

OMA SALKUN  
TIETOTURVA  
(s. 4)

OSINGOISTA,  
VEROISTA,  
KULUISTA  
(s. 14)

PESSIMISMEN  
ÖVERVÄRDERAD?  
(s. 29)

# SELIGSON & CO NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 1 / 2017



PITKÄT  
AIKASARJAT  
(s. 5)

SELIGSON  
& CO

Yksinkertainen on tehokasta.

## SISÄLLYS

### ARTIKKELIT (YMS.)

OSTOVOIMAN KESTOTUHOLOAISET	3
OMA SALKUN TIETOTURVA	4
PITKÄT AIKASARJAT	5
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ	20
PESSIMISMEN ÖVERVÄRDERAD?	29
JOS KAIKKI... (SARJAKUVA)	31

### AKTIIVISET RAHASTOT

Varainhoitorahasto Pharos	7
Phoenix	10
Phoebus	13
Russian Prosperity Fund Euro	16
Tropico LatAm	18

### KORKORAHASTOT

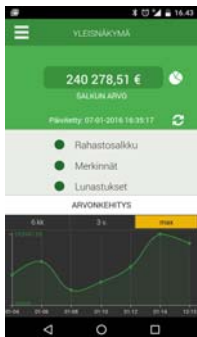
Rahamarkkinarahasto AAA	21
Euro-obligaatio	21
Euro Corporate Bond	22

### PASSIIVISET OSAKERAHASTOT

Suomi Indeksirahasto	22
OMX Helsinki 25 ETF	23
Eurooppa Indeksirahasto	23
Aasia Indeksirahasto	24
Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	24
Global Top 25 Brands	25
Global Top 25 Pharmaceuticals	25
Kehittyvät markkinat	26

### VÄLITYSRAHASTOT

DFA Emerging Markets Value	26
DFA European Small Companies	27
DFA US Small Companies	27
Spiltan Aktiefond Sverige	28
Spiltan Aktiefond Stabil	28



### JOKO SINULLA ON TASKUSALKKU?

Seligson & Co:n mobiilisovellus löytyy sekä Android-laitteille että iPhoneille.

Taskusalkulla näet milloin vaan esim. salkkusi jakauman, markkina-arvot ja niiden muutokset. Mukana ovat myös blogipalstamme, rahastojen avaintietoesitteet ja pankkitilit.

Lue lisää: [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## KATSAUKSET NOPEAMMIN SÄHKÖISESTI!

Oma salkku -palvelussa voit määrittää haluatko katsauksen sähköisesti vai paperipostilla. Saat sähköpostiin tulevan pdf-katsauksen normaalisti yli viikkoa nopeammin kuin paperiversio.

Valinta tehdään Oma salkun etusivun alalaidasta, kohdasta "Omat asetukset". Sen voi tehdä vaikka kullekin neljännesvuosikatsaukselle erikseen.

**Tämä katsaus** julkaistaan neljännesvuosittain. Sen lukuja ei ole tilintarkastettu.

Julkaisemme lisäksi kustakin rahastosta **avaintietoesitteiden** sekä kaikille rahastoille yhteisen **rahastoesitteiden**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoistamme ja niiden sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Suosittellemme huolellista perehtymistä rahastoesitteisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Rahastojen viralliset **osavuosikatsaukset** (puoli-vuosittain) ja **vuosikertomukset** sisältävät mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet. Viralliset katsaukset sisältävät tilintarkastetut luvut.

Julkaisumme löytyvät internetistä [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi) ja niitä voi tilata sähköpostilla [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi) tai puhelimitse 09 – 6817 8200.

Seligson & Co Oyj vastaa varainhoidosta ja rahastojen välityspalveluista.

Sijoitusrahastoja hallinnoi sen täysin omistama tytäryhtiö Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj.

### Rapportering på svenska

Fondernas **faktablad**, den för alla våra fonder gemensamma **fondbroschyren** samt alla nyckeluppgifter och en del av rapporterna för de aktiva fonderna publiceras på svenska på vår webbplats, [www.seligson.fi/svenska/](http://www.seligson.fi/svenska/).

Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen vår kundservice, tel. 09 – 6817 8200, eller skicka epost till [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi).

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj  
ja Seligson & Co Oyj, 2017

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro  
Piirroket: Jan Fagernäs

### Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta.

Itse asiassa se ei kerro siitä juuri mitään.

### Rahastoihin sijoitetun varallisuuden arvo voi nousta tai laskea, eikä ole takeita siitä, että sijoitetun pääoman saa takaisin.

On siis hyvä ymmärtää mihin sijoittaa ja sijoittaa vain sellaiseen, minkä ymmärtää.

Kaikki palvelut myös maksavat tavalla tai toisella ja aina on järkevää ottaa selvää siitä, mistä itse asiassa maksaa ja kuinka paljon.

### Kustannuksilla on merkitystä.

Jo parin prosentin vuosikulu vähentävät merkittävästi (jopa huomasti!) pitkäaikaisen sijoituksen tuottoa. Tarkemmin laskureillamme:

[www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tyokalut/](http://www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tyokalut/)



Yksinkertainen on tehokasta!



Jos ostovoimaa on enemmän kuin tarvitsee kulutukseen juuri nyt, voi varallisuuttaan siirtää tulevaisuuteen periaatteessa kahdella tavalla: säästämällä tai sijoittamalla.

Säästäminen on varastointia, jossa ei haeta varsinaista tuottoa. Riskit liittyvät lähinnä katastrofeihin: setelit pöytälaatikossa voivat palaa talon mukana tai pankki voi mennä konkurssiin.

Sijoittaja taas tavoittelee tuottoa, mutta ottaa tietoisesti riskin, että sitä ei ehkä tulekaan. Yritykset saattavat mennä konkurssiin, kiinteistö paljastuu hometaloksi ja kirjanpainajakuoriainen käydä komeasti kasvavan kuusikon kimppuun.

Riskin ottaminen on tuoton tavoittelun olennainen osa. Kukaan ei ole halukas maksamaan hyvää korvausta sille, joka ei itse halua ottaa minkäänlaista riskiä.

Toisaalta sijoittaminen isohkolla riskillä ilman kohtuullista korvausta ei tunnu kovin järkevältä. Pitkien korkojen markkinoilla ollaan edelleen hyvin lähellä tätä skenaariota.

Ostovoimaansa varastoivalla säästäjällä ja sille kasvua hakevalla sijoittajalla on yhteisiä harmejä. Varallisuuden säilymistä/kasvua nakertaa sekä inflaatio että säästämisen/sijoittamisen kustannukset.

Inflaatio tiedetään hyvin, mutta tunnetaan huonosti. Mediassa raportoidaan yleensä yksi luku: esim. se, että vuoden 2015 hintojen halpeneminen kääntyi 2016 taas juuri ja juuri normaalin "positiivisen" inflaation puolelle. Viimeksi saimme tietää, että kuluttajahintojen vuosimuutos oli 1,2 % helmikuussa 2017.

Tämä ei tarkoita, että kaikki hinnat olisivat nousseet. Selvästi kallistuneita kulutuskategorioita olivat mm. erilaiset öljypohjaiset polttoaineet, kun taas esimerkiksi asuntolainat ja kulutusluotot halventuivat. Miinuksen puolelle meni myös tomaattien ja kukkakimpujen hintakehitys.

Kuluttajahintojen mittaus perustuu ns. hyödykekoriin. Siihen tuodaan vuosittain mukaan suosiotaan lisänneitä tuotteita ja korista poistetaan hyödykkeitä, joiden osuus kokonaiskulutuksesta jää alle promilleen.

Online-ajan merkkejä on varmasti siinä, että vuoden 2017 alusta kulutuskoristamme poistui mm. kirjakerho, elokuvan vuokraus ja digiboksi. Hintaseurattavien hyödykkeiden joukosta häipyivät myös uistimet ja makuupussit. Retkeilyreput ja maalaustarvikkeet tulivat uusina mukaan. Moderni city-ihminen lähtee siis retkelle luontoon ja hahmottelee honkamaisemasta akvarellin, mutta ei yövy eikä kalasta...?

Jo näiden muutaman muutoksen perusteella näkee, että inflaatiota ei ole helppo mitata yli ajan. Mitä kauemmaksi mennään, sitä enemmän kulutustottumukset eroavat nykyisestä ja datan laatu huononee. Etenkään eri kulutushyödykkeiden painoja taloudessa ei kovin paljon taaksepäin tunneta, vaan joudutaan turvautumaan melko sattumanvaraisiin yksittäistietoihin.

Inflaatio ei sitä paitsi suinkaan ole kaikille sama. Henkilökohtainen hintakehitys saattoi hyvinkin olla helmikuussa miinusmerkkinen kuluttajalle, joka ei käyttänyt bensaa tai dieseliä, kilpailutti uusiksi asuntolainansa ja juhli saamaansa parempaa lainatarjousta tulppaanikimpulla.

Hintojen yleinen kipuaminen ylöspäin on silti todellista ja vähentää varastoimaan tyytyvän säästäjän ostovoimaa vääjäämättä. Hyvä on huomata, että täysin kuluton säästäminen on erilaisten palvelu- ja tilimaksujen vuoksi lähes mahdotonta, ja riskejäkin jää aina.

Monelle sijoittajalle taas kustannukset ovat inflaatiota pahempi tulevan ostovoiman tuholainen. Kulujen merkitystä konkretisoidaan Jarkko Niemen katsauksessa seuraavalta aukeamalta alkaen sekä Phoebus-rahaston osalta sivulla 14.

Hyvin hajauttavalla sijoittajalla, joka muistaa pitää kulut kohtuullisina, on pitkällä aikavälillä aivan erinomaiset mahdollisuudet aitoon reaaliuuttoon eli inflaation ylittävään ostovoiman kasvuun. Sijoittamatta jättäminen sen sijaan on paras tapa varmistaa, että nykyisten varojen ostovoima ei tule kasvamaan.

Sijoittajalle on tärkeää, että suurempia hermoilematta kestää osakemarkkinoiden liikettä ylös ja alas. Heiluntaa eli volatilitteettiä ei pidä liiaksi pelätä, kuten Peter Seligson muistuttaa ruotsinkielisessä kolumnissamme.

Heilunnan poistamisesta tuskin kannattaa myöskään maksaa monimutkaisten sijoitustuotteiden vaikeasti hahmotettavia kuluja, siis mm. niiden tuottoteikkureiden muodossa, joita liittyy useimpiin "pääomaturvattuihin" tuotteisiin. Pitkällä aikavälillä volatilitteetin rajoittamiseen tähtäävien rakenteiden kustannuksista tulee hyvin todennäköisesti iso ostovoimatuholainen.

Peruslogiikaltaan samanlaisissa sijoituskohteissa ei aiempi volatilitteetti juuri kerro tulevasta. Esimerkki läheltä: rahastojen tarkkaan säännellyissä avaintietoiteissa on ilmoitettava seitsemänportainen riskiluokka, joka perustuu lähimenneisyyden volatilitteettiin. Huhtikuun alussa jouduimme tämän vuoksi alentamaan Pohjois-Amerikka Indeksirahaston ja Kehittyvät markkinat -rahaston riskiluokkaa. Oikeasti tulevaisuuden riskit eivät tietenkään tämän vuoksi pienentyneet. Tiedämme niistä yhtä vähän kuin ennenkin.

Sijoittajan tärkein riskienhallinta ei liitykään yksittäisiin sijoituskohteisiin, vaan salkun kokonaisrakenteeseen. Jos on miettinyt riskitasonsa oikein – eli sijoittaa varoja, joita ei arjessa tarvitse ja pitää riittävää varakassaa – on heilahteluissa helppo nähdä myös "optioarvoa" eli voi odottaa rauhassa synkkien laaksojen jälkeen seuraavia entistä korkeampia kukkuloita.

Ja kun sinne asti pääsee, voikin olla hyvä aika hankkia uusi retkeilyreppu, heittää sinne pari tomaattia evääksi ja lähteä vanhan luottouistimen kanssa kunnon kalareissulle.

Ari Kaaro  
ari.kaaro@seligson.fi



Oma salkku -palvelussamme on monta eri tietoturva-ominaisuutta, mutta logiikka poikkeaa hieman pankkien käyttämästä vaihtuvien salasanojen järjestelmästä.

Oma salkun käyttötarkoituksin eroaa pankkien ohjelmistoista, sillä se on pääasiassa raportointijärjestelmä. Sen avulla ei siis pysty verkkopankin tapaan tekemään maksuja tai siirtämään varoja mille tahansa tilille.

Oma salkun kautta voi tehdä rahastolunastuksia, mutta varoja pystyy siirtämään vain omalle pankkitililleen. Pankkitilin taas voi vaihtaa vain pankkitunnuksilla tai erikseen kirjallisesti.

Lisäturvaksi voi myös valita asetuksen siitä, että jokainen lunastustoimeksianto tulee erikseen vahvistaa pankkitunnuksilla. Näin saa vaihtuvien salasanojen tietoturvan myös rahastolunastuksiin. Ominaisuus löytyy Oma salkun yläpalkin linkistä **Tietoturva** ja sen jälkeen vasemmalta **Lunastusten vahvistus verkkopankkitunnuksilla**.

Oma salkkuun tehtäviä sisäänkirjautumisiakin voi seurata. Ohjelman voi asettaa ilmoittamaan haluamaansa sähköpostiin jokaisesta kirjautumisesta tai vaihtoehtoisesti kirjautumisia voi seurata logitiedostosta, jossa näkyy kirjautumisten ajankohta ja kirjautujan ip-osoite. Nämäkin ominaisuudet löytyvät Oma salkun yläpalkin linkistä **Tietoturva** ja sen jälkeen vasemmalta **Kirjautumisilmoitukset** tai **Viimeisimmät kirjautumiset**.

Mobiilisovellus **Taskusalkku** pystyy toistaiseksi vain tarkastelemaan rahastosalkkuaan, mutta ei tekemään esim. rahastolunastuksia.

Oma salkusta voi hallita mobiilisovellusta käyttäviä laitteita, siis esim. käydä sulkemassa käyttömahdollisuuden tietyllä laitteella, jos se on vaikkapa hukkunut, huollossa tai jonkun muun käytössä. Tämäkin löytyy osiosta **Tietoturva** ja sen jälkeen vasemmalta **Mobiilisovellus**.

## OMA SALKUN TIETOTURVAHUOLTO

### 1. Vaihda salasanasi säännöllisin väliajoin

Oma salkun -osiossa **Tietoturva**.

Säilytä käyttäjätunnus ja salana erillään toisistaan. Älä käytä samaa salana useammassa verkkopalvelussa.

Älä luovuta salanaasi toisille. **Seligson & Co ei koskaan kysy salanaasi**, ei sähköpostilla eikä muutenkaan.

### 2. Seuraa Oma salkun kirjautumisilmoituksia (joko kirjautumisten sähköpostiviesteillä tai logitiedoston avulla).

Jos huomaat kirjautumisen, jonka epäilet olleen joku muu kuin sinä itse, vaihda heti salasanasi ja ilmoita asiasta myös meille.

### 3. Aseta päälle vaatimus lunastusten vahvistamisesta pankkitunnuksilla (ks. kuva alla).

### 4. Jos puhelin tai mobiililaite, jossa on Seligson & Co Taskusalkku, hukkuu tai on muuten poissa käytöstäsi, käy Oma salkku -palvelussa katkaisemassa käyttö kyseisellä laitteella.

**Kysymyksiä, havaintoja?** Mailaa [it@seligson.fi](mailto:it@seligson.fi) tai soita 09 - 6817 8217 (ark. 9-17).

**SELIGSON & CO** Byt språk

Raportit Rahastoluotain Toimeksiannot Rahastovalitus Asiakastiedot **Tietoturva** Poistu

Oma salkku

Salasana kadonnut? **Lunastusten vahvistus verkkopankkitunnuksilla**

Palvelun käytön katkaisu

Salasanan tai tunnuksen muuttaminen

Viimeisimmät kirjautumiset

Kirjautumisilmoitukset

**Lunastusten vahvistus verkkopankkitunnuksilla**

Vahvistus verkkopankkitunnuksilla vaaditaan

Seligson & Co Erottajankatu 1-3 FI-00130 Helsinki puh. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi)

**Lunastusten vahvistus pankkitunnuksilla.** Jos haluaa pankkitunnusten tasoisen suojan rahastolunastuksiin, voi Oma salkku -palvelun valikosta "Tietoturva" jatkaa vasemman laidan valintaan "Lunastusten vahvistus verkkopankkitunnuksilla" ja sen jälkeen klikata "Vahvistus verkkopankkitunnuksilla vaaditaan" ja painaa nappia "Vahvista". Tämän lisävahvistusvaatimuksen purkaminen onkin sitten hieman hankalampaa, luonnollisesti.

# PITKÄT AIKASARJAT

Jos muistan oikein, niin koulussa opetettiin, että hyvä tapa kaapata lukijan herpaantumaton huomio on aloittaa muinaisista roomalaisista, mutta nyt aloitan vielä kauempaa: kaksoisvirtojen maan sumerilaisesta kulttuurista, ainakin tuhat vuotta ennen roomalaisia.

Kasteluviljelyn mestareina ja ahkerina kauppiaina tunnetut sumerit keksivät mm. kirjoitustaidon (nuolenpääkirjoitus) ja ottivat käyttöön meille asti periytyneen 60 minuutin tunnin ja 360 asteen kehän. Syytä tämän *seksagesimaalijärjestelmän* synnylle ei tosin kerrottu ainakaan siinä 70-luvun eteläespoolaisessa koulussa, jossa seurasin opetusta korva tarkkana.

Sumerilaiset tiesivät, että ajanlaskuun käytetty tähtitieteellinen vuosi oli pidempi kuin 360 päivää, mutta helposti tasapäiviin jakautuva 360 päivän vuosi oli laskentaan kätevämpi. Ja mihin laskentaan? Korkolaskentaan tietysti – ja peräti korkoa korolle -laskentaan!

Korkolaskennan ns. saksalaisessa ja ranskalaisessa tavassa käytetään edelleen 360 päivän vuotta ja mm. rahamarkkinarahastomme sijoitustodistusten hinnoittelu perustuu tähän 4000 vuotta vanhaan traditioon. Britit ovat yrittäneet tuputtaa meille todellisiin päiviin perustuvaa korkovuottansa, mutta brexitin myötä siitäkin tällaisen vanhan korkomiehen mieltä häiritseväästään haihattelusta päästäneen lopullisesti eroon.

Tietoa sumerilaisista ja muutenkin rahoitusteorian historiaa muokkaavasta vaikutuksesta löytyy taloushistorioitsija William Goetzmännin tuoreesta kirjasta, joka nimetty amerikkalaisen raflaavasti: ”Raha muuttaa kaiken”<sup>1</sup>. Toivon, että se löytää tiensä monen päivittäisiä pörssiilikkeitä työkseen tai ajankulukseen seuraavan sijoittajan pöydälle, sillä se antaa varmasti perspektiiviä, vaikka ei ihan kaikkea muuttaisikaan.

Goetzmänn on myös yksi tuoreen eri varallisuuslajien tuottohistoriaa ja markkinoiden kehitystä käsittelevän tutkimuksen tekijöistä. Kyseessä on valtavasta kansainvälisten markkinoiden tuottoja käsittelevästä datamassasta koottu analyysi, joka antaa erinomaisen kuvan eri arvopaperimarkkinoiden historiallisista tuotto- ja riskiluvuista.<sup>2</sup>

## Maailma 1900 ja nyt

Oikeasti pitkä aikaväli tuo monia haasteita datan käsittelyyn. Tässä artikkelikokoelmassa on suurella työllä vertailukelpoistettu 116 vuoden ja 23:n eri maantieteellisen markkinan historialliset aikasarjat. Osakeindeksit ovat inflaatio- ja osinkokorjattuja, markkina-arvopainotettuja ja korkoindexit BKT-painotettuja. Aikasarjojen aukot, kuten sotavuodet, on huolella parsittu umpeen ja aikasarjoista saatu näin katkeamattomat.

Jos haluaa tarkastella markkinoiden nimellisiä tuottoja, löytyy kirjasta korjaussarja eri maiden inflaatioluvuista. Suomi pärjää kivasti osakemarkkinoiden tuottovertailussa, mutta surkea inflaatiohistoria näkyy alhaisina joukkolainatuottoina ja negatiivisina reaalisina rahamarkkinatuottoina (ks. taulukko oikealla.)

Jos 20-luvun hyperinflaatiomaat Saksa ja Itävalta poistetaan inflaatiovertailusta, on Suomi itse asiassa tilastossa kolmantena Italian ja Portugalin jälkeen. Tämä kannattaa muistaa, jos tuntee houkutusta uskoa, että ”markka takaisin” olisi taloutemme pelastava tekijä.

Pitkän aikavälin luvut havainnollistavat, miten paljon maailmanmarkkinoiden painot ovat vaihdelleet. Nyt ylivoimaisen markkinamahdin USA:n osuus maailman noteerattujen osakemarkkinoiden arvosta oli tammikuussa 1900 vain 15 %, Saksa oli muutaman prosenttiyksikön pienempi ja ykköspaikkaa piti teollisen vallankumouksen kehto Iso-Britannia, jonka osuus maailman markkinoista oli 25 %. Kuriositeettina pitää vielä mainita Venäjä, jonka paino tovi ennen vallankumousta oli peräti 6 % – ja meni sitten nollaan pitkäksi aikaa.

Nyt 116 vuotta myöhemmin, tammikuussa 2016, USA edusti peräti 52 %:a maailman osakemarkkinoista, Saksa vähän yli kolmea prosenttia ja Iso-Britanniakin enää reilua seitsemää prosenttia. USA:n piikkipaikkaa ei ole uhannut kuin Japani lyhyesti 80-90 lukujen vaihteessa, jolloin sen osuus paisui mielettömän pörssinousun päätteeksi 45 %:iin.

## Suomalaisen rahastosijoittamisen pitkä trendi

Suomalainen rahastosijoittaminen sai alkunsa juuri keskellä tuota Japanin pörssikuplaa ja USA:n osakemarkkinoiden mustaa maanantaita eli vuonna 1987, kohta 30 vuotta sitten. Kyseisen vuoden aikakirjoista löytyy helposti sekä ns. Jumalan teatteri, Kaisaniemen pakkasennätys (-34,3 °C) ja Seppo Rädyn keihäskulta, mutta maamme ensimmäisen sijoitusrahastolain hyväksymistä eduskunnassa niistä saa hakemalla hakea.

Alku olikin vaatimatonta. Vielä ensimmäisen viiden vuodenkin jälkeen oli rahastoihin kertynyt varoja reilut 400 miljoonaa markkaa (67 m€). Inflaatiokorjattunakin jää summa alle 100 miljoonaan euroon. Nyt pelkästään helmikuun 2017 aikana tehtiin suomalaisiin rahastoihin uusia merkintöjä 780 miljoonan euron edestä. Yhteensä varoja on niihin tähän päivään mennessä karttunut noin 110 miljardin euron edestä.

Mitä tästä muutoksesta voisi oppia? Rahastojen välinen vertaileminen ja pitkien trendien erottaminen on vaikeaa, niin paljon on koko markkina matkalla muuttunut.

Sen sijaan yksittäisten rahastoluokkien kohdalla data on helpommin hahmotettavaa, sillä suomalaisen rahastotiedon kaikille avoin mainio peruslähde *Rahastoportti* on vapaasti verkosta ladattavissa aina vuodesta 1997 lähtien – eli Seligson & Co:n perustamisvuodesta alkaen.<sup>3</sup>

Reaalituottoja ja inflaatiolukuja (geometrisen ka) 1900-2016

p.a. %	Osakkeet	Joukkolainat	Rahamarkkinat	Inflaatio
Maailma	5,1	1,8	0,8	2,9
USA	6,4	2,0	0,8	2,9
Saksa *	3,3	-1,3	-2,4	4,6
Japani	4,2	-0,8	-1,9	6,7
Suomi	5,4	0,3	-0,5	7,0

\* Saksan luvuista on puksuttu vuosien 1922-23 hyperinflaatio

Tuolloin vuonna 1997 oli sijoitusmielessä laajimmassa mahdollisessa luokassa eli "Osakerahastot, maailma" kahdeksan eri rahastoa, nyt niitä on 48. Samoja on kolme eli viisi rahastoa on lopetettu tai sulautettu toisiin rahastoihin. Syitä tilastot eivät kerro, mutta luultavasti lopetuksia ja sulautuksia on tehty enemmän huonon menestyksen kuin heikkojen kasvunäkymien vuoksi, sillä tämänkin rahastoluokan volyymit ovat nousseet parista sadasta miljoonasta eurosta yli 10 miljardiin (inflaatiokorjatun luvuin).

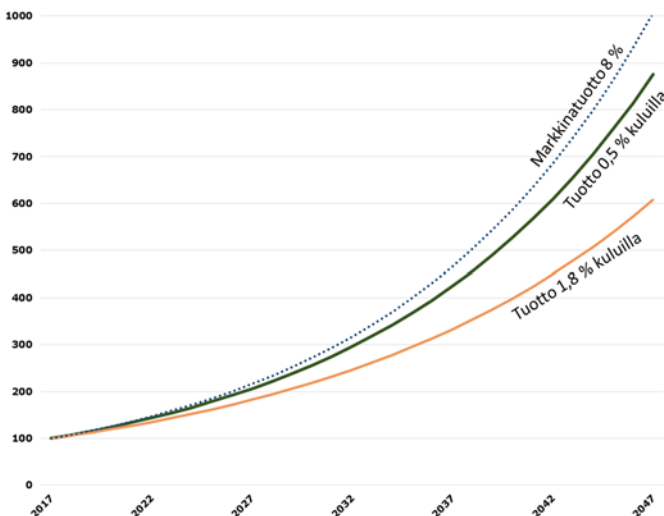
Ensi silmäyksellä näyttäisi myös siltä, että sijoittajilta perityt palkkiot ovat laskeneet. Vuoden 1997 tilastoissa maailmarahastojen hallinnointipalkkioiden pääomapainotettu keskiarvo oli 1,66 %. Nyt tunnusluku *juoksevat kulut*, joka huomioi myös muihin rahastoihin sijoittavien eli "rahastojen rahastojen" sijoituskohteiden palkkiot, oli 1,37 %.

Tilanne kuitenkin muuttuu, jos tilastosta jätetään pois myös tuottosidonnaisia palkkioita perivät rahastot ja tavalliselta sijoittajalta suurilla minimimerkinnöillä suljetut instituutio-osuudet. Tällöin juoksevien kulujen keskiarvo nousee yli 1,8 prosenttiin.

Euroiksi käännettynä nykyinen palkkiorakenne (ilman erilaisia merkintä-, lunastus- ja tuottosidonnaisia palkkioita) tuottaa tässä rahastoluokassa toimialalle tuloja lähes 150 miljoonaa euroa vuodessa. Alle puoli prosenttia vuodessa maksavien passiivisten rahastojen avulla tästä voisi helposti säästää noin 100 miljoonaa euroa vuodessa – ja siis vastaavasti nostaa sijoittajien tuottoja.

### Sumerien oppeja soveltaen...

Ei kuitenkaan pysähdytä vielä tähän. Tehdään lisäoletus, että maailmarahastojen bruttotuotto – siis ennen kuluja – on myös seuraavan 30 vuoden aikana edellisen sivun taulukon 116 vuoden keskiarvon mukaisesti 8,0 % (reaalituotto 5,1 % + inflaatio 2,9 %). Kun katso-



**Korkoa korolle, kuluja kuluille.** Pitkäjänteisen sijoittajan on hyvä muistaa, että myös sijoittamisen kustannuksiin pätee korkoa korolle -efekti, mutta päinvastoin. Kun kulut vähentävät pääomaa, jää tuleva korkoa korolle -tuotto ajan myötä kasvavassa määrin pienemmäksi.

*Huom!* Graafissa käytetty "markkinatuotto" on historiallisiin lukuihin perustuva pohja laskuesimerkille, ei ennuste osakesijoitusten tulevista tuotoista.

taan kuinka korkoa korolle -efekti lisää pitkäjänteisen sijoittajan vaurautta kohti vuotta 2047 ja kuinka kulut vaikuttavat varallisuuden kertymiseen, päädytään alla olevaan kuvaajaan.

Tyypillisillä passiivisten rahastojen juoksevilla kuluilla (alle 0,5 % p.a.) alkuperäinen pääoma noin *yhdeksänkertaistuisi* 30 vuodessa, kun keskimääräisillä yksityissijoittajan rahastokustannuksilla se vain kuusinkertaistuisi. Kulueron vaikutus on siis lähes kolme kertaa alkuperäisen sijoitetun pääoman suuruinen.

Eikä tässäkään kaikki, lopuksi ajattelin heittäytyä ihan villiksi. Seligson & Co täyttää tänä vuonna 20 vuotta ja juhlavuoden kunniaksi aion hieman "revitellä" rahastovolyymejä ja niiden palkkioita koskevilla keskiarvoilla.

Aloitetaan tekemällä laskentaa helpottava oletamus: sijoitukset eri rahastoluokkiin (osakkeet, korot, yhdistelmärahastot ja muut rahastot) ovat pysyneet edelliset 20 vuotta suhteiltaan vakiona ja vieläpä niin, että niiden palkkiorakenne on nykyisen kaltainen. Näillä karkeilla oletuksilla menneen 20 vuoden rahastojen kumuloituneet hallinnointipalkkiot ovat olleet hieman alle 11 miljardia euroa. Saman varallisuuden hoito Seligson & Co:n passiivisissa rahastoissa olisi säästänyt sijoittajilta (eli siis nostanut heidän tuottoaan) lähes 7 miljardia euroa.

Laajennetaan sitten, karnevaalihengessä, tätä epäeksaktia kustannushahmotelmaa kattamaan koko suomalaisen rahastoalan 30-vuotispäivien kunniaksi seuraavat 30 vuotta ja annetaan taulukkolaskentaohjelmalle tehtäväksi laskea historialliseen aineistoon perustuen ennuste rahastopääomien kehityksestä.

Näillä jatkuvuusoletuksilla suomalaisiin sijoitusrahastoihin kertyisi vuoteen 2047 mennessä noin 400 miljardia euroa. Jos rahastojen kustannustaso ja jakauma luokkiin säilyisi ennallaan, maksaisivat sijoittajat hallinnointipalkkioita reilut 4 miljardia euroa vuodessa. Jos tämä tuntuu paljolta, niin ei hätää: Seligson & Co:n rahastoilla tästä voisi säästää noin kaksi kolmasosaa.

Kyllä, kyseessä on hurja spekulatio mainosmielessä. Laskelma osoittaa silti selvästi, että jokaisen kannattaa suunnitella sijoittamistaan myös kustannusnäkökulmasta. *Onnistumisen perustana on järjestelmällisyys ja viisaus*, sanoo neljä tuhatta vuotta vanha sumerilainen sananlasku.



Jarkko Niemi  
Toimitusjohtaja  
Seligson & Co Oyj  
jarkko.niemi@seligson.fi

- 1 *Money Changes Everything - How Finance Made Civilization Possible*; William n. Goetzmann 2016, Princeton University Press.
- 2 *Financial Market History, Reflections on the Past for Investors Today*; Edited by D. Chambers and E. Dimson; The CFA Institute Research Foundation 2016 sekä *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017 – Summary Edition*.
- 3 Rahastoraportit verkossa: [www.sijoitustutkimus.fi](http://www.sijoitustutkimus.fi)

# VARAINHOITORAHASTO PHAROS

31.3.2017

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille.

## PHAROS JA VERTAILUINDEKSI

24.11.1999 – 31.3.2017



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	61,7
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %) Osakkeet/maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointipalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,38 %	3,48 %	2,09 %	3,73 %
1 v	11,11 %	4,95 %	8,88 %	5,71 %
3 v	20,04 %	5,57 %	26,32 %	7,77 %
5 v	36,66 %	5,45 %	52,19 %	7,03 %
10 v	66,22 %	6,95 %	71,36 %	7,79 %
Aloituspäivästä	104,36 %	6,81 %	116,69 %	7,55 %
Aloituspäivästä p.a.	4,20 %		4,55 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

\* Juoksevat kulut 31.3.2017 päättyneelle 12 kk jaksolle. Juokseviin kuluihin on huomioitu rahaston saamat alennukset kohderahastoista. Luku sisältää myös kohderahastojen juoksevat kulut mikäli saatavilla tai muussa tapauksessa kohderahastojen hallinnointi- ja säilytyspalkkiot.

\*\* Pharoksen kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määräajoin uusittavia rahamarkkinasijoituksia. Rahamarkkinasijoitukset huomioiden kiertonopeusluku on 33,47 %.

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,54 %*
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,0 % (mahd. myös osassa kohderahastoja)
Kaupankäyntikulut, kokonaiskulut (TKA)	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Salkun kiertonopeus	-8,91 %**
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,57 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	0,41 %

OSAKESIJOITUKSET	Osuus osakesijoituksista	ALLOKAATIO
S&Co Eurooppa Indeksirahasto	25,1 %	Osakesijoitukset yhteensä 50,0 %
IShares Euro STOXX Mid ETF	5,1 %	
DFA European Small Companies	5,4 %	
S&Co Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	12,1 %	
Nasdaq 100 ETF	7,9 %	
DFA US Small Companies	3,7 %	Korkosijoitukset yhteensä 50,0 % (duraatio 0,40)
S&Co Global Top 25 Brands	5,7 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	3,8 %	
S&Co Phoebus	4,1 %	
S&Co Phoenix	3,8 %	
DFA Emerging Markets Value	7,4 %	Korkosijoitukset yhteensä 50,0 % (duraatio 0,40)
S&Co Aasia Indeksirahasto	6,0 %	
S&Co Tropic LatAm	1,5 %	
IShares FTSE China 50 ETF	2,8 %	
S&P Select Frontier ETF	3,0 %	
Russian Prosperity Fund Luxembourg	2,8 %	Korkosijoitukset yhteensä 50,0 % (duraatio 0,40)
Pitkät korkosijoitukset > 1v	0,78 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	49,21 %	

## SALKUNHOITAJALTA

Kevät näyttää taas saapuvan pohjolaan. Siis myös sään osalta, osakemarkkinoillahan näyttäisi olevan ikuinen kevät. Maailmalta ja politiikasta ei ole puuttunut dra- matiikkaa ja turbulenssia, mutta silti myös 2017 on alkanut osakemarkkinoilla varsin rauhallisesti.

Ylen TV-uutisissa osattiin tosin maaliskuun lopussa kertoa, että ”osakekurssit todennäköisesti jatkavat nousuaan, mutta sijoittajien on syytä varautua heiluntaan ja mahdollisiin korjausliikkeisiin.” Kiitos, laite- taan hyödyllinen neuvo korvan taakse takatalven va- ralta.

Pharoksen vertailuindeksi kohosi vuoden ensimmäisen neljänneksen aikana +2,1 % ja Pharos-osuuden arvo nousi +3,4 %. Osakevertailuindeksi näytti +5,9 % positiivista, kun taas korkovertiluindeksimme meni -1,7 % alaspäin yleisen korkotason varovasti kokeilles- sa nousun mahdollisuuksia. Tämän osalta olettais- in, että on paikallaan lainata termejä kaupallisten televi- sioasemien puolelta: *Jatkuu...*

Pharoksen ylipaino kehittyvillä markkinoilla oli tällä vuosineljänneksellä eduksi. Suurin sijoituksemme kehittyville markkinoille, DFA:n Emerging Markets Value -rahasto, tuotti peräti +12,0 %.

Alkuvuoden tähti oli kuitenkin ”reunamarkkinoille” kuten Argentiinan, Vietnamiin ja Pakistaniin sijoitta- va rahastomme S&P Select Frontier Markets +17,6 % tuotolla. Pohjois-Amerikka (+2,8 %) jäi pitkästä ajasta Euroopan (+6,7 %) kehitykselle. Teknologiapainottei- nen Nasdaq-rahasto tosin tuotti alkuvuonna + 8,4 %.

Dollari on vuosineljänneksen aikana vaihteeksi hei- kentynyt reilut 1,6 % euroon nähden. Ainoa ensimmäi- sellä neljänneksellä miinukselle jäänyt osakesijoituk- semme olikin viime vuoden komeetta eli USA:n pien-

yhtiöihin sijoittava rahasto DFA US Small Companies (-0,5 %). Sen dollareissa noteerattu ”sisarrahasto” ylsi vastaavana jaksona jonkin verran plussan puolelle.

## Painot enimmäkseen entisellään

Tärkein Pharoksen tuottoon vaikuttava tekijä on osa- kepaino suhteessa korkosalkkuun. Kuten graafi alla havainnollistaa, menimme taas riskienhallinnan vuoksi pikkuisen yhä nousseita markkinoita vastaan eli alensin maaliskuun alussa salkun osakepainoa muuta- malla prosenttiyksiköllä. Olemme nyt aika tarkkaan ”neutraaltilassa” eli noin 50/50 painoissa.

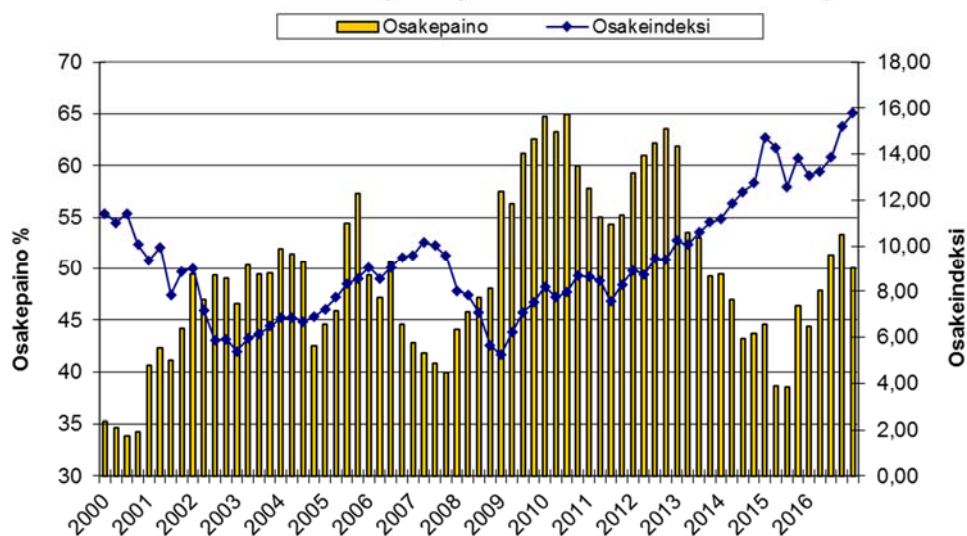
Tasapainotuksen tein myymällä juustohöylämenetel- mällä eli suurin piirtein samoilla prosenttimäärillä salkun osakesijoituksia. Näin eri osakemarkkinoiden keskinäinen suhde salkussamme ei operaatioissa juuri- kaan muuttunut.

Pharoksen osakesalkun suurin ylipaino on edelleen kehittyvillä markkinoilla (ks. taulukko seuraavalla sivulla). Raaka-aineiden hintojen nousu tukee kurseja monilla kehittyvillä markkinoilla ja maailmankaupan pirstymisen taustalla on mm. näiden nousevien ta- louksien tuonnin kasvu.

Kehittyviä osakemarkkinoita ovat viimevuosina paina- neet monet tekijät: yhtiöiden heikko kannattavuus, eri näkemykset Kiinan kasvun jatkumisesta ja monien tähän ryhmään kuuluvien maiden poliittinen epävar- muus.

Sijoittajien luottamus näihin kasvaviin talouksiin näyttäisi kuitenkin alkavan palautua, mistä on merke- jä myös osakekurssien kehityksessä.

Pharoksen osakepaino ja osakevertailuindeksin kehitys





Eniten alipainossa olemme Pohjois-Amerikan markkinoilla. USA:n markkinat ovat finanssikriisin jälkeen nousseet voimakkaasti ja jättäneet esimerkiksi Euroopan kevyesti taakseen. Uusi hallinto ei ensimmäisten kuukausiensa aikana ole lisännyt ainakaan minun uskoani siihen, että talouskasvu lunastaisi arvostuksiin leivotut odotukset.

Euroopan osakemarkkinoiden paino Pharoksessa on hyvin lähellä vertailuindeksiämme eli painoa voi pitää neutraalina.

Joillain perinteisillä arvostusmittareilla osakkeet Euroopassa ovat nyt hieman edullisemmin hinnoiteltuja kuin Yhdysvalloissa. Jos täällä orastava kasvu vielä vauhdittuu eivätkä poliittiset riskit toteudu ainakaan liian rajusti, on eurooppalaisilla osakkeilla mahdollisuus kuroa umpeen eroa amerikkalaisiin.

Toimialoissa jatkamme ylipainoa kulutustavarasektorilla. Maailmantalouden vilkastuminen vauhdittaa kulutusta ja etenkin vaurastuvat kehittyvien maiden kuluttajat ostavat enemmän ja enemmän. Alipainomme muille sektoreilla ovat niin pieniä, että niiden ei ole tarkoitus heijastella neutraalista poikkeavaa näkemystä.

Varovaisuudesta pitkien korkojen suhteen oli meille aika kauan lähinnä haittaa, mutta viimeisen vuoden aikana se on edesauttanut sitä, että Pharos on taas kehittynyt hyvin vertailuindeksiin nähden.

Jatkamme korkomarkkinoilla varovaisella linjalla. Keskitän korkosijoituksemme edelleen lähes kokonaan lyhytaikaisiin alle 12 kuukauden rahamarkkinasijoituksiin.

Talouskasvun piristymisen lisää todennäköisyyttä sille, että yleinen korkotaso nousee. Silloin nykyisten pienempää vuotuista korkoa maksavien lainapapereiden houkuttelevuus sijoituskohteina laskee ja sitä kautta alenee myös niiden arvo markkinoilla. Ja koska nyt saatava korkotuotto on edelleen lähellä nolaa, niin pysymme poissa pitkistä koroista. Rahan lainaaminen pitkäksi aikaa tuskin on järkevää, jos lainaamiseen liittyvästä riskistä ei saa kohtuullista korvausta.

### Kulut ovat aina pois sijoittajan saamasta tuotosta

Pharoksen juoksevat kulut, sisältäen kohderahastojen kulut ja rahaston oman 0,35 % kiinteän hallinnointipalkkion, olivat päättyneellä 12 kuukauden jaksolla 0,54 %. Käsitteiseni mukaan Pharos on edelleen kiinteitä kuluiltaan Suomen edullisin kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille sijoittava yhdistelmärahasto.

Pharoksen kulutaakkaa alentaa suurien osakesijoitusten tekeminen kustannustehokkaisiin indeksirahastoihin sekä käteisen ja sitä vastaavien lyhyen koron sijoitusten tekeminen suoraan korkomarkkinoille.

Juoksevat kulut -tunnuslukua pienentävät mukavasti myös alennukset, joita Pharos suurehkona sijoittajana saa useista sijoituskohteistaan. Nämä alennukset, jotka yleensä maksetaan palkkionpalautuksina jälkikäteen, tuloutetaan Pharoksessa aina itse rahastoon kasvattamaan osuudenomistajien tuottoa.

Pharoksen salkun negatiivinen kiertonopeus (-8,9 %) kertoo, että olen tehnyt vähemmän aktiivisia salkunhoitotoimia kuin mitä osuudenomistajat ovat tehneet merkintöjä ja lunastuksia. Rahaston salkun vakautta eli rahasto-osuuden arvon heilahtelua kuvaava volatiliiteetitiluku (5,0 %) on vuoden aikana pysynyt alle vertailuindeksimme (5,9 %:n).

Pharos sopii mainiosti pitkäaikaisen perussalkun ytimeksi. Jos oma riskinottohalukkuus poikkeaa Pharoksen linjasta, voi tehdä kuten allekirjoittanut, eli täydentää Pharosta muilla sijoituksilla oman aikajänteen ja tavoitteiden mukaan.

Olen itse sijoittanut merkittävän osan arvopaperiomaisuudestani Pharokseen. Uskon, että rahaston maltillinen "höttyilemätön" sijoitustyyli ja alhaiset kustannukset ovat pysyviä kilpailuvaltteja.

Näiden neljännesvuosikatsausten lisäksi raportoin Pharoksen sijoitusten jakaumasta ja sijoittamisen kuluista kuukausittain yksityiskohtaisesti [www.sivuillamme](http://www.sivuillamme). Kiitos jo etukäteen kysymyksistä ja palautteesta.

Petri Rutanen, varainhoitajanne  
petri.rutanen@seligson.fi

Pharoksen osakesijoitusten maantieteellinen ja toimialakohtainen prosenttijakauma 30.3.2017						
	Eurooppa	Pohjois-Amerikka	Japani & Oseania	Kehittyvät	Pharos	Indeksi
Kulutustavarat	12	9	2	3	26	22
Terveys	6	6	1	0	13	14
Rahoitus	9	4	2	6	20	21
Teknologia	4	9	0	3	16	17
Teollisuus	13	5	1	6	25	26
<b>Pharos</b>	<b>43</b>	<b>32</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>100</b>	
<i>Indeksi</i>	<i>45</i>	<i>39</i>	<i>7</i>	<i>9</i>		

**PHOENIX**

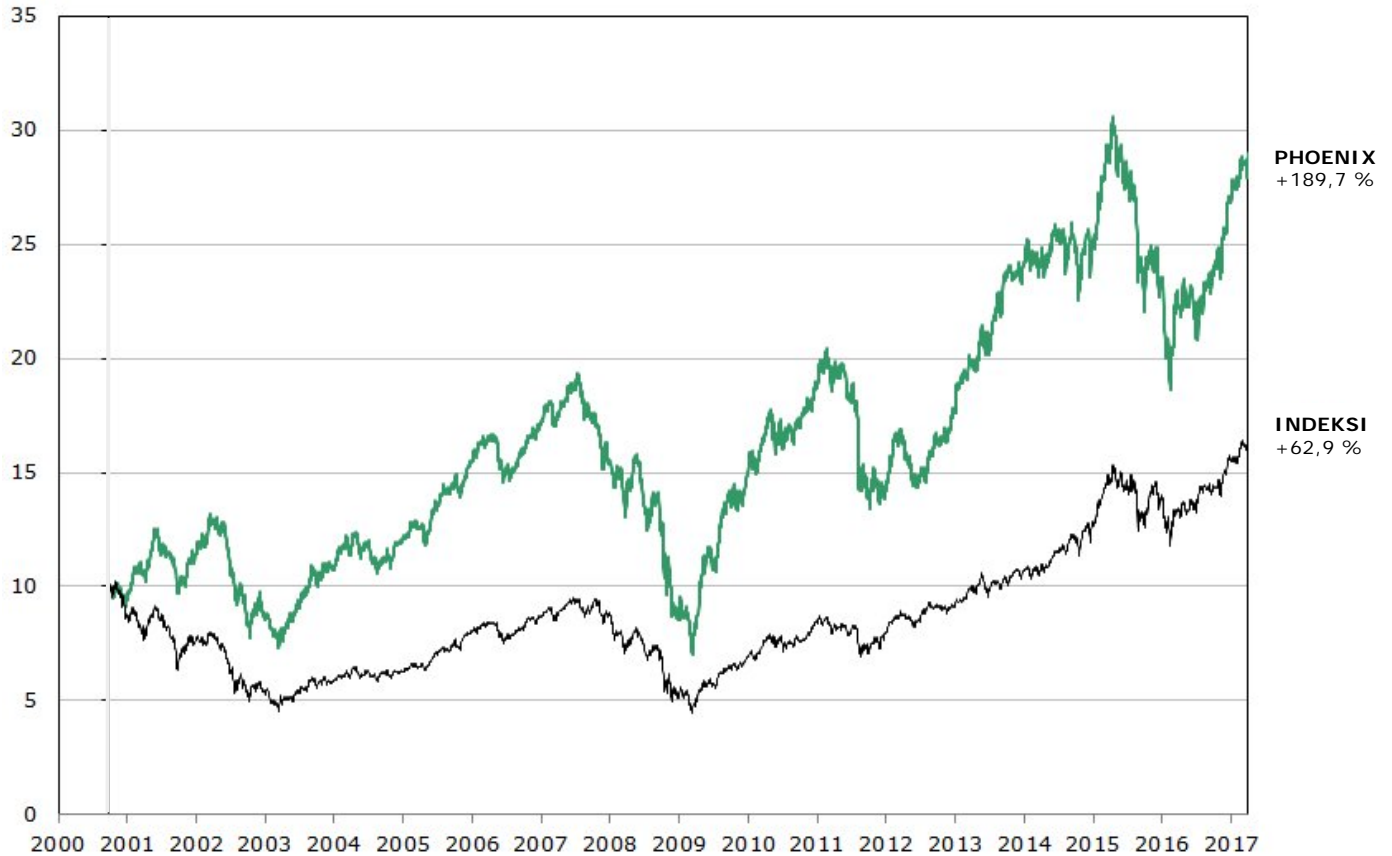
31.3.2017

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti erikoistilanteisiin.

**PHOENIX JA VERTAILUINDEKSI**

25.9.2000– 31.3.2017

Euro

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	21,3
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointipalkkio	1,09 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	1,13 %
Tuottosidonnainen palkkio (ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,09 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,22 %
Salkun kiertonopeus	64,35 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	12,67 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	9,83 %

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,08 %	10,89 %	5,61 %	8,39 %
1 v	29,61 %	15,31 %	22,30 %	10,79 %
3 v	19,09 %	16,93 %	51,04 %	14,51 %
5 v	78,28 %	15,32 %	85,90 %	12,89 %
10 v	65,93 %	18,97 %	86,01 %	16,55 %
Aloituspäivästä	189,69 %	17,92 %	62,86 %	16,70 %
Aloituspäivästä p.a.	6,65 %		2,98 %	

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Maa

Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	6,1 %
ARCUS	Norja	5,0 %
SONY CORP	Japani	4,4 %
CITIGROUP INC	Yhdysvallat	4,0 %
PEUGEOT SA	Ranska	4,0 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	3,8 %
UNICREDIT SPA	Italia	3,6 %
KOTIPIZZA GROUP OYJ	Suomi	3,3 %
PANASONIC CORP	Japani	3,0 %
DEUTSCHE LUFTHANSA-REG	Saksa	2,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä Phoenix-osuuden arvo nousi +8,1 % ja vertailukohtana toimiva Morgan Stanley World -indeksi +5,6 %. Vuosi taaksepäin tarkasteltuna Phoenix on noussut +29,6 % ja indeksi +22,3 %. Kolmen vuoden luvut ovat +19,1 % rahastolle ja +51,0 % indeksille.

Numeroista näkee, että viimeisimmän vuoden aikana olemme taas saaneet nauttia suotuisasta markkinasta, sekä yleisesti että erityisesti Phoenixin sijoituspolitiikan näkökulmasta.

Mielenkiintoista on ollut epäsuhta mediahälyn ja markkinakehityksen välillä. Kurssit nousevat, mutta julkinen niin sanottu keskustelu on täynnä varoituksia korkeista arvostuksista ja lähestyvistä romahduksista.

Yleensä tulkitsemme katastrofikatofonian lähinnä positiiviseksi signaaliksi tulevan kurssikehityksen kannalta. Sitä se on ainakin ollut aiemmin.

Maailmantalous kasvaa taas ja vaikka riskejä on (kuten aina) vaikuttaisi kasvu olevan vakaammalla pohjalla kuin pitkään aikaan. Kysyntä jakautuu sekä maantieteellisesti että toimialoittain hyvin. USA:n ja Euroopan kasvu on mukavalla tasolla ja Kiinakin näyttää odotettua paremmalta. Eikä muualla Aasiassakaan mene ollenkaan kehnosti.

Muuallakin riskit ovat enemmän poliittisia kuin suoraan taloudesta kumpuavia, sillä yritysten, pankkien ja kuluttajien tasetilanne näyttää terveeltä. Merkkejä on vihdoinkin siitäkkin, että mikäli myötäiset taloustuulet jatkuvat, voi myös populistinen paine politiikassa hieman hellittää, vaikka Brexit ja Trump painavatkin edelleen tunnelmia.

Brexitin osalta täytyy olla melkoinen optimisti, jos siitä haluaa löytää jotain talouden kannalta myönteistä. Ehkä valppaampi ja nöyrempi EU voisi pystyä järkevämpään talouspolitiikkaan tulevaisuudessa.

Trumpin presidenttikausi on alkanut myrskyisästi, mutta USA:ssa eletään joka tapauksessa optimistisemmissä taloustunnelmissa kuin pitkään aikaan. Markkinoilla ei näköjään odoteta ihmeitä, joten uuden hallinnon onnistuminen jossain talouskasvua edesauttavassa hankkeessa saattaisi hyvinkin tuoda mukanaan taas uutta nousua myös markkinoille.

Osakemarkkinoiden korkeaa arvostusta valittelevien kanssa en siis ole samaa mieltä. Kalliita yhtiöitä kyllä löytyy sieltä täältä, etenkin suurista yrityksistä, mutta myös sangen kohtuullisia arvostustasoja on yllin kyllin (ks. esim. Uniper jäljempänä).

Myöskään Euroopan pankit eivät ole erityisen kalliita (pois lukien pohjoismaiset). Niiden arvostuksissa otetaan jo nyt huomioon kaiken maailman riskiskena-

rioita, euroalueen hajoamisesta luottotappioiden kasvuun sekä finanssiteknologiyritysten innovaatioihin perinteisen pankkisektorin ulkopuolella.

Sen sijaan laskelmissa ei niinkään huomioida euroalueen talouskasvua tai tuleviin korkeampiin korkoihin liittyvää tuottopotentiaalia.

Phoenixin osakkeiden arvostuksia pidän varsin kohtuullisina. Ja kuten aina, olen sitä mieltä, että pitkällä aikavälillä ei rahoille ole parempaa paikkaa kuin järkevästi hinnoitellut osakkeet. Takaiskut toki kuuluvat pörssi-sijoittamiseen kuin ...hmm... optimismi salkunhoitoon, mutta loppujen lopuksi tuottoa tulee sille, jonka pinna ei pala matkan mutkissa.

### Phoenixin salkku

Ostin vuoden alkujaksolla kahden uuden yhtiön osakkeita, mutta myyntiin meni peräti kuusi yhtiötä kokonaan ja kaksi osittain. Uudet sijoituksemme ovat israelilainen TEVA Pharmaceuticals, maailman suurin geneeristen lääkkeiden valmistaja, sekä suomalainen Kotipizza, joka on erikoistunut ravintolayhtiö omilla tukkutoiminnoilla.

Myin osan omistuksestamme tavoitekurssini saavutaneissa Ortivuksessa ja Black Earth Farmingissa. Näistä jälkimmäinen myi toimintonsa Venäjällä ja aikoo jakaa varat osakkeenomistajille. Sitä odotellessa myin jo puolet osakkeistamme arbitroijille, jotka ovat maksaneet niistä lähes substanssiarvon verran.

Muita myyntejä kutsuisin kevätsiivoukseksi. Portugalilainen Sonae, saksalainen Kontron ja ruotsalainen Nobia olivat jo nousseet niin paljon, että oli myynnin aika. Caladrius Bioscience ja Chaoda Agriculture taas eivät olleet onnistuneita sijoituksia. Myin myös iranilaisiin osakkeisiin tekemäni rahastosijoituksen, koska löysin mielestäni paremman tavan sijoittaa maan kasveille markkinoille.



Saksalainen Uniper SE on yksi Euroopan suurimmista energiayhtiöistä. Se syntyi viime vuoden alussa, kun E.ON erotti muista liiketoiminnoistaan perinteisen energiantuotantonsa (ydin-, kaasu- ja vesivoiman) sekä pääosin kaasuun keskittyvän kansainvälisen raaka-ainekaupan.

Uniperin länsieurooppalaisten voimalaitosten kapasiteetti on yhteensä 27,4 GW, josta 3,6 GW on vesivoimaa Ruotsissa ja Saksassa ja 10,7 GW kaasu- ja 8,2 GW hiilivoimaa. Loppu jakaantuu eri markkinoille ja eri voimanlähteisiin, ml. Fortumin kanssa yhteisomistetut ydinvoimalat Ruotsissa.

Lisäksi Uniperilla on 11 gigawatin verran kapasiteettia Venäjällä ja voimalaitososuuksia Brasiliassa. Vertailun vuoksi: Fortumilla on 4,6 GW vesivoimaa, 3 GW ydinvoimaa, 0,4 gigawattia lämpövoimaa sekä 4,5 gigawatin pääosin kaasuvoimakapasiteetti Venäjällä.

Uniperin kaasuyskiköllä on joukko valtavia maakaasun varastointitiloja, kaasuputkia sekä LNG-terminaaleja. Omistusten arvosta saa kuvan siitä, että maaliskuun alussa Uniperin ilmoitti myyneensä neljänneksen siperialaisesta kaasukentästä 1,7 miljardilla eurola (vastaa arvostusta 10x EBITDA) ja odottaa saavansa 500 miljoonaa euroa vähemmistöosuudesta italialaisessa LNG-terminaalissa.

Uniperin EBITDA oli 2,1 miljardia euroa vuonna 2016. Kasvua vastaavien toimintojen edellisvuoteen oli 400 miljoonaa euroa, lähinnä kustannussäästöjen ja hyvin menestyneen kaasuliiketoiminnan ansiosta. Nettovelka vähentyi kolmanneksella 4,2 miljardiin euroon vahvan kassavirran ja omaisuuden myyntien ansiosta.

Vuoden vaihteessa Uniperin markkina-arvo oli 4,8 mrd€ ja yhtiön oma pääoma 12,2 miljardia euroa ja EV/EBITDA 4,4x.

Yhtiön markkina-arvo on 5,7 mrd€ ja tälle vuodelle Uniper ennustaa EBITDA:n nousevan luokkaan 1,6-1,9 miljardia (mainitun kaasukenttäosuuden myynnin jälkeen) ja siten EV/EBITDA on välillä 4,3-5,1x, jos muut tunnusluvut säilyvät samoina. Vuoden 2016 osinko oli 0,55 euroa osakkeelta ja sille on indikoitu 15 % nousua, mikä tarkoittaisi noin 4 % osinkotuottoa.

Minusta nämä ovat alhaisia arvostuslukuja. Käsittääkseni pelkästään yhtiön 200 vesivoimalaa ovat arvokkaampia kuin koko nykyinen yritysarvo. Miten Uniper voi olla näin halpa, jos koko ajan valitellaan pörssin kalleutta?

Selitys löytyy niistä uhkakuvista, joita liitetään eurooppalaiseen energiamarkkinaan ainakin kymmenen vuoden sekavan jakson jälkeen. Tuuli- ja aurinkoenergiaan on tehty valtavia investointeja, mikä on johtanut ylikapasiteettiin ja markkinahintojen putoamiseen. Samaan aikaan on suljettu perinteisiä hiili- ja atomivoimaloita, mikä on johtanut alaskirjauksiin ja energia-alan kustannusten nousuun.

Uniperin alaskirjauksia tehtiin 5,3 miljardilla eurolla 2016. Näiden taustalla eivät tosin niinkään olleet epäkelvot voimalat, vaan ennemmin kaasukaupan johdannaiset ja varastojen alaskirjaukset.

Energiamarkkinan myllerryksestä on seurannut, että "kaikki" vaikuttavat nyt "tietävän", että energiaa ei enää tuoteta perinteisellä tavalla noin kymmenen vuoden kuluttua. Edullisemmat keinot sähkön varastointiin poistavat mahdollisuuksia piikkihinnoitteluun, jolla on ollut merkittävä vaikutus perinteisten voimayhtiöiden kannattavuudelle.

Markkinoilla ei yleensä osata kovin hyvin arvioida sitä, miten uudelleenjärjestelyjen ja murrosvaiheiden keskellä voi niin sanotuissa vanhoissa liiketoiminnassa olla jäljellä paljon kannattavaa kassavirtaa. Uniper on juuri tällainen erikoistilanne ja niissä olemme usein onnistuneet hyvin.

Jos arvostus on nyt alhainen, niin mikä sen sitten voisi muuttaa kannaltamme edullisella tavalla? Markkinoita on selkeyttänyt se, että suuret saksalaiset energia-yhtiöt E.ON ja RWE ovat molemmat tehneet samantapaiset järjestelyt. Yhtiöittämisen jälkeen Uniperia on olennaisesti helpompi ymmärtää ja analysoida. Tämä on ensimmäinen askel tiellä kohti järkeviä arvostustasoja.

Myös koko Euroopan energia-alan investoinnit näyttävät siirtyneen terveemmälle pohjalle ja se korjannee myös itse energian hinnanmuodostusta. Kysynnän kasvu on myös jatkunut.

Erittäin tärkeää on myös se, että poliittiset päättäjät ovat alkaneet ymmärtää, että uusiutuvan energian rinnalla tarvitaan jatkossakin myös perinteistä. Tuuli- ja aurinkovoimaa tuotetaan eniten päiväsaikaan ja vaikka akkuvarastoinnin hinta on laskenut, tarvitaan perinteisiä energiamuotoja turvaamaan järjestelmän vakautta. Siitä aletaan taas olla valmiita maksamaan, minkä pitäisi tarkoittaa parempaa kannattavuutta ja ennustettavuutta Uniperin kaltaisille yhtiöille.

Uniperin johdon palkitseminen ohjaa voimakkaasti parempien tulosten ja nimenomaan kassavirran tekemiseen ja uskonkin, että tavoitteisiin päästään myös ilman sähkön markkinahinnan nousua. Yhtiö jatkaa kiinteiden kustannusten karsimista ja vähentää uusinvestointeja. Meneillään olevien hankkeiden valmistuminen Saksassa ja Venäjällä vahvistavat kassavirtaa entisestään.

Uniperin tavoitteena on maksaa osinkoina 75-100 % vapaasta kassavirrasta. Mielestäni on hyvin mahdollista, että kassavirta tekee mahdolliseksi reilun osingonoston jo lähitulevaisuudessa ja 1-2 euroa per osake on erittäin realistinen taso. Tätä taustaa vasten on mielestäni perusteltua odottaa myös kurssinousua osakkeelle.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,



Peter Seligson, salkunhoitaja  
peter.seligson@seligson.fi

## PHOEBUS

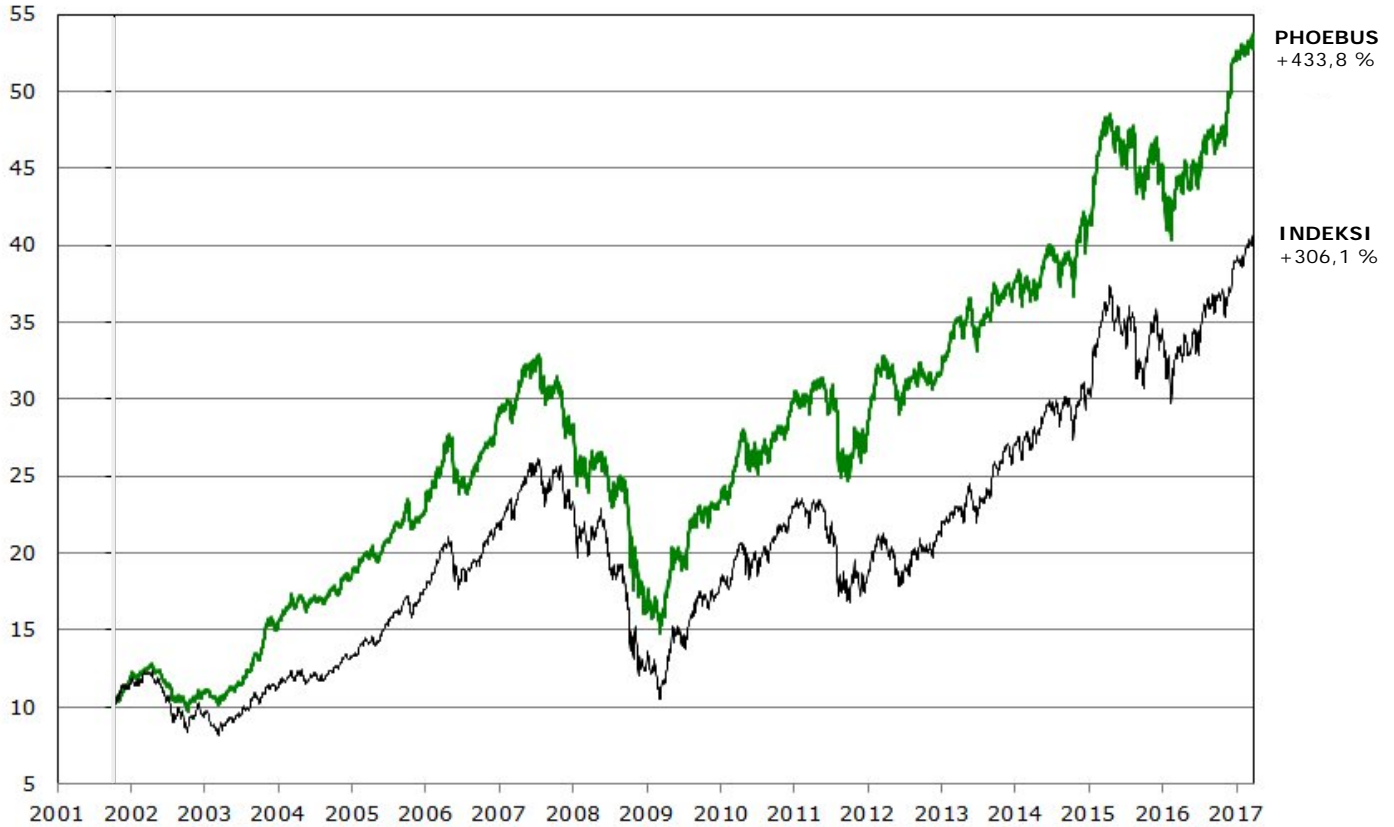
31.3.2017

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

### PHOEBUS JA VERTAILUINDEKSI

10.10.2001– 31.3.2017

Euro



#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	46,9
Vertailuindeksi	60 % OMX Helsinki Cap GI, 40 % MSCI AC World NDR (31.12.2014 asti 75 % / 25 %)
Hallinnointipalkkio	0,74 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,75 %
Tuottosidonnainen palkkio (ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,76 %
Salkun kiertonopeus	-5,99 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,22 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	9,47 %

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,67 %	7,00 %	4,58 %	6,51 %
1 v	20,00 %	10,37 %	22,16 %	10,31 %
3 v	43,62 %	12,37 %	47,70 %	12,65 %
5 v	65,63 %	11,44 %	94,92 %	12,99 %
10 v	77,33 %	15,86 %	73,29 %	17,48 %
Aloituspäivästä	433,80 %	14,23 %	306,10 %	16,16 %
Aloituspäivästä p.a.	11,42 %		9,47 %	

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
AIR LIQUIDE SA	Ranska	7,3 %
FORTUM OYJ	Suomi	7,0 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	6,0 %
SANDVIK AB	Ruotsi	5,7 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	5,5 %
TIKKURILA OYJ	Suomi	4,8 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,7 %
FASTENAL CO	Yhdysvallat	4,3 %
COSTCO WHOLESALE CORP	Yhdysvallat	4,3 %
AUTOMATIC DATA PROCESSING	Yhdysvallat	4,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## SALKUNHOITAJALTA

Osakemarkkinat pysyivät vahvoina ensimmäisellä neljänneksellä. Vertailuindeksimme nousi +4,6 % ja Phoebus-osuuden arvo +2,7 %. Rahaston aloituksesta lukien Phoebus on tuottanut +433,8 % ja vertailuindeksimme +306,1 %.

Pyrin pitkällä aikavälillä markkinoita parempaan tuottoon, mutta ei ole mitään takeita, että siinä onnistuisin. Päinvastoin, kertoimet ovat meitä vastaan, lähinnä rahaston hallinnointipalkkiosta johtuen.

### Ostot ja myynnit

Ensimmäisellä neljänneksellä ostin rahastolle uuden yhtiön, tanskalaisen Novozymesin, osakkeita reilulla miljoonalla eurolla. Myin Stockmannin osakkeemme. Saamiamme dollariosinkoja käytin Tractor Supplyn osakkeiden lisäämiseen. Phoebus sai neljänneksen aikana osinkoja 537 t€ ja netto-ostoni olivat 525 t€.

Omistajat lunastivat Phoebuksesta nettona 200 t€, joten kassamme väheni saman verran ja oli neljänneksen lopussa 3,7 % rahaston arvosta. Se on sopiva taso, mutta tulemme saamaan osinkoja vielä noin 700 t€, lähinnä toisella neljänneksellä. Ostan hiljalleen lisää nykyisten yhtiöidemme osakkeita.

### Osingoista, veroista ja kuluista

Kevät on mukavaa aikaa: jäät lähtevät, muuttolinnut palaavat ja osakkeenomistajille koittaa vuotuinen tilipäivä osinkojen muodossa. Mutta mitä osingot varsinaisesti merkitsevät osakesijoittajalle ja niitä vastaavat tuotonmaksut sijoitusrahaston omistajalle?

Vastaus voi olla monelle selvä. Huomasin kuitenkin, että kirjoitettuani näitä katsauksia yli 15 vuoden ajan olen ani harvoin käynyt läpi Phoebuksen perusasioita, vaikka sijoittajista moni on tullut mukaan matkan varrella eikä ehkä tunne niitä kovin hyvin.

Phoebuksella on kaksi osuuslajia. A-osuudelle (kasvuosuus) ei makseta vuotuista tuottoa, vaan rahaston saamat osingot lisätään pääomaan. Verovapaille säätiöille ja yhdistyksille räätälöidylle B-osuudelle (tuottoosuus) jaetaan vuosittain tuotto, joka suunnilleen vastaa rahaston saamia osinkoja. Tuotto oli aluksi vähintään 4 % B-osuuden arvosta edeltävän tilikauden lopussa. Viime vuosina sen minitaso on ollut 3 %.

Verratessa A- ja B-osuuksien hintoja huomaa, että osinkojen merkitys on todella iso. Maaliskuun lopussa A-osuuden arvo oli 53,38 euroa, B-osuuden arvo 29,30 euroa - ja kumpikin osuuslaji aloitti 10 eurosta lokaussa 2001. Tuottoina on näinä 16:nä keväänä jaettu yhteensä 11,79 euroa, mutta hintaero on siis 24,08 euroa. Näin suuri ero syntyy siitä, että rahastoon jääneet osingot ovat nekin tuottaneet samalla tavalla kuin rahaston muutkin sijoitukset.

Osinkojen merkityksen huomaamme ehkä vielä selvemmin, jos vertaamme eri osakeindeksejä. Phoebuksen vertailuindeksin osana on 60 % painolla Helsingin

pörssin painorajoitettu yleisindeksi (OMXHCAPGI), jossa on osingot mukana. Sen sisarindeksi (OMXHCAPPI) lasketaan ilman osinkoja. Kummankin laskenta alkoi vuoden 1990 lopussa pisteluvusta 1 000. Tänäpäin eli reilut 26 vuotta myöhemmin hintaindeksin pisteluku on 6 206 ja tuottoindeksin pisteluku 16 550. Samat osakkeet, jotka ilman osinkoja ovat 6,2-kertaistuneet ovat siis osinkoineen 16,5-kertaistuneet!

Osinkojen uudelleensijoittaminen on siis pitkäjänteisen sijoittajan lopputuloksen kannalta erittäin tärkeää, vaikka kyse on vuosittain vain muutamasta prosentista salkun arvosta. Jos ajattelee voitavansa kuluttaa osingot, niin on hyvä ymmärtää, että jo reilussa neljännesvuosidadassa tulee helposti käyttäneeksi jopa kaksi kolmasosaa siitä varallisuudesta, jonka olisi muuten voinut saavuttaa. Eikä 26 vuotta edes ole kovin pitkä sijoitusaika, ainakaan nuorelle eläkesäästäjälle.

Toinen oleellinen asia on verotus. Tuotto-osuudet eivät ole yksityissijoittajalle paras vaihtoehto verotuksenkaan näkökulmasta, sillä yksityishenkilö maksaa koko tuotonmaksusta pääomatuloveroa. Jos sijoittaa kasvuosuuksiin ja myy niistä vuosittain osan, maksaa veroa vain myyntivoitoistaan. Olettaen, että sijoittaja tarvitsee saman nettosumman vuosittain, jää hänelle pienempien verojen takia enemmän rahaa rahastoon tuottamaan ja lopputulos on varmuudella parempi.

Phoebuksen sijoittajat ovat pääosin valinneet fiksumusti. Rahaston pääomasta 99,5 % on sen kasvuosuuksissa ja tuotto-osuuksien omistajista monet ovat verovapaita. Muille kuin verovapaille sijoittajille en siis verosyistä suosittelisi tuotto-osuuksia. Ne voi halutessaan vaihtaa kasvuosuuksiin ilman veroseuraamuksia tai muita kuluja ilmoittamalla asiakaspalveluumme.

Jos prosentimääräisesti pienillä osingoilla on ratkaiseva merkitys sijoituksen onnistumiselle, voi muillakin pienillä erillä olla vastaava rooli. Yksi tällainen on sijoittamisen kulut. Ne voivat helposti nousta vastaamaan osinkojen suuruusluokkaa. Ei tarvita kuin vajaan 2 % vuodessa maksava rahasto (joita on paljon), jonka omistaa noin prosentin vuodessa maksavan kapitalisaatiosopimuksen kautta (joita on paljon), höystettynä ehkä 1 % maksavalla varainhoitosopimuksella (joita on paljon). Lopputulos on siis sama kuin osakesijoittamisessa ilman osinkoja: suunnilleen kaksi kolmasosaa potentiaalisesti tuotosta häviää 25 vuodessa.

Phoebuksessakin on luonnollisesti kuluja, mutta olen yrittänyt pitää ne kohtuullisina. Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot ovat 0,75 % vuodessa ja lisäksi peritään tuottosidonnainen palkkio, jos rahasto tuottaa vertailuindeksiä paremmin kolmen vuoden ajan. Keskimäärin tämä on Phoebuksen historian aikana tarkoittanut 1,08 % vuotuisia kokonaiskuluja.

Ilman kuluja rahasto-osuuden arvo olisi tänään melko tarkkaan 63 euroa. Oikeasti se on 53,38 euroa. Kuluhin on siis 15,5 vuodessa hävinnyt hieman alle kuudesosa rahaston arvosta. Ilmaista salkunhoitoa ei koskaan ole, mutta pitkäjänteisen sijoittajan on syytä varmistua siitä, että kustannukset pysyvät kohtuullisina. Warren Buffettin sanoin: *kulut eivät koskaan nuku*.



Ostin meille tammikuussa tanskalaisen biokemiyhtiön Novozymesin osakkeita. Tutustuin yhtiöön ensi kertaa jo yli 25 vuotta sitten tutkiessani suomalaista Cultoria. Novozymes oli jo silloin maailman johtava teollisten entsyymien valmistaja ja on sitä edelleen. Tänäpäin sen osuus maailman entsyymimarkkinoista on 48 %.

Entsyymejä käytetään hyvin monien erilaisten luonnossa tapahtuvien prosessien tehostamiseen. Perinteisesti suurin asiakasryhmä on ollut pesuaineteollisuus, joka edustaa edelleen noin kolmasosaa markkinoista, mutta sen rinnalle on neljännesvuosisadassa noussut lukuisia muita sovelluksia. Entsyymit mm. auttavat pitämään leivät tuoreina, tehostavat mehujen saantia hedelmistä, hajottavat tärkkelystä sokereiksi, valkaisevat farkkuja, jne.

Uusimpia sovellusalueita on bioetanolin tuotanto, jossa entsyymien myynti 2004-2010 kasvoi 30 % vuodessa. Kasvu on sittemmin hyytynyt, mutta lisää potentiaalia löytynee kunhan etanolia aletaan tuottaa muistakin biomassoista kuin viljoista. Novozymes hakee aktiivisesti kasvua myös maatalouden mikro-organismeissa, näissä yhteistyössä amerikkalaisen Monsanto'n kanssa.

En kuitenkaan ostanut meille Novozymesia siksi, että odottaisin jonkin tietyn tuotealueen kasvavan rajusti. Osaamiseni ei riitä teknologisen kehityksen ennustamiseen. Sen sijaan olen yleisellä tasolla vakuuttunut siitä, että melko nuorella toimialalla sovelluskehitys jatkuu ja hyödyntää Novozymesia jatkossakin. Jos firma on pysynyt ylivoimaisena markkinajohtajana neljännesvuosisadan, lienee se merkki siitä, että sen kanssa ei ole aivan helppoa kilpailla.

Olen katsellut Novozymesia silloin tällöin ennenkin, mutta olen joka kerta pitänyt sen arvostusta liian korkeana. Halpa se ei edelleenkään ole, mutta bioetanoli- buumin loppuminen sai yhtiön arvostuksen muuttamaan mielestäni kohtuulliseksi.

Viime vuoden tulokselle laskien lähes velattoman yhtiön P/E-luku on tällä hetkellä 27x. Se on melko paljon, mutta toisaalta yhtiö on mielestäni poikkeuksellisen laadukas. Viimeisen 20 vuoden aikana liikevaihto on kolminkertaistunut ja liikevoittomarginaali on tasaisesti nousten noin tuplaantunut, ollen viime vuonna 28 %.

On syytä huomata, että tämän kaltaisessa sijoituksessa on (ainakin lyhyellä aikavälillä) keskimääräistä enemmän riskejä. Toisaalta siksi, että sijoittajat aina välillä yli-innostuvat jostain uudesta tuotteesta ja pettyvät, kun siitä ei tullutkaan miljardibisnestä. Toisaalta siksi, että korkeahko arvostus edellyttää tulostason pysymistä hyvänä ja kasvun jatkuvan.

Kovin suurta osaa varoistamme en sijoita tällaiseen osakkeeseen, vaikka yhtiö onkin laadukas. Ensioستojen jälkeen Novozymes on 2,4 % Phoebuksen salkusta. Osuus voisi ehkä olla hieman suurempikin, mutta ei kovin paljon.

Kun esittelin moottoripyöräyhtiöme Harley-Davidsonin kolme ja puoli vuotta sitten katsauksessa 3/2013, kerroin silloisen toimitusjohtajan Keith Wandellin tehneen loistavaa työtä, vaikka hänet rekrytoitiin yhtiön ulkopuolelta. Hän jäi eläkkeelle keväällä 2015, kuuden työvuoden jälkeen, ja tilalle nousi Matt Levatic, joka on työskennellyt yhtiössä vuodesta 1994. Levatic on silti vasta 52-vuotias, joten hänellä on kaikki edellytykset pysyä pestissään kauemmin kuin Wandell.



Alku ei ole ollut helppo. Vuodesta 2013 isojen moottoripyörien myynti USA:ssa on kasvanut vain 2 % ja H-D:n pyörien myynti on laskenut -4 %. Yhtiön markkinaosuus USA:ssa on siis laskenut, joskin se on edelleen hieman yli 50 %.

Muualla maailmassa H-D:n myynti on kasvanut 7 %, mutta sen osuus markkinoista on hieman laskenut. Pääsyy lienee valuutta: dollari on vahvistunut 26 % euroon nähden, mikä parantaa eurooppalaisten ja japanilaisten kilpailijoiden hintakilpailukykyä. "Made in the USA" on tärkeä osa Harley-Davidsonin imagoa, mutta vahvistuvan dollarin aikana se on taloudellinen rasite.

Viimeksi kerroin myös, että en uskonut osakkeen pärjäävän vähään aikaan liiketoimintaa paremmin, johtuen melko korkeasta arvostuksesta. Olin valitettavasti oikeassa. H-D:n myynti on vuodesta 2013 pysynyt muuttumattomana ja nettotulos on laskenut -5 %. Kun yhtiö on ostanut takaisin 20 % osakkeistaan, on tulos per osake noussut 17 %, mutta osakekurssi dollareissa on silti laskenut -6 %. Osinkoineen osake on dollareissa tuottanut prosentin verran.

Vahva dollari syö liiketoimintaa, mutta tuo meille euro-määräisille sijoittajille osan "vahingosta" takaisin kursivoitoina. Euroissa laskettuna H-D on osinkoineen tuottanut 28 %, mikä saattaa jo kuulostaa kohtuulliselta. Verrattuna Phoebuksen 44 % tuottoon ja vertailuindeksimme 59 % tuottoon H-D on silti ollut tällä jaksolla huono sijoitus. Asian hyvä puoli on, että arvostus on laskenut selvästi. P/E-luku laskettuna viime vuoden tulokselle on nyt 15,9x kun se viimeksi oli 20,5x. Toki takaisinostot ovat hieman heikentäneet yhtiön tasetta, mutta yhtiö on edelleen lähes nettovelaton.

Potentiaalia pitäisi löytyä. Vuonna 2006 USA:ssa rekisteröitiin 543 000 raskasta moottoripyörää, viime vuonna enää 312 000. Siitä huolimatta H-D teki viime vuonna 15 % liiketulosmarginaalin (pl. rahoitustoiminnot). Yhtiö ei itse asiassa 27 vuoteen ole tehnyt koskaan alle 11 % liiketulosta.

Ajanpuutteen vuoksi myin viime vuonna Harley-Davidson Dyna Super Glide Custom -pyöräni, mutta osakkeistamme en aio luopua. H-D on eräs vahvimmistä tuntemistani brändeistä ja yhtiö tekee kohtuullista tulosta niin hyvinä kuin huonompina-kin aikoina. Sen paino salkussamme on 3,8 %, mitä pidän sopivana.

Anders Oldenburg, CFA, salkunhoitaja  
anders.oldenburg@seligson.fi

## RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

31.3.2017

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille luxemburgilaisen kohderahaston kautta.

### RUSSIAN PROSPERITY JA VERTAILUINDEKSI

8.3.2000 – 31.3.2017



#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakerahasto (syöttörahasto), Venäjä & IVY
Rahaston koko (milj. euroa)	49,7
Vertailuindeksi	RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)
Hallinnointipalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0-2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	1,73 %
Tuottosidonnainen palkkio (ei sisälly juokseviin kuluihin)	1,12 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	7,35 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	0,17 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) ei julkaista, koska niitä ei ole saatavilla rahastosta, johon syöttörahastona toimiva Russian Prosperity Fund Euro sijoittaa	

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,38 %	19,19 %	-1,87 %	19,55 %
1 v	57,11 %	20,04 %	37,64 %	25,16 %
3 v	38,19 %	29,21 %	19,84 %	36,78 %
5 v	13,51 %	24,46 %	-13,92 %	31,02 %
10 v	3,06 %	23,28 %	-27,69 %	34,19 %
Aloituspäivästä	944,22 %	23,48 %	377,56 %	34,62 %
Aloituspäivästä p.a.	14,73 %		9,59 %	

\* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta*
SBERBANK	Venäjä	9,3 %
MAGNITOGORSK IRON&STEEL	Venäjä	7,4 %
MAGNIT	Venäjä	7,3 %
GAZPROM	Venäjä	7,2 %
X5 RETAIL	Venäjä	5,1 %
AEROFLOT	Venäjä	4,7 %
CHERKIZOVO	Venäjä	4,4 %
MHP	Ukraina	4,3 %
SURGUTNEFTGAZ	Venäjä	4,2 %
TCS GROUP HOLDING	Venäjä	4,1 %

\* Rahasto ei omista osakkeita suoraan, vaan kohderahasto Russian Prosperity Fund Luxembourgin kautta. Osuudet kuvaavat silti rahaston arvon muutosherkkyttä vaihteluilte näiden osakkeiden kursseissa.



Venäjän osakemarkkinaa kuvaava RTS-indeksi laski vuoden ensimmäisellä neljänneksellä -1,9 %, kun Russian Prosperity -rahastomme osuuden arvo nousi +3,4 %.

Venäjän osakemarkkinoiden hyvä kehitys viime vuonna johtui pitkälti öljyn maailmamarkkinahinnasta, joka lähes kaksinkertaistui vuoden 2016 aikana. Tämän vuoden puolella kehitys on ollut lievästi negatiivinen, öljyn hinta on laskenut taas 50 dollarin tuntumaan.

Osakemarkkinoiden ja öljyn hinnan korrelaatio kertoo siitä, että markkinoilla nähdään Venäjä edelleen hyvin öljyriippuvaisena. Öljyn ja kaasun osuus viennistä onkin yhä lähes kolmannes, mutta osuus BKT:stä on enää 15 %. Vielä vuosituhannen vaihteessa se oli yli 40 %. Venäjän osakemarkkinaa kuvaavassa RTS-indeksissä öljy- ja kaasupaino on silti edelleen melkein puolet.

Kohderahastoamme hoitava Prosperity Capital Management (PCM) on pitkään ollut rahastoissaan alipainossa öljyssä ja kaasussa. PCM pyrki sijoittamaan ensisijaisesti hyvin johdettuihin laatu-yhtiöihin riippumatta niiden toimialasta, vaikka Venäjän öljy-yhtiöt ovat nykyisillä öljyn hinnoilla kannattavia. Heikentynyt rupla on dollareissa toimiville vientiyhtiöille useimmiten eduksi.

Hyvän johdon merkitys on PCM:n mukaan Venäjällä vielä suurempi kuin kehittyneillä markkinoilla. Parhaiten johdetut yhtiöt löytyvät yleensä yksityiseltä sektorilta, jossa johdolla on vapaammat kädet kehittää liiketoimintaa ilman valtion puuttumista.

Venäjän markkinoilla on viime aikoina ollut paljon keskustelua osingoista. Se, että valtionyhtiöiltä edellytetään entistä suurempaa osinkoprosenttia, on PCM:n mukaan ollut markkinoiden kannalta enimmäkseen hyvä asia. Yhtiöt ovat joutuneet tehostamaan toimintojaan ja taloudenpitoaan.

Aktivistisijoittajana PCM on pitkään ollut mukana sekä luonnostelemassa yhtiöiden hallintolakia että sijoituskohteiden hallituksissa. PCM on monesti toiminut tavallaan vähemmistöomistajien äänenä konfliktitilanteissa eli esimerkiksi silloin, jos osingonmaksu on viivästynyt tai jopa jäänyt maksamatta. Nykyisin näitä tilanteita esiintyy enää harvoin.

#### RAHASTON SALKKU 30.3.2017

Toimiala	Rahasto %	RTS-indeksi %
Öljy & Kaasu	19	48
Kulutustavarat	18	8
Muut raaka-aineet	19	12
Rahoitus	15	21
Teollisuus ja muut	12	1
Maatalous	9	1
Energia (sähkö)	8	4
Telekommunikaatio	0	5
Käteinen	0	-

#### Rahaston salkku

Kohderahaston sijoitukset pysyivät jakson aikana pääosin ennallaan. Uutena mukaan tulivat öljy-yhtiö Rosneft sekä kazakstanilainen pankki Halyk Savings Bank of Kazakhstan. Lisäsijoituksia tehtiin Venäjän suurimpaan sähkönsiirtoyhtiöön Federal Gridiin sekä teräsyhtiö Novolipetsk Steeliin. Painoa kevennettiin jonkin verran sekä öljy-yhtiö Lukoilissa että elektroniikkaketju M.videossa.

Rahasto jatkaa edelleen ylipainossa kulutustavaroissa, maataloudessa sekä muissa kuin energia-alan raaka-aine tuottajissa. PCM pitää houkuttelevina sellaisia raaka-aine- ja lannoitetuottajia kuin Highland Gold Mining ja Acron, koska ne öljy-yhtiöiden tavoin hyötyvät heikosta ruplasta.

Alipaino indeksiin nähden rahoituksessa johtuu osin siitä, että Venäjän suurin pankki Sberbank on lievässä alipainossa, vaikka se on rahaston suurin yksittäinen sijoitus. Toinen suurpankki eli VTB on yli 3 % indeksistä, mutta puuttuu rahastosta kokonaan.

Sen sijaan rahastosta löytyy Tinkoff Bank, joka ei ole mukana RTS-indeksissä. Luottokortteihin ja online-pankkipalveluihin erikoistunut pankki on markkinaosuusmielessä hyötynyt viime vuosien talouskriisistä, kun osa kilpailijoista on ajautunut vaikeuksiin tai lähtenyt jopa kokonaan pois Venäjältä.

Tinkoff odottaa tuloksensa kasvavan lähivuosina noin 20-40 prosentin vauhtia. Odotukset ovat näkyneet kurssikehityksessä: yhtiön osake nousi viime vuonna euroissa laskettuna yli 250 %.

#### Inflaatio hidastunut

Kuluttajia pitkään rasittanut korkea inflaatio on laskenut Venäjällä alemmaksi kuin kertaakaan sitten Neuvostoliiton hajoamisen. Kuluttajahintojen nousu oli viime vuoden loppupuolella tasolla 5,4 %, kun se vielä vuonna 2015 oli noin 12,5 %.

PCM:n mielestä keskuspankki on reagoinut tähän turhankin varovaisesti eikä kymmenen prosentin ohjaukorko ole enää nykyisessä talustilanteessa perusteltu. Muutaman prosenttiyksikön koronlasku on PCM:n mukaan tulossa lähiaikoina.

Hidastunut inflaatio tarkoittanee lisääntynyttä investointihalukkuutta teollisuudessa, rakentamisessa ja palveluissa ja tämän odotetaan vaikuttavan myönteisesti kansantuotteen kasvuun. Inflaation lasku lisänee myös kuluttajien ostovoimaa ja piristää siten vähittäiskauppasektoria.

*Prosperity Capital Managementin  
raporttien pohjalta,*



Jonathan Aalto  
jonathan.aalto@seligson.fi

## SELIGSON & CO TROPICO LATAM

31.3.2017

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Brasilian osakemarkkinoille. Mukana myös Chile, Kolumbia ja Peru.

### TROPICO LATAM JA VERTAILUINDEKSI

12.5.2016 – 31.3.2017



#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	12.5.2016
Tyyppi	Osakerahasto: Brasilia, Chile, Kolumbia, Peru
Rahaston koko (milj. euroa)	3,9
Vertailuindeksi	70 % STOXX Brazil Total Market NR 30 % S&P Dow Jones Mla Andean 40 NTR
Hallinnointipalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	1 %, jos merkintä alle 4 999 €
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö
Neuvonantaja	Trópico Latin America Investments

#### SUURIMMAT OSAKEOMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
PROFARMA DISTRIBUIDORA	Brasilia	9,0 %
BANCO BRADESCO-ADR	Brasilia	7,1 %
PETROBRAS - PETROLEO BRAS-PR	Brasilia	4,6 %
ITAUSA-INVESTIMENTOS ITAU-PR	Brasilia	4,5 %
GRAZZIOTIN SA-PREF	Brasilia	4,5 %
ITAU UNIBANCO H-SPON PRF ADR	Brasilia	4,1 %
BRF SA-ADR	Brasilia	3,8 %
CREDICORP LTD	Peru	3,5 %
SONAE SIERRA BRASIL SA	Brasilia	3,4 %
TOTVS SA	Brasilia	3,3 %

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	8,2 %	14,0 %	10,0 %	19,1 %
Aloituspäivästä	26,4 %	15,4 %	38,9 %	24,2 %

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT?

Julkaisemme rahastojen "kulut ja tunnusluvut" -taulukon vuosi taaksepäin lasketuille ajanjaksoille. Tropico LatAm aloitti toimintansa 12.5.2016, joten vertailukelpoista ajanjaksoa ei vielä ole.

Viime vuoden toukokuussa käynnistetty Seligson & Co Tropico LatAm tuotti maaliskuun loppuun mennessä +26,4 %. Rahaston vertailuindeksi nousi samana aikana +38,9 %. Vuoden alusta rahasto on tuottanut +8,2 % ja indeksi +10,0 %.

Presidentti Temer in ehdotus eläkejärjestelmän uudistuksesta eteni jakson aikana Brasiliassa. Uudistus nostaisi eläkeikää 65 vuoteen, kun brasilialaiset tällä hetkellä jäävät eläkkeelle keskimäärin jopa 10 vuotta aikaisemmin. Brasilian eläkejärjestelmän uudistaminen kuuluu hallituksen keskeisiin hankkeisiin, sillä peräti 12 % kansantuotteesta menee eläkemaksuihin.

Tilannetta pahentaa väestön ikääntyminen ja supistuva syntyvyys. Eläkejärjestelmän jatkuminen nykyisellään merkitsisi valtion lisävelkaantumista tai muiden menojen rankkaa karsimista. Talouskehityksen kannalta onnistunut eläkeremontti olisi rahastomme neuvonantajan Trópicon mukaan maan tärkein uudistus.

Kolumbiassa hallitus on aloittanut rauhanneuvottelut maan toiseksi suurimman sissijärjestön ELN:n kanssa. Viime vuonna solmittiin rauhansopimus maan suurimman sissijärjestön FARC:in kanssa. Neuvotteluista odotetaan vaikeita, sillä marxilainen ELN vaatii valtiolta mittavampia sosiaalisia uudistuksia kuin FARC.

### Rahaston salkku

Rahastossa oli maaliskuun lopussa 26 yhtiön osakkeita sekä niitä täydentämässä neljä rahastosijoitusta. Uusina tulivat alkuvuonna mukaan vähittäistavara-kauppaketju Lojas Americanas sekä valtion enemmistöomistama öljy-yhtiö Petrobras.

Salkusta myytiin koulutusyhtiö Estacio Participacoes. Lisäksi online välittäjä CETIP:in osakkeet vaihtuivat Brasilian pääpörssin osakkeisiin, kun CETIP fuusioitui BM&FB-Bovespan kanssa.

Rahastoon lisättiin osakkeita Brasilian suurimmissa lääke- ja kosmetiikkatuotteiden tukkukauppiaissa Profarmassa, joka esiteltiin edellisessä katsauksessa ja nousi nyt suurimmaksi sijoitukseemme, sekä Raia Drogasilissa sekä lihantuottaja BRF:ssä.

BRF:n osakkeiden lisäys osui varsin harmilliseen paikkaan, vain kuukausi ennen Brasilian lihantuotannon suuren skandaalin puhkeamista. Skandaalin ydin on, että johtavien lihantuottajien epäillään lahjoneen viranomaisia ja myyneen pilaantunutta lihaa.

Lihantuottajat ovat kiistäneet väitteitä koko sivun mainoksilla maan lehdissä ja vakuuttaneet, että mahdolliset epäkohdat korjataan nopeasti. BRF:n osakekurssi laski noin 8 % lähes heti rahastomme lisäoston jälkeen, mutta on viime viikkoina taas jo hieman toipunutkin.

Rahaston sijoitusastetta on myös tämän vuoden alussa edelleen tasaisesti nostettu. Käteispositio on silti edelleen osakerahastolle suuri eli noin 17 %.

### Petrobras

Petrobras on yllättävä tulokas salkkuamme. Trópico ei yleensä suosittele rahastolle valtion omistamia yrityksiä, eikä etenkin toimialoilla, joilla esiintyy paljon korruptiota. Nyt kyse on Trópicon mukaan kuitenkin selkeästi erikoistilanteesta.

Petrobras on liikevaihdolla mitattuna latinalaisen Amerikan suurin yhtiö. Yli 2,7 miljoonan tynnyrin päivävuuhdilla se kuuluu maailman kymmenen suurimman öljyntuottajan joukkoon. Sillä on myös 16 jalostamo, yli 8 500 huoltoasemaa, lähes 15 000 km öljy- ja kaasuputkia, sähköntuotantoa, etanoli- ja lannoitetehtaita, jne. Työntekijöitä on lähes 80 000.

Viime vuosina Petrobras on ollut jatkuvasti otsikoissa, negatiivisessa mielessä. Yhtiön aiempi johto oli ottanut rakennusyhtiöiltä ja muilta alihankkijoilta lahjuksia sekä (väitteiden mukaan) ohjannut varoja myös virasta syrjäytetyn presidentin Dilma Rouseffin puolueelle.

Korruptioskandaalin seurauksena koko johto vaihdettiin. Uudeksi toimitusjohtajaksi valittiin viime kesänä maan liike-elämässä arvostettu Pedro Parente, joka toimi Petrobrasin hallituksessa 1999-2003. Hän siirtyi yhtiön johtoon pörssin eli BM&FB-Bovespan hallituksen puheenjohtajan tehtävistä.

Parente esikuntineen on lähtenyt päättäväisesti karsimaan kustannuksia, keventämään velkataakkaa sekä kiristämään investointien kriteerejä. Yhtiö aikoo karsia jopa viidesosan työvoimasta mm. erilaisten eläkeohjelmien kautta. Investointien määrän odotetaan seuraavan viisivuotiskauden aikana laskevan yli 20 miljardilla dollarilla verrattuna aiempiin suunnitelmiin.

Petrobras ehti jo viime vuonna myymään ydinliiketoiminnan kannalta epäoleennaisia omistuksia noin 13 miljardin dollarin edestä. Lisää on luvassa tänä vuonna, arvioiden mukaan 17 miljardilla. Velkaa on nyt 3,3x EBITDA, kun sitä vielä vuosi sitten oli 4,5x EBITDA.

Korruptioskandaalin polttopisteessä ovat olleet Petrobrasin kytkennät Brasilian poliittisiin valtarakenteisiin. Trópico olettaa jo syytteiksi asti konkretisoituneiden paljastusten olleen niin merkittäviä, että Petrobras saa ensimmäistä kertaa yli kymmeneen vuoteen toimia rauhassa ilman poliittisia paineita. Hyvä esimerkki tästä on, että viime syksynä muutettiin lakia, jonka mukaan Petrobrasin oli pakko olla mukana kaikissa Brasilian vedenalaisten öljyesiintymien hyödyntämisoikeuksien huutokaupoissa. Nyt se voi vihdoin toimia normaalien yhtiön tavoin ja valita liiketoiminnallisin perustein mihin niistä se osallistuu.

Trópico pitää lupaavina Parenten suunnitelmia yhteisyrityksistä yksityisten toimijoiden kanssa. Näin Petrobrasin toimintaan voidaan saada mukaan niiden tehokkuutta, toimintatapoja ja hallintokulttuuria.

Trópico odottaa Petrobrasin myös palaavan osingonmaksajaksi, kun velka on saatu Parenten asettamalle noin 2,5x EBITDA tavoitetasolle ja valmistumassa olevat uudet jalostamot alkavat tuottaa tulosta.

## Grazziotin

Kauppaketju Graziotin on Trópicon mukaan mainio esimerkki hyvin johdetusta perheyrytyksestä. Kuudenkymmenenkuuden toimintavuotensa aikana yhtiö ei ole tehnyt kertaakaan tappiota. Tätä voi pitää varsin poikkeuksellisenä, etenkin kun ottaa huomioon Brasilian talouden käänneet ja viime vuosien ongelmat vähittäissektorilla.

Graziotinin liiketoimintamalli on perin yksinkertainen. Se myy neljän eri ketjun kautta vaatteita, kenkiä ja sisustustuotteita lähes 250 liikkeessä pääosin eteläisen Brasilian Rio Grande do Sul -osavaltiossa.

Ketjut toimivat pienissä kaupungeissa eli eri markkinoilla kuin suuret kansainväliset kilpailijat, jotka pyrkivät operoimaan nimenomaan Brasilian suurimmissa kaupungeissa. Kohderyhmäkin on aika lailla eri: ensisijaisesti vähävaraiset. Toimitusjohtaja Renata Graziotin mukaan yhtiö haluaa mieluummin ”myydä halvalla monille kuin kalliilla harvoille”.

Tähän toiminta-ajatuksen istuu hyvin se, että korkean inflaation kiusatessa Brasilian kuluttajia, Graziotin on pystynyt tehostamaan toimintojaan ja pitämään tuotteidensa hinnat pitkälti vakaina. Tätä kohderyhmässä arvostetaan.

Vuosi 2016 oli Brasilian kauppasektorille vaikea. Graziotin navigoi hankalaa markkinaa hyvin varovasti ja normaalista poiketen sulki enemmän myymälöitä kuin avasi. Tämä oli toimiva strategia: vaikka myynnin pinta-ala pieneni, niin myynnin volyymi nousi 4,3 % ja yhtiö ylsi 120 miljoonan euron liikevaihdolla lähes 20 miljoonan liikevoittoon.

Graziotin on edelleen pieni yhtiö. Sen markkina-arvo on noin 130 miljoonaa euroa. Sillä on velkaa noin 43 milj. euroa. Toisaalta sillä on suurin piirtein saman verran käteisvaroja, mikä on mahdollistanut noin kuuden prosentin osingonjaon.

Osakkeen arvostusta ei Trópicon mukaan voi nykyisellä p/e-luvulla 6,7x pitää kalliina, kun yhtiö edelleen kasvaa. Rahasto voisikin neuvonantajamme mukaan mielellään hankkia lisää Graziotin osakkeita, mutta heikko likviditeetti on saanut aikaan sen, että kertaostot ovat tois-taiseksi jääneet varsin pieniksi.

Trópico on toiminut yhtiön hallintoneuvostossa ja on hyvin positioitunut ottamaan vaarin tilanteista, joita epälikvidin osakkeen kohdalla saattaa tulla markkinoilla vastaan.

*Neuvonantaja Trópico Latin American  
Investmentsin raporttien pohjalta,*



Jonathan Aalto  
jonathan.aalto@seligson.fi

## RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ

### Volatiliteetti / standardipoikkeama (% vuodessa)

Kuvaa rahaston arvon heilahtelua ja käytetään riskimittarina, mutta ei mitenkään välttämättä kerro tulevista riskeistä. Volatiliteetti lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona.

### Salkun kiertonopeus (% vuodessa)

Kuvaa rahaston arvopapereiden vaihtuvuutta. Luku lasketaan vähentämällä tehtyjen ostojen ja myyntien yhteissummasta merkintöjen ja lunastusten yhteissumma (summa1). Salkun kiertonopeus on saadun luvun (summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kiertonopeus 200 % tarkoittaa siten, että tarkastelujakson aikana on myyty kaikki rahaston arvopaperit ja tilalle ostettu uudet. *Negatiivinen kiertonopeus* tarkoittaa, että salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyyymi on ollut pienempi kuin merkintöjen ja lunastusten.

### Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski, % vuodessa)

Indeksipoikkeama mittaa sitä kuinka tarkasti rahaston tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Suuri luku merkitsee sitä, että rahaston tuotto suhteessa vertailuindeksin tuottoon on vaihdellut voimakkaasti. Pieni aktiivinen riski taas tarkoittaa, että rahaston tuotto lähes seuraa vertailuindeksin tuottoa. Tunnusluku lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona viikkohavainnoilla.

### Kaupankäyntikulut (% vuodessa)

Rahaston pääomasta veloittettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta edeltävällä 12 kk:lla. (Toimialan sisäisen suosituksen mukaan kaupankäyntikulut tulisi laskea jakamalla euromääräinen kulu edeltävän 12 kk:n korkeimmalla rahastopääomalla. Tämä laskentatapa tuottaa kuitenkin mielestämme liian alhaisen tuloksen ja käytämme sitä vain rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosisiraporteissa.)

### Juoksevat kulut

Kertoo rahaston perimien kulujen osuuden prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Luku sisältää rahaston pääomasta veloittettavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut ja mahdollisten kohderahastojen kulut.

Aiemmin käytetty TER -luku sisälsi myös mahdollisen tuottosidonnan palkkion. Kummassakaan ei ole mukana kaupankäyntikuluja, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut.

### Hyvää vappua

Tämä katsaus ilmestyy huhtikuussa, kevään edetessä jo vauhdilla. Mukavaa, että luet silti myös tunnuslukujemme määritelmiä. Kiitos siitä ja erinomaisen hyvää kohtaa koittavaa vappua!

### Kokonaiskulut / TKA (% vuodessa)

Kaikki rahastopääomasta veloittettavat kulut (TER + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Edes TKA ei sisällä mahdollisia rahaston maksettavaksi koituvien lähdeveroja (joista osa voidaan saada myöhemmin takaisin) ja transaktioverojen kustannuksia. Toisaalta osakelainauksesta mahdollisesti saatavia lisätuottoja ei myöskään lasketa pois TKA-luvusta.

### Välityspalkkiot lähipiirille (% vuodessa)

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujaksolla maksamista välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan kirjanpitoon konsolidointiryhmään kuuluvalle sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle. Meillä ei yleensä tällaisia ole.

### Korkoriski (duraatio)

Duraatio ilmaisee korkosijoituksen korkoriskin eli vähän yksinkertaisesti ilmaistuna rahaston korkosijoitusten jäljellä olevaan laina-aikaan liittyvän riskin yhtenä lukuna. Korkoriski on käytännössä sijoituksen markkina-arvon herkkyyden kerkotason muutokselle.

Matemaattisesti duraatio lasketaan joukkolainan kassavirtojen (vuotuiset kupongit ja lainan pääoman takaisinmaksu erääntymisessä) pituuksien pääomilla painotettuna keskiarvona ja ilmaistaan vuosina. Kun korkotaso muuttuu (+/-) x prosenttiyksikköä, niin joukkolainan arvo muuttuu (-/+ ) duraatio \* x %.

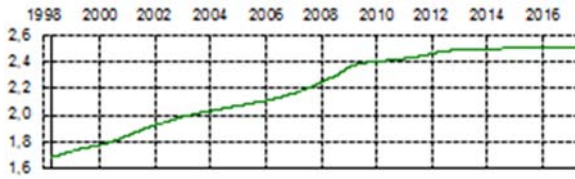
### Sharpen luku

Alan käytännöstä poiketen emme julkaise tässä katsauksessa Sharpen lukua, koska se ei käsittelemme tuo mitään olennaista informaatiota indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksipoikkeaman lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun suosituksen mukaisesti rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosisiraporteissa. William Sharpen tieteellistä työtä arvostamme suuresti!

## RAHAMARKKINARAHASTO AAA

31.3.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto sijoittaa lyhyisiin euromääräisiin korkoinstrumentteihin.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	274,7
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointipalkkio	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä- / lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,02 %	0,02 %	-0,08 %	0,01 %
1 v	0,01 %	0,02 %	-0,28 %	0,01 %
3 v	0,68 %	0,03 %	-0,07 %	0,02 %
5 v	1,66 %	0,04 %	0,67 %	0,03 %
10 v	15,36 %	0,12 %	14,10 %	0,14 %
Aloituspäivästä	49,71 %	0,14 %	51,42 %	0,16 %
Aloituspäivästä p.a.	2,15 %		2,21 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	11,33 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,28
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,01 %
Lähipiirin omistussuus (31.3.2017)	0,88 %

## Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa Osuus rahastosta

S-Pankki	Suomi	17,2 %
Handelsbanken	Suomi	16,7 %
AsuntoHypoPankki	Suomi	14,6 %
Ålandsbanken	Suomi	11,3 %
Säästöpankki Optia	Suomi	8,4 %

## Suurimmat yksittäiset omistukset

Maa Osuus rahastosta

Handelsbanken -tilisopimus	Suomi	16,7 %
Määräaikainen talletus S-Pankki Oy 23.05.2017	Suomi	7,3 %
Turun Seudun OP -tilisopimus	Suomi	7,3 %
Määräaikainen talletus S-Pankki Oy 25.10.2017	Suomi	3,6 %
Määräaikainen talletus S-Pankki Oy 01.06.2017	Suomi	3,6 %
Määräaikainen talletus Säästöpankki Optia 16.03.2018	Suomi	2,9 %
S-Pankki -tilisopimus	Suomi	2,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## EURO-OBLIGAATIO

31.3.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro-obligaatio mallintaa euroalueen valtioiden euromääräisten lainojen indeksä.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	70,1
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Yr
Hallinnointipalkkio	0,27 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 90 pv)
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,50 %	3,74 %	-1,48 %	3,99 %
1 v	-1,83 %	3,72 %	-1,69 %	4,00 %
3 v	11,96 %	3,88 %	12,50 %	4,00 %
5 v	28,25 %	3,72 %	29,21 %	3,80 %
10 v	63,88 %	4,09 %	59,39 %	4,06 %
Aloituspäivästä	133,08 %	3,78 %	134,13 %	3,75 %
Aloituspäivästä p.a.	4,69 %		4,71 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	-8,50 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 23,5 %, AA 35,4 %, A 2,1 %, BBB 36,7 %, BB 2,0 %, B 0,4 %
Salkun korkoriski (duraatio)	7,21
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,34 %
Lähipiirin omistussuus (31.3.2017)	0,01 %

## Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa Osuus rahastosta

Ranskan valtio	Ranska	24,1 %
Italian valtio	Italia	23,0 %
Saksan valtio	Saksa	17,6 %
Espanjan valtio	Espanja	13,6 %
Belgian valtio	Belgia	6,2 %

## Suurimmat yksittäiset omistukset

Maa Osuus rahastosta

Saksan valtion obligaatio 3,25% 04.07.2021	Saksa	4,4 %
Saksan valtion obligaatio 5,625% 04.01.2028	Saksa	3,8 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	3,5 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2026	Ranska	3,4 %
Ranskan valtion obligaatio 5,50% 25.04.2029	Ranska	3,3 %
Ranskan valtion obligaatio 5,75% 25.10.2032	Ranska	3,3 %
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.10.2023	Ranska	3,3 %

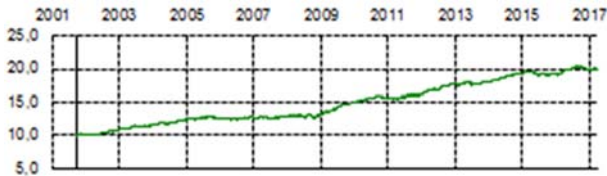
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## PASSIIVISET RAHASTOT

### EURO CORPORATE BOND

31.3.2017

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro Corporate Bond mallintaa euromääräisten yrityslainojen indeksiä.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	77,4
Vertailuindeksi	The BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial
Hallinnointipalkkio	0,32 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 90 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,32 %	2,14 %	0,07 %	2,26 %
1 v	0,91 %	2,04 %	2,26 %	2,23 %
3 v	8,75 %	2,18 %	10,97 %	2,32 %
5 v	18,39 %	2,28 %	23,11 %	2,36 %
10 v	56,11 %	2,97 %	64,64 %	2,81 %
Aloituspäivästä	99,50 %	2,94 %	121,52 %	2,83 %
Aloituspäivästä p.a.	4,54 %		5,25 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,33 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,36 %
Salkun kiertonopeus	4,82 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 3,5 %, AA 12,9 %, A 31,8 %, BBB 51,8 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,32
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	0,95 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	0,00 %

#### Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

	Maa	Osuus rahastosta
ELEC DE FRANCE	Ranska	2,6 %
TOTAL CAPITAL	Ranska	2,1 %
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA	Belgia	2,1 %
VOLKSWAGEN INTF	Saksa	1,9 %
ORANGE	Espanja	1,9 %

#### Suurimmat yksittäiset omistukset

	Maa	Osuus rahastosta
ASF 5,625% 04.07.2022	Ranska	1,2 %
DAIMLER AG 2,375% 12.09.2022	Saksa	1,2 %
AT&T INC 2,5% 15.03.2023	Yhdysvallat	1,1 %
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA 1,5% 18.04.2030	Belgia	1,0 %
DEUTSCHE TELEKOM INT FIN 4,25%	Saksa	1,0 %
GE CAPITAL EURO FUNDING 0,80% 21.01.2022	Yhdysvallat	0,9 %
GAS NATURAL 3,875% 17.01.2023	Espanja	0,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

### SUOMI INDEKSIRAHASTO

31.3.2017

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	118,3
Vertailuindeksi	OMX GES Sustainability Finland Index
Hallinnointipalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 %, lunastettaessa jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,52 %	9,80 %	3,58 %	9,77 %
1 v	22,73 %	14,68 %	23,28 %	14,69 %
3 v	49,58 %	18,15 %	51,41 %	18,19 %
5 v	94,77 %	18,25 %	98,43 %	18,34 %
10 v	63,61 %	22,89 %	72,12 %	23,00 %
Aloituspäivästä	337,08 %	23,99 %	280,60 %	24,23 %
Aloituspäivästä p.a.	8,07 %		7,28 %	

\* Hintaindeksi 30.6.2005 asti, 1.7.2005 alk. Helsinki Benchmark Cap -tuottoindeksi ja 1.3.2011 alkaen OMX GES Sustainability Finland Index.

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,48 %
Salkun kiertonopeus	10,23 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	0,12 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	0,07 %

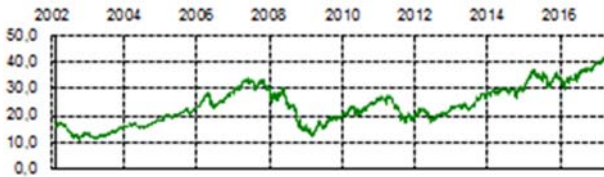
#### SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	10,2 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,8 %
KONE OYJ-B	Suomi	9,6 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	7,6 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	6,6 %
ORION OYJ-CLASS B	Suomi	6,4 %
FORTUM OYJ	Suomi	6,0 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,4 %
ELISA OYJ	Suomi	4,4 %
NESTE OYJ	Suomi	4,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

**OMX HELSINKI 25 PÖRSSINOTEERATTU RAHASTO**  
31.3.2017

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



OMX Helsinki 25 -indeksiä seuraava indeksirahasto. Rahaston osuus on Helsingin pörsissä noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjän kautta.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	203,2
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinointi- ja säilytyspalkkio	0,11–0,18 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto			Vertailuindeksi	
	Osuuden arvonkehitys	Voitonjakokorjattu tuotto *	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,64 %	4,64 %	9,85 %	4,68 %	9,85 %
1 v	24,42 %	24,42 %	16,28 %	24,61 %	16,29 %
3 v	43,97 %	50,18 %	18,71 %	46,51 %	18,69 %
5 v	85,66 %	112,76 %	18,76 %	88,58 %	19,31 %
10 v	32,61 %	85,94 %	24,39 %	35,36 %	24,71 %
Aloituspäivästä	165,99 %	344,70 %	22,20 %	165,92 %	22,49 %
Aloituspäiv. p.a.	6,67 %	10,35 %		6,67 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,17 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,21 %
Salkun kiertonopeus	39,05 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,08 %**
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	0,0 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Maa Osuus rahastosta

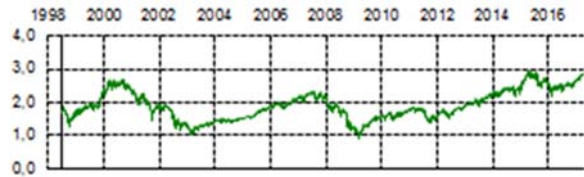
NOKIA OYJ	Suomi	11,6 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,9 %
KONE OYJ-B	Suomi	9,4 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,1 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	6,0 %
FORTUM OYJ	Suomi	5,5 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	5,4 %
ORION OYJ-CLASS B	Suomi	4,3 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	4,2 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,1 %

\* Huom! Voitonjakokorjattu tuotto on laskettu 27.2.2015 asti ottaen huomioon rahastosta jaetut tuotonmaksut, jolloin se kuvaa paremmin sijoittajan saamaa tuottoa. Tästä eteenpäin rahaston osuudet ovat kasvuosuuksia eikä voitonjakokorjausta tarvita. Myös vertailuindeksi on hintaindeksi 27.2.2015 asti.

\*\* Indeksipoikkeamassa ei ole huomioitu indeksin tarkistuspäiviä, jolloin indeksiä ei lasketa close-hinnoilla.

**EUROOPPA INDEKSIRAHASTO**  
31.3.2017

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Eurooppalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	134,4
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe 20.9.2010 asti DJ STOXX Sustainability
Hallinointipalkkio	0,44 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,30 %	7,57 %	7,37 %	7,59 %
1 v	18,43 %	17,02 %	18,64 %	17,04 %
3 v	23,99 %	18,26 %	24,77 %	18,20 %
5 v	64,89 %	16,24 %	67,37 %	16,29 %
10 v	34,40 %	20,82 %	40,69 %	20,98 %
Aloituspäivästä	69,66 %	21,50 %	94,99 %	21,72 %
Aloituspäivästä p.a.	2,85 %		3,61 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,51 %
Salkun kiertonopeus	15,09 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,15 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	0,07 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Maa Osuus rahastosta

NESTLE SA-REG	Sveitsi	6,1 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	4,6 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	Iso-Britannia	3,1 %
TOTAL SA	Ranska	3,1 %
SANOFI	Ranska	2,7 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	2,6 %
SAP SE	Saksa	2,4 %
BASF SE	Saksa	2,3 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,3 %
UNILEVER NV-CVA	Iso-Britannia	2,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

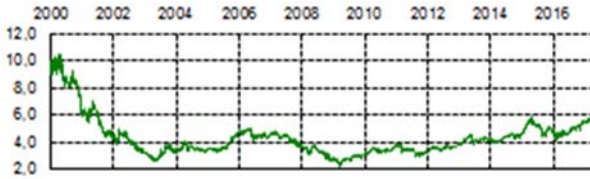
**Ajankohtakorjatut indeksiluvut.** Indeksirahastojen Aasia, Eurooppa ja Pohjois-Amerikka indeksipoikkeaman laskennassa on käytetty valuuttakurssien arvostusajankohdan mukaan korjattuja indeksilukuja. Rahastojen virallisissa vuosikertomuksissa julkaisemme myös korjaamattomat luvut.

## PASSIIVISET RAHASTOT

### AASIA INDEKSIRAHASTO

31.3.2017

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Tyyneenmeren alueen osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	65,0
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointipalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,53 %	10,97 %	5,72 %	11,76 %
1 v	23,22 %	14,86 %	24,14 %	16,53 %
3 v	37,84 %	17,22 %	39,83 %	18,50 %
5 v	57,39 %	15,84 %	61,76 %	17,03 %
10 v	25,34 %	18,98 %	36,07 %	22,95 %
Aloituspäivästä	-42,91 %	21,34 %	-35,50 %	23,96 %
Aloituspäivästä p.a.	-3,19 %		-2,51 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,48 %
Salkun kiertonopeus	11,32 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,45 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	0,05 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

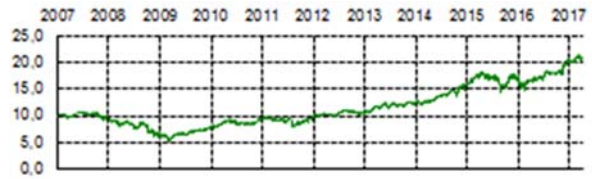
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	6,9 %
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	5,1 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	4,0 %
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP	Japani	4,0 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	3,2 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	3,0 %
BHP BILLITON LIMITED	Australia	2,6 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	2,4 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	2,1 %
WESFARMERS LTD	Australia	1,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

### POHJOIS-AMERIikka INDEKSIRAHASTO

31.3.2017

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Pohjoisamerikkalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	130,2
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR
Hallinnointipalkkio	0,42 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,85 %	9,24 %	3,05 %	9,35 %
1 v	24,88 %	11,62 %	26,01 %	11,73 %
3 v	62,83 %	16,33 %	67,22 %	16,50 %
5 v	103,98 %	14,62 %	113,57 %	14,82 %
10 v	113,83 %	19,96 %	130,33 %	20,39 %
Aloituspäivästä	108,99 %	19,80 %	127,55 %	20,22 %
Aloituspäivästä p.a.	7,45 %		8,34 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,43 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,44 %
Salkun kiertonopeus	9,96 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,16 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	0,02 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	6,9 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	4,6 %
BANK OF AMERICA CORP	Yhdysvallat	3,3 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	3,2 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	2,8 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	2,4 %
INTEL CORP	Yhdysvallat	2,3 %
CISCO SYSTEMS INC	Yhdysvallat	2,3 %
CITIGROUP INC	Yhdysvallat	2,3 %
WALT DISNEY CO/THE	Yhdysvallat	2,2 %

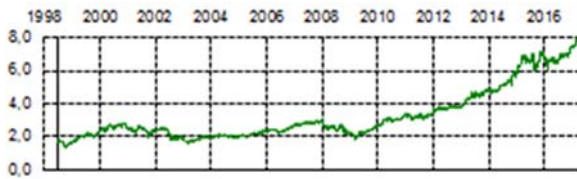
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)



## GLOBAL TOP 25 BRANDS

31.3.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	276,3
Vertailuindeksi (ei säännöissä)	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointipalkkio	0,59 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,83 %	10,60 %	5,57 %	10,00 %
1 v	17,87 %	10,60 %	14,02 %	10,00 %
3 v	64,01 %	14,54 %	60,54 %	13,71 %
5 v	110,10 %	13,06 %	119,26 %	13,16 %
10 v	191,24 %	15,97 %	170,76 %	16,34 %
Aloituspäivästä	370,66 %	17,25 %	253,95 %	16,14 %
Aloituspäivästä p.a.	8,59 %		6,96 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,61 %
Salkun kiertonopeus	0,18 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,63 %
Lähipiirin omistususuus (31.3.2017)	0,05 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

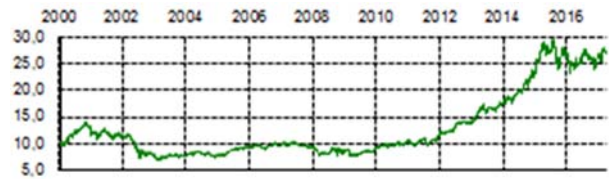
	Maa	Osuus rahastosta
APPLE INC	Yhdysvallat	7,6 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,5 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	6,5 %
ALPHABET INC-CL C	Yhdysvallat	6,4 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,3 %
PRADA S.P.A.	Italia	3,8 %
UNILEVER NV-CVA	Iso-Britannia	3,8 %
TIFFANY & CO	Yhdysvallat	3,7 %
BURBERRY GROUP PLC	Iso-Britannia	3,6 %
KERING	Ranska	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS

31.3.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	199,1
Vertailuindeksi (ei säännöissä)	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointipalkkio	0,59 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,86 %	10,04 %	6,79 %	10,17 %
1 v	12,65 %	13,86 %	13,23 %	14,08 %
3 v	48,63 %	16,65 %	46,81 %	16,87 %
5 v	126,46 %	14,55 %	131,80 %	15,07 %
10 v	184,01 %	15,45 %	169,69 %	16,72 %
Aloituspäivästä	174,50 %	15,78 %	138,75 %	16,72 %
Aloituspäivästä p.a.	6,04 %		5,19 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,61 %
Salkun kiertonopeus	11,89 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,46 %
Lähipiirin omistususuus (31.3.2017)	0,05 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
ROCHE HOLDING AG-GENUSSSCHEIN	Sveitsi	7,0 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,7 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	6,7 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,6 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	6,5 %
ALLERGAN PLC	Yhdysvallat	3,9 %
ELI LILLY & CO	Yhdysvallat	3,6 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	3,6 %
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	Japani	3,6 %
SANOFI	Ranska	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## KEHITTYVÄT MARKKINAT

31.3.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahastojen rahasto, joka sijoittaa kehittyville markkinoille sijoitaviin osakerahastoihin.

**Huom!** Kehittyvät markkinat toimi 1.9.2014 asti syöttörahastona sijoittaen sijoitti DFA:n Emerging Markets Value -rahastoon. Se kuuluu nyt välitysrahastovalikoimaamme ja sen tiedot on julkaistu viereisellä palstalla.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	3.9.2010
Tyyppi	Rahastojen rahasto (osake), kehittyvät markkinat
Rahaston koko (milj. euroa)	
Vertailuindeksi	<i>Ei varsinaista vertailuindeksiä, vertailutaulukossa alla käytetty MSCI Emerging Markets Index</i>
Hallinnointipalkkio	0,34 % + kohderahastot 0,40 % -0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	0 %, jos sijoitusaika ≥ 12 kk 0,5 %, jos sijoitusaika < 12 kk mutta ≥ 6 kk 1 %, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	10,75 %	8,29 %	9,90 %	11,38 %
1 v	25,46 %	10,64 %	24,89 %	13,64 %
3 v	36,35 %	14,16 %	33,46 %	17,47 %
5 v	28,74 %	14,13 %	29,61 %	15,85 %
Aloituspäivästä	22,96 %	15,22 %	34,22 %	16,16 %
Aloituspäivästä p.a.	3,19 %		4,58 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2016 – 31.3.2017

Juoksevat kulut (sis. kohderahastot)	0,75 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Salkun kiertonopeus	18,94 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,98 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2017)	0,10 %

Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme julkaise, koska niitä ei ole kaikista kohderahastoista ajantasaisesti saatavilla.

## RAHASTON OMISTUKSET

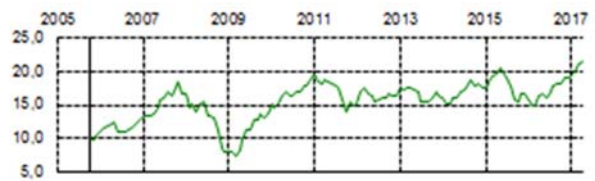
Osuus rahastosta

VANGUARD-EMRG MK ST INDEX FUND - Institutional class	17,77 %
DIMENSIONAL EMKT CORE EQUITY FUND EUR-ACC	17,15 %
DFA Emerging Markets Value Fund (EUR, Acc.)	17,12 %
VANGUARD FTSE EMERGING MARKE	16,53 %
ISHARES CORE EM IMI UCITS ETF	16,50 %
SPDR MSCI EMERG MKTS SMALL CAP	14,44 %
Käteinen	0,49 %

## DFA EMERGING MARKETS VALUE FUND

31.3.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Erittäin laajasti hajautettu osakerahasto, joka sijoittaa kehittyvien markkinoiden osakkeisiin arvoyhtiöpainotuksella.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2005
Tyyppi	Osakerahasto, Kehittyvät Markkinat
Rahaston koko (milj. euroa)	1 708,6
Vertailuindeksi	MSCI Emerging Markets Value Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,50 %
Juoksevat kulut (30.11.2016)	0,64 %
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	12,04 %	8,50 %	8,63 %	7,95 %
1 v	31,81 %	9,96 %	25,11 %	8,49 %
3 v	34,68 %	15,85 %	28,46 %	15,35 %
5 v	28,36 %	14,56 %	18,36 %	13,82 %
10 v	56,56 %	21,49 %	61,93 %	19,09 %
Aloituspäivästä	115,90 %	20,89 %	117,93 %	18,75 %
Aloituspäivästä p.a.	6,92 %		7,00 %	

## SUURIMMAT OMISTUKSET (31.12.2016)

Maa Osuus rahastosta

China Construction Bank Corp	Kiina	3,66 %
Petroleo Brasileiro SA	Brasilia	3,05 %
Vale SA	Brasilia	2,01 %
Industrial and Commercial Bank of China	Kiina	1,80 %
Reliance Industries Ltd	Intia	1,70 %
Hyundai Motor Co	Etelä-Korea	1,45 %
Gazprom PJSC	Venäjä	1,41 %
Bank of China Ltd	Kiina	1,32 %
Sasol Ltd	Etelä-Afrikka	1,32 %
Standard Bank Group Ltd	Etelä-Afrikka	1,30 %

## Huom!

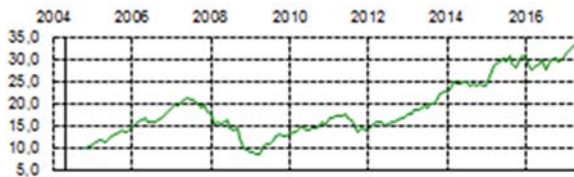
Yllä sekä kahdella seuraavalla aukeamalla on julkaistu rahastovälityspalvelun kautta saatavilla olevien yhteistyökumppanimme rahastojen tiedot. Välitysrahastopalvelun tuottaa Seligson & Co Rahastoyhtiön emoyhtiö Seligson & Co Oyj.

Niistä ei välttämättä löydy kaikkia samoja tietoja kuin Seligson & Co:n hallinnoimista rahastoista. Siksi osa kohdistaa puuttuu. Esimerkiksi merkintä- ja tuottosidonnaisten palkkioiden kohta puuttuu siksi, että niitä ei välitysrahastoissa ole.

Taulukoissa mainittujen rahastojen hallinnointipalkkioiden lisäksi peritään Seligson & Co Oyj:n hinnaston mukainen välityspalkkio.

**DFA EUROPEAN SMALL COMPANIES**

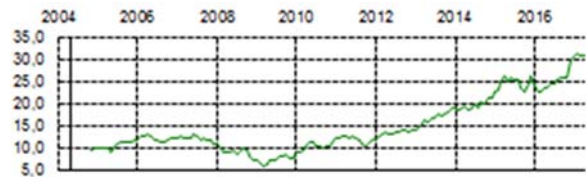
31.3.2017

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**

Eurooppalaisiin pientyhtiöihin sijoittava erittäin laajasti hajautettu osakerahasto.

**DFA US SMALL COMPANIES FUND**

31.3.2017

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**

Yhdysvaltalaisiin pientyhtiöihin sijoittava erittäin laajasti hajautettu osakerahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	6.4.2004
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	158,9
Vertailuindeksi	MSCI Europe Small Cap Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,50 %
Juoksevat kulut (30.11.2016)	0,63 %
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	28.4.2004
Tyyppi	Osakerahasto, Yhdysvallat
Rahaston koko (milj. euroa)	162,31
Vertailuindeksi	Russell 2000 Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 %
Juoksevat kulut (30.11.2016)	0,44 %
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,44 %	3,58 %	6,96 %	4,23 %
1 v	17,16 %	11,80 %	14,40 %	13,41 %
3 v	37,06 %	12,55 %	33,66 %	13,38 %
5 v	110,85 %	11,54 %	107,77 %	12,38 %
10 v	65,36 %	17,36 %	71,83 %	18,83 %
Aloituspäivästä	238,00 %	16,16 %	253,84 %	18,18 %
Aloituspäivästä p.a.	9,88 %		10,27 %	

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,52 %	2,51 %	1,03 %	9,94 %
1 v	30,79 %	16,37 %	34,29 %	16,00 %
3 v	58,77 %	17,28 %	58,68 %	18,09 %
5 v	130,10 %	14,61 %	123,13 %	15,09 %
10 v	148,63 %	19,18 %	148,67 %	18,91 %
Aloituspäivästä	208,80 %	18,10 %	216,28 %	17,83 %
Aloituspäivästä p.a.	9,11 %		9,31 %	

**SUURIMMAT OMISTUKSET (31.12.2016)**

	Maa	Osuus rahastosta
RPC Group PLC	Iso-Britannia	0,48 %
Teleperformance	Ranska	0,48 %
MTU Aero Engines AG	Saksa	0,46 %
LANXESS AG	Saksa	0,46 %
Melrose Industries PLC	Iso-Britannia	0,43 %
Prysmian SpA	Italia	0,43 %
Rentokil Initial PLC	Iso-Britannia	0,42 %
Merlin Properties Socimi SA	Espanja	0,41 %
Orion Oyj	Suomi	0,40 %
Halma PLC	Iso-Britannia	0,39 %

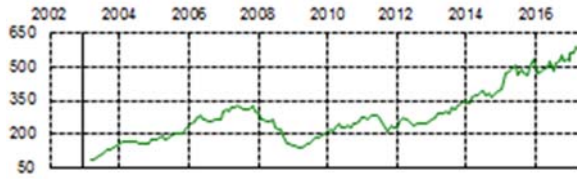
**SUURIMMAT OMISTUKSET (31.12.2016)**

	Maa	Osuus rahastosta
Mentor Graphics Corp	Yhdysvallat	0,27 %
Thor Industries Inc	Yhdysvallat	0,27 %
SLM Corp	Yhdysvallat	0,27 %
EMCOR Group Inc	Yhdysvallat	0,27 %
Jack in the Box Inc	Yhdysvallat	0,25 %
Nabors Industries Ltd	Yhdysvallat	0,25 %
Bank of Hawaii Corp	Yhdysvallat	0,25 %
Cirrus Logic Inc	Yhdysvallat	0,24 %
Home BancShares Inc/AR	Yhdysvallat	0,24 %
Cantel Medical Corp	Yhdysvallat	0,24 %

**SPILTAN AKTIEFOND SVERIGE**

31.3.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Ruotsalaisiin osakkeisiin sijoittava aktiivinen osakerahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	2.12.2002
Tyyppi	Osakerahasto Ruotsi
Rahaston koko (milj. SEK)	982
Vertailuindeksi	Six Portfolio Return Index Stockholm
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	1,50 %
Juoksevat kulut (31.1.2017)	1,53 %
Salkunhoitaja	Pär Andersson

**TUOTTO JA VOLATIILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	4,24 %	13,29 %	6,46 %	2,95 %
1 v	18,31 %	14,87 %	20,86 %	7,73 %
3 v	58,48 %	16,03 %	42,26 %	12,54 %
5 v	119,57 %	14,44 %	100,44 %	12,01 %
10 v	85,37 %	18,56 %	108,75 %	17,58 %
Aloituspäivästä	485,03 %	18,25 %	460,27 %	16,94 %
Aloituspäivästä p.a.	13,11 %		12,77 %	

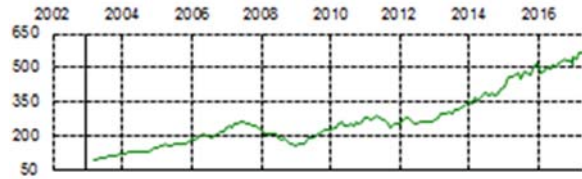
**SUURIMMAT OMISTUKSET (31.3.2017)**

	Maa	Osuus rahastosta
TROAX GROUP AB	Ruotsi	6,17 %
ASSA ABLOY B	Ruotsi	6,08 %
HEXAGON B	Ruotsi	5,66 %
BULTEN AB	Ruotsi	4,95 %
AUTOLIV SDB	Ruotsi	4,90 %
BUFAB HOLDING	Ruotsi	4,54 %
INWIDO AB	Ruotsi	4,39 %
HEXPOL B	Ruotsi	4,24 %
FAGERHULT	Ruotsi	4,20 %
TRELLEBORG B	Ruotsi	4,18 %

**SPILTAN AKTIEFOND STABIL**

31.3.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Vakaisiin ruotsalaisiin osakkeisiin sijoittava aktiivinen osakerahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	2.12.2002
Tyyppi	Osakerahasto Ruotsi
Rahaston koko (milj. SEK)	1 484
Vertailuindeksi	Six Portfolio Return Index Stockholm
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	1,50 %
Juoksevat kulut (31.1.2017)	1,52 %
Salkunhoitaja	Erik Brändström

**TUOTTO JA VOLATIILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	3,68 %	8,90 %	6,46 %	2,95 %
1 v	13,81 %	8,56 %	20,86 %	7,73 %
3 v	56,32 %	11,34 %	42,26 %	12,54 %
5 v	104,82 %	10,81 %	100,44 %	12,01 %
10 v	128,13 %	13,61 %	108,75 %	17,58 %
Aloituspäivästä	469,66 %	12,65 %	460,27 %	16,94 %
Aloituspäivästä p.a.	12,90 %		12,77 %	

**SUURIMMAT OMISTUKSET (31.3.2017)**

	Maa	Osuus rahastosta
INVESTOR A	Ruotsi	6,19 %
LUNDBERGFÖRETAGEN B	Ruotsi	5,88 %
TROAX GROUP AB	Ruotsi	5,25 %
INDUTRADE	Ruotsi	5,09 %
SCA SV CELLULOSA B	Ruotsi	4,21 %
ICA	Ruotsi	4,14 %
HEXPOL B	Ruotsi	4,05 %
ASSA ABLOY B	Ruotsi	3,99 %
ATLAS COPCO A	Ruotsi	3,99 %
NIBE INDUSTRIER B	Ruotsi	3,93 %

*Huom! Spiltan-rahastojen luvut ovat Ruotsin kruunuissa.*

# PESSIMISMEN ÖVERVÄRDERAD?

Det senaste året, och speciellt sedan det amerikanska presidentvalet, har vi återigen fått njuta av en stark aktiemarknad. Marknaden har fortsatt att stiga trots en allt starkare kakofoni som hävdar att marknaden är för högt värderad och en krasch nära förestående.

Det är rätt naturligt att förvänta sig att marknaden efter en lång stigande trend åtminstone tar en paus och sätter sig något. Säkert känns det därför som en trygg förutsägelse för de flesta börskommentatorer och andra allvetare att kasta ur sig att marknaden ska ner. Visst, någon gång ska den, och den som råkar tajma sina kommentarer rätt kan bli guru för en tid.

Jag tycker inte att vi ska övervärdera pessimisternas siarförmåga. Tvärtom: vanligtvis tolkar jag dylika signaler som ett gott tecken för marknadens fortsatta uppgång. Det brukar betyda att någon har pengar kvar att köpa. När alla börjar skrika att nu ska kurserna upp, då har alla redan köpt och nedgången är vanligtvis nära förestående.

## Ekonomi på väg upp

Världsekonomin växer igen snabbare och, även om det alltid finns risker, känns tillväxten både sundare och stabilare än på länge. Det här är inte heller något lokalt fenomen: efterfrågan är både geografiskt och branschmässigt välfördelad.

Tillväxten är på god nivå både i USA och i Europa, inklusive Finland, samtidigt som Kina ser ut att må bättre än förväntat. Även resten av Asien verkar robust. Sydkorea som är extremt känsligt för läget i den externa världen uppvisar god exporttillväxt och en god ekonomisk tillväxt trots det politiska kaoset i landet.

Pessimisterna har naturligtvis sina förklaringar för det här och visst är det klart att den konsolidering som många traditionella branscher genomgått under de senaste åren av kris har påverkat utbudet. Jag tror ändå att det inte är den enda förklaringen till det goda trycket som vi nu upplever i ekonomin.

Ett litet exempel. De senaste veckorna har en ökande skara exportörer klagat över bristande transportkapacitet till Asien från Europa. Efterfrågan på containrar österut har visat sig så stor att priserna stärkts betydligt. Brist på containrar, har man hört på maken!



Inom många andra segment har vi för första gången på snart tio år upplevt prisuppgångar på industriella varor. Kanske kommer vi att bli överraskande av att tillväxten både i ekonomin och på vinstsidan blir starkare än väntat.

## Politiska risker

Riskerna för aktiemarknaden är snarare politiska än ekonomiska. Både företagens, bankernas och konsumenternas balanser ser rätt så sunda ut. Om uppgången får fortsätta kan t.o.m. missnöjet med de politiska beslutsfattarna och därmed det populistiska trycket på dem minska.

Det finns trots allt indikationer på att det håller redan på att ske runt om i Europa. I Nederländerna lyckades populisterna Gert Wilders sämre än förväntat och i Frankrike är Europaivaren Macron förhandsfavorit i valet efter att populisterna Le Pen tappat mark. Att ropa hej innan vi är över bäcken skulle dock vara förmätet.

Följderna av de två stora populistiska segrarna under det gångna året, Brexit och valet av Trump, trycker på stämningen. För att hitta något ekonomiskt positivt i Brexit måste man vara rätt så optimistiskt lagd förutom kanske att ett vaknare och mera ödmjukt EU kan leda till en vettigare ekonomisk politik framöver.

Att Storbritannien helt skulle ställa sig utanför det europeiska samarbetet och fortsätta att slita sig själv i stycken som det nu håller på att göra kan knappast vara bra för någon. Vi får bara hoppas att förnuftet vinner i förhandlingarna, både inom Storbritannien och inom EU.

Trumps presidentskap har börjat i medialt kaos och skrämselmånglare målar upp en rad risker för världsekonomin p.g.a. den nya administrationens nationalistiska agenda. Resultaten av vita husets ansträngningar har än så länge varit kläna, men inom USA har det ändå spridit sig en optimism beträffande möjligheter till en bättre ekonomisk framtid.

Fortsätter administrationen på sin konfrontationskurs kan det leda till att den stämningen svalnar fort, men å andra sidan tycks marknaden inte räkna med något alltför positivt, så t.o.m. en mindre framgång i något av administrationens stora ekonomiska projekt kan överraska positivt.

## Samma ägg i alla korgar

Trots riskerna håller jag alltså inte helt med de röster som hävdar att börserna är för högt värderade. Visst finns det högt värderade bolag. Det finns det alltid, beroende på vad som råkar vara den populära trenden på marknaden. Ömsom är det e-handel, sociala medier, elbilar eller något annat, men utanför trendaktierna finns det



nästan alltid mycket som är minst sagt skäligen värderat.

När alla ska köpa samma bolag på en gång blir det oundvikligen trångt om saligheten. Marknadens logik är sådan att det sällan kan undvikas att populärt blir också dyrt.

Grundproblemet är att så få tar sig tid att själv analysera bolag och marknadstrender. De flesta investerare litar på de sanningar som just nu är populära och investerar därefter. Då slutar det vanligtvis med att man investerar i det mest synliga bolaget för en trend.

Här är det viktigt att notera att trenden i sig behöver inte ens vara fel. Det är bara att när värderingarna drar iväg lämnar de ofta realiteterna bakom sig. Söker man investeringsobjekt utanför dessa allmänt accepterade sanningar och de största bolagen hittar man ofta alldeles vettiga värderingar.

### Medelhöga multiplar

De amerikanska marknadernas genomsnittliga vinstmultiplar är visserligen historiskt höga och även vinsternas andel av BNP är på en hög nivå.

Under de senaste tjugo åren har de amerikanska marknaderna värderats till mellan 10 och 25 gånger den förutspådda vinsten för följande tolv månader. För tillfället befinner vi oss enligt indexleverantören MSCI något över genomsnittet på 18.

Beaktar man räntenivån är detta inte en oresonligt hög nivå och det finns en ganska effektiv utjämningsventil, nämligen valutakursen. I motsats till många tror jag att vi sett toppen av dollarrallyt och i takt med att Europas ekonomiska utsikter normaliseras kommer vi att se en svagare dollar. Det kommer att hjälpa vinsttillväxten i USA och ge stöd åt kursutvecklingen.

I Europa är vinstmultiplarna på en ännu mera resonlig nivå, samtidigt som det finns en betydande cyklisk potential i vinsterna. Under de senaste tjugo åren har de europeiska marknaderna värderats till motsvarande mellan 9 och 27 gånger den förutspådda vinsten för följande tolv månader.



I skrivande stund ligger vi enligt MSCI på 14,9 vilket jag inte heller uppfattar som speciellt högt. Situationen varierar från bransch till bransch, men en sektor som sticker ut är bankerna. Med undantag för de nordiska bankerna tycker jag att europeiska banker är lågt värderade, både i förhållande till sitt kapital och framförallt i förhållande till sin vinstpotential.

Värderingen av bankerna beaktar nu alla möjliga riskscenarier. Man oroar sig över fortsatt växande kreditförluster, euroområdet förfall och att den nya fintech-industrin ska äta in sig i bankernas resultat, för att nämna några brännpunkter.

Däremot diskonteras väldigt lite av det goda som en bred europeisk ekonomisk uppgång hämtar med sig, inklusive högre räntor. Det är kanske beskrivande att marknadsvärdet på Kanadas tio största banker motsvarar värdet på Västeuropas 20 ledande banker. Kanada har 35 miljoner invånare, Västeuropa tio gånger fler.

Även mera konkret blir det här med värderingar när jag tittar brett på den portfölj jag själv förvaltar, alltså fonden Phoenix. Jag kan inte undgå att tycka att värderingarna i mina bolag är vettiga - bra så.

### Uthållighet leder till framgång

Trots det fortsatt osäkra marknadsklimatet hävdar jag att det på sikt inte finns bättre investeringar än förnuftigt värderade aktier. Bakslag kommer att komma, det hör till börsens natur precis som domedagsprofetiorna. På sikt gör diskonteringsfaktorn ändå sitt jobb: ränta på ränta under en lång tid är lika med mycket pengar.

Den långsiktiga investerarens fiende är inte de tillfälliga svackorna utan människans otåliga lynne som leder oss till att försöka vara smartare än börsens erratiska svängningar. Detta brukar leda till onödigt handel som kostar kommissioner, prisspreadar och ofta skatter.

Avkastningen kommer till dem som håller ut och inte låter sig störas alltför mycket av tillfälliga nedgångar. Pessimisterna är knappast klokare än vi andra även om deras profetior om en nära förestående krasch gärna tas upp i rubrikerna.

*Jo, visst det finns risker, men nu blir det väl bra ändå, är inte något som mediacirkusen går i gång på.*

Peter Seligson  
peter.seligson@seligson.fi

# JOS KAIKKI

AVOINNA

Jos kaikki sijoittais passiivisesti, niin markkinat lakkais toimimasta.

CAFÉ

# SORKKA

Totta.

Eikö se huolestuta sua?

Ei.

Siitä olla n-i-i-n kaukana. Jenkeissä passiivisia on eniten, mutta vasta kolmannes edes rahastoista.

Mutta kasvu on kovaa.

No hyvä niin! Passiivinen sijoittaminen on fiksua.

Okei-okei, mutta aktiivisiakin tarvitaan.

Hei, arvaa mitä!

Jos kaikki lähtis noin aktiivisesti maksamatta, niin mikään ei toimis...

## SELIGSON & CO

Seligson & Co perustettiin 1997 tuottamaan kustannustehokkaita nykyaikaisia sijoituspalveluja pitkäjänteisille sijoittajille. Palvelemme sekä instituutioita että yksityissijoittajia Suomessa ja Ruotsissa.

Lähtökohtanamme on aidosti asiakkaan etu: tuotteita ja palveluja, joita on helppo ymmärtää ja joiden avulla asiakkaan saama pitkän aikavälin tuotto on mahdollisimman hyvä.

Pyrimme minimoimaan sijoitusten tuottoa rasittavia kustannuksia. Keskitymme pelkästään varainhoitoon ja olemme täysin riippumattomia esimerkiksi arvopäivälittäjistä.

## PALVELUMME

**Rahastomme** voidaan jakaa passiivisiin indeksi- ja korirahastoihin sekä aktiivisiin rahastoihin sen mukaan mikä on salkunhoitajan rooli sijoitusten valinnassa.

*Passiiviset rahastot* ovat edullisin tapa muodostaa hyvin hajautettu perussalkku.

*Aktiivisesti hoidetut rahastomme* sekä yhteistyökumppaniemme tuotteet täydentävät riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta.

**Varainhoito** auttaa asiakkaitamme saavuttamaan tavoitteensa kustannustehokkaasti ja hallitulla riskillä.

*Varainhoitorahasto Pharos* on yksinkertainen ratkaisu niille, jotka haluavat vaivattomasti hajauttaa sijoituksensa kansainvälisille osake- ja korkomarkkinoille.

*Täyden valtakirjan varainhoito ja sijoitusneuvonta* vastaavat yksilöllisen räätälöinnin tarpeisiin.

## YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

Monimutkaiset instrumentit ja vilkas kaupankäynti arvopapereilla ovat tuottoisia välittäjille, mutta harvoin sijoittajille.

Kun kaikki varainhoidossa käytetyt työkalut sopivat toisiinsa ja ovat riittävän yksinkertaisia, voidaan keskittyä oleelliseen.

Yksinkertainen on tehokasta, kustannuksilla on merkitystä!



**SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ**

Erottajankatu 1-3, FI-00130 Helsinki | puh. (09) 6817 8200 | fax (09) 6817 8222 | sähköposti [info@seligson.fi](mailto:info@seligson.fi)

[www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)