

# Markkinakatsaus

Heinäkuu 2010

## Stimuluksen osittainen päättyminen pitää sijoittajia varpaillaan kasvun hiipuessä

Riskilliset omaisuuslajit korjasivat hyvin kesäkuun alkupuolella toukokuun voimakkaan myynnin jälkeen. Kuun puolivälin jälkeen kuitenkin sijoittajien huoli valtioiden talouden tukitoimien (stimulus) osittaisesta loppumisesta jäyti markkinasentimenttiä siinä määrin, että varsinkin osakemarkkinat laskivat kuun loppupuolella melkoisesti. Laskemme osakkeiden painoa allokatiossamme lievään ylipainoon puhtaasta ylipainosta. Emme usko yritysten Q2-tulosten pettävän odotuksia pahasti, mutta näkyvien kommunikointi markkinoille tulee olemaan odotuksissamme sen verran heikkoa, ettemme usko analyytikoiden ja sijoittajien olevan keskimäärin valmiita nostamaan yrityskohtaisia tulostenusteitaan merkittävästi loppu- ja ensivuodelle. Tämän johdosta makroluvut ja sentimentti ajavat mm. osakemarkkinoita kesän yli ja siksi heilunnan lisääntymisen vuoksi laskemme osakkeiden painoa hieman. Globaali talouskasvu on selvästi hiipumassa tämän vuoden toiselle puoliskolle mentäessä ja yhdistettynä huoliin valtioiden velkaantumismuutosten edelleen kiihtymisestä on ajanut sijoittajat selvästi pienentämään riskillisten omaisuuslajien painoa. Korkomarkkinoiden ja vaihtoehtoisten sijoitusten suhteen emme tee muutoksia allokatiiossa.

Korkomarkkinoilla riskinkaihtamisen seurauksena korkotasot riskittömmimmässä valtionlainoissa ovat laskeneet joka puolella maailmaa. Yhdysvaltojen valtion 10-vuoden korko on alle 3 % ja Saksan pidempien valtionlainojen tuottotasot ovat myös laskeneet voimakkaasti osittain jo Lehmanin konkurssin aikojen alapuolelle (10v 2,55 % ja 30v 3,25 %). Myös Japanissa 10v valtionkorko on laskenut jo lähelle 1 %:a. Globaalisti suurilla tasesijoittajilla (mm. eläke- ja henkijä sijoittajat) on voimakasta tarvetta suojata korkoriskiasemaansa riskillisten omaisuuslajien laskujen

aikana ja tämä on osaltaan vaikuttanut valtionlainojen ja koronvaihtosopimusten tuottotasojen laskuun. Lisäksi inflaatioympäristön tämänhetkisen maltillistuminen ja odotukset tulevasta inflaatiourasta ovat pitäneet korkoriskin ostajat liikkokannalla. EKP:n pisimmän vuoden mittaisen markkinaoperaation (450 mrd eur) erääntyminen kesäkuun lopussa ja keskuspankin keskittyessä nyt lyhyempien (3kk) likviditeettioperaatioiden tarjoamiseen markkinoille, ovat nostaneet hieman euribor-korkoja. Rahamarkkinoilta lähti noin 200 mrd euron edestä likviditeettiä. Ennakoimme lyhyimpien euribor-korkojen nousevan maltillisesti syksyllä kohti EKP:n 1 %:n ohjauksen tasoa. Kaiken kaikkiaan erityisesti Espanjan ja muiden eteläisen Euroopan maiden valtioiden ja pankkien pääsy markkinoille (valtionlainojen emittointi, markkinarahaa saatavuus ja hinta) on edelleen keskeisimpiä tämän hetken huolia rahoitusmarkkinajärjestelmässä euroalueella. Rahamarkkinapainomme pysyy alipainossa, kuten myös valtionlainojen allokatiopainomme. Yrityslainat pidämme neutraalissa ja high yield -lainat lievässä ylipainossa EMD-markkinoiden kanssa.

Makroluvuissa on kesäkuussa ollut selvää ristivetoa ostopäällikköiden luottamuslukujen taipuessa alas erittäin vahvoilta tasoiltaan. Erityisesti uusien tilausten ja varastotilannetta kuvaavien alaindeksien suhteen kääntymisen alas ennakoimme maltillistumista reaali talouden kysynnän tasosta samalla kun yrityksissä valmistaudutaan mahdolliseen stimuluksen jälkeiseen aikaan. EKP:n poistaessa ylimääräistä likviditeettiä ja samalla mm. USA:n asuntomarkkinaluja alkuvuonna piristäneiden verohuojennuksien vaikutuksen poistuminen on ajanut markkinaosapuolet selvästi puntaroimaan tämän vuoden loppupuoliskon kysynnän tasoja. Ennakoimme itse

tuloskasvun pysyvän vielä hyvällä tasolla (12kk eteenpäin katsova tuloskasvuvauhti +27 % USA:ssa) mutta signaalointi ja tulosohjeistus yrityksillä ovat edelleen heikkoja. Laskemme USA:n allokatiopainomme osakkeiden sisällä neutraaliin lievästä ylipainosta ja nostamme vastaavasti Euroopan painoa lievästä alipainosta neutraaliin. Kotiutamme näin voitot tästä suhteellisesta suosituksistamme. Kauppakumppaneiden suhteella painotettu euron kurssi on heikentynyt voimakkaasti Q2:lla ja tämä on jo näkynyt vientiluvuissa ja vientiyritysten tilauskannassa euroalueella. Suhteellisesti tarkasteltuna euroalueen teollisuusyritykset ovat yliperformoineet USA-verrokkejaan touko-kesäkuussa ja ennakoimme tämän kehityksen jatkuvan. Suurempi kysymysmerkki kohdistuukin juuri siihen, että Kiinan kysynnän ja luottamusindikaattoreiden taipuminen raha- ja finanssipolitiikan kiristymisen jälkeen on jättänyt suuren euroalueen vientimarkkinan kysynnän tason epäselväksi. Ennakoimme Kiinan talouskasvun olevan tänä vuonna kuitenkin n. 10 % eli trendikasvuvauhdin mukaisesti.

Vaihtoehtoisten sijoitusten puolella emme tee muutoksia heinäkuulle. Neutraali asemointi allokatiiossa säilyy. Raaka-aineiden puolella perustilanne ei ole muuttunut. Kiinan kysynnän luvut ajavat teollisten metallien sentimenttiä ja maatalouden hyödykkeissä ristiveto jatkuu. Tosin viimeisimmät USDA-luvut viljelyalan kehityksestä käänisivät maissin laskutrendin tältä erää. Hedge fundeissa on selvästi nähtävissä yleisenä piirteenä, että long/short equity -managerit ovat varsinkin varovaisilla positioilla liikkeellä. Sama koskee valuuttamarkkinoille sijoitettavia hedge fundeja yleisellä tasolla.

### Markkinatuotot 29.6.2010

	Tuotto 1kk	Tuotto 2010	Tuotto 1v
JPM Money Mkt	0,09 %	0,51 %	1,26 %
JPM EMU Govt	-0,92 %	2,24 %	5,17 %
Barclays Infl. Linked	-1,05 %	1,33 %	5,44 %
JPM Credit Index	0,46 %	3,86 %	9,73 %
JPM High Yield	1,07 %	5,57 %	33,00 %
JPM GBI EM Divers. (LC)	2,01 %	21,72 %	32,69 %
JPM EMBI+ (HC)	1,88 %	5,08 %	17,27 %

Osakemarkkinat	Tuotto 1kk	Tuotto 2010	Tuotto 1v
OMXH Mid Cap	0,19 %	1,77 %	29,33 %
Euro Stoxx 50	-2,21 %	-13,82 %	6,44 %
Stoxx 600	-0,08 %	-3,69 %	18,46 %
S&P 500	-4,42 %	-7,56 %	13,26 %
Dow Jones	-2,63 %	-6,43 %	16,85 %
Nasdaq	-5,40 %	-6,81 %	16,36 %
Nikkei	-1,97 %	-9,25 %	-3,89 %
Hang Seng	2,44 %	-5,80 %	10,18 %
India	3,98 %	1,10 %	20,98 %
Russia (RTS)	-0,79 %	-4,97 %	37,39 %
Brazil	0,05 %	-9,64 %	20,43 %
MSCI Europe	-0,14 %	-3,91 %	17,83 %
MSCI World	-3,48 %	-10,36 %	10,09 %
MSCI Emerging Markets	1,00 %	-4,66 %	24,01 %
MSCI Latin America	0,38 %	-10,19 %	24,19 %
MSCI Eastern Europe	-4,35 %	-12,47 %	21,34 %

Vaihtoehtoiset sijoitukset	Tuotto 1kk	Tuotto 2010	Tuotto 1v
S&P Commodity TR	0,11 %	-11,55 %	-5,72 %
Oil (spot)	1,04 %	-8,22 %	0,69 %
Gold (spot)	2,26 %	13,34 %	32,74 %
HFRX Global HF	-0,83 %	-1,14 %	5,81 %

Valuuttakurssit	29.6.10	28.5.10
EURUSD	1,219	1,227
EURJPY	107,98	111,770
USDJPY	88,60	91,060
EURGBP	0,81	0,849
EURSEK	9,51	9,633
EURNOK	7,94	7,962

Korkotasot	29.6.10	28.5.10
FED	0,25	0,25
ECB	1,00	1,00
BoJ	0,10	0,10
BoE	0,50	0,50
Euribor 3m	0,76	0,70
Euribor 12m	1,31	1,26
Germany10y	2,56	2,68
iTraxx Europe 5 v (IG)	133,04	117,88
iTraxx Crossover 5 v (HY)	584,52	556,45

## Korot

### Menneet tapahtumat

Euroopan korkomarkkinoilla päämielenkiinto on ollut eteläisen Euroopan valtioiden velan rullaukset markkinoilla. Valtionlainojen huutokauppojen kysyntä ja tulokset näyttävät monien vuosien jälkeen jälleen merkittävää roolia yleisessä riskinottamisen halukkuudessa ja erityisesti kesäkuussa Espanjan tilanne oli luopissa. Espanjalaisten pienempien säästöpankkien (Cajas) fuusiot sekä pienien pankkien ylipäättään pääsy markkinaraahaan pitivät sijoittajia varpaillaan likviditeettihuolien kiihtyessä. BBVA ja Santander kyllä kykenivät rahoittamaan itseään markkinoilla, mutta EKP:n limiittejä käytettiin tiuhaan. Kokonaisuutena pahasti velkaantuneiden maiden kyky huolehtia velkataakastaan kulminoituu juuri markkinoille pääsyyn ja tämä taas uskottavaan ja läpinäkyvään tapaan kommunikoida eriasian tilat markkinoille. Jo itsessään valtionvelka/BKT-suhteiden pääsy yli 100 %:n on ongelmallista velan rullauksen suhteen varsinkin jos BKT on jo laskutrendillä, kuten usein näissä tilanteissa on. Kesäkuussa "Club-Med -valtioiden" lainojen tuottoerot nousivat Espanjan

*Espanjalaisilla pankeilla vaikeuksia saada markkinarahaa*

### Nykytilanne

Korkotason voimakkaan laskun jäljiltä sijoittajat ovat uuden tilanteen edessä Euroopassa. Vallitseva korkotas Saksan valtionlainoissa ei täytä sijoittajien tuottovaatimuksia juuri millään tavalla, vaan tämän hetkinen hinnoittelu kuvastaa voimakasta pelkoa disinflatorisen kehityksen kiihtymiselle ja lopulta varautumista deflaatioon. Keskuspankkien koronnosto-odotuksien siirtäminen tulevaisuuteen on myös vaikuttanut pidempien maturiteettien lainojen tuottotasojen laskuun samalla kun riskillisten omaisuuslajien arvot ovat sulaneet sijoittajien salkuissa. EKP:n suhteen emme odota ohjauksen nostoa tänä ja ensi vuonna ja sama pätee FEDiin. EKP on ostanut tähän mennessä noin 55 mrd eurolla valtionlainoja pois markkinoilta – lähinnä Kreikan, Portugalin ja Irlannin lainoja. Määrä vastaa noin 10 %:a näiden maiden ulkona olevasta lainakannasta, joten aivan mitättömästä operaatiosta ei ole kyse. Pidemmällä aikavälillä tietenkin vallitseva tilanne, jossa keskuspankki tarjoaa ainoana merkittävänä toimijana likviditeettiä valtioiden velkamarkkinoilla, ei ole kestävä. EKP on kommunikoinut, että se aikoo ns. steriloida ostojen vaikutukset, eli poistaa saman euromäärän likviditeettiä

*Deflaatiouhka edelleen päällä*

### Tulevaisuus

Yrityslainamarkkinoilla sijoitusvirta-analyysi kertoo sijoittajien lisäävän edelleen IG-painojaan (investment grade) salkuissaan. Matalista alla olevista korkotasosta huolimatta erityisesti uudet emissiot kiinnostavat. Näemme edelleen potentiaalia yritysainoissa ja pidämme allokatiopainomme siltä osin neutraalissa. High yield -lainten suhteen säilytämme selektiivisen otteemme. Metsäyhtiöiden osalta positiivisempi viestintä luottoluokittajilta on tukenut jälkimarkkinoiden tuottotasoa. Haemme edelleen mahdollisuuksia GBP- ja USD-markkinoilta näissä lainoissa. Keskeisissä valuutoissa tilanne on sijoittajille identtinen – käteinen ei tuota mitään ja tuottoa on haettava mm. yritysainojen riskipremioista. Valtiolainamarkkinoilla jatkuu voimakas pako laatuun. Saksan valtionlainojen tuottotasot ovat painuneet ennä-

*Korkotas pysynee matalana*

johdolla varsinkin johdannaismarkkinoilla (CDS) selvästi lähelle kaikkien aikojen huipputasojansa uudelleen kevään jälkeen. Kesäkuussa 20% näiden maiden pankkien velasta oli rullattavana eteenpäin.

Saksan valtionlainojen tuottotasot puolestaan jatkoivat laskuaan kesäkuussa pidemmissä maturiteeteissa, mutta lyhyemmät lainat (2v 0,67 %) ovat polkeneet jonkin aikaa paikoillaan. EKP:n pankkijärjestelmän likviditeetin kuivaamisen jälkeen myös rahamarkkinakorkojen johdannaismarkkinoilla on ollut painetta kohti korkeampia korkotasoa.

Yrityslainojen puolella kesäkuussa saatiin tukku uusia emissioita niin pankki-, rahoitus-, kuin teollisuusyritystenkin puolelta. Olimme aktiivisesti mukana skandinaavisten nimien emissioissa lähinnä teollisuusyritysten puolella. Emissioissa usein mukana oleva lisäpremio jälkimarkkinoilla vallitsevaan tuottotasoon nähden oli jälleen voimissaan. Suomalaisista uusista yritysainoista erityisesti NesteOilin 2015-laina oli 4-5 kertaa ylimerkitty.

markkinoilta. Kesäkuun lopussa se ei ihan täysimääräisesti tähän kyennyt.

Yritys- ja high yield -lainat ovat pärjänneet suhteellisesti tarkasteltuna muihin riskillisiin omaisuuslajeihin hämmästyttävän hyvin. Osittain tätä saattaa selittää maltillinen jälkimarkkinakaupankäynti. Joka tapauksessa on merkillepantavaa, että selektiivisesti tarkasteltuna näyttää siltä, että sijoittajat antavat arvoa mm. defensiivisten yritysainojen ja high yield -lainten tuottoprofiilille edelleen vaikka luottoriskilisät ovat tulleet voimakkaasti alas viime vuoden tasoistaan. Ennusteita itse luottohäiriöasteista ei ole juuri nostettu keväällä. Sijoittajat näkevät vahvoilla taseilla liikkeellä olevat yritykset selvästi jopa jotain valtioita turvallisempina kohteina veronkanto-oikeudesta huolimatta. Osakkeisiin nähden vaikuttaa siltä, että markkinoilla rauhallisemman talouskasvun skenaario riittää tämän hetkisillä luottoerotasolla kauppa käyväälle yritysainamarkkinalle, kun taas osakemarkkinat tuntuvat tarvitsevan kasvumomentin kiihtymistä lyhyellä aikavälillä, jota nyt ei ole juuri luvassa.

tyksellisen alas ja olemme pudottaneet korkosalkusamme korkoriskiherkkyyttä voimakkaasti. Ennakoimme tuottotasolla olevan tilaa nousta taktisluonteisesti, ja siksi emme ole lisäämässä näillä tasoilla duraatiota salkkuihimme. Ennakoimme eteläisen Euroopan maiden velan rullausten jatkuvan markkinoiden huolenaiheena, sillä pienikin särö kysyntään ajaa näiden maiden CDS-tasot välittömästi leveämmälle ja lisää turbulenssia muissakin riskillisissä omaisuuslajeissa. Kehittyvien maiden lainoissa tilanne jatkuu tuottomielessä positiivisena. Monen EM-valtion valuuttaa on ajettu heikommalle tasolle touko-kesäkuussa ja tämä avaa mahdollisuuksia paikallisvaluutoissa noteeratulle EMD-markkinalle. Olemme toistaiseksi pitäytyneet Euroopan EMD-markkinoilla Puolan valtion 5-vuoden sektorissa.

## Osakkeet

### Menneet tapahtumat

Taluskasvu näyttää taipuneen monella mittarilla tarkasteltuna G3-alueella parhaimmalta tasoltaan ja erityisesti osakemarkkinat ovat olleet haavoittuvaisia tästä. Luottamuslukujen valossa mm. uusien tilausten ja varastotilannetta kuvaavien indikaattoreiden suhde povaa teollisuudessa nyt pienen rauhoittumisen aikaa lyhyemmän aikavälin buumin jäljiltä. Maanosien välillä on kuitenkin merkittäviä eroja tässä. Heikentyneen euron avittamana näemme eurooppalaisten vientiyritysten näkymät nyt selvästi atraktiivisempina kuin USA:n verrokkien. Teollisuusyritysten osakekurssit euroalueella ovat jo nyt yliperformoineet jenkkikilpailijansa ja yleisindeksit Euroopassa. Ylipäätään myös Skandinavian pörssit ovat pärjänneet kesäkuussa muita eurooppalaisia indeksejä paremmin.

Markkinaheilunta (volatiliteetti) säilyi kesäkuussa korkealla tasolla (odotettu ja realisoitunut) sijoittajien tankatessa suojaa johdannaismarkkinoilla. Tekninen kuva näyttää edelleen hauraalta monen markkinan käydessä kauppaa alle 200 päivän liukuvien keskiarvojen, joita markkinoilla seurataan yleensä pidemmän

*Huolet taluskasvun rauhoittumisesta painavat osakkeita riskipremioiden noston jälkeen*

*Tulosvaroituksia harvakseltaan*

### Nykytilanne

Tulosvaroituskauti on parhaillaan meneillään ennen Q2-tuloksia ja viesti on varovaisen positiivinen. Positiivisten ja negatiivisten tulosvaroitusten suhde puoltaa Q1:sen luotsaamaa kehitystä, eli odotuksissa näyttäisi olevan kohtalaisen hyvin menevä tuloskausi. Ennakoimme tuloskasvuvauhdin pysyvän nykyuralla, mutta ohjeistus tulee olemaan valjua, joka pitää osakkeiden hintaheiluntaa korkealla tuloskauden yli. Analytiikot eivät siten pääse vielä nostamaan laajalla pohjalla merkittävästi tulosennusteitaan, joka perinteisesti on merkinnyt markkinoilla myös nostetta kurssihin.

Lisäämme edelleen eurooppalaisten osakkeiden painoa salkuissamme neutraaliin USA:ta vastaan. Ylipäätään ylipainotamme Euroopan sisällä sellaisia yrityksiä nyt salkuissamme, joilla on vakaa vientimarkkina

### Tulevaisuus

Osakemarkkinoiden päähuomio alkaa heinäkuussa kääntyä tämän vuoden toisen vuosineljänneksen tuloksiin. Ohjeistus on mielestämme se mahdollinen yllätysmomentti, joka sitten kääntää markkinasentimenttiä, joskaan emme usko, että yleisellä tasolla loppuvuodesta saati sitten vuonna 2011 uskalletaan laittaa päätä pahemmin vielä vadiille. Katseemme ovat kohdistuneet erityisesti Euroopassa vientiyritysten tilauskantatilastoihin. Selvästi heikomman euron vaikutus on jo näkynyt osakekurssissa ja nyt on tilauskantojen vuoro. USA:n BKT-ennusteita vuoden toiselle neljännekselle on kiireen vilkkaa reivattu alemmas markkinoilla. Dollarin viime päivien heikentyminen kuvastaa tätä osaltaan, joten nopeat korjaukset euron kurssissa ylemmäs ei ole poissuljettu, sillä positiointi on selvästi euro-shorteille päin kallistunut. Emme kuitenkaan usko tällä hetkellä,

*Q2- tulokset paljon vartijana*

aikavälin trendin yhtenä pääindikaattorina. Markkinoilla tiedetään tilanne, ja lunastuksia on näkynyt osakerahastoissa globaalisti. BoA/Merrill Lynchin tilastojen mukaan myös instituutiosijoittajat USA:ssa ovat jatkaneet kesäkuussa osakepainojen leikkaamista. Vain 24 %:a ilmoitti ylipainottavansa osakkeita vertailuindekseihinsä nähden (ed. toukokuu 30 % ja huhtikuu 52 %). Pankkiosakkeita on pitänyt jumissa pankkien stressitestien tulosten odottelu ja ylipäätään tulevan valvontakehikon muoto. Euroopassa pankkien stressitestien tuloksia alkaa tippua heinäkuun lopussa. G-20 -kokouksessa Torontossa ei vielä päästy konsensukseen mm. globaalista "pankkiverosta" ja muutoinkin valvonnan suhteen ollaan menossa pahimpia markkinaodotuksia vastoin hieman matalammalla rimalla.

Energiasektori on sekä USA:ssa että Euroopassa selvästi aliperformoinut kesäkuussa. BP:n osake on suurella painolla näissä alaindeksissä. Meksikonlahden tilanne on eräänlainen vedenjakaja tällä hetkellä. Öljysektorin suhteen on merkittävää epävarmuutta lyhyellä aikavälillä, mutta pidemmällä aikavälillä ennakoimme tapahtumien vain vahvistavan öljyn hintakehitystä.

mm. EM-maissa ja joiden taseet ovat vahvoja. Samoin Suomen (Nokiasta huolimatta) ja Skandinavian pörssien kehitys on ollut merkittävästi parempi kuin Euroopassa keskimäärin. Kotiutamme myös syklistä ylipainoamme Suomesta ja muista pohjolan pörseistä.

Säilytämme kehittyvien maiden ylipainosuosituksemme. Nämä markkinat ovat kyllä verrattain herkkiä kansainvälisen sijoitusvirran edessä heikomman likviditeetin vuoksi, ja omaavat siten negatiivisen momentin kerrannaisvaikutuksia, mikäli riskinottamisen kaihtaminen pitkittyy. Näemme EM-maiden pörseissä joka tapauksessa arvoa moniin länsipörseihin verrattuna vahvemman kotimaisen kysynnän vuoksi. Arvostustasot yleisesti tarkasteltuna näissä maissa eivät ole häiritsevän kalliita (Hang Seng eteenpäin katsova 12kk P/E 13,0 ja P/B 1,5 sekä osinkotuotto 3 %).

että vientisektori euroalueella korjaisi alkaneen suhteellisen yliperformanssinsa, vaan valuuttakurssien tulisi korjata massiivisemmin. Heinäkuun puolenvälin jälkeen saamme sitten enemmän faktaa Q2:sen tulosten muodossa, mutta kuten todettua, emme usko merkittäviin negatiivisiin yllätyksiin itse tuloksissa.

Arvostustasot ovat edelleen osakemarkkinoilla houkuttelevalla tasolla. Euro Stoxx 50 -indeksin eteenpäin katsova P/E on 9,2 ja P/B 1,1. S&P 500 -indeksillä vastaavat kertoimet ovat 11,8 ja 1,8. Ollaan siis jälleen viimeaikaisten arvostustasoliikkumavälien alalaidassa. Eteenpäin katsovat osinkotuottotasoennusteet konsensussmielessä ovat myös varsin mielenkiintoisilla tasoilla verrattuna riskittömiin korkotasoihin. Euro Stoxx 50 -yhtiöillä ollaan 4,95%:n tasoilla ja Englannissa FTSE 100 -indeksissä 4,01%:ssa.

# Vaihtoehtoiset sijoitukset

## Kiinteistöt

Kiinteistöissä emme tee mitään mullistavaa liioin. Allokaatiopaino pysyy neutraalissa. Matala korkotaso Euroopassa on paikoin ajanut asuinhuoneistojen hintoja hetkellisesti ylös, mutta pidemmällä aikavälillä allokatiivisesti liikekiinteistöjen kohdalla neutraali asetelma on vielä omiaan. USA:ssa rakentajien oma luottamusindeksi on pohjannut, mutta mistään merkittävästä tasokorjauksesta ei missään nimessä voi puhua. Asuntojen hinnat ja kauppamäärät saivat selvän piristysruiskeen verohuojennuksien vuoksi toukokuun loppuun mentäessä, mutta kesäkuun tilastoluvut toistaiseksi ovat olleet varsin pehmeitä

## Vaihtoehtoiset sijoitukset

Pääomasijoitusmarkkinan suhteen alipainotuksemme säilyy edelleen. Vielä ei ole mielestämme aika lisätä private equityä merkittävästi salkkuihin.

Vaihtovelkakirjalainojen suhteen säilytämme neutraalin allokaatiopainomme. Osakekurssien lasku on painanut myös vvk-markkinaa ja painon lisäys saa nyt odottaa.

Hedge fundeissa säilytämme myös lievän ylipaino suosituksemme. Hedge fund -salkunhoitajat yleisessä tarkastelussa ovat olleet varsin varovaisilla positioilla liikkeellä vuoden alusta lukien. Myös valuuttapuolen hedge fundit ovat ajaneet melko varovaisilla positioilla tämän vuoden.

## Hyödykkeet

Hyödykemarkkinoilla pitäydymme lievässä ylipainossa. Raakaöljyn hinta on noussut edelleen ja ennakoimme Meksikonlahden tilanteen pitävän pidemmällä aikavälillä raakaöljyn hintaa nousussa. Erityisesti teolliset metallit ja energia-sektori on kuitenkin reagoinut herkästi osake-markkinoiden hinnoitteluun ja yleiseen riskinotamisen halukkuuteen nykyisessä makroympäristössä. Maatalouden raaka-aineissa uusimmat peltoalatilastot USA:ssa osoittivat viljelyalan niukkuutta ja käänivät mm. maissin hinnan laskutrendin voimakkaasti. Ennakoimme maatalouden raaka-aineiden hintojen kehittyvän kohtalaisen suotuisasti kesän yli. Indeksitasolla S&P Commodity -indeksi tuotti kesäkuussa varovaisen 0,75%:a mutta vuoden alusta ollaan vielä pakkasella -11%:a.

Markkinanäkemys (muutos edelliseen kuukauteen)		Kuukausikohtainen suositus 6/2008 – 7/2010 *																								
		6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6
Korot: Lievä alipaino	(=)	4	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	3	3	3	4	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2
Eurooppa rahamarkkinat: Alipaino	(=)	5	5	5	5	5	5	5	5	4	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Eurooppa valtionlainat: Alipaino	(=)	2	2	3	4	4	3	3	1	1	2	2	1	2	2	3	2	2	2	1	1	2	2	2	1	1
Investment Grade: Neutraali	(=)	4	3	3	3	3	3	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	4	4	4	4	3	3	3
High Yield ja strukturoidut tuotteet: Lievä ylipaino	(=)	4	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3	4	3	3	3	2	3	3	3	4	4	4	4	4	4
Kehittyvien markkinoiden korot: Lievä ylipaino	(=)	4	5	5	4	4	4	4	4	4	3	3	3	2	2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4	4
Inflaatio: Lievä alipaino	(=)	4	3	3	3	3	4	4	3	2	3	2	2	3	3	2	3	2	2	1	2	2	1	2	3	2
Osakkeet: Lievä ylipaino	(-)	1	2	2	2	2	2	1	3	3	2	2	4	4	3	3	4	4	3	3	4	5	5	5	3	5
USA: Neutraali	(-)	3	3	2	2	2	2	2	3	3	3	4	3	3	3	4	4	3	3	4	4	4	4	5	4	3
Eurooppa: Neutraali	(+)	1	1	2	1	1	1	1	2	2	2	2	3	3	3	2	2	3	3	2	2	2	2	2	1	2
Japani: Lievä alipaino	(=)	2	2	2	2	2	1	2	2	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1	2	2	2	2
Kehittyvien markk. osakkeet: Ylipaino	(=)	3	3	2	2	2	3	3	4	4	3	4	4	5	5	4	4	4	3	4	4	5	4	5	5	5
Vaihtoehtoiset sijoitukset: Neutraali	(=)	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3
Pääomasijoitukset: Alipaino	(=)	3	2	2	2	2	3	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kiinteistöt: Neutraali	(=)	1	1	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1	3	3	3	4	4	4	4	4	3	3	3	3	3
Hedge-rahastot: Lievä ylipaino	(=)	5	5	5	5	5	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	3	4	4	4	4	4	4	5	5	4
Vaihtovelkakirjalainat: Neutraali	(=)													4	4	4	3	2	2	2	3	3	3	3	2	3
Hyödykkeet: Lievä ylipaino	(=)	3	3	3	1	1	3	4	4	4	4	4	4	3	2	3	3	4	3	3	4	3	3	4	4	4

\* Kuukausikohtaisten suositusten selitteet: 1 = Alipaino, 2 = Lievä alipaino, 3 = Neutraali, 4 = Lievä ylipaino, 5 = Ylipaino