

Sisällysluettelo

Sisällysluettelo.....	- 1 -
Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä 2013	- 2 -
... ja keskeiset oletukset rahoitusmarkkinoiden kehityksestä	- 3 -
Frontin sijoitusstrategian päälinjat vuodelle 2013	- 4 -
Hauras euroalue, elpyvä maailmantalous.....	- 6 -
Eurojärjestelmä, Suomi ja suomalaiset osakkeet sijoitusstrategiassa	- 10 -
Rahoitusmarkkinat – Valuuttakurssipaineita ja keveää rahapolitiikka	- 16 -

Keskeiset oletukset maailmantalouden kehityksestä 2013

- Maailmantalouden kasvuennusteita laskettiin edelleen viime syksynä ja nyt vuoden 2013 kasvuksi ennakoidaan konsensusarvioissa 2,4 prosenttia. **Maailmantalous siis elpyy vuoteen 2012 verrattuna, mutta marginaalisesti.** Vuonna 2014 kasvun arvioidaan edelleen nopeutuvan hieman, 3,2 prosenttiin. Varovaisempien arvioiden taustalla ovat euroalueen heikot näkymät, joten kehittyvät taloudet ylläpitävät ensisijaisesti maailmantalouden kasvua tulevinakin vuosina. Inflaatio on hidastunut OECD-maissa noin 2 prosenttiin, joten **keveä rahapolitiikka jatkuu huomattavan pitkään, eikä lyhyiden korkojen nousua ole näköpiirissä.** Keveää rahapolitiikkaa ja ennätyksellisen matalia korkoja tarvitaan talouskasvun tukemiseksi pitkälle tulevaisuuteen. Inflaatio-odotukset ovat nyt alhaalla ja niiden viriämistä voidaan odottaa aikaisintaan vuoden 2013 jälkipuoliskolla jos hyödykehinnat kääntyvät nousuun. Vaikka ultrakeveä rahapolitiikka ruokkiikin inflaatio-odotuksia pitkällä aikavälillä, on suurin huoli OECD-maissa lyhyellä aikavälillä deflaatio ja heikko talouskasvu.
- Euroalueen kriisi ja valtionpäämiesten jatkuva riitely vaimentui vuoden 2012 lopulla, kun Kreikan ja Espanjan tilanteet saatiin jonkinlaiseen kontrolliin. Tilannetta helpotti ennen kaikkea EKP:n kesällä antama lupaus käynnistää tarvittaessa kriisimaiden joukkolainastot uudelleen. **Olennaista euroalueen kriisissä vuoden 2012 lopulla oli kuitenkin se, että kaikki eurojärjestelmän uudistushankkeet kriisin synnyttäneen perusongelmien ratkaisemiseksi jäädytettiin.** Eli eurojärjestelmän liittovaltiokehitys pysäytettiin, EU:n budjettiriidat siirrettiin vuodelle 2013 ja pankkiunioni kutistui EKP:n yhteyteen perustettavaksi valvontaviranomaiseksi. Uusi valvontaviranomainenkin tarvittiin lähinnä vain sen takia, että EVM voi nyt tukea Espanjan pankkijärjestelmän pääomittamista ilman että EU johtajat joutuvat kokoontumaan jatkuviin kriisikokouksiin. Saksan liittopäivävaalit syksyllä 2013 oli todennäköisesti se keskeinen syy, miksi mitään uudistuksia eurojärjestelmän perusongelmien ratkaisemiseksi ei kyetty, eikä kyetä tekemään. Euroalueen hataran tilanteen säilyminen edes jotenkin ennallaan vuonna 2013 on kahden seikan varassa. Ensinnäkin EKP:n keveä rahapolitiikka alhaisine korkoineen, kriisimaiden joukkolainojen osto-ohjelma ja muut poikkeustoimet saattavat pitää rahoitusmarkkinat kohtuullisen rauhallisina. Toiseksi voidaan toivoa että yleinen suhdannekehitys olisi edes siedettävä ja euromaat saisivat hieman vetoapua muiden OECD-maiden ja kehittyvien maiden kasvusta. **Eurojärjestelmän tilanne on siten hauraampi kuin viimeaikainen kehitys rahoitusmarkkinoilla tai euroalueen poliitikkojen lausunnot antavat ymmärtää.** Euroalueen ongelmista suurin on jatkossa se, että kriisimaiden taloudet supistuvat, työttömyys on kasvanut hälyttävästi ja euroalueen poliitikot joutuvat kasvavan poliittisen paineen kohteeksi, ilman että ongelmien ratkaisemiseksi on mitään keinoa tarjottavissa. Koska euro on alunperinkin ollut ensisijaisesti poliittinen hanke, kurjasta talouskehityksestä huolimatta arviomme on edelleen vahvasti se, että **euron hajoamisen riski on käytännössä olematon 2013 ja 2014.**
- Kiinassa talouskasvu alkoi elpyä vuoden 2012 jälkipuoliskolla, joten kesällä virinneet **pelot Kiinan ongelmista ja talouskasvun hiipumisesta osoittautuivat liioitelluiksi.** Vaikka inflaatio hidastui merkittävästi keväällä 2012, Kiinan keskuspankin ei tarvinnut olennaisesti keventää rahapolitiikkaa talouden tukemiseksi. Rahapolitiikan elvytysvaraa on vielä tuntuvasti. Puoluejohdon vaihdos sujui marraskuussa mallikkaasti ja uuden johdon pragmaattinen lähestymistapa talouskysymyksiin vahvisti markkinoiden luottamusta Kiinan näkymiin. Sitä vastoin Yhdysvaltojen presidentin- ja kongressivaalit tuottivat hankalan lopputuloksen ja todennäköisyys, että lähivuosina poliittinen järjestelmän synnyttää epävarmuutta rahoitusmarkkinoilla on kasvanut. **Yhdysvaltojen talouskasvu on jatkossakin ensisijaisesti keskuspankin ultrakeveän rahapolitiikan varassa.**

... ja keskeiset oletukset rahoitusmarkkinoiden kehityksestä

- › **Rahoitusmarkkinoiden keskeinen piirre vuonna 2013 on 1) keveä rahapolitiikka** ja matalat keskuspankkien ohjauskorot pitkälle tulevaisuuteen kaikissa OECD-maissa. Uutena elementtinä rahoitusmarkkinoilla ovat **2) valuuttakurssipaineet**, kun lähes kaikki keskeiset OECD-maat pyrkivät saamaan vetoapua talouskasvuun valuuttansa ulkoisen arvon heikentymisestä. **Japanin joulukuussa 2012 aloittama devalvaatiopolitiikka on merkittävä muutos rahoitusmarkkinoilla.** Riski "valuuttasodasta", jossa eri maat pyrkivät vähintäänkin estämään valuuttansa vahvistumisen muita valuuttoja vastaan on huomattavan suuri 2013.
- › Vuoden 2011 lopulla EKP lopulta liittyi muiden suurten keskuspankkien rintamaan, ja aloitti viimein poikkeustoimet finanssikriisin runteleman pankkijärjestelmän tilanteen vakauttamiseksi. 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.** Myös hyvin talouttaan hoitaneet OECD-maat joutuvat hyväksymään tämän, ja niidenkin on pidettävä ohjauskorkonsa huomattavan matalalla, vaikka talouden kehitys ei sitä edellyttäisikään.
- › Euroalueen ongelmamaiden valtionlainojen korot laskivat vuoden 2012 jälkipuoliskolla, kun EKP ilmoitti heinäkuussa joukkolainastojen käynnistämisestä uudelleen. **Arviomme mukaan korkoerot voivat vielä kaventua edelleen Saksan ja muiden euromaiden korkojen välillä, mutta on todennäköistä, että aika ajoin epävarmuus kasvaa markkinoilla ja korkoerot voivat kasvaa nopeastikin.** Varsinkin keväällä Italian parlamenttivaalien yhteydessä riski markkinoilla kasvaa. Samoin kesällä saatetaan joutua tilanteeseen, jossa sekä Kreikan että Espanjan uudet tukiohjelmat nousevat keskusteluun. Saksan liittopäivävaalit syksyllä voivat myös ruokkia epävarmuutta koko eurojärjestelmää kohtaan. Euroalueen heikko talouskehitys ja massatyöttömyys hermistävät joka tapauksessa euroalueen uusille ja erilaisille kriiseille vanhojen ongelmien lisäksi.
- › Yrityslainojen (sekä IG että HY) korkoerot valtionlainoihin kaventuivat merkittävästi 2012. Sinänsä markkina on yliarvioinut koko finanssikriisin ajan yritysten luottoriskejä. Arviomme mukaan **korkoerot kaventuvat enää vain maltillisesti tämän hetken tasoltaan, sillä korkoerot alkavat olla 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.
- › Valuuttamarkkinoilla euro heikkeni tuntuvasti kesällä 2012, mutta vahvistui vuoden lopulla eurokriisin hieman hellittäessä. Vahvistuminen johtui lähinnä pääomanliikkeistä, kun sijoittajat ostivat euroalueen osakkeita ja kriisimaiden valtionlainoja EKP:n ilmoitusten jälkeen. Joulukuussa Japani muutti merkittävästi valuuttapolitiikkaansa, kun uusi hallitus "ohjeisti" keskuspankin intervenoimaan valuuttamarkkinoilla jenin heikentämiseksi. Raadollinen devalvaatiopolitiikka on onnistunut hyvin ja Japanin vientiteollisuus on saanut merkittävän kilpailuedun. On luonnollista, että muut OECD-maat eivät voi olla reagoimatta asiaan. **Jos "valuuttasota" leviää, on selvää, että EKP on viimeinen keskuspankki joka reagoi tilanteeseen, liian myöhään ja vasta reaalityöiden vahinkojen jälkeen.**
- › Osakkeiden tuotto oli vuonna 2012 hyvä. Vaikka eurokriisi heilutti kursseja vuoden aikana, yritysten tulokset ovat säilyneet varsin vakaina ja hyvällä tasolla. Osakkeet ovat edelleen edullisia (varsinkin EM maiden osalta) 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 sijoituskohde kuin korkosijoitukset.**

Frontin sijoitusstrategian päälinjat vuodelle 2013








- › **Rahoitusmarkkinoiden ja yleisen talouskehityksen riskeistä huolimatta allokaatiostrategia ylipainottaa osakkeita suhteessa korkosijoituksiin.** Epävarmuus on kuitenkin pysyvä tekijä rahoitusmarkkinoilla ja osakepainon aktiivinen taktinen säätely on olennainen osa sijoitusstrategiaamme. Koska näemme, että osakkeet ovat pitkällä aikavälillä korkosijoituksia parempi sijoituskohde, osakepainon vaihtelu tapahtuu lähtökohtaisesti ns. osakeylipainon puolelle. **Osakkeet ovat näillä näkymin joko paljon tai lievästi ylipainossa lähivuosina.** Viime syksyn ja alkutalven kurssinousun jälkeen osakkeet ovat omaisuusluokkana nyt lievästi ylipainossa. Ylipainoa pienennettiin heinä-syyskuussa 8,5 %-yksikköä, mutta kasvatettiin uudelleen Yhdysvaltojen budjettiriihtelyn ollessa kiivaimmillaan marraskuussa. Tällä hetkellä osakkeiden ylipainotusta voidaan perustella ensisijaisesti osakkeiden suhteellisella arvostuksella korkosijoituksiin nähden, keskuspankkien toimilla ja yritysten tuloskehityksellä. Markkinaepävarmuuden tuntuva väheneminen kesän jälkeen ja vahva "markkinasentimentti" taas puhuvat osakkeita vastaan lyhyellä aikavälillä. Mikäli esim. eurokriisi tuo uudelleen epävarmuutta ja kurssit laskevat, olemme jälleen valmiita kasvattamaan osakepainoa.
- › **Korkostrategian linjaus on edelleen yrityslainojen ylipainotus valtionlainoihin nähden.** Lisäksi salkun korkoriski (duraatio) on selvästi vähäisempi kuin normaalitilanteessa (neutraaliallokaatioissa). **Korkosijoittajan tuska on vuoden 2013 alkaessa todellinen.** Valtionlainojen sekä IG ja HY yrityslainojen tuottotasot ovat laskeneet tuntuvasti, joten mitään ylivertaisia vaihtoehtoja ei ole enää jäljellä. Korkoriskiä ei kannata ottaa liikaa, koska pitkäaikaiset korot nousevat helposti, kun inflaatio-odotukset viriävät taantuman väistyessä. Vaikka arviomme mukaan IG ja varsinkin HY yrityslainojen tuotto on hyvä verrattuna niiden luottorisktiin, emme odota enää merkittävää korkoerojen kaventumista vuonna 2013. Valtionlainoista hyvin taloutensa hoitaneiden maiden (kuten Saksa ja Suomi) valtionlainat ovat erityisen yliarvostettuja joten emme sijoita niihin käytännössä lainkaan. Kriisimaiden valtionlainat alkavat myös olla yliarvostettuja eurokriisiin näennäisestä helpottumisesta johtuen. 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. **Vuoden 2013 alussa EM maiden osakkeet ovat selvästi maltillisemmin arvostettu kuin DM maiden.** Koska pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat samalla ylivoimaiset EM maiden osalta, on tällä hetkellä erityisen perusteltua ylipainottaa EM osakkeita.
- › **Euroalueen lyhyen ja pitkän aikavälin näkymät ovat kehnot, joten euroalueella ainoastaan Saksa on ylipainossa.** 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 2012 salkkuun otettiin Kanada ja Australia hajauttamaan eurokriisiin liittyvää riskiä. Jatkossa ne hajauttavat myös Yhdysvaltojen riskejä. Marraskuun presidentin- ja kongressivaalien tulos vaikeuttaa poliittisen järjestelmän mahdollisuuksia ratkaista Yhdysvaltojen vajeongelmia ainakin syksyn 2014 välivaaleihin saakka. Yhdysvallat tulee olemaan aiempaa enemmän epävarmuuden lähde rahoitusmarkkinoilla. **Maailmantalouden elpymässä Kanada ja Australia ovat ensimmäisiä hyötyjiä ja lisäksi molemmilla mailla on terve rahoitussektori.** Maapainotusten ohella suositaan niitä toimialoja, jotka hyötyvät vastaisuudessakin kehittyvien talouksien kasvusta. Konepajateollisuus ja kemianteollisuus ovat esimerkkejä toimialoista, joita ylipainotamme toimiala-etf:ien avulla. Marraskuussa Japani nostettiin ylipainoon, mutta sen pörssin viimeaikaisen vahvan nousun vuoksi ylipaino purettaneen jo lähikuukausina. **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 ylipainossa, sillä hyödykehinnat jäivät tuntuvasti jälkeen muista omaisuusluokista 2012 ja elpyvä maailmantalous tukee jatkossa hyödykkeiden hintojen nousua.** Hyödykestrategian sisällä sijoitamme tällä hetkellä energiaan, teollisuuden metalleihin ja maatalouden hyödykkeisiin. Maataloushyödykkeistä luovuttiin hintapiikissä viime vuoden elokuun alussa, mutta nyt tammikuussa ne lisättiin uudelleen salkkuun tuntuvan hinnanlaskun jälkeen.
- Euroalueen kriisin osalta tulemme tänäkin vuonna näkemään aika ajoin merkittävää epävarmuutta. Kuten 2012, epävarmuus nousee aina jostakin yllättävästä tekijästä (kuten Kreikan vaalien yllätystulos). Yhteinen nimittäjä epävarmuuden lähteille on julkisen sektorin korkea velkaantuneisuus, heikko talouskasvu ja korkea työttömyys sekä poliittinen epävarmuus tai tärkeät vaalit yhdistettynä euromaiden keskinäiseen riitelystä pelastusoperaatioiden kustannusten jakamisesta. **Tapahtumien punaisena lankana näemme, että millään osapuolella (poliittiset päättäjät, keskuspankkiirit, keskeiset virkamiehet 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 perusvikoja, joten kriisi jatkuu ja muuttua muotoaan.
- Uutena riskinä näemme "valuuttasodan" mahdollisuuden vuonna 2013.** Japani on sen jo aloittanut aggressiivisella devalvaatiopolitiikalla ja ratkaisevaa on nyt miten (sisäisesti riitainen) Yhdysvallat siihen reagoi. Yhdysvaltojen politiikoilla on nyt suuri houkutus liittyä "valuuttasotaan", sillä maan sisäiset ongelmat ja ristiriidat voidaan häivyttää ulkoisen uhan edessä. Kiinan ja Japanin syyttäminen valuuttojensa manipuloinnista muuttuu helposti niin kasvavaksi paineeksi, että keskuspankki (FED) käynnistää dollarin vahvistumista torjuvat valuuttainterventiot. **Tämä "valuuttasodan" eskaloituminen synnyttäisi uusia paineita ja ristiriitoja erityisesti euromaiden välillä, sillä suurin osa euromaista ei kestäisi euron vahvistumista muita päävaluuttoja vastaan.** Päinvastoin, massatyöttömyyden runtelema ja kilpailukyvytön euroalue tarvitsisi kipeästi heikompaa euroa.

21.1.2013 Ari Aaltonen

Kaavio 1. Frontin allokaationäkemys 21.1.2013

		Mallisalkun allokaatio-%	Neutraali allokaatio-%	erotus
	-- - 0 + ++			
Valtionlainat		7,7%	15,0%	-7,3%
Yrityslainat	Korkea riski (HY) 	20,3%	10,0%	10,3%
	Matala riski (IG) 	15,2%	25,0%	-9,8%
Osakkeet	Kehittyvät (EM) 	24,2%	20,0%	4,2%
	Kehittyneet (DM) 	21,2%	20,0%	1,2%
Hyödykkeet		8,2%	5,0%	3,2%
Käteinen		3,3%	5,0%	-1,7%

Hauras euroalue, elpyvä maailmantalous

- Syksyllä 2012 arviot maailmantalouden ja varsinkin Euroalueen kehityksestä synkkenivät.** Vuonna 2013 talouskasvun ennakoidaan olevan likimain yhtä väisua kuin 2012 ja varovaista elpymistä voidaan odottaa aikaisintaan vuoden 2013 lopulla ja 2014. Tärkeää on kuitenkin todeta, että puhutaan edelleen positiivisesta kasvusta. Vuoden 2009 kaltaisesta, koko maailmantalouden supistumisesta, ei ole kyse tässä minitaantumassa. 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.
- 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 ja tältä kannalta tilanne oli pahimmillaan jo syksyllä 2008. Maailmantalous ajautui tuolloin 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.

Taulukko 1. Kasvu ja inflaatio

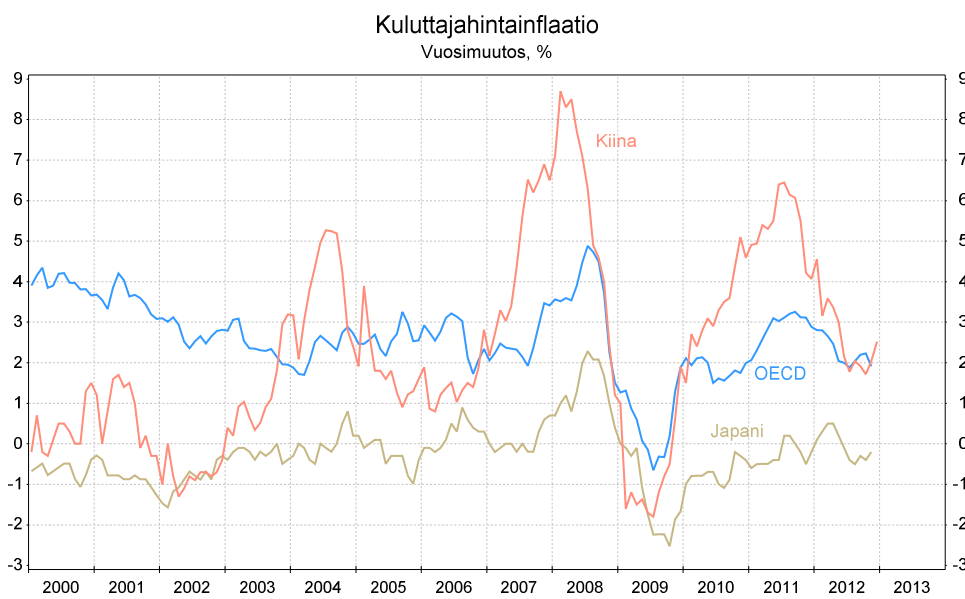
	BKT:n kasvu-% (reaalinen)						Inflaatio-%					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Maailma	-2,4	4,0	2,9	2,2	2,4	3,2	1,1	2,6	2,9	2,8	2,7	2,9
DM	-3,8	2,6	1,4	1,3	1,2	2,0	0,0	1,4	2,2	1,8	1,7	1,9
Yhdysvallat	-3,1	2,4	1,8	2,3	2,0	2,8	-0,4	1,6	2,1	2,1	1,9	2,1
Japani	-5,5	4,7	-0,6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

Lähde: Bloomberg, OECD sekä suomalaiset ennustelaitokset ja pankit

- Vaisun talouskasvun vallitessa inflaatio on hidastunut hieman OCED-maiden osalta. **Japanin osalta lievä ja toivottu inflaatio kääntyi loppuvuonna jälleen deflaatioksi ja pettymys oli suuri.** Kun lisäksi Japanilaisten vientiyritysten kannattavuus oli rapautunut viime vuosina alati vahvistuvan jenin vuoksi, talous- ja varsinkin rahapolitiikkaa muutettiin radikaalisti viime vuoden lopulla. Muutoksen sykäys tuli parlamenttivaalien jälkeen, kun perinteisesti valtaa pitänyt liberaalidemokraattinen puolue palasi valtaan. Japanin keskuspankki aloitti joulukuussa valuuttainterventiot, tavoitteenaan heikentää jenin arvoa valuuttamarkkinoilla merkittävästi. Tammikuun kokouksessa keskuspankki vahvisti inflaatiotavoitteen noston 2 prosenttiin (prosentista) ja täsmensi koti- ja ulkomaisten

arvopapereiden interventio-ohjelman määriä. Jeni on talvella heikentynyt kaikkia päävaluuttoja vastaan merkittävästi. Positiivinen inflaatio ruokkii kotitalouksien kulutusta ja jenin heikentyminen tuo Japanin vientiteollisuudelle todellisen kilpailukykyruiskeen. **On todennäköistä, että Japanin talouden kasvu muodostuu jo tänä vuonna selvästi vahvemaksi kuin konsensusarvioiden vajaa prosentti.**

- › Toinen maa, jossa inflaatio hidastui merkittävästi viime vuonna, oli Kiina. Toisin kuin Japanissa, Kiinalla inflaation hidastuminen oli positiivinen asia, sillä Kiinan keskuspankki on kamppailut nopeaa inflaatiota vastaan kireällä rahapolitiikalla edelliset kaksi vuotta. Inflaation hidastuminen on luonut Kiinan keskuspankille tuntuvaan rahapolitiikan keventämisvaran ja sitä voidaan käyttää, mikäli talouskasvu uhkaa jälleen hidastua.



- › Kaiken kaikkiaan DM maiden inflaation odotetaan pysyvän maltillisena. Tämä mahdollistaa keveän rahapolitiikan jatkumisen OECD-maissa huomattavan pitkään, sekä finanssikriisin jälkihoidon, euroalueen kriisin että vaisujen kasvunäkymien vuoksi. Yhdysvaltojen FED on luvannut pitää ohjauskorkonsa nollassa ainakin vuoden 2015 kesään saakka. Japanin keskuspankki ilmoitti syyskuussa jatkavansa rahan määrän lisäämistä ja aloitti jenin devalvoimispolitiikan vuoden lopulla. EKP laski ohjauskorkonsa 0,75 prosenttiin viime heinäkuussa ja on mahdollista että korkoa lasketaan vielä lisää mikäli kasvunäkymät euroalueella edelleen heikkenevät ja devalvoimispolitiikkaan ryhtyvät muutkin suurten maiden keskuspankit.
- › Euroalueen sisällä taloudet ovat entistä selvemmin eriytyneet pohjoisen ja etelän välille. **Pohjoiset euromaat ovat taantumassa ja etelä lamassa.** Keskimääräinen työttömyys on noussut lähes 12 prosenttiin, ja Espanjan sekä Kreikan osalta voidaan jo puhua katastrofaalisesta massatyöttömyydestä. Euroalueen kriisimaiden osalta ei ole yllättävää, että niiden näkymät ovat edelleen synkät. Niiden on jatkettava julkisen talouden vajeiden supistamista, mikä väistämättä heikentää kysyntää ja kotitalouksien ostovoimaa vielä pitkään. Ehkä suurin yllätys on ollut se, että alueen vahvin talous, Saksa, jatkoi varsin vahvaa kasvua aina syksyyn saakka. Vuoden viimeisellä neljänneksellä sekin ajautui taantumaan. Oli selvää, että Saksa ei voinut jatkaa vahvaa kasvua, jos lähes kaikki sen eurooppalaiset naapurit ovat taantumassa tai lamassa. **Alijäämäongelmien kanssa painivalla euroalueella ei ole enää juuri mitään sisäisen kasvun dynamiikkaa, joten sen elpyminen on korostetusti muiden OECD-maiden ja kehittyvien talouksien varassa.** Edes poikkeuksellisen matala korkotaso ei näytä auttavan tässä tilanteessa, mistä hyvänä esimerkkinä on Suomen tehdasteollisuuden investointien supistuminen tänä vuonna. Ja Suomi ei ole edes euroalueen kriisimaita.

- › Euroalueen ongelmamaat ovat järjestäen ajautuneet lamaan tai taantumaan ja niiden taloudet supistuvat. Kreikan tilanne on lohduton, Portugalin heikko, mutta Irlanti näyttää päässeen jotenkuten jaloilleen. Euroalueen kannalta on lopulta huomattavan paljon tärkeämpää, miten Italia ja Espanja pääsevät takaisin kasvu-uralle. Yleisen epävarmuuden väistyminen on niille välttämätön ehto, jotta vaikea tilanne ei riistäydy täysin käsistä. **Sekä Italian että Espanjan kasvunäkymät ovat kuitenkin heikentyneet syksyllä, vaikka tilanne rahoitusmarkkinoilla on hieman rauhoittunut.** Viimeksi Italian keskuspankki laski maan kasvuennustetta vuodelle 2013 ja nyt talouden arvioidaan supistuvan prosentilla. Koko euroalueen arvioidaan supistuvan vuonna 2013 niin kuin viime vuonnakin. Ja tätä voidaan pitää optimistisena arviona, ja se edellyttää, että rahoitusmarkkinat säilyvät kohtuullisen rauhallisina 2013. **Oire tilanteen epätoivoisuudesta on se, että euroalueen poliitikot haluavat lähes väkisin nähdä käänteen parempaan (koko eurokriisissä), kun rahoitusmarkkinoilla on ollut muutama kuukausi hieman rauhallisempaa.**
- › **Euron vahvistuminen valuuttamarkkinoilla syksyllä ja talvella 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 euron vahvistuminen heikentää niiden jo ennestään heikkoa kilpailukykyä. Japanin aloittama devalvaatiopolitiikka heijastuu viimeistään silloin euroalueelle, jos Yhdysvallat tarttuu Japanin haasteeseen. On todennäköistä, että myös euroalueella herää vähintään keskustelua siitä, pitäisikö EKP:n reagoida euron arvon muutoksiin valuuttamarkkinoilla euroalueen kilpailukyvyyn puolustamiseksi. On todennäköistä, että Saksan Bundesbank ja EKP ainakin alkuvaiheessa torjuvat kaikki vaatimukset EKP:n roolista valuuttakurssien suhteen, sillä ko. toiminta ei kuulu EKP:n "mandaattiin". Uusi riidanaihe EKP:n, poliitikkojen ja eri euromaiden välille on syntymässä. Surullista tässä on pitkän aikavälin vaikutukset. Välinpitämättömyys valuuttakurssien muutoksille on jälleen yksi muistutus euroalueen viestiteollisuudelle, että nimenomaan euroalueelle ei kannata jatkossa tehdä uusia teollisia investointeja...
- › **Maailmantalouden kokonaiskuva on kuitenkin selvästi valoisampi kuin euroalueen tai Suomen tilanne antaa ymmärtää.** Muu maailma on alkanut oppia elämään kaoottisen euroalueen kanssa ja se pystyy entistä tehokkaammin eristäytymään euroalueen negatiivisesta vaikutuksesta. Euroalueen supistuessa sen suhteellinen merkitys maailmantaloudessa samalla pienenee jatkuvasti.
- › Hyvä esimerkki on Yhdysvallat, joka suuren kotimarkkinansa ja elvyttävän raha- ja finanssipolitiikan avulla kykeni pitkälti eristäytymään euroalueen ongelmista. Vaikka Yhdysvaltojen kasvu heikkeni vuoden 2012 jälkipuoliskolla, työllisyystilanne on siellä jatkanut parantumistaan ja kotitalouksien luottamusindikaattorit ovat olleet tasaisessa nousussa talven 2008-09 kriisin jälkeen. Myös yritysten odotukset ja luottamus on säilynyt lievästi positiivisella/neutraalilla tasolla. Rohkaisevinta Yhdysvaltojen kehityksessä on asuntomarkkinoiden vakautuminen ja varovainen elpyminen. Mikäli presidentti, hallinto ja kongressi saisivat julkisen talouden tervehdyttämisen jollakin tavalla käyntiin ilman että asia nousee jatkuvasti epävarmuutta lietsovaksi riidaksi, Yhdysvaltojen tilanne olisi varsin hyvä. Poliitikkojen riitelyle ei ole kuitenkaan näköpiirissä loppua ennen syksyn 2014 välikaaleja. **Toisin kuin euroalueella, Yhdysvaltojen paras turva on maan keskuspankki, joka varmasti tekee kaikkensa, jotta maa ei ajaudu taantumaan.** Konsensusarvioissa Yhdysvaltojen kasvu hidastuu tänä vuonna 2 prosenttiin, mutta nopeutuu 2014 vajaaseen 3 prosenttiin.
- › Jos Yhdysvaltojen tilanne ja näkymät ovat jossain määrin epävarmat, **Kiina on maailmantalouden selkein valopilkku ja parantaja.** Kiinan tilanteen ja näkymien osalta sijoitusstrategiamme oli syksyllä selvästi eri mieltä kuin useat läntiset ekonomistit. Kiinassa inflaatio hidastui viime vuonna alle keskuspankin asettaman 4 prosentin tavoitteen. Tämä mahdollisti rahapoliittisen elvyttämisen, mikäli talouskasvu olisi hidastunut liikaa. Kiinan keskuspankki on kuitenkin ollut varovainen rahapolitiikan keventämisessä, ja sekä pankkien reservivaatimus että ohjauskorko ovat edelleen korkealla tasolla, joten

elvytysvaraa on tuntuvasti. Myös finanssipoliittiset elvytystoimet ovat olleet varsin maltillisia ja keskushallinto on lähinnä kertonut uusista infrastruktuurin rakentamishjelmista viime syksynä. **Se, että elvytystoimiin ei ole ryhdytty Kiinassa tämän enempää, kertoo siitä, että hallinto näki maan taloustilanteensa huomattavan paljon parempana, kuin läntiset arvioitsijat.** Talouskasvun tavoitteeksi asetettu 7,5 % saavutettiin helposti viime vuonna. Talouskasvu itse asiassa nopeutui vuoden 2012 loppua kohden ja viimeisimmät kuukausitilastot vuoden 2012 lopulta kertovat niin teollisuuden, vähittäiskaupan kuin viennin vahvasta kasvusta. Konsensusarvioissa Kiinan talouskasvu säilyy korkealla, noin 8 prosentin tasolla 2013 ja 2014. Kaiken kaikkiaan Kiinan talouden ongelmia yliarvioidaan. Talous, joka kasvaa nimellisesti 10-12 % 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 tai kiinteistömarkkinoihin. Tilannetta helpottaa merkittävästi se, että yksityisellä sektorilla on vähän velkaa. Kotitalouksien kulutuksessa on valtavasti kasvupotentiaalia tuleville vuosille. Ja niin kuin edellä todettiin, elvytysvaraa on sekä raha- että finanssipoliittikan osalta merkittävästi.

- › Kaiken kaikkiaan kehittyvien talouksien kasvu on säilynyt varsin vahvana viime vuosina ja olennaisesti korkeammalla tasolla kuin perinteisissä teollisuusmaissa. 2013 kasvun odotetaan konsensusarvioissa elpävän hieman vuodesta 2012, mutta vuonna 2014 kasvu yltää jo lähes 4 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 Indonesiata 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.
- › 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. 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. Alueen suurimman talouden valuutta, Brasilian real, heikentyikin merkittävästi viime vuonna keskuspankkinsa tukemana joten kasvun eväät vuodelle 2013 ja 2014 ovat jälleen vahvat.
- › Kanada ja Australia hyötyvät ensimmäisinä maailmantalouden elpymisestä, kun raaka-aineiden hinnat kääntyvät nousuun. Maiden vahvuutena on myös terve rahoitussektori. Pitkällä aikavälillä sekä Japani, että Kanada ja Australia hyötyvät merkittävästi Aasian maiden vahvasta kasvusta.

Eurojärjestelmä, Suomi ja suomalaiset osakkeet sijoitusstrategiassa

- › Euroalueen kriisi on edelleen merkittävä rahoitusmarkkinoihin vaikuttava tekijä, vaikka tällä hetkellä tilanne on ainakin tilapäisesti rauhoittunut. Edellisissä Front Strategia katsauksissa analysoitiin kriisin syytä, euron historiaa sekä rakenteellisia ongelmia (Talvi 2012) ja euron kriisin pitkän aikavälin dynamiikkaa ja miten se muuttaa euroaluetta (Syksy 2012). **Tässä katsauksessa paneudutaan enemmän eurojärjestelmän ongelmiin ja Suomen tilanteeseen osana tätä järjestelmää. Lopuksi arvioidaan, miten sijoittajan tulisi huomioida tämä suomalaisten yhtiöiden osakesalkussa.**
- › Ennen kuin pohditaan Suomen tilannetta, kerrataan lyhyesti euroalueen ja järjestelmän peruspiirteet. Eurojärjestelmä on talouden rakenteeltaan ja kooltaan huomattavan erilaisten kansallisvaltioiden rahaliitto, joilla on yhteinen raha ja keskuspankkijärjestelmä. On tärkeää todeta, että euromaat eivät muodosta liittovaltiota kuten Yhdysvallat, vaan jokainen euromaa hoitaa ja vastaa lähtökohtaisesti itse omasta talouspolitiikastaan, taloudestaan ja pankkijärjestelmästänsä. Eurojärjestelmän keskuspankin, EKP:n mandaatti muodostettiin tarkoituksella suppeaksi, lähinnä Saksan vaatimuksesta. EKP vastaa ainoastaan euroalueen hintavakaudesta ja rahoitusmarkkinoiden vakaudesta (tai euroalueen pankkijärjestelmän maksuvalmiuden turvaamisesta). EKP:lta kiellettiin euromaiden valtioiden rahoittaminen, eikä sen mandaattiin myöskään kuulu talouskasvun tai työllisyyden edistäminen, toisin kuin Yhdysvalloissa. Kasvu ja työllisyys rajattiin talouspolitiikan työnjaossa jokaisen euromaan finanssipolitiikan (valtion) vastuulle. EKP:n mandaatin ulkopuolelle jää myös euron ulkoinen arvo valuuttamarkkinoilla, ellei sillä ole välillisesti merkitystä hintavakauden kannalta.
- › On hyvä todeta, että rahaliitto oli ensisijaisesti poliittinen projekti EU:n integraation vauhdittamiseksi. **Talouden ja rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta voidaan jälkeenpäin nähdä, että eurojärjestelmä luotiin ratkaisemaan sellaisia ongelmia, jotka olivat relevantteja 1970- ja 80- luvuilla.** Taloudellinen ja tekninen kehitys on 1990- ja 2000 luvuilla pitkälti romuttanut kaikki keskeiset argumentit eurojärjestelmän pitkän aikavälin hyödyistä: **1) Euron ajateltiin luovan suuri yhteismarkkina-alue.** Kylmän sodan päättyminen 1990-luvun alussa ja maailmanlaajuinen vapaakauppa (WTO:n edistämänä) on muuttanut koko maailman yhdeksi suureksi vapaakauppa-alueeksi. Lisäksi pienille euroalueen maille kielten ja kulttuurien muodostamat rajat ovat aivan yhtä merkittäviä kuin aiemminkin. **2) Euron uskottiin olevan merkittävä etu euroalueen maille maksujen välityksen ja valuutanvaihdon kannalta.** Tämä etu on jäänyt vähäiseksi, sillä elektroniset maksujärjestelmät ja tietotekniikan kehitys on vähentänyt käteisrahan tarvetta kaikkialla ja maksujärjestelmät ovat kehittyneet merkittävästi täysin eurosta riippumatta. **3) Euron uskottiin tehostavan euroalueen sisämarkkinoiden kilpailua ja hintojen vertailtavuutta.** Tosiasiassa internet on ollut huomattavasti merkittävämpi voima kilpailun lisääntymisessä ja hintojen vertailtavuuden parantumisessa. **4) Eurojärjestelmän uskottiin tehostavan euroalueen työmarkkinoiden toimintaa** ja lisäävän palkkojen joustoa häiriötilanteissa, kun euromaiden ei ollut enää mahdollista muuttaa valuuttajensa arvoa. Tosiasiassa ammattiyhdistysliike ei ole merkittävästi heikentynyt, koska euroalueen palkansaajat (äänestäjät) eivät ole nk. palkkajoustoja halunneet. Sitä vastoin euroalue on ajautunut usean jäsenmaan osalta massatyöttömyyteen ja kestäättömiin julkisen talouden vajeisiin, kun ei ole omaa valuuttaa, jonka arvo voisi joustaa. **5) Eurojärjestelmän uskottiin vakauttavan euromaiden rahoitusmarkkinoita** ja siten edistävän talouskasvua. Lisäksi yhteisvaluutan uskottiin antavan turvaa erityisesti pienille maille globaaleilla valuuttamarkkinoilla. Eurokriisi on osoittanut, että eri euromaiden korot määräytyvät kansallisesti ja rahoitusmarkkinoiden epävakaus on lisääntynyt, ei vähentynyt. Varsinkin pienille maille, euron kurssikehitys valuuttamarkkinoilla on muodostunut sattumanvaraiseksi muita päävaluuttoja vastaan, ja siten euro on merkittävä epävarmuustekijä hintakilpailukyvyille. Euroalueen ulkopuolelle suuntautuvasta viennistä riippuvaiset euromaat ovat selvästi heikommassa asemassa kuin oman valuuttansa

säilyttäneet maat (kuten Ruotsi), jotka kykenevät valuuttansa ansiosta reagoimaan globaaleihin suhdannevaihteluihin joustavasti vientiteollisuuden etua turvaten. **6) Rahaliiton uskottiin lisäävän euromaiden poliittista vakautta** ja siten edistävän talouskasvua euroalueella. Kehitys on ollut täysin päinvastainen. Euromaiden keskinäinen riitely on saavuttanut aivan uudet mittasuhteet, luottamus euroalueen poliitikkojen ja kansalaisten välillä on heikentynyt merkittävästi sekä maiden sisällä että varsinkin eri maiden välillä.

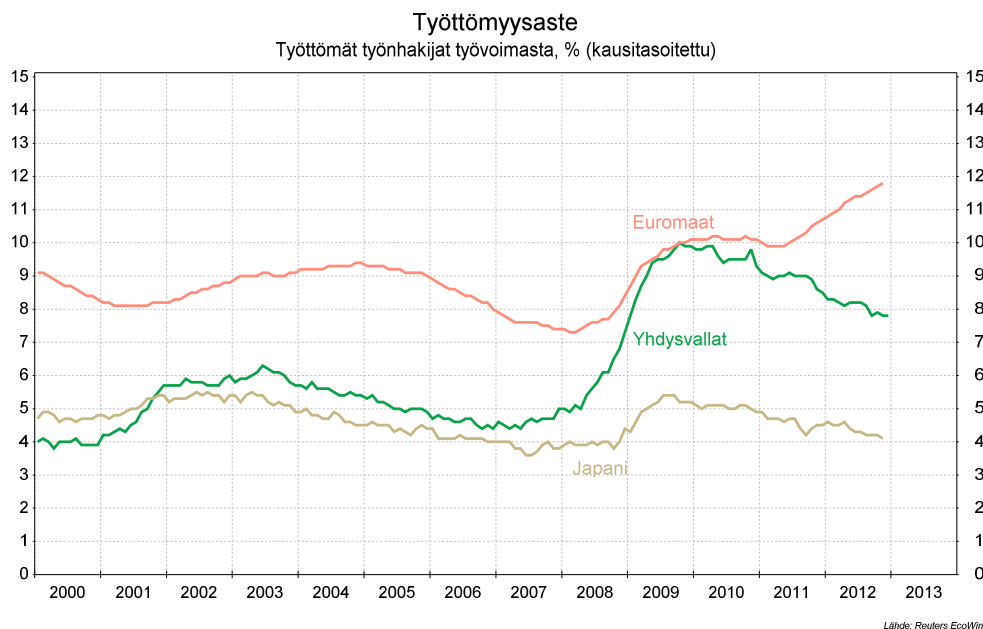
- » Jos pitkän aikavälin näkökulmasta euro ei ole vastannut odotuksia, **lyhyen aikavälin** suhdanneluontoisen vaihteluiden ja häiriöiden tasaamisen ja torjumisen näkökulmasta eurojärjestelmä on aivan yhtä ongelmallinen. **Eurojärjestelmän heikkous voidaan kiteyttää kolmeen seikkaan:**

1) Liittovaltion puute. Jotta eurojärjestelmä voisi edes teoriassa toimia suhdanteita tasaavasti, euromaiden yläpuolella tulisi olla liittovaltio, joka keräisi verotuloja euromaista kansallisista päättäjistä riippumatta, kohdentaisi näitä tuloja koko euroalueella julkisina kulutusmenoina sekä investointeina ja jolla olisi velkaantumismahdollisuus em. verotusoikeutta vastaan. Nyt euromaat kohtaavat sattumanvaraisesti erilaisia ulkoisia ja sisäisiä talouden häiriötekijöitä kukin omilla heikkouksillaan ja rakenteillaan. Koska jokainen joutuu itse vastaamaan itsestään ilman liittovaltion apua ja oman valuuttakurssin tuomaa joustoa, on todennäköistä että ajan kuluessa menetetään merkittävästi talouskasvua ja resurssit jäävät keskimäärin vajaakäyttöön. Työttömyysasteen nousu korkealle tasolle on konkreettinen osoitus tästä heikkoudesta. Liittovaltion puute merkitsee myös sitä, että euro mielletään keskeneräiseksi projektiksi, minkä vuoksi euron olemassaolo ja eri euromaiden jäsenyys eurossa on pysyvän spekulatiivisen kohde. Mikään maa ja rahajärjestelmä ei kestä pitkällä aikavälillä sitä, että sen rahaliiton olemassaolo on jatkuvasti kyseenalainen.

2) EKP:n mandaatti ja toiminta sekä keskuspankkirahoitusjärjestelmä. EKP:n mandaatti (hintavakauden tavoite) on aivan liian suppea globaalissa maailmantaloudessa. Tämä varsinkin sen vuoksi, että euroalueella ei ole liittovaltiota harjoittamassa koko euroalueen kattavaa finanssipolitiikkaa. Kaikkien ongelmien edessä EKP voi levitellä käsiään ja todeta, että sen ei kuulu tehdä mitään. On hämmästyttävää, että edes finanssikriisin aikana EKP ei tehnyt juuri mitään ennen kuin vuoden 2011 syksyllä, kun koko eurojärjestelmän olemassaolo asetettiin kyseenalaiseksi. Kesällä 2008 EKP jopa kiristi rahapolitiikkaa nostamalla ohjaukorkoaan juuri ennen finanssikriisin eskaloitumista. Uudelleen sama virhe tehtiin keväällä 2011. Lyhyen toimintansa aikana EKP onnistui menettämään luottamuksen osaamiseensa ja se alettiin nähdä toivottoman dogmaattisena laitoksena, joka käy "1920-luvun sotaa inflaatiota vastaan". Ei ole siten hämmästyttävää, että Etelä-Euroopan maat varmistivat syksyllä 2011, että EKP:n uudeksi pääjohtajaksi valittiin pragmaattinen ja italialaistaustainen johtaja. Saksalaisen keskuspankkitradition syrjäyttäminen EKP:ssa oli väistämätöntä. Miten uusi EKP toimii, siitä emme tiedä vielä juuri mitään. Euroalueen yritykset voivat vain kateellisena katsoa Yhdysvaltojen FED:n, Ruotsin Riksbankenin tai monien muiden maiden keskuspankkien ammattitaitoista toimintaa. EKP:n toiminnan lisäksi keskuspankkirahoitusjärjestelmä on epäonnistunut. Target2 järjestelmä tasaa eri maiden pankkijärjestelmien maksuvalmiuserot automaattisesti, joten eurojärjestelmän sisällä voi spekuloida eri euromaita vastaan ilman kustannuksia. Järjestelmä itsessään luo sisäistä epävakautta ja vakuudettomat Target2 velat ja saavat ovatkin kasvaneet massiivisiksi eurojärjestelmän sisällä eurokriisin aikana.

3) Työmarkkinoiden vähäiset joustot ja sosiaaliturvajärjestelmä muodostavat eurojärjestelmän kolmannen heikkouden. Kun valuuttakurssijoustoa ja liittovaltiota ei ole, euroalueen työmarkkinoilla täystyöllisyys edellyttäisi, että euroalueella palkkajousten ja työvoiman liikkuvuus maasta toiseen pitäisi olla joustavampaa kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa. Euroalueella on työvoiman liikkuvuuden esteenä lisäksi kielen sekä kulttuurierojen raja-aidat, joita ei ole samalla tavalla Yhdysvalloissa. Kärjistetysti voi sanoa, että pitkällä aikavälillä hyvä työllisyys voi vallita euroalueella vain alueen suurimmassa taloudessa Saksassa, aivan sen kyljessä olevissa Itävallassa ja Alankomaissa sekä niissä

entisissä Itä-Euroopan maissa, joissa ei ole käytännössä ay-liikettä ja juuri mitään työttömyysturvaa kuten Baltian maissa. Sanomattakin on selvää, että euroalueella ay-liike ei ole valmis lopettamaan toimintaansa, sosiaaliturvajärjestelmää ei haluta radikaalisti heikentää, joten massatyöttömyys ja poliittinen epävakaus on keskeinen piirre euroalueella pitkälle tulevaisuuteen.



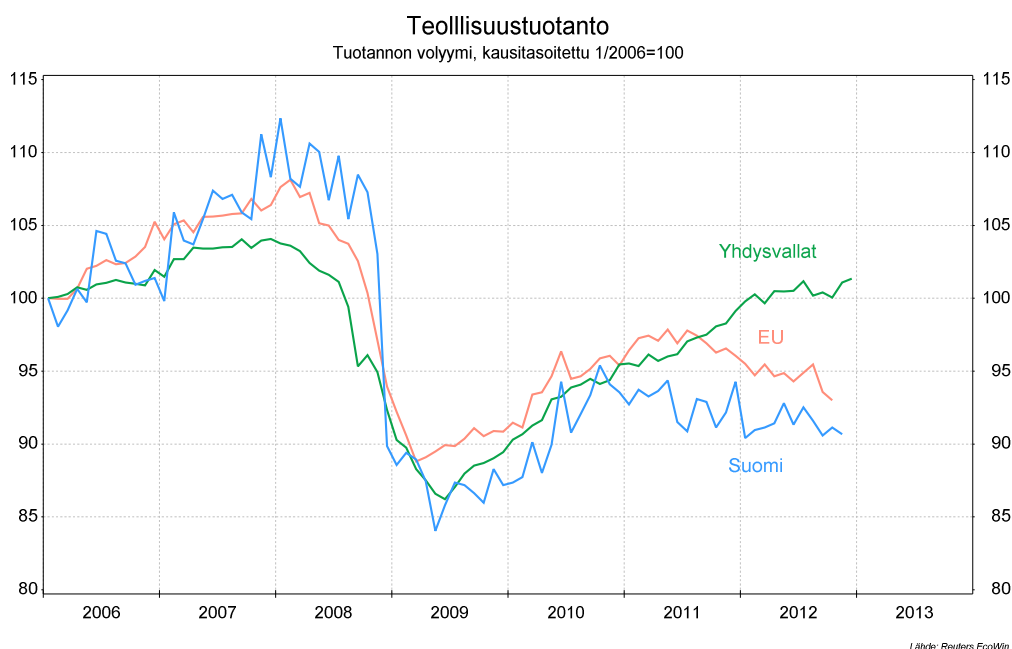
- » Euroalueen poliitikot ovat luoneet menneisyyden maailmaan perustuvan valuuttakokeilun, joka on rakenteellisesti heikko, keskeneräinen ja toimintakyvytön. Pitkän aikavälin hyötyjä ei ole saavutettu, vaan maailmantalouden muutos on ajanut eurojärjestelmän kaltaisten kokeilujen ohi. Vastaavia valuuttakokeiluja ei edes harkita missään muualla. Lopulta eurojärjestelmä ei ole myöskään tukenut vakautta ja kasvua, vaan päinvastoin. Traagista tässä kokeilussa on se, että se kohtelee hyvin eri tavalla euroalueen eri maita, sen perusongelmia ei kyetä juurikaan korjaamaan eikä olemassa ole mitään realistista tapaa, jolla tämä kokeilu voitaisiin purkaa. **Kaikista ongelmistaan huolimatta eurojärjestelmä ei ole hajomassa, sillä voimat, jotka pitävät sen koossa ovat merkittäviä.** 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. Toiseksi, euro on nimenomaan poliittinen projekti ja kaikille toimijoille (Komissio, EKP jne.) sekä euroalueen maille eurosta eroaminen, tai sen hajoaminen, olisi poliittinen katastrofi. Poliittiselle järjestelmälle on jokaisessa euroalueen maassa mahdotonta myöntää, että oltaisiin rakennettu jotakin (tai liitytty johonkin), mikä ei perustaltaan ole kestävällä pohjalla. Tämän takia ollaan valmiita kestämään hyvinkin heikkoa taloudellista kehitystä vielä pitkään. Kolmanneksi Euron hajoaminen olisi lyhyellä aikavälillä myös taloudellisesti heikoin ja arvaamaton vaihtoehto kaikille osapuolille, joten hyppyä tuntemattomaan ei haluta tehdä.

Suomi osana eurojärjestelmää

- » **Suomi liittyi eurojärjestelmään pitkälti poliittisista syistä ja tämän vuoksi ei ole realistista olettaa, että Suomi irtautuisi tästä järjestelmästä omaehtoisesti.** Itse asiassa Suomessa ei ole mitään relevanttia poliittista voimaa, joka edes ehdottaisi eroa eurosta, esittäisi vaihtoehtoa tai kykenisi käymään keskustelua Suomen eurojäsenyyden mielekkyydestä relevanteilla argumenteilla. Suomessa ei myöskään ole traditiota avoimelle akateemiselle tms. keskustelulle, jossa kyseenalaistettaisiin eurojäsenyyden kaltaisia perusvalintoja. **Sijoittajan näkökulmasta on realistista lähteä siitä lähtökohdasta, että Suomi on osa eurojärjestelmää, täysin riippumatta siitä, miten huonosti Suomen**

talous tai eurojärjestelmä kehitty. Mitkä ovat Suomen lähtökohdat ja haasteet osana eurojärjestelmää? Suomen tilanne on edelleen useilla mittareilla selvästi parempi kuin euroalueella keskimäärin, mutta verrattuna esimerkiksi muihin pohjoismaihin Suomi on jo selvästi heikompi. Suomen julkisen talouden tasapaino on huomattavasti parempi kuin euromailla keskimäärin ja Suomessa on vahva tahto pitää julkinen talous kestäväällä pohjalla myös jatkossa. Toinen vahvuus on varsin hyvä työllisyystilanne, ja työttömyysasteemme on selvästi euroalueen keskiarvon alapuolella. Suomi ei siis ole vielä mikään euroalueen kriisimaa.

- » **Suomen heikkoudet liittyvät keskeisesti tulevaisuuden talouskasvun eväisiin.** Suomi on pieni avotalous, joka on merkittävästi riippuvainen viennistä ja nimenomaan Euroalueen ulkopuolelle suuntautuvasta viennistä. Suomen liittyessä eurojärjestelmään vientisektori oli vahva ja maalla oli huomattavan suuri vaihtotaseen ylijäämä. 2000-luvulla vientisektori alkoi näivettyä ja varsinkin metsäteollisuuden ja elektroniikkateollisuuden tuotanto supistui. Finanssikriisin huipentuessa 2008-09 laman yhteydessä vienti romahti, eikä ole elpynyt sen jälkeen lähellekään kriisiä edeltävälle tasolle. Tällä hetkellä Suomi on jo lievästi alijäämäinen vaihtotaseen osalta. **Suomen tilanne on siis tältä osin heikentynyt merkittävästi eurojäsenyyden aikana.** On toki vaikea arvioida, mikä on Suomen eurojäsenyyden merkitys vientisektorin näivettymiseen. Paras vertailukohta on Ruotsi, joka lähes identtisestä lähtötilanteesta jäi euroalueen ulkopuolelle, mutta on edelleen tukevasti ylijäämäinen vaihtotaseen suhteen ja jonka vientisektori on huomattavasti elinvoimaisempi kuin Suomen. Suomen tilanne tulee lähivuosina entisestään heikkenemään, sillä yrityksille tehtyjen kyselyjen mukaan tehdasteollisuuden investoinnit Suomeen tulevat supistumaan.



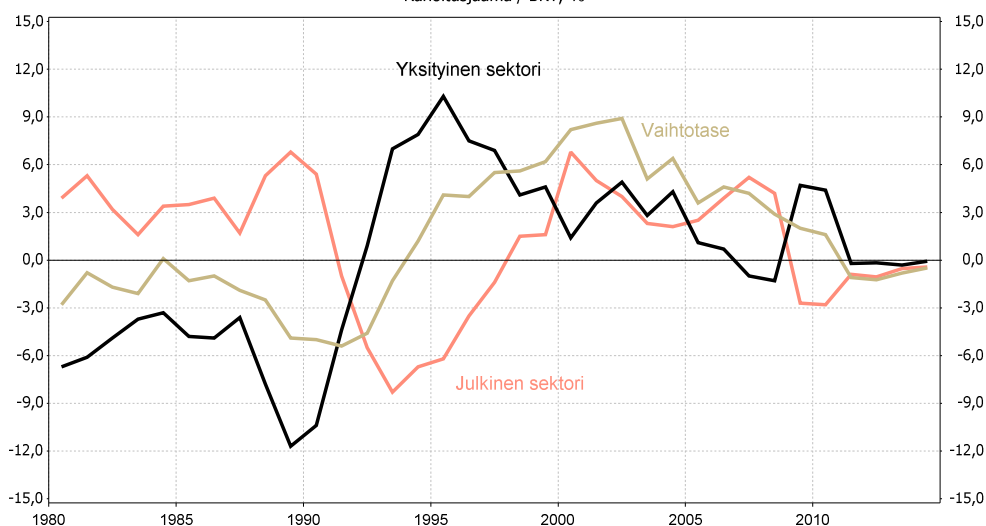
- » Mistä perimmiltään on kyse? **Markka-aikana vientiteollisuus saattoi olla varma, että sen edut turvataan aina, jos kansainväliset suhdanteet heikkenevät tai sen kilpailukyky ei ole riittävä.** Markan kurssi määräytyi loppujen lopuksi aina vientisektorin ehdoilla. Teollisuuden oli mielekästä investoida Suomeen, koska se tiesi, että sen edut menevät aina muiden talouden sektoreiden edelle. Vaikka tämä talousmalli synnytti huonojakin investointeja, investointeja vientiteollisuuteen syntyi riittävästi. Kun Suomi liittyi eurojärjestelmään useat poliitikot (harhaluuloissaan) jopa tervehtivät ilolla sitä, että vientiteollisuuden ja vientialojen ay-liikkeen määräävä asema talouspolitiikassa tuli päätökseen ja Suomen ei euroalueen osana tarvinnut enää välittää vaihtotaseesta. Työmarkkinoilla palkkajohtajuus siirtyikin 2000-luvun puolivälissä vientiteollisuudelta julkiselle sektorille. Julkisen sektorin palkkajohtajuus merkitsi ylimoitettuja palkkaratkaisuja teollisuudessa ja oli siten luonnollista, että keskeiset vientiyritykset alkoivat kiivaasti siirtää

tuotantoaan edullisemmän kustannustason maihin. Miksi ihmeessä investoida enää Suomeen, kun eurojärjestelmän osana valuuttakurssi määräytyy täysin muista lähtökohdista kuin Suomen vientiteollisuuden kilpailukyvyyn mukaan ja palkkakustannukset määräytyvät julkisen sektorin palkankorotusten mukaan. Oman valuuttansa säilyttänyt Ruotsi on samaan aikaan säilyttänyt talusmallin, jossa kruunun ansiosta vientiteollisuus on edelleen määrävissä osassa, sekä talouspolitiikassa että työmarkkinoilla.

- Nyt tiedämme, että eurojärjestelmä ei ole muuta kuin löyhä jäsenmaidensa yhteenliittymä, jossa jokainen huolehtii itsestään ja ylijäämäinen vaihtotase on olennainen talouden vakauden turva. Eurojärjestelmä itsessään ei tuo Suomelle rahataloudellista vakautta, vaan on jatkuva kriisien ja epävakauden lähde. Samalla tiedämme, että Suomi ei voi vaikuttaa euron kurssiin, ja Suomen työmarkkinat eivät todennäköisesti muutu "balttilaisiksi" täydellisine joustoineen. Vientiteollisuudella ei ole enää mitään erityistä syytä investoida Suomeen, mutta vanhat koneet toki ajetaan täällä loppuun. Lisäksi euroalueen kasvunäkymät ovat pitkään heikot, joten kasvu tulisi joka tapauksessa hakea euroalueen ulkopuolisesta maailmasta. Suomi on menettänyt eurojäsenyyden vuoksi merkittävältä osin ne edut, mitä pieni avotalous voi tarjota globaaleilla markkinoilla kilpailevalle teollisuudelle.

Suomi: Rahoitustasapaino

Rahoitusjäämä / BKT, %



Lähde: OECD, Tilastokeskus, FC

- Suomessa ollaan viimeisen puolen vuoden aikana herätty tähän ongelmaan, mutta mitään rakentavia keinoja tilanteen muuttamiseksi ei ole.** Eurojärjestelmän osana Suomi on lähtökohtaisesti osana epävakaa ja heikon kasvun talousaluetta, joka ei houkuttele investointeja. Vientialojen palkkajohtajuuden palauttamisessa on vain yksi keino, ja se on julkisen sektorin jatkuvat rakenneuudistukset sekä pelottelu nk. kestävyysvajeella, jotta julkisella sektorilla ei kuvitella, että siellä olisi palkankorotusvaraa tai että se olisi palkkajohtaja työmarkkinoilla. Käytännössä tämä tarkoittaa kotimaisen ostovoiman huomattavan heikkoa kehitystä pitkälle tulevaisuuteen ja epävarmuuden lietsomista kotitalouksien keskuuteen. Verotuksella voidaan yrittää houkutella yrityksiä investoimaan Suomeen, mutta mikään yritys ei tee huonoja tai epävarmoja investointeja, vaikka verotus olisi kuinka järjestetty. Kun yksityisten yritysten halu investoida Suomeen on vähäinen, paineet ja ehdotukset valtio-omisteisesta yritystoiminnasta kasvavat, viimeksi telakkateollisuudessa. Tämä tie johtaa varmasti umpikujaan, kuten Kreikka on hyvin osoittanut.
- Osana euroaluetta Suomen talouden kehitys tulee todennäköisesti olemaan heikompaa kuin OECD-maissa keskimäärin, ja selvästi heikompaa kuin oman valuuttansa säilyttäneissä muissa pohjoismaissa. 1990-luvun alun kaltaista nopeaa romahdusta ei kuitenkaan ole näköpiirissä, mutta hidas ja pitkäaikainen näivettyminen on näillä näkymin

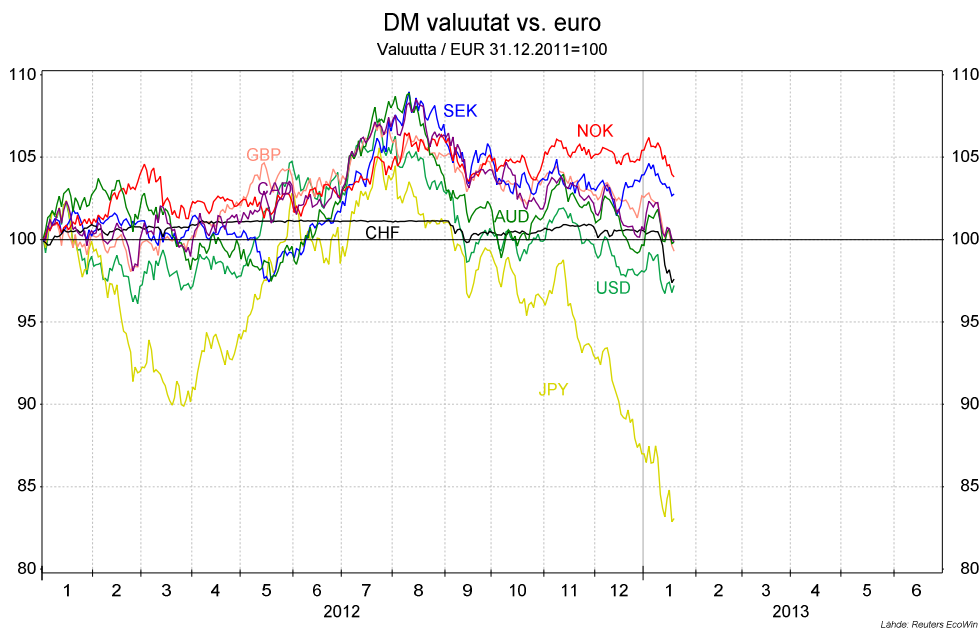
vaarana 2010-luvulla. Suomen tilanne on siis haavoittuvampi kuin halutaan myöntää. Lisäksi pitkällä aikavälillä väestön ikääntyminen heikentää huoltosuhdetta ja rahoitustasapainoa, kun työeläkesektorin nettosäästö työeläkerahastoihin vähenee. Ja tämä siis tilanteessa, jossa maan vaihtotase on jo negatiivinen.

Suomalaisten osakkeet sijoituskohteena

- › Seuraavassa käydään toimialatasolla läpi Frontin suomalaisiin osakkeisiin sijoittavan salkun sijoitusteemoja. Aiemmin kuvattu arvio maailmantalouden ja Suomen näkymistä luonnollisesti vaikuttaa painotuksiin.
- › **Vahva paino:**
 - Konepajateollisuus: Yritykset globaaleja toimijoita ja niiden riippuvuus Suomen tai Euroalueen talouskehityksestä on keskimääräistä vähäisempi. Tekevät investointitarvotteita, jossa monella yhtiöllä on omassa tuotevalikoimassaan vahva markkina-asema. Arvostustasot kohtuulliset.
 - Kemianteollisuus: Valituilla yhtiöillä vahva globaali markkina-asema ja hyvät kasvumahdollisuudet tai vahva kasvupotentiaali lähialueella.
 - Teleoperaattorit: Defensiivinen toimiala, vakaa liiketoiminta ja kasvumahdollisuuksia lähialueilla.
- › **Neutraalipaino / pieni alipaino:**
 - Perusmetalli: Arvostustasot alhaalla, teknisesti vahvoja. Elpyvät ensimmäisenä, kun maailmantalouden kasvu elpyy.
 - Energia: Toimialan potentiaali merkittävä globaalissa taloudessa.
 - Rahoituslaitokset: Euroopan velkakriisi kasvattanut toimialan volatiliiteettia, mutta luottosalkun riskit vähäiset ja tuloksentelemiskyky vahva. Painotus pohjoismaisiin toimijoihin.
 - Teknologia: Volatiili ja vaikeasti ennustettava toimiala. Nokian ongelmat helpottaneet hieman, joten lyhyellä aikavälillä potentiaalia. Pitkällä aikavälillä markkina-aseman kasvattaminen ja säilyttäminen haasteellista, kun osaaminen ja markkinat painottuvat kehittyviin talouksiin.
 - Terveystieteet: Vahvan kassavirran yhtiöt vakauttavat salkkua.
- › **Heikko paino:**
 - Yhdyskuntapalvelut: Defensiivinen, vakaan liiketoiminnan toimiala, mutta tällä hetkellä epävarmuustekijöitä.
 - Elintarviketeollisuus: Toimialan yrityksillä heikko kilpailukyky ja lisäksi suhdanneluontoiset sekä omistusrakenteeseen liittyvät ongelmat.
 - Kauppa: Potentiaali vähäinen, sillä kotimaisen kysynnän kasvunäkymät heikot Suomen suhdannetilanteen ja rakenteellisten ongelmien vuoksi. Epäterve kilpailutilanne.
 - Metsäteollisuus: Volatiili toimiala, pitkän aikavälin rakenteelliset ongelmat kysynnän ja kapasiteetin epäsuhteen vuoksi.
 - Media: Kotimarkkinatoimiala, jolla merkittäviä rakenteellisia ja suhdanneluontoisia haasteita liiketoiminnassa.
 - Rakentaminen ja kiinteistösijoitus: Suhdanteet heikentymässä kotimarkkinoilla.

Rahoitusmarkkinat – Valuuttakurssipaineita ja keveää rahapolitiikkaa

- Rahoitusmarkkinoilla kiinnostavin tapahtuma on alkutalvella ollut Japanin jenin tuntuva heikentyminen valuuttamarkkinoilla keskuspankin valuuttainterventioiden siivittämänä. Japani siis rikkoi pitkään jatkuneen ”kauhun tasapainon”, jossa OECD-maat olivat pidättäytyneet valuuttojensa manipuloinnista keskuspankkien toimesta. Sinänsä Japanin toiminta on ymmärrettävää, sillä jeni oli vahvistunut koko finanssikriisin aikana muita päävaluuttoja vastaan. Vahvistuva jeni on osaltaan kasvattanut deflaatiopaineita ja vuonna 2012 orastava ja toivottu inflaatio taittui loppuvuonna jälleen deflaatioksi. Vahva jeni oli myös syönyt huolestuttavalla tavalla Japanin vientiteollisuuden kilpailukykyä. Heikon jenin politiikan taustalla on joulukuun parlamenttivaaleissa valtaan noussut liberaalidemokraattinen puolue. Sen kytkökset ovat aina olleet tiiviit Japanin elinkeinoelämään joten deflaation taittamisen ohella vientiteollisuuden kilpailukyvyn turvaaminen on vähintään yhtä tärkeää.

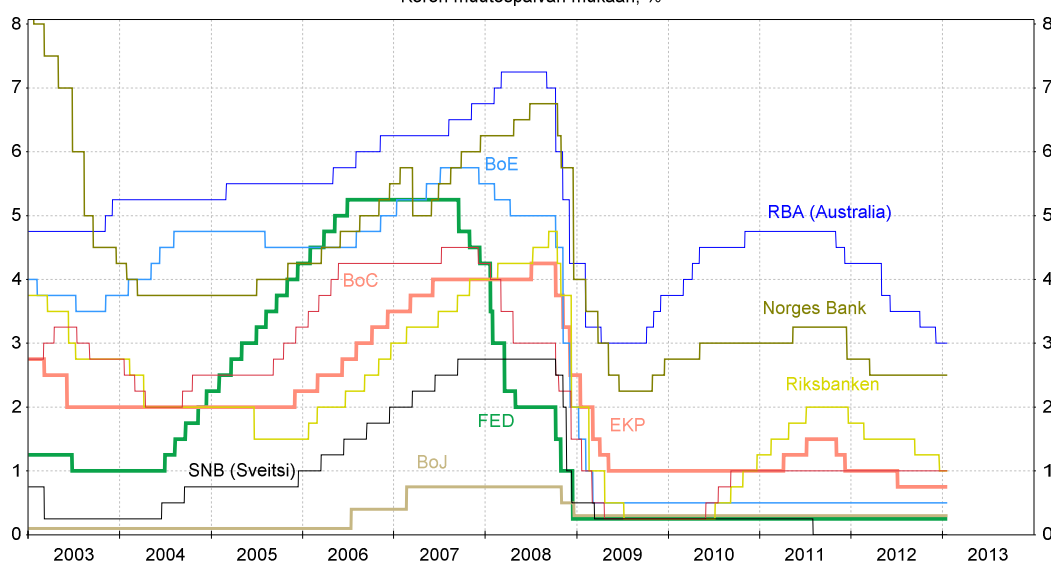


- Japanin avaus muuttuu merkittäväksi, jos muut OECD-maat ja varsinkin Yhdysvallat vastaavat haasteeseen. Yhdysvallat on jo pitkään riidellyt Kiinan kanssa valuuttakurssista, eli siitä, että Kiina pitää valuuttansa arvon keinotekoisesti liian halpana suhteessa dollariin. Pahimmillaan Japani käynnistää ”valuuttasodan” aggressiivisella devalvaatiopolitiikalla ja ratkaisevaa on nyt miten (sisäisesti riittainen) Yhdysvallat siihen reagoi. Yhdysvaltojen poliitikoilla on nyt suuri houkutus liittyä ”valuuttasotaan”, sillä maan sisäiset ongelmat ja ristiriidat voidaan häivyttää ulkoisen uhan edessä. Kiinan ja Japanin syyttäminen valuuttojensa manipuloinnista muuttuu helposti niin kasvavaksi paineeksi, että keskuspankki (FED) käynnistää dollarin vahvistumista torjuvat valuuttainterventiot. Tämä ”valuuttasodan” eskaloituminen synnyttäisi uusia paineita ja on todennäköistä, että pienet, oman valuuttansa säilyttäneet, OECD-maat joutuisivat reagoimaan tilanteeseen. Vähintäänkin ne pyrkisivät torjumaan oman valuuttansa liiallisen vahvistumisen. Näin itse asiassa Sveitsi on toiminut jo euroalueen kriisin yhteydessä 2011 alkaen. Lopulta ”valuuttasota” heijastuisi myös euromaihin, ja avaisi uusia ristiriitoja euromaiden välillä, sillä suurin osa euromaista ei todellakaan kestäisi euron vahvistumista muita päävaluuttoja vastaan. Päinvastoin, heikko ja kilpailukyvytön euroalue tarvitsisi kipeästi heikompa euroa.

- Japanin operaatio jenin heikentämiseksi tuli tilanteessa, jossa rahapolitiikka oli jo valmiiksi ennätysellisen keveää kaikissa OECD-maissa. Kilpailevat valuuttainterventiot lisäävät globaalilla tasolla entisestään likviditeettiä rahoitusmarkkinoilla ja muodostavat siten uuden rahan määrän tarjonnan lisäyksen. Kun kaikki keskeiset OECD-maat sekä suurimmat EM-maat, kuten Kiina ja Brasilia, pyrkivät heikentämään tai vähintäänkin pitämään oman valuuttansa arvon ennallaan muita valuuttoja vastaan, on selvää, että missään maassa ei ole varaa kiristää rahapolitiikkaa, päinvastoin. Japanin ja Yhdysvaltojen nollakorkopolitiikka pakottaa vahvimmatkin OECD-maat, kuten Norjan ja Australian, laskemaan ohjauskorkojaan.

Keskuspankkien ohjauskorot

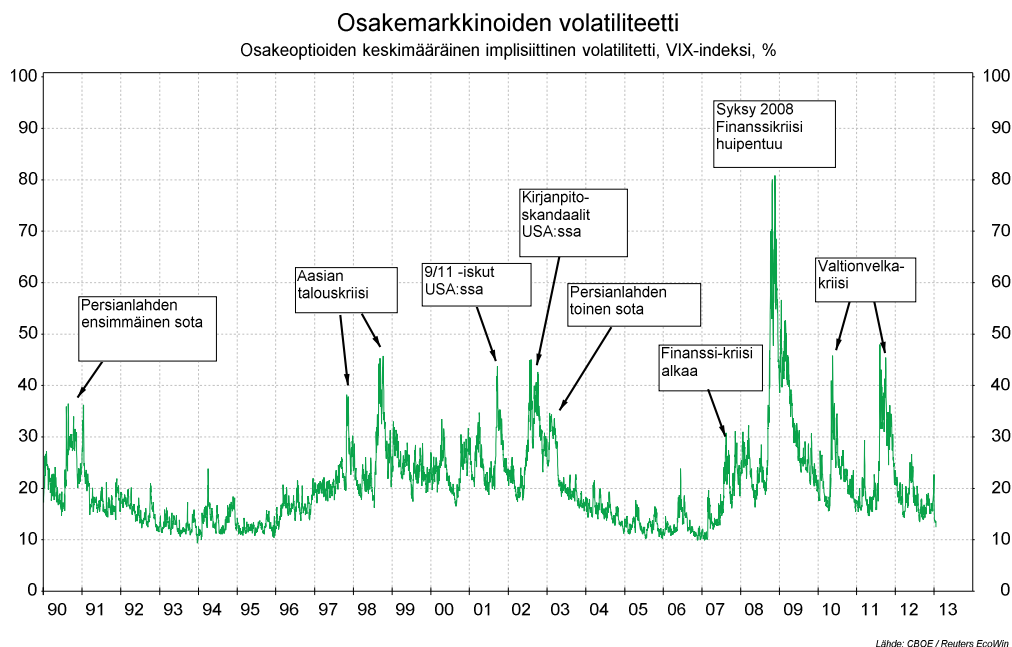
Koron muutospäivän mukaan, %



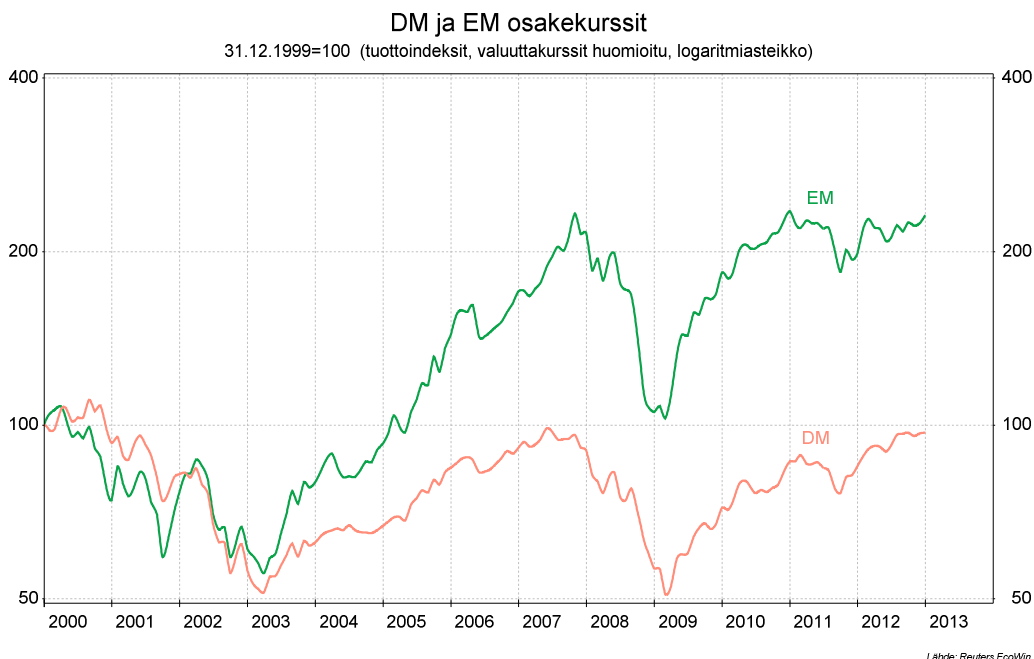
Lähde: Reuters EcolWin

- Euroalueella lyhyet markkinakorot ovat laskeneet tuntuvasti EKP:n heinäkuisen koronlaskun ja pankkijärjestelmän ylikvidiyyden vuoksi. Euriborkorot ovat itse asiassa laskeneet EKP:n ohjauskoron alapuolelle, sillä EKP:n maksuvalmiusjärjestelmän talletuskorko, joka on eräänlainen markkinakorkojen lattia, laski heinäkuussa nolnaan.
- Taluskasvun haurauden, vähäisten inflatiopaineiden ja finanssikriisin jälkihoidon vuoksi, oli odotettavaa, että keveän rahapolitiikan jakso tulee kestävämpään pitkään. Japanin valuuttaoperaatio vahvisti käsitystämme, että rahamarkkinakorkojen nousua ei ole odotettavissa huomattavan pitkään aikaan. **Japanin jo kaksikymmentä vuotta kestänyt nollakorkopolitiikka antaa osviittaa tulevasta.** Tallettajille tämä tulee merkitsemään pitkäaikaista, olemattomien talletuskorkojen aikaa ja velallisille korkokulujen laskua, mikäli velkojen korot on sidottu lyhytaikaisiin viitekorkoihin.
- Vuosi 2012 osoitti, että **rahoitusmarkkinoiden herkyys 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 alkukesällä 2012 markkinat hermostuivat Kreikan vaalien jälkeiseen tilanteeseen ja Espanjan vitkutteluun avunpyynnön esittämisessä pankkijärjestelmänsä pelastamiseksi.
- Vaikka erilaiset kriisit tapahtumahetkellä vaikuttavat merkittävilä, on tyypillistä, että vähitellen kriisi vaimenee ja syntyy jokin ratkaisu tai lopputulos. Epävarmuutta kuvaava osakeoptioiden volatiliiteetti 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 vuodenvaihteen ja Yhdysvaltojen alustavan budjettisovun jälkeen epävarmuus on laskenut varsin alhaiselle tasolle ja markkinat ovat luottavaisemmat kuin kertaakaan sitten kesällä 2007 alkaneen finanssikriisin aikana.**



- › 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 lähestyä tasoja, 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 syksyllä ja alkutalvella.** Taantumasta huolimatta yritysten tulokset ovat pysyneet varsin hyvällä tasolla ja pääsääntöisesti ne ovat olleet odotuksia paremmat. Yritykset eivät ole loppuvuonna juurikaan varoittaneet näkymiensä heikkenemisestä. 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 sijoittajat saattavat olla juuri nyt liian luottavaisia markkinoihin vaikuttavien talouden riskien suhteen.
- › **Pitkän aikavälin tarkastelussa arviomme, 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 vuodenvaihteessa selvästi 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 (varsinkin Kiina ja Etelä-Korea) sekä Venäjä. Heikoimmat tuotto/riski –suhteet taas löytyvät Itä-Euroopan maista ja latinalaisesta Amerikasta (pl. Brasilia). Myös Etelä-Afrikan arvostus on korkea suhteessa riskeihin. Tilanne ei ole olennaisesti muuttunut sitten viime syyskuun.


Kaavio 2. Osakekurssien nousua ja laskua puoltavia tekijöitä

(+) Osakkeet nousevat, koska:	(-) Osakkeet laskevat, koska	Kokonaisarvio nyt
Syksyn 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. Taantuma pitkittyä ja tulosodotuksia lasketaan.	+
Valtionlainojen korot ovat alhaisia, varsinkin jos inflaatio-odotukset nousevat jälleen velkakriisiin hellittäessä. Osinkotuotto jo selvästi parempi kuin korkotuotto.	Yrityslainojen tuottoero edelleen kohtalainen suhteessa valtionlainoihin ja ne tarjoavat 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 kriiseistä huolimatta EKP:n, EU:n, IMF:n ja eurovaltioiden toimesta.	Euroalueen kriisi jatkuu, koska tilanteen hallinta edellyttää perimmiltään liittovaltiota ja päätöksenteon keskittämistä.	+ => -
Markkinoilla on vihdoinkin 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.	+

Taulukko 2. Osakkeiden arvostus ja ulkoinen tasapaino

	P/E	Vaihtotase / BKT, %						
		2013	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DM	13,3							
Yhdysvallat	13,3	-2,7	-3,1	-3,1	-3,0	-2,8	-2,8	
Kanada	13,6	-3,0	-3,6	-3,0	-3,8	-3,3	-2,6	
Australia	14,3	-4,3	-3,0	-2,3	-3,7	-4,4	-4,0	
Japani	19,7	2,9	3,7	2,0	1,1	1,3	1,5	
Saksa	11,3	5,9	6,0	5,7	6,1	5,5	5,3	
Alankomaat	11,0	5,2	7,7	9,7	7,9	7,4	7,6	
Ranska	11,0	-2,1	-2,2	-2,4	-2,2	-1,9	-1,8	
Italia	11,2	-3,1	-3,2	-3,8	-1,3	-0,8	-0,5	
Espanja	11,8	-5,7	-4,7	-3,7	-2,0	-0,7	0,2	
Kreikka	22,0	-11,2	-9,9	-9,6	-5,5	-4,5	-3,6	
Suomi	14,4	2,0	1,6	-1,1	-1,2	-0,8	-0,5	
Ruotsi	13,0	4,4	6,2	5,5	6,6	6,3	6,2	
Norja	10,8	13,8	12,8	14,4	15,0	14,9	15,2	
Tanska	15,4	3,4	5,9	5,7	5,5	5,4	4,5	
Sveitsi	13,9	10,6	14,3	10,5	12,5	11,5	11,0	
Iso-Britannia	11,3	-1,3	-2,5	-1,4	-3,5	-2,3	-1,8	
EM	10,9							
Kiina	9,8	4,9	3,9	2,7	2,6	2,3	2,1	
Intia	15,8	-1,7	-3,6	-3,8	-3,6	-3,7	-3,3	
Etelä-Korea	9,7	4,8	3,4	2,7	2,5	2,1	1,8	
Taiwan	14,4	11,3	9,2	9,1	9,0	8,1	7,2	
Malesia	15,0	16,1	11,1	11,0	6,0	7,0	6,5	
Thaimaa	13,0	8,4	3,1	1,7	0,1	0,4	0,4	
Indonesia	14,0	1,9	0,7	0,2	-2,0	-1,7	-1,5	
Filippiinit	17,3	5,1	4,2	3,1	3,0	2,9	3,4	
Venäjä	3,3	3,9	4,8	5,5	4,5	3,0	1,7	
Puola	12,5	-3,7	-5,0	-5,7	-3,5	-3,0	-3,7	
Tsekki	11,8	-2,4	-3,1	-2,7	-1,7	-2,0	-1,1	
Turkki	11,5	-2,2	-6,4	-9,9	-7,0	-7,0	-7,3	
Brasilia	11,8	-1,5	-2,2	-2,1	-2,3	-2,6	-2,6	
Meksiko	15,3	-0,6	-0,4	-1,0	-0,7	-1,0	-1,2	
Chile	17,8	2,0	1,5	-1,4	-3,0	-3,0	-2,6	
Kolumbia	15,1	-2,1	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-2,9	
Argentiina	8,6	3,7	0,8	-0,1	0,3	0,1	-0,1	
Etelä-Afrikka	13,6	-3,6	-1,5	-3,6	-5,9	-5,5	-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 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.f

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.