkeille.	+
Rahapolitiikka tukee kasvua vielä pitkään. Valtiot ovat edenneet alijäämien ja velkojen vakauttamisessa.	Julkisen sektorin alijäämät rajoittavat elvytysmahdollisuuksia OECD-maissa ja keskuspankkien korot ovat jo nollassa.	+ ja -
Euron ja pankkijärjestelmän tilanne pidetään vakaana kriiseistä huolimatta EKP:n, EU:n, IMF:n ja eurovaltioiden toimesta.	Euron kriisi jatkuu, koska tilanteen hallinta edellyttää perimmiltään liittovaltiota, yhteisvastuuta ja päätöksenteon keskittämistä.	+ => -
Markkinoilla on vihdoin nähty, että epävarmuus väistyy aina ajan kanssa. Sijoittajien riskinottohalukkuus kasvussa.	Osakemarkkinat ovat nousseet voimakkaasti ja tekninen korjausliike alaspäin alkaa helposti.	+/-
Kehittyvien talouksien vetoapu merkittävää, varsinkin jos Kiina alkaa elvytyksen. EM-osakkeiden arvostukset maltilliset.	Kiinan, Intian ym. kasvu paikallista ja se auttaa lähinnä heitä itseään.	+

- Pitkän aikavälin tarkastelussa arvioimme, että kehittyvät osakemarkkinat (EM) antavat paremman tuoton kuin kehittyneet (DM).** On hyvin todennäköistä, että talouskasvu on kehittyvillä markkinoilla parempi kuin kehittyneillä, joten yritysten tuloskasvu on nopeampaa kehittyvillä markkinoilla. Luonnollisesti ne kehittyneiden markkinoiden yritykset, joiden liikevaihdosta tulee merkittävä osa kehittyvistä talouksista, ovat myös etulyöntiasemassa. Kehittyvien markkinoiden yritykset ovat myös arvostukseltaan (P/E) selvästi edullisempia kehittyvillä (EM) markkinoilla kuin kehittyneillä (DM) markkinoilla.
- Kehittyvien markkinoiden sijoittamisessa on kuitenkin tärkeää arvioida eri markkinoiden riskejä. Maan 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.

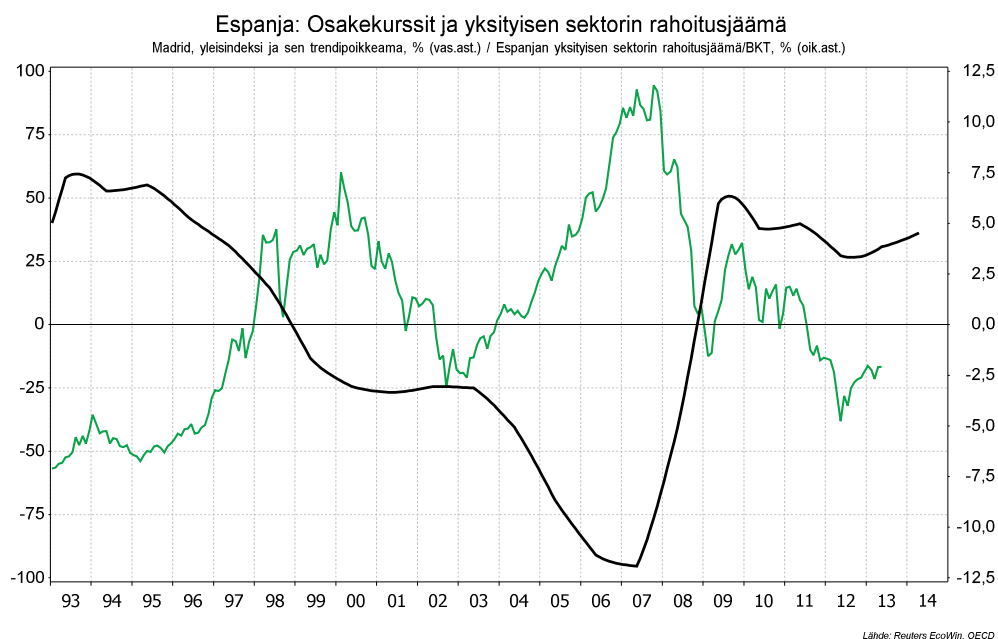
Pitkän aikavälin arvioita – Onko osakemarkkinoille syntymässä kupla?

- › Osakekurssien nousu on ollut hyvin vahvaa DM-maiden pörsseissä alkuvuonna. Moni sijoittaja kysyykin aiheellisesti, onko pörssikursseihin muodostumassa kuplaa, kun samaan aikaan reaalityalouden kehitys junnaa paikoillaan. Jälkikäteen on ollut helppoa todeta, milloin osakemarkkinoilla on vallinnut ”kupla” tarkastelemalla yksinkertaisesti pörssikurssien kehitys. Esimerkkejä pörssikuplista on Suomen ja Japanin osakemarkkinat 1980-90 lukujen taitteessa. Myös vuosituhanen vaihteessa erityisesti teknologiayritysten osalta voidaan puhua osakekuplasta. Yhdysvaltojen asunto- ja osakemarkkinat olivat selvästi ajautuneet ylivelkaantumisen vuoksi tilaan, jota jälkepäin voi hyvin kutsua kuplaksi.
- › Osakemarkkinakuplan ja ”tavallisen” markkinahäiriön erottaminen toisistaan on sijoittajalle olennaisen tärkeää. Keskeisin ero on se, että osakemarkkinakuplan purkautuminen kestää useita vuosia, mutta markkinahäiriöt ovat vaikutuksiltaan selvästi lyhytaikaisempia. Esimerkiksi Aasian talouskriisi tuntui 1997-98 dramaattiselta tapahtumalta, mutta sen aikoinaan aiheuttama pörssikurssien heilunta jäi lopulta lyhytaikaiseksi. Näin oli myös syyn 2011 eurokriisin aiheuttama epävarmuus.
- › Keskeisin ero markkinahäiriön ja osakekuplan välillä on sen kesto, koska sijoittajalle on ensiarvoisen tärkeää vähentää osakesijoitusten määrää pitkäaikaisesti jotta kuplan purkautuminen ei synnytä suurta pääoman menetystä. Markkinahäiriön osalta kyse on lähinnä taktisesta osakeallokaation muutoksesta, jossa sijoittajan suurin virhe on tyypillisesti se, että osakkeita vähennetään juuri silloin kun markkinahäiriön negatiivinen vaikutus kursseihin on suurimmillaan ja osakkeita on sitten salkussa vähän, kun kurssinousu alkaa häiriön väistyessä.
- › Osakemarkkinoiden kuplan olennainen piirre on se, että sijoittajat ja osakeanalytiikot eivät sitä keskimäärin tunnista, kun kupla on syntynyt ja ”päällä”. Eihän kuplia muuten voisi syntyä, jos ne tunnistettaisiin tapahtumahetkellä! Osakemarkkinakupla perustuu lähinnä kahteen rahoitusmarkkinailmiöön:
 - **Ensinnäkin** kupla voi syntyä ns. muotihullutuksena (Fads), josta teknologiaosakkeet 1990-luvun lopulla oli hyvä esimerkki.
 - **Toiseksi** kupla voi syntyä, jos yksityinen sektori ylivelkaantuu. Ylivelkaantuminen voi liittyä rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn purkamisen (esim. Suomi 1980-luvulla) tai huomattavan keveään rahapolitiikkaan, joka jatkuu liian pitkään (Yhdysvallat 2000-luvun puolivälissä). Myös euron käyttöönotto aiheutti useassa maassa olosuhteet, jossa korkean inflaation ja korkeiden korkojen maa siirtyy matalien korkojen ympäristöön ja velkakupla saa voimansa uudesta tilanteesta (Espanja, Irlanti ym. 2000-luvulla).
- › Yksityisen sektorin ylivelkaantumista voidaan analysoida monella tavalla. Tyypillisesti tarkastellaan joko kotitalouksien (bruttomääräistä) velkaantumista käytettävissä oleviin tuloihin nähden tai yritysten velkaantumista liikevaihtoon, BKT:een tai yrityssektorin arvonnäkökulmaan nähden. Ongelmallista näissä tarkasteluissa on se, että niissä jätetään yksityisen sektorin finanssivarallisuuden kehitys huomiotta, tai kun se otetaan mukaan, niin nettovelkaantumisen vaikuttaa arvopapereiden markkinahintojen nousu (kuin se olisi säästämistä). Paras indikaattori yksityisen sektorin säästämisen ja velkaantumisen nettomääräisestä kehityksestä ja siten säästämiskäyttäytymisestä on kansantalouden tilinpidon mukainen yksityisen sektorin rahoitusjäämä, joka huomioi sekä säästämisen että velkaantumisen tapahtuvan muutoksen, mutta jättää arvopapereiden arvomuutoksen pois.

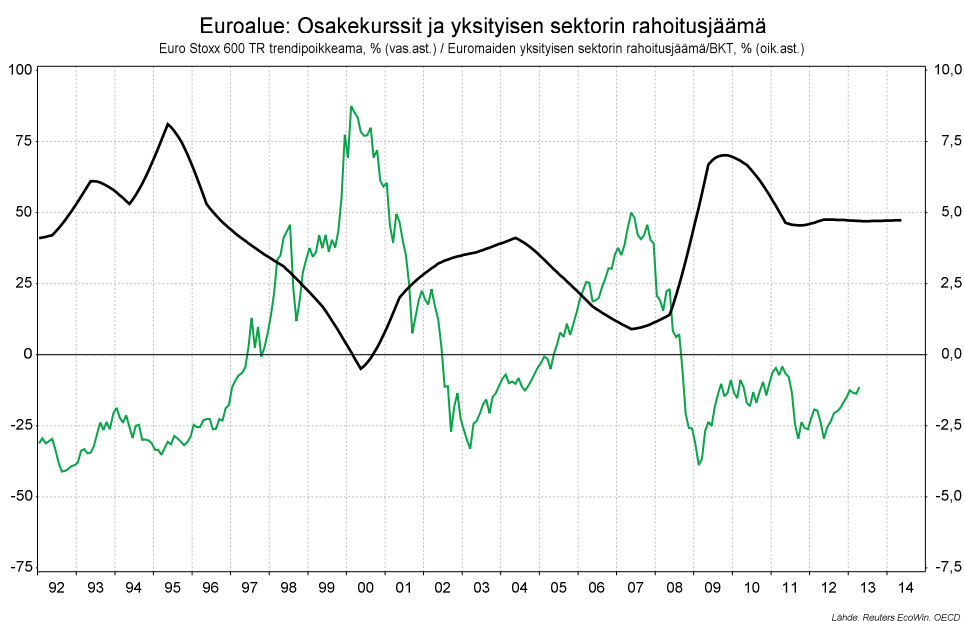
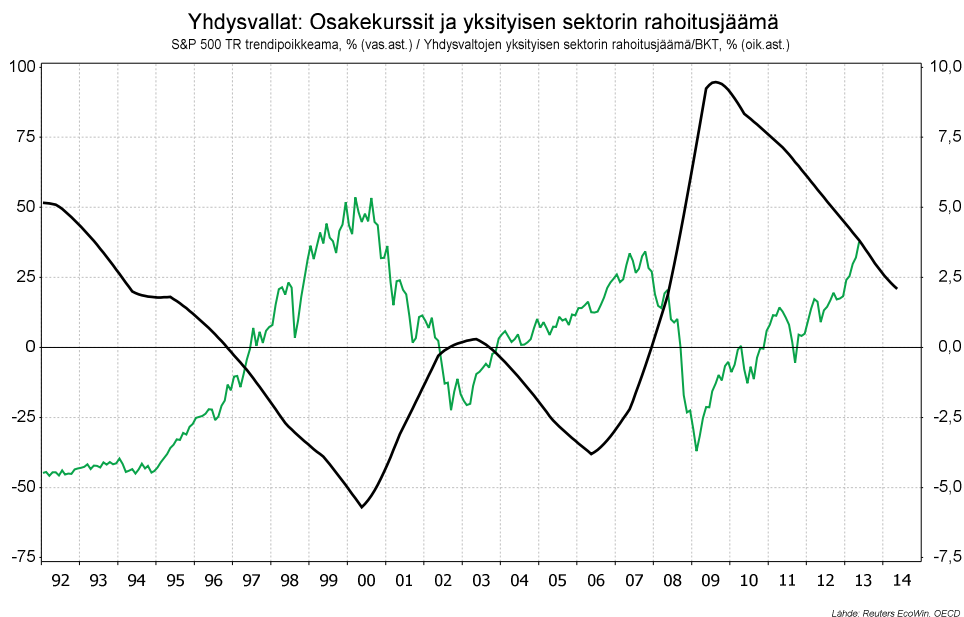
- Ala oleviin kuvioihin on piirretty kaksi suurta osakekuplaa, eli Japanin markkinat 1980-luvun lopussa ja Espanjan kupla 2000-luvulla. Osakemarkkinoiden kuplaa on havainnollistettu laajan pörssi-indeksin poikkeamalla pitkän aikavälin trendistä. Japanin pörssikuplan huippu ajoittui vuoteen 1989, jolloin yksityisen sektorin säästäminen oli vähentynyt jo useita vuosia peräjälkeen ja velkaantumisinto oli korkeimmillaan kuplan huippuvuonna.



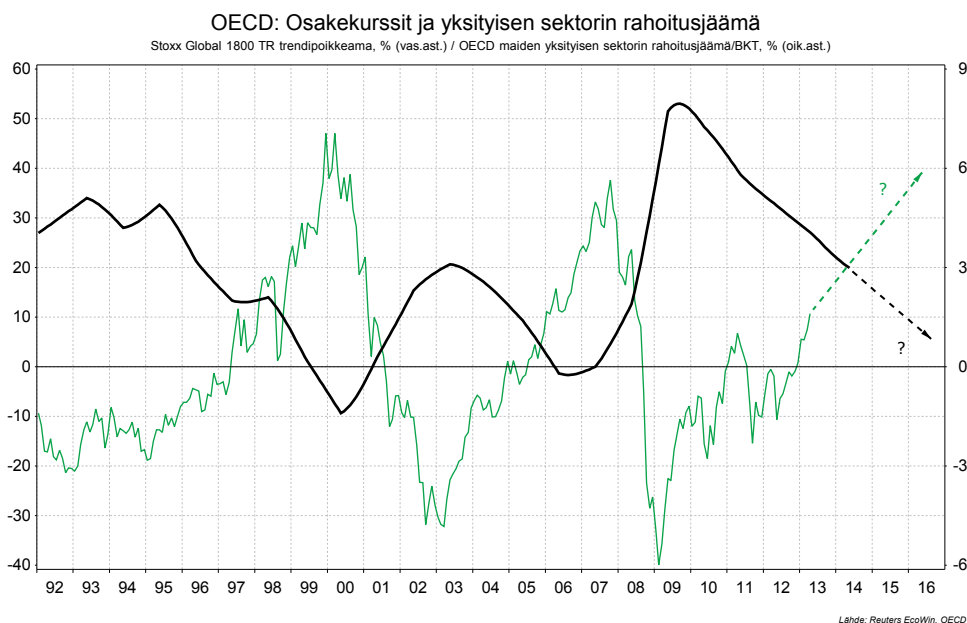
- Espanjan osakemarkkinoiden kuplan huippu ajoittui vuoteen 2007 ja sitä edelsi jo 1990-luvun puolivälistä alkanut yksityisen sektorin säästämisen kiihtyvä vähentyminen. Espanjan osalta on mielenkiintoista huomata, että globaali, teknologiaosakkeiden aiheuttama kupla jäi pienemmäksi kuin maan oma yksityisen sektorin velkaantumiseen perustunut kupla.



- Entä tällä hetkellä? Onko osakemarkkinakuplia havaittavissa? Suomalaisen sijoittajan kannalta ei ole enää mielekästä tarkastella vain Suomen yksityisen sektorin säästämiskäyttäytymistä, sillä Suomen pääomamarkkinat ovat integroituneet globaaleihin pääomamarkkinoihin. Suomaisten osakkeiden markkinoille ei pääse syntymään helposti kuplia Suomeen perustuvista, yksityisen sektorin säästämiskäyttäytymiseen perustuvista syistä. Asunto- ja kiinteistömarkkinoilla tämä on toki edelleen aivan mahdollista. Kun tarkastellaan suurimman OECD-maan, Yhdysvaltojen tilannetta, voidaan sanoa, että kupla on vähintäänkin syntyneessä, mutta kuplan huipulla tuskin vielä ollaan. Yksityisen sektorin säästäminen on vähentynyt tuntuvasti kriisivuodesta 2009, mutta edelleen nettosäästäminen on keskimääräistä korkeammalla tasolla. Osakekurssit ovat jo huomattavasti pitkän aikavälin trendin yläpuolella, mutta tällä hetkellä näyttää todennäköiseltä, että kehitys voi edetä kuplan suuntaan vielä muutamia vuosia.

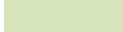



- › Euroalueen osalta ollaan kaukana kuplasta, sillä yksityisen sektorin nettosäästäminen on jäänyt varsin korkealle tasolle finanssikriisin jälkeen ja osakekurssit ovat edelleen lievästi pitkän aikavälin trendin alapuolella. Lähivuosina säästämiskäyttäytymisessä ei vielä ennakoita muutosta, niin huono on euroalueen talous- ja työllisyystilanne. Myös rahoitusmarkkinoiden ja pankkisäätelyn vuoksi edellytykset velkaantumisen lisääntymiseen ovat huonot.
- › Paras tapa arvioida mahdollista osakemarkkinakuplaa on tarkastella koko OECD-aluetta. Alla olevaan kuvaan on piirretty koko OECD-alueen yksityisen sektorin rahoitusjäämä ja globaalin 1800 yhtiötä käsittävän osakeindeksin trendipoikkeama pitkän aikavälin trendistään. Tällä hetkellä säästäminen on edelleen korkealla tasolla OECD-maissa. Säästäminen on vähentynyt erityisesti Yhdysvalloissa, mutta Japanin ja Euroalueen säästäminen on pysynyt korkealla tasolla. Säästämisen voidaan odottaa vähentyvän jatkossa edelleen Yhdysvalloissa ja varsinkin Japanissa, mikäli hallituksen ja keskuspankin uusi devalvaatio- ja rahan määrää kasvattava politiikka onnistuu. On myös todennäköistä, että euroalueella säästäminen alkaa vähentyä, mikäli EKP käynnistää lisää erityistoimia ja nollakorkojen aika mielletään pitkäaikaiseksi. Bundesbankin syrjäyttäminen EKP:n päätöksenteossa lupaa hyviä aikoja velallisille...
- › **Vaikka osakekurssit ovat jo runsaat 10 prosenttia pitkän aikavälin trendin yläpuolella, kuplasta ei voida vielä puhua. Mutta on erittäin todennäköistä, että kupla muotoutuu osakemarkkinoille seuraavan 2-4 vuoden kuluessa.** Valistuneen sijoittajan tulee seurata tarkkaan lähivuosien kehitystä.



Taulukko 2. Osakkeiden arvostus ja ulkoinen tasapaino

	P/E	Vaihtotase / BKT, %						
		2013	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DM	14,8							
Yhdysvallat	15,1	-2,7	-3,1	-3,1	-3,0	-2,8	-2,8	
Kanada	14,4	-3,0	-3,6	-3,0	-3,8	-3,1	-2,6	
Australia	15,8	-4,2	-3,0	-2,3	-3,7	-3,6	-3,4	
Japani	21,7	2,9	3,7	2,0	1,0	1,0	1,5	
Saksa	12,5	6,0	6,3	6,2	7,0	6,1	5,6	
Alankomaat	12,7	5,2	7,8	10,1	9,9	8,8	8,6	
Ranska	12,5	-2,1	-2,2	-2,4	-2,2	-1,8	-1,9	
Italia	13,1	-3,1	-3,2	-3,8	-1,2	0,1	0,5	
Espanja	12,8	-5,7	-4,7	-3,7	-1,9	0,5	0,9	
Kreikka	91,0	-11,2	-10,1	-9,9	-3,4	-2,5	-1,3	
Suomi	16,2	2,0	1,6	-1,3	-1,6	-1,1	-0,7	
Ruotsi	15,2	4,4	6,2	5,4	6,7	6,6	6,3	
Norja	11,5	13,8	12,8	13,6	14,0	14,2	13,9	
Tanska	16,7	3,4	5,9	5,7	5,6	4,9	4,4	
Sveitsi	15,4	10,5	14,3	8,4	13,6	12,1	12,0	
Iso-Britannia	12,4	-1,3	-2,5	-1,3	-3,7	-2,9	-2,5	
EM	11,1							
Kiina	9,9	4,9	3,9	2,7	2,3	2,5	2,3	
Intia	14,3	-1,7	-3,6	-3,8	-5,5	-4,9	-4,0	
Etelä-Korea	10,6	4,8	3,4	2,7	4,2	2,8	2,2	
Taiwan	15,6	11,3	9,2	9,0	10,4	9,0	8,3	
Malesia	16,4	15,5	11,1	11,0	6,4	6,0	4,9	
Thaimaa	15,1	8,4	3,1	1,7	0,7	1,2	-0,4	
Indonesia	17,0	1,9	0,7	0,2	-2,8	-1,8	-1,8	
Filippiinit	21,5	5,1	4,2	3,1	3,0	2,9	3,4	
Venäjä	5,5	3,9	4,6	5,3	3,6	2,9	1,7	
Puola	13,1	-3,7	-5,0	-5,6	-3,4	-3,0	-3,2	
Tseki	12,1	-2,4	-3,9	-2,7	-2,5	-2,0	-2,0	
Turkki	12,3	-2,0	-6,3	-9,7	-6,0	-6,7	-7,1	
Brasilia	12,6	-1,4	-2,2	-2,1	-2,4	-2,8	-2,9	
Meksiko	16,6	-0,6	-0,4	-1,0	-0,3	-1,1	-1,3	
Chile	18,5	2,0	1,5	-1,4	-3,5	-4,0	-4,0	
Kolumbia	18,3	-2,1	-3,1	-2,9	-3,1	-3,0	-2,9	
Argentiina	9,2	3,7	0,8	-0,2	0,1	0,4	0,0	
Etelä-Afrikka	14,3	-3,6	-1,5	-3,6	-6,5	-5,8	-5,5	

 = Arvo suurempi kuin 3 %

 = Arvo pienempi kuin -3 %

Lähde: Bloomberg, 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 arviointiin sijoituskohteesta tai sijoituspalvelusta ja siihen liittyvistä riskeistä eikä sijoituspäätöstä tule tehdä yksinään markkinointimateriaalissa esitettyjen tietojen perusteella vaan tulee perustaa 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.