

**HÄLY JA
TODELLISUUS**

(s. 4)

**VERORASITUS
VÄHENI!**

(s. 13)

**BUBBLOR
OCH MÖSS**

(s. 25)

SELIGSON & CO

NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 2 / 2015



SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

ARTIKKELIT (YMS.)

SUOJAA VALUUTTAHEILUNNALTA	3
HÄLY JA TODELLISUUS	4
TULPANER, PUMPOR & MÖSS	25
ODOTUKSET JA TODELLISUUS (SARJAKUVA)	27

AKTIIVISET RAHASTOT

Varainhoitorahasto Pharos	6
Phoenix	9
Phoebus	12
Russian Prosperity Fund Euro	15

KORKORAHASTOT

Rahamarkkinarahasto AAA	17
Euro-obligaatio	17
Euro Corporate Bond	18

PASSIIVISET OSAKERAHASTOT

Suomi Indeksirahasto	18
OMX Helsinki 25 ETF	19
Eurooppa Indeksirahasto	19
Aasia Indeksirahasto	20
Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	20
Global Top 25 Brands	21
Global Top 25 Pharmaceuticals	21
Kehittyvät markkinat	22

VÄLITYSRAHASTOT

DFA Emerging Markets Value	22
DFA European Small Companies	23
DFA US Small Companies	23
Spiltan Aktiefond Sverige	24
Spiltan Aktiefond Stabil	24

Tunnuslukujen määritelmät löytyvät verkosta:

www.seligson.fi/suomi/rahastot/tunnusluvut/maaritelmiä.htm

Tämä katsaus julkaistaan neljännesvuosittain. Sen lukuja ei ole tilintarkastettu.

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

Suosittelimme 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 ja niitä voi tilata sähköpostilla info@seligson.fi tai puhelimitse 09 – 6817 8200.

Rapportering på svenska

Fondernas **faktablad**, den för alla våra fonder gemensamma **fondbroshyren** samt alla nyckeluppgifter och en del av rapporterna för de aktiva fonderna publiceras på svenska på vår webbplats, 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.

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj
ja Seligson & Co Oyj, 2015

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro
Piirroukset: 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 vuosikulut vähentävät merkittävästi (jopa huomasti!) pitkäaikaisen sijoituksen tuottoa. Tarkemmin laskureillamme: www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tyokalut/

”METAKISA”

Varsinaista kesäkisaa ei meillä tällä kertaa ole. Sen sijaan syys- tai talvikisa voisi ollakin, etenkin jos joku fiksu keksii hyvän idean!

Ainakin muutamalle kiinnostavan sijoitusaiheisen kilpailuaihion lähettäneelle on luvassa myös pieni palkinto.

Mottona / ohjeena voisi olla ”hupia, oivallusta ja tietoa, mutta ei kurssikehitysten arvailua”.

Ehdotukset elokuun loppuun mennessä sähköpostitse osoitteella ari.kaaro@seligson.fi
– stressitöntä kesänjatkoa!



SUOJAA VALUUTTAHEILUNNALTA?

Dollarin vahvistuminen euroon ja moniin muihin valuuttoihin nähden viimeisen reilun vuoden aikana on jälleen herättänyt sijoitusmedioissa runsaasti keskustelua niin sanotusta valuuttasuojauksesta.

Meiltä kysytään suojataanko Seligson & Co:n hallinnoimia rahastoja valuuttojen muutoksilta. Lyhyt vastaus on "ei".

Korkorahastojemme osalta asia on selvä: ne sijoittavat vain euromääräisiin instrumentteihin. Vieraisissa valuutoissa sijoittavissa korkorahastoissa valuuttasuojaus voisi toki ollakin perusteltua, jos halutaan nimenomaan erottaa korkotuotto valuuttavaihteluista.

Osakerahastojen kohdalla on hyvä lähteä liikkeelle siitä, mitä valuuttasuojaus itse asiassa on. Lupauksia antava nimi "suojaus" tulee alun perin yritysmaailmasta. Jos yhtiöllä on iso osa myynnistä eri valuutassa kuin suurin osa kuluista, voi se valuuttamarkkinoilla suojata marginaalinsa valuuttojen kurssivaihteluita vastaan. Tämä voi olla hyvinkin järkevää liiketoiminnan jatkuvuuden ja ennustettavuuden turvaamiseksi.

Arvopaperisijoittamisessa suojaus on kuitenkin enemmän arvailua valuuttojen liikkeiden vaikutuksista. Jos esimerkiksi rahaston salkunhoitajan valuuttanäkemys on oikea, rahasto hyötyy ja jos väärä, niin rahasto häviää suojaamattomaan sijoitukseen nähden.

"Suojaus" on siis käytännössä valuuttaspekulaatiota. Se ei ole varsinaista pitkäjänteistä sijoittamista, koska valuutat eivät sinänsä tuota mitään eli niihin ei liity kasvua, osinkoja, korkotuottoja, jne. Valuuttojen arvot vain muuttuvat suhteessa toisiinsa valuuttoihin.

Suoraan tai rahaston kautta osakkeisiin sijoittavalle valuuttojen kurssivaihteluiden merkitys on sitä paitsi kaikkea muuta kuin yksiulotteinen, koska valuutat vaikuttavat myös varsinaisten sijoituskohteiden eli yritysten menestykseen.

Kun dollari on vahvistunut euroon nähden nopeasti, on tämä muutos tuonut meille eurosijoittajille pika-voiton kun dollarissa noteerattujen osakkeiden euroääräinen arvo on kasvanut.

Pitkän tähtäimen vaikutus voi kuitenkin olla negatiivinen. Amerikkalaisten yritysten dollarimääräiset kustannukset kasvavat ja niiden muissa valuutoissa saamien myyntitulojen arvo pienenee eli kilpailukyky heikkenee.

Valuutan vahvistumisen aikaansaama suhteellinen kilpailukyvyyn menetys ei rajoitu vientiin. Oman valuutan vahvistuessa tuonti halpenee ja kotimaisten vaihtoehtojen houkuttavuus vähenee.

Vaikutukset ovat luonnollisesti sitä nopeampia ja suurempia, mitä selkeämmin kansainvälisesti kilpaillusta sektorista on kysymys. Paikallisesti tuotettaviin palveluihin tai sääntelyllä suojattuun liiketoimintaan (esim. USA:ssa maasturimaisten lava-autojen tuotanto) ei valuutoilla ole yhtä suurta vaikutusta.

Lisäksi kannattaa ottaa huomioon, että sijoittajilla tuskin on ajantasaista tietoa siitä, miten yhtiöt itse suojaavat rahavirtojaan valuuttojen liikkeiltä. Huonolla onnella osakesijoituksen valuuttasuojaus saattaisi mennä jopa suoraan toisin päin kuin sijoituskohteena olevan yrityksen tekemä!

Hyvä hajautus, myös valuuttojen osalta, on järkevää riskienhallintaa. Osakesijoitusten valuuttasuojaus on kuitenkin lyhytjänteisen keinottelun kauniisti nimetty alalaji. Suojauspyrkimykset valuuttajohdannaisilla tietenkin myös maksavat, kuten mikä tahansa arvopaperikauppa. Pitkän tähtäimen sijoittajan voi olla viisasta tältäkin osin enemmän karsia sijoittamisen kustannuksia kuin ryhtyä itse tai salkunhoitajansa välityksellä epävarmaan valuuttaspekulaatioon.

Kansainvälisille markkinoille hajauttava sijoittaja saa valuuttahajautuksen mukavasti ns. kaupanpäällisenä, siis ilman lisäkustannuksia, nimenomaan silloin kun valuuttoja ei erikseen "suojata".



Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

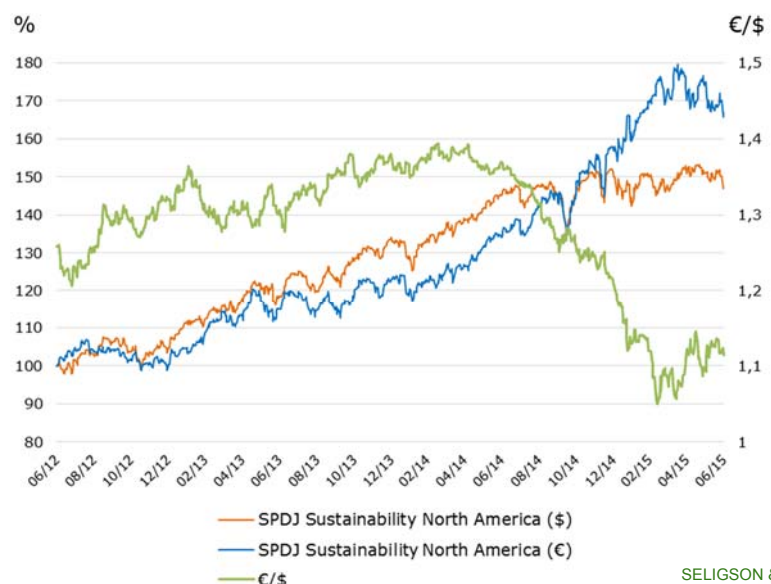
Valuuttamuutosten vaikutus.

Kuva havainnollistaa, miten dollarin vahvistuminen on vaikuttanut Pohjois-Amerikkaan sijoittaneelle euroissa toimivalle sijoittajalle.

Oranssi kuvaaja on Pohjois-Amerikka Indeksirahastomme vertailuindeksin kolmen vuoden kehitys dollareissa, **sininen** sama indeksi euroissa. Kummankin mittatikkuna on prosenttimuutosta kesäkuun 2012 lopusta kuvaava vasemmanpuoleinen pystyakseli.

Vihreä graafi kertoo kuinka monta dollaria on kulloinkin saanut yhdellä eurolla (oikeanpuoleinen pystyakseli).

Data: Bloomberg



HÄLY JA TODELLISUUS

En ole Kreikan asiantuntija. Siksi vielä pari viikkoa ennen tätä katsausta lupasin itselleni olla kirjoittamatta mitään Kreikasta, vaikka siitä on tullut keskusteltua asiakkaiden kanssa kevään ja alkukesän aikana enemmän kuin mistään muusta, koleahko ja tuulinen sää mukaan lukien.

Etenkin viime viikkoina näitä keskusteluja on kuitenkin leimannut aito ja syvä huoli tilanteen kehittymisen vaikutuksista markkinoihin. Syön siis sanani.

Tätä kirjoittaessani, heinäkuun alussa, on markkina-kommentaattorien ja ekonomistien tuotoksista mittaava osa arvaavaa analyysiä Kreikasta ja sen mahdollisesta euroerosta. Arvailijoiden joukkoon en aio liittyä.

Mutta mikä on Kreikan varsinainen merkitys Euroopan talouskehityksen tai Seligson & Co:n sijoittaja-asiakkaiden näkökulmasta? Parhaiten asiaa kuvaavat sellaiset sanat kuin ”välillinen” tai jopa ”symbolinen”. Suorat vaikutukset eivät nimittäin ole suhteessa mediakohtuun.

Indeksituottaja MSCI muutti Kreikan statuksen kehittyneeksi markkinaksi vuonna 2001 ja takaisin kehittyväksi loppuvuodesta 2013. Kreikan osuus MSCI:n kehittyvien markkinoiden indeksissä on 0,3 %.

Seligson & Co:n osakerahastoista kreikkalaisia osakkeita on normaalisti vain Kehittyvät markkinat -rahastossa ja siinäkin alle puoli prosenttia. Jos sijoittaja-asiakkaillemme tyypillinen paino kehittyvillä markkinoilla on noin 10 %, saadaan kreikkalaisten yritysten osuudeksi siis alle puoli promillea.

Korkorahastoistamme Kreikkaa löytyy vain euroalueen valtionlainoihin sijoittavasta Euro-obligaatio-rahastosta, jossa sen paino oli kesäkuun lopussa 0,21 %.

Muutkaan mittarit eivät perustele kreikkaspekulaatioiden palstatilaa. Esimerkiksi sen osuus euroalueen bruttokansantuotteesta oli EU:n tilastojen mukaan

alkuvuonna 1,8 % eli pari prosenttiyksikön kymmenystä vähemmän kuin piskuisen Suomen.

Taloudfaktoista huolimatta ei Kreikan asema talousuutisten ykkösaiheena näytä tällä hetkellä olevan uhattuna. Kakkosena taitaa tulla Kiina ja täsmällisemmin sen osakemarkkinoiden mielipuolinen heilunta.

Kiina Kiinasta

Kiinan nousu maailmantalouden mahdiksi jatkuu, vaikka kansantuotteen kasvuvauhti onkin viime aikoina hidastunut vuosineljänneksestä toiseen. Työvoimareservi on kääntynyt määrällisesti laskuun, mutta silti Kiina kasvaa edelleen vauhtia, joka on kehittyneissä talouksissa nähtävästi sula mahdottomuus.

Kiinan osakemarkkina on kuitenkin vielä aivan oma tarinansa. Kiinan *koko* osakemarkkinan markkina-arvo oli toukokuun lopulla, ennen alkukesän luisua, noin 10 biljoonaa dollaria (engl. triljoonaa), tehden siitä näin mitattuna maailman toiseksi suurimman markkinan.

Tämä on kuitenkin vain osa totuutta. Kiinan markkina on edelleen melko tiukasti jaettu kiinalaisten omistamiin A-osakkeisiin ja melko vapaasti vaihdettaviin H- ja B-osakkeisiin.

H- ja B-osakkeiden markkina-arvo oli vielä vuoden 2013 lopussa samaa luokkaa kuin Pohjoismaiden markkinat yhteensä.¹ Markkinan kuumien osien onkin ollut asuntomarkkinoilla pelin makuun päässeiden kiinalaisten hallitsemisessa A-osakkeissa. Kuinka kuuma?

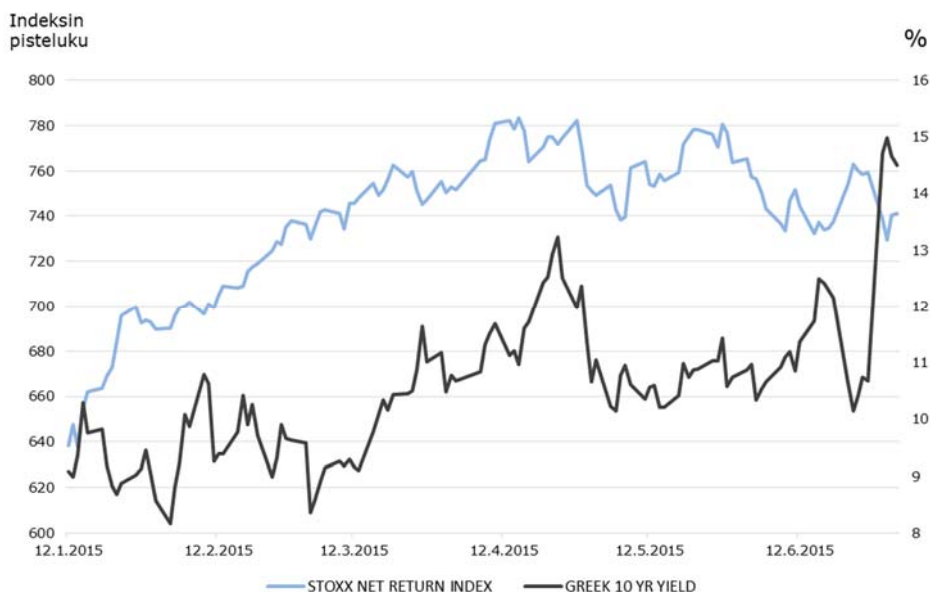
Arvostuskertoimet ovat kohonneet selvästi yli vuoden 2007 tason eli edellistä romahdusta edeltäneen huipun. Uusien osakkeiden listautumiset ovat olleet yli-merkittyyä keskimäärin 240-kertaisesti ja velkavivun käyttö on noussut hätyyttelemään Taiwanin vuoden 1989 noususuhdanteen ennätystä.²

Markkinoiden reaktiot

Kreikan valtion 10 vuoden joukkolainan tuottoa (musta viiva, oikea pystyakseli) voidaan pitää jonkinlaisena kuumemittarina maan talouteen kohdistuvasta luottamuksesta. Mitä korkeampi ”kuume”, sitä kriittisempi tila.

Kun tarkastellaan sitä ja eurooppalaisten osakemarkkinoiden kehitystä tämän vuoden aikana (osakeindeksi, vasen pystyakseli), voidaan todeta että osakemarkkinoiden reaktiot eivät ole olleet massiivisen mediarummumuksen mittaisia, ainakaan vielä. Sijoittajat eivät siis usko eurooppalaisten yritysten tulevien tuottojen olevan suoraan kiinni Kreikan kriisin vaiheista.

Data: Bloomberg



A-osakkeiden premio Hong Kongin vapaasti vaihdettaviin osakkeisiin verrattuna on ollut reilu 30 %. Tätä kirjoittaessani markkinapaniikki on tosin juuri ollut leviämässä myös hongkongilaisnoteerauksiin.

Sijoittajien keskimääräinen kaupankäyntiaktiiviteetti on Kiinassa korkeampi kuin missään muualla.³ Nykytyylisistä sijoittamista voikin hyvin verrata maailman suurimman kasinokaupungin Macaon meininkiin. Kiinan uhkapelimekan liikevaihto on moninkertainen Las Vegasiin verrattuna.

Kiinan osakemarkkinassa voidaan varmaankin nähdä jo kuplan tunnusmerkkejä. Osakerallin lopullista loppua ei kuitenkaan kannata ennustaa, vaikka heilunta on hurjaa. Keskuspankin elvyttävä rahapolitiikka on Kiinassa nimenomaan poliittinen päätös eikä sen lopettamisesta ole ainakaan vielä näkynyt merkkejä, vaikka viranomaisillakin on alkanut olla suuria vaikeuksia tilanteen hallitsemisessa.

Seligson & Co:n osakerahastoissa Kiinaa löytyy samasta paikasta kuin Kreikkaakin. Sen osuus Kehittyvät markkinat -rahastosta oli kesäkuun lopussa 23 % eli selvästi kreikkalaisia osakkeita suurempi. Kyseessä eivät kuitenkaan ole pahimman spekulatiivisuuden kohteena olevat A-osakkeet, vaan ainakin toistaiseksi hieman maltillisemmin hinnoitellut H/B-osakkeet.

Aiemmin mainittu indeksituottaja MSCI pohti kesän korvilla vakavissaan kiinalaisten A-osakkeiden lisäämistä indekseihinsä, mutta päätyi toistaiseksi edelleen odottelemaan. Ehkä hyvä niin.

Yhteenvedon voitaneen todeta, että Kreikan julkisen talouden kriisi on jatkunut tavalla tai toisella jo ainakin kevästä 2010. Samana aikana ovat esimerkiksi Euroopan osakemarkkinat kuitenkin tuottaneet sijoittajille noin 80 % arvonnousun (hieman indeksistä riippuen). Ainakaan pahimmat arviot kriisin tarttumista tai muista lamauttavista vaikutuksista eivät siis ole toistaiseksi toteutuneet.



Kaksi markkinaa.

Kiinalaisille sijoittajille tarkoitettujen A-osakkeiden ja pääasiassa ulkomaisten sijoittajien omistamien H-osakkeiden arvonkehitykset lähtivät eri suuntiin noin vuosi sitten kesällä.

Data: Bloomberg

Kiinalaisten A-osakkeiden osalta jää johtopäätös vielä kuivakkaammaksi. Niiden arvostuksen kehittymistä on mielenkiintoista seurata, mutta kun sitä ei voi rationaalisesti ymmärtää, ei siihen (onneksi) tarvitse myöskään osallistua.

Ajattomia viisauksia

On ehkä houkuttelevaa ajatella, että varainhoitajan tehtävä olisi ennustaa tulevaa, kuten nyt vaikka Kreikan kriisin vaiheita tai lopputulosta. Olemme kuitenkin nähneet, että edes onnistunut arvaus ei olisi taannut sijoittajalle lisätuottoja: kriisi on jatkunut ja jatkunut, mutta markkinat porskuttaneet silti enimmäkseen ylöspäin.

Ihmismielen epätäydellisyyksiä osaltaan tutkiva behavioristinen taloustiede auttaa meitä ymmärtämään, miksi lottokuponin täyttäminen voi vaikuttaa yksilötasolla järkevältä toiminnalta, vaikka se ei tilastollisesti tarkasteltuna sitä olekaan. Samantapainen logiikka selittänee järkevistä arvostuksista karanneelle nousumarkkinalle kiirehtivien spekulanttien toimintaa. Ehkä.

Pitkäjänteisen ammattimaisen varainhoidon huolenpidon kohteena on, että asiakkaiden salkut noudattavat järjeviä sijoitussuunnitelmia. Niiden yhtenä tehtävänä on vaimentaa hetken huolista tai huumasta helposti seuraavaa häতিকointiä.

Eräs lapsuuteni sankareista sanoi, että ei pidä aliarvioida tekemättä jättämisen arvoa.⁴ Tämä pätee myös sijoittamiseen, etenkin kuumana kesäpäivänä mediamyläkän pyörteissä.

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

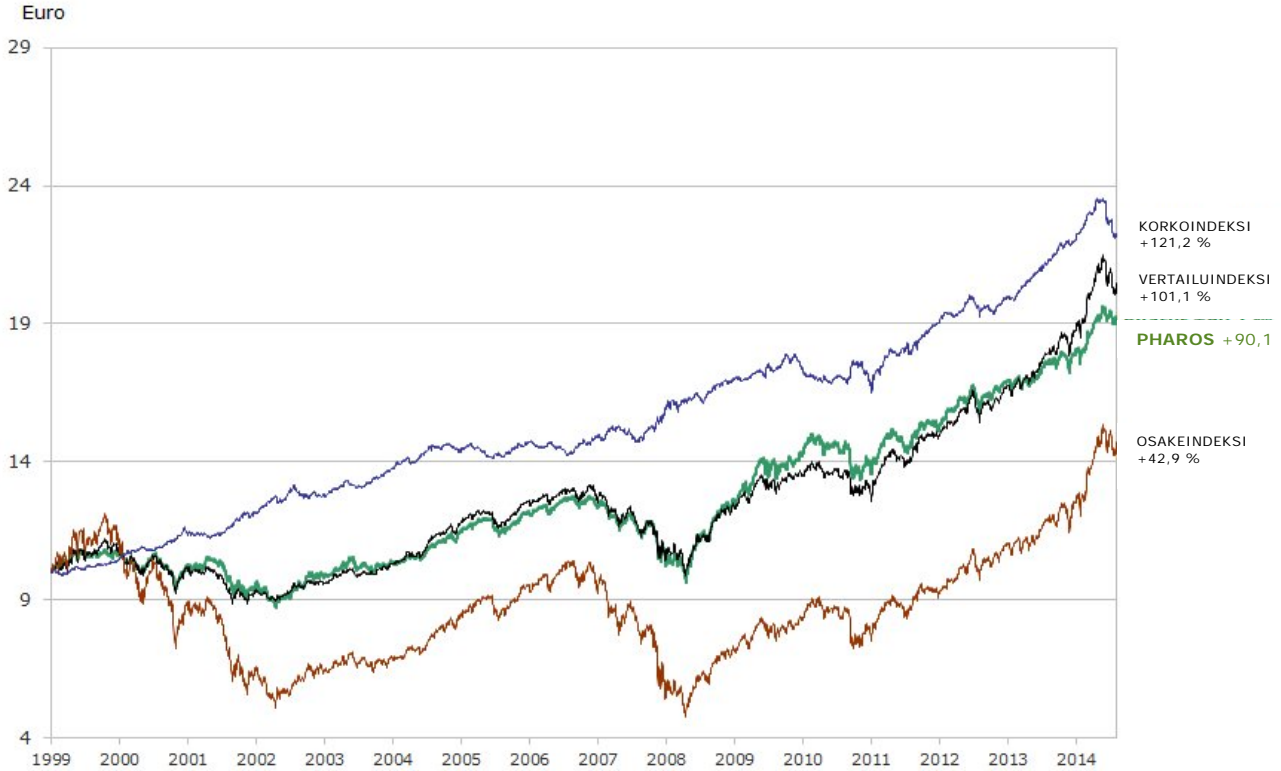
1 Dimensional Fund Advisors Matrix Book 2014

2 Financial Times 30.6.

3 "China Market Turnover Surges To Record", Bloomberg 28.5.2015

4 Tarkkaan ottaen näin: "Don't underestimate the value of Doing Nothing, of just going along, listening to all the things you can't hear, and not bothering." – Piglet; Pooh's Little Instruction Book, A.A. Milne, Ernest H. Shepard

PHAROS JA VERTAILUINDEKSI
24.11.1999 – 30.6.2015



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	50,2
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %) Osakkeet/maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	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	-1,34 %	5,75 %	-4,23 %	9,64 %
Vuoden alusta	5,35 %	5,29 %	5,18 %	8,53 %
1 v	8,38 %	5,19 %	12,18 %	7,59 %
3 v	30,11 %	4,96 %	42,52 %	6,22 %
5 v	38,41 %	5,97 %	53,92 %	6,50 %
10 v	73,36 %	6,73 %	78,16 %	7,26 %
Aloituspäivästä	90,12 %	6,90 %	101,05 %	7,47 %
Aloituspäivästä p.a.	4,20 %		4,58 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Juoksevat kulut 30.6.2015 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 -8,41 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014– 30.6.2015

Juoksevat kulut	0,49 %*
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	-21,99 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,21 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,69 %

OSAKESIJOITUKSET	Osuus osakesijoituksista	ALLOKAATIO
S&Co Eurooppa Indeksirahasto	24,3 %	Osakesijoitukset yhteensä 38,7 %
IShares Euro STOXX Mid -indeksiosuus ETF	5,3 %	
DFA European Small Companies -indeksir.	5,2 %	
S&Co Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	12,4 %	
Nasdaq 100 -indeksiosuus ETF	8,5 %	Korkosijoitukset yhteensä 61,3 % (duraatio 0,33)
DFA US Small Companies -indeksirahasto	2,7 %	
S&Co Global Top 25 Brands	5,7 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	4,0 %	
S&Co Phoebus	5,0 %	Korkosijoitukset yhteensä 61,3 % (duraatio 0,33)
S&Co Phoenix	4,4 %	
DFA Emerging Markets Value -indeksir.	10,3 %	
S&Co Aasia Indeksirahasto	6,5 %	
MSCI Latin America -indeksiosuus ETF	1,2 %	
IShares FTSE China 50 -indeksiosuus ETF	3,5 %	
S&P Select Frontier -indeksiosuus ETF	1,3 %	
Pitkät korkosijoitukset > 1v	0,9 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	60,4 %	

SALKUNHOITAJALTA

Olipa kolea alkukesä. Tunnelma oli vaihteeksi viileämpi myös kansainvälisillä osakemarkkinoilla. Näin ainakin osittain itse asiassa siksi, että Kreikassa on taas ollut kuumat paikat koko kevään.

Kansainvälinen osakevertailuindeksimme laski vuosineljänneksen aikana -3,1 %. Tässä ei nyt vielä oikein ole edes suurta korjausliikkeen tuntua: osakekurssit ovat silti edelleen reilusti vuoden alkua korkeammalla (+12 %). Kokonainen vuosi taaksepäin on nousua tullut +20 % ja viidessä vuodessa huimat +83 %.

Osakemarkkinoiden nousuputki katkesi itse asiassa jo ennen kuin Kreikan uusin lainasotku varsinaisesti konkretisoitui. Kreikan kriisin leviämiskaava pidetään onneksi hyvin pienenä ja aikaisemmin vastaavanlaisessa tehohoidossa olleet potilaat kuten Portugali, Espanja, Italia ja Irlanti voivat jo kasvulukujen puolesta kohtuullisen hyvin.

Hermostuneisuus markkinoilla on silti ymmärrettävää. Sijoittajat heräilevät pikkuhiljaa siihen, että megaluokan korkoelvytyspaketit tulevat aikanaan loppumaan, raha kun ei kasva edes oliivipuissa. Normalisoitumista voitaneen odottaa ensin USA:ssa ja joskus aikanaan myös heikommassa hapessa olevassa Euroopassa.

Korkotason hienoisen nousun seurauksena korkovertailuindeksimme laski kuluneen vuosineljänneksen aikana peräti -5,5 %. Lasku oli ensimmäinen moneen vuoteen.

Pitkät korot ovat tästä pienestä korjauksesta huolimatta edelleen poikkeuksellisen alhaisella tasolla. Esimerkiksi Seligson & Co Euro-obligaatorahaston juokseva korkotuotto on vain 0,9 % vuodessa, kun se "normaaliaikoina" on ollut yli 5 %.

Viime viikkoina korkomarkkinoilla on sahattu edestakaisin. Pharoksen pääosin lyhyisiin rahamarkkinasijoituksiin ja talletuksiin keskittyneet panostukset ovat kestäneet hyvin tämän mylläkän.

Olen ollut jo (liiankin) monta vuotta varovainen ja pitänyt korkosijoituksiemme painon lyhyissä rahamarkkinakoroissa. Nyt kun pidemmät korot vihdoinkin kääntyivät nousuun on Pharoskin taas vaihteeksi kehittynyt vertailuindeksiään paremmin. Tässä on auttanut myös se, että olemme olleet alipainossa jakson aikana laskeneilla osakemarkkinoilla. Pidemmässä vertailuissa meillä riittää kuitenkin vielä kiinni kurotavaa.

Alkuvuoden nousu taittumassa?

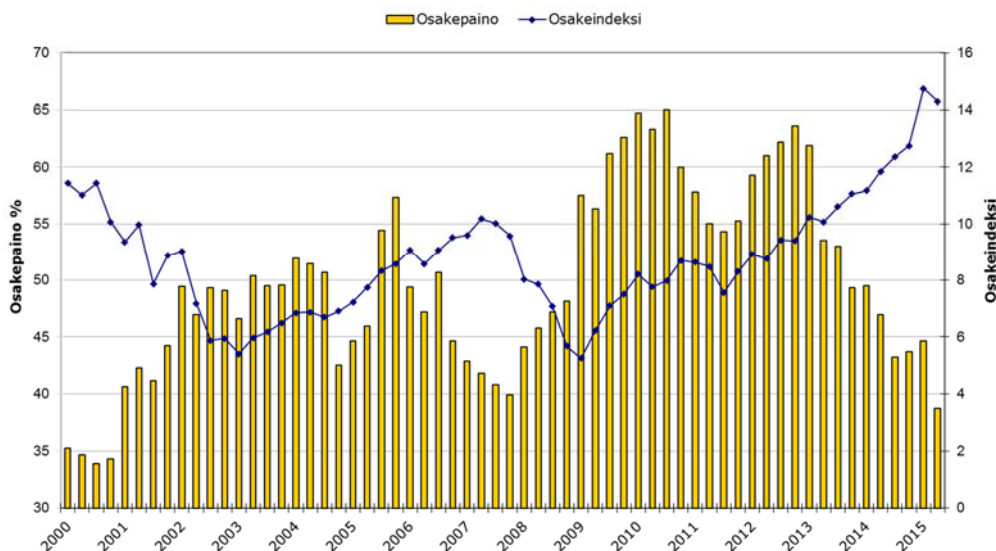
Pharoksen osakesijoituksista vuoden alkupuoliskon parhaaseen nousuun ylsi eurooppalaisiin pienyhtiöihin sijoittava DFA European Small Companies -rahasto (+20,6 %). Hyvänä kakkosena tuli kiinalaisiin yhtiöihin sijoittava FTSE China 25 (+18,7 %), mutta kiinalaiset osakkeet ovat nyt heinäkuun puolella ottaneet takapakkia vielä reippaammin kuin kehittyneet markkinat.

Laajemmin hajautetut sijoituksemme ylipainossa oleville kehittyville markkinoille (esim. DFA Emerging Markets Value +9,0 %) jäivät vastaavasti jälkeen päämarkkinastamme Euroopasta: Seligson & Co Eurooppa Indeksirahasto tuotti alkuvuonna +14,0 %. Toiseksi suurin osakemarkkinamme eli Pohjois-Amerikka kehittyi sekin vanhaa mannerta heikommin (Pohjois-Amerikka Indeksirahastomme: +5,23 %).

Tylsästi hyvä tulee

Kesä lienee hyvä ajankohta kerrata Pharoksen sijoitustyyliä. Painopisteemme ei ole markkinoiden nopeiden liikkeiden arvailussa, vaan sen odottelussa, että yritysten kasvu tuottavuuden kohentumisen ja talouskasvun myötä pikku hiljaa tuo satonsa myös sijoittajan salkkuun. Kun yritykset tuottavat voittoa, maksavat osinkoja, kasvavat, tehostavat ja laajentavat, niin pikku hiljaa myös niitä omistavien sijoittajien varallisuus kasvaa. Tylsää, mutta toimii.

Pharoksen osakepaino ja osakevertailuindeksin kehitys



Vakaaseen vaurastumiseen kuuluu olennaisena osana myös turhien riskien välttäminen. Joitain riskejä, kuten esimerkiksi markkinoiden luonteeseen kuuluvaa kurssiheilahtelua, on syytä kestää. Tuotto voidaan nähdä myös korvauksena nimenomaan sijoittajan rahoillaan ottamasta riskistä.

Turhien riskien välttäminen taas tarkoittaa ainakin minulle sitä, että en sijoita Pharoksen varoja kuumimpiin trendeihin enkä monimutkaisiin johdannaisrakennelmiin enkä arvaile futuureilla raaka-aineiden hintakehitystä. En myöskään spekuloi valuuttamarkkinoilla "suojatien" sijoituksiamme (valuutoista lisää s. 3).

Olen yli 30-vuotisella sijoitusurallani oppinut, että mitä jännempää erikoisilla tuotteilla ladatulla salkulla on kiittää nousuissa, niin sitä "jännempää" (siis negatiivisessa mielessä) meno on myös markkinoiden laskeissa. Siksi pyrin sijoittamaan vain kohteisiin, joiden arvonkehityksen logiikan uskon ymmärtäväni – ja ennen kaikkea pidän rahaston kustannukset kurissa!

Hitaasti vaurastuminen voi olla psykologisesti vaikeaa. Suurin este pitkän aikavälin menestykseen sijoitusmarkkinoilla tulee tunteista. Pysyvää tuhoa aiheuttaa myyminen paniikissa, kun markkinat ovat jo romahtaneet tai hikipäissä ostaminen silloin kun muut vaahtoavat viime vuosien huipputuotoista. Tämä on nähty nyt viimeksi erinomaisen selkeästi Kiinan sisäisillä A-osakkeiden markkinoilla.

Varainhoitoa rahastomuodossa

Varainhoitorahasto Pharos toimii nimensä mukaisesti osuudenomistajiansa kokonaisvaltaisena varainhoitajana. Laajasti hajautettuna se voi olla jopa ainoa säästämis- ja sijoituskohte, jos vertailuindeksin mukainen 50/50 jako osake- ja korkomarkkinoille sopii omaan riskiprofiiliin.

Maltillisesta perusasenteesta huolimatta Pharos on aktiivisesti hoidettu rahasto eli se ei seuraa orjallisesti vertailuindeksiään. Siksi alhaisen kiinteän palkkion (0,35 % vuodessa) lisäksi on mahdollisuus tuottosidonnaiseen palkkioon. Se realisoituu, jos aktiiviset valintani tuottavat osuudenomistajille indeksin ylittävää lisäarvoa kolmen vuoden tarkastelujaksolla.

Tälläkin hetkellä Pharoksen salkku poikkeaa melko tavalla indeksistä sekä osake-/korkojaon että maantieteellisten ja toimialajakojen osalta.

Osakepaino on nyt rahaston kaikkien aikojen alhaisimpia. Takana on pitkä nousujakso ja pelkonani se, että nousu voi olla perustunut enemmän alhaisiin korkoihin ja vyönkiristämiseen yrityksissä kuin aitoon kasvuun. Vaikka tavoitteenani on lisäarvon tuottaminen aktiivisilla sijoituspäätöksillä, niin pidän rahastopääoman säilyttämistä ja maltillista arvonnousua tärkeämpänä kuin pikavoittojen tavoittelua.

Pharoksen negatiivinen kiertonopeus (-22 %) kertoo, että olen tehnyt vähemmän aktiivisia salkunhoitotoimia kuin mitä osuudenomistajat ovat tehneet merkintöjä ja lunastuksia. Rahaston vakautta eli rahastosuuden arvon heilahtelua kuvaava volatilitteettiluku (5,2 %) on vuoden aikana pysynyt alle vertailuindeksimme (7,6 %).

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 0,49 %. Käsitäkseni mukaan Pharos on edelleen kiinteitä kuluiltaan Suomen edullisin kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille sijoitettava yhdistelmärahasto.

Pharoksen kulutaakkaa alentaa suurempien 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. Alennukset, jotka yleensä maksetaan palkkionpalautuksina jälkikäteen, tuloutetaan Pharoksessa aina itse rahastoon kasvattamaan osuudenomistajien tuottoa

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 kuukausittain Pharoksen sijoitusten jakaumasta ja sijoittamisen kuluista yksityiskohtaisesti www.sivuillamme. Kiitos jo etukäteen kysymyksistä ja palautteesta.



Petri Rutanen, varainhoitajanne
petri.rutanen@seligson.fi

Pharoksen osakesijoitusten maantieteellinen ja toimialakohtainen prosenttijakauma 30.6.2015						
	Eurooppa	Pohjois-Amerikka	Japani & Oseania	Kehittyvät	Pharos	Indeksi
Kulutustavarat	12	8	2	2	24	21
Terveys	6	5	1	0	13	13
Rahoitus	9	3	2	7	21	23
Teknologia	3	9	1	2	16	15
Teollisuus	14	5	1	6	26	29
Pharos	44	31	8	17	100	
<i>Indeksi</i>	<i>46</i>	<i>38</i>	<i>7</i>	<i>9</i>		

PHOENIX

30.6.2015

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti erikoistilanteisiin.

PHOENIX JA VERTAILUINDEKSI

25.9.2000– 30.6.2015

Euro

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	22,0
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014 - 30.6.2015

Juoksevat kulut	1,14 %
Tuottosidonnainen palkkio (ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,01 %
Kaupankäyntikulut	0,09 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,23 %
Salkun kiertonopeus	32,16 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	9,66 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	9,12 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-5,28 %	16,10 %	-3,34 %	15,19 %
Vuoden alusta	10,21 %	15,70 %	11,31 %	13,77 %
1 v	10,04 %	15,42 %	23,37 %	12,98 %
3 v	87,41 %	13,12 %	65,66 %	10,72 %
5 v	66,09 %	15,63 %	90,52 %	12,14 %
10 v	104,06 %	17,94 %	100,50 %	15,75 %
Aloituspäivästä	176,51 %	17,89 %	42,17 %	16,80 %
Aloituspäivästä p.a.	7,13 %		2,39 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
PEUGEOT SA	Ranska	5,0 %
AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	4,6 %
SONY CORP	Japani	3,5 %
CITIGROUP INC	Yhdysvallat	3,3 %
ALCATEL-LUCENT	Ranska	3,3 %
UBS GROUP AG	Sveitsi	3,0 %
COMPONENTA OYJ	Suomi	2,9 %
COMMERZBANK AG	Saksa	2,6 %
CHINA UNICOM HONG KONG LTD	Hongkong	2,6 %
OUTOKUMPU OYJ	Suomi	2,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Toisen vuosineljänneksen aikana Phoenix-osuuden arvo laski -5,3 % ja vertailukohtana toimiva MSCI World -indeksi -3,3 %. Vuodessa on rahasto-osuuden arvo noussut +10,0 % ja indeksi peräti +23,4 %. Kolmen vuoden jaksolla olemme kuitenkin indeksiä edellä: Phoenix +87,4 %, indeksi +65,7 %.

Suomen talouden ja politiikan suurin uutinen jakson aikana oli se, että maahan saatiin uusi hallitus. Tällä on merkitystä myös Euroopan tasolla, koska meitä vaivaavat potenssiin korotettuina samat ongelmat kuin muitakin läntisiä talouksia: liian suuri julkinen sektori ja siten rakenteellinen alijäämä samalla kun väestö ikääntyy ja työtätekevä kansanosia kutistuu.

Se, että alijäämämme on rakenteellista – eikä siis vain suhdanteista riippuvaa – käy selväksi, kun muistetaan, että Suomessa julkisen sektorin osuus on lähes 57 %:n bruttokansantuotteesta ja alijäämä 6 %, eikä julkinen sektori silti pysty huolehtimaan perusvelvoitteistaan. Esimerkkejä löytyy: lääkärin vastaanotolle voi joutua jonottamaan kuukausia ja tieverkosto muistuttaa ennemmin vaikkapa Makedoniaa kuin läntistä naapuriamme Ruotsia.

Uudenkaan hallituksen ohjelmassa ei näy kunnon korjaustoimia. Reseptinä näyttää edelleen olevan tosiasiasa marginaalisiksi jäävät säästöt sekä usko siihen, että tuleva kasvu hoitaa loput. Todelliset rakenteelliset uudistukset loistavat poissaolollaan.

Pessimisti, joka ainakin itse uskoo olevansa realistinen, näkee tämän johtavan siihen, että mikäli kasvu jää viimeisten kuuden vuoden tasolle, ollaan kymmenen vuoden sisällä samassa tilanteessa kuin Kreikka oman kriisijaksonsa alussa.

Kuka tekee työt?

Perustavanlaatuisia kasvun jarruja ovat Suomen kutistuva työvoima ja investointien vähydestä seuraava alhainen tuottavuus. Uusi hallitus vahvistaa vanhan virheitä rajoittamalla entisestäänkin maahanmuuton mahdollisuuksia.

Makrotalouden ennustemme lähtevät yleensä siitä, että viimeisimmän viidentoista vuoden aikana nähty lisääntynyt maastamuutto ja työikäisen väestön väheneminen vähintäänkin katetaan maahan muuttavalla työvoimalla, kuten toistaiseksi on tapahtunut. Jos näin ei käykään, kuten nykypolitiikka antanee olettaa, vähenee työllinen väestö vielä ennustettuakin nopeammin ja siis selvästi nopeammin kuin viimeisimmän kuuden vuoden aikana. Tämä tulee entisestään laimauttamaan BKT:n kasvua.

Vertailukohdaksi voidaan ottaa USA. Tällä vuosituhanella nähtyyn talouskasvun hidastumiseen on toki monia selitysmalleja, mutta ainakin korrelaatio WTC:n terroristi-iskun jälkeen vähentyneen maahanmuuton ja kasvun hiipumisen välillä on selvä.

Toki muitakin tapoja työikäisen väestön kasvattamiseen olisi: suomalaiset voisivat tehdä lisää lapsia. Tämän niin sanotun luomumenetelmän vaikutukset eivät kuitenkaan tunnu työmarkkinoilla kovin nopeasti.

Sijoittaminen ja politiikka?

Mitä tällä kaikella on tekemistä erikoistilannesijoittamisen kanssa? Jotta erikoistilannesijoittaja voisi saada tavoittelemansa tuoton, täytyy kyseessä olla tilanne, joka on ohimenevä – ei siis rakenteellinen.

On esimerkiksi riskialtista sijoittaa kalliiksi arvostettuihin terveydenhoitoyrityksiin siinä toivossa, että ne voisivat jatkossakin tienata julkisen sektorin tehotuomudella, vaikka se onkin viime vuosina syöttänyt niille houkuttelevaa liiketoimintaa.

Sen sijaan ohimeneviä eli sijoitusmielessä houkuttelevia erikoistilanteita voi löytyä yrityksistä, jotka oikeasti parantavat terveydenhuollon (tai muun julkisen sektorin) tuottavuutta, mutta jotka juuri nyt kärsivät säästötoimien vuoksi kiristyneistä budjeteista. Erikoistilanteisiin sijoittaminen on usein hyötymistä markkinoiden lyhytnäköisyydestä.

No, se Suomesta. Juuri tätä kirjoittaessani sai Kreikan talouden tragikomedian taas uuden käänteen, kun kansanäänestys hylkäsi lainoittajien vaatimat uudistukset. On vaikea nähdä mikä vaikutus tällä on Euroopan talouteen laajemmin. Jos poliitikot ja media eivät onnistu levittämään paniikkia ja asian psykologista puolia isommaksi ongelmaksi, ei vaikutusten tarvitse olla kovin kummoisia; Kreikka on pieni markkina. Tästä tarkemmin Jarkko Niemen katsauksessa sivuilla 4-5.

Valitettavan selvää lienee, että kriisillä on kuitenkin suuri merkitys heikoimmassa asemassa oleville kreikkalaisille. Pitkäjänteisen sijoittajan kannalta taas ovat tähänastiset vaikutukset olleet lähinnä siinä, että osakemarkkinat ovat ainakin hetkellisesti hieman halventuneet eli muuttuneet vain kiinnostavammiksi.

Phoenixin salkku

Ostin toisen neljänneksen aikana meille kolmen uuden yrityksen osakkeita. Ruotsalainen Qliro Group ja amerikkalainen Michael Kors toimivat kaupan alalla ja amerikkalainen Chesapeake Energy on kaasuyhtiö.

Salkkuamme tuli myös uusi kiinteistöyhtiö nimeltään Cheung Kong Property Holding. Sitä en kuitenkaan ostanut, vaan se tuli sijoituksiimme kuuluvan Hutchinson Whampoa ja sen pääomistajan Cheung Kong Holdingsin tekemän monimutkaisen omistusjärjestelyn seurauksena.

Myyntiin menivät tavoitekurssiini ylittäneet Bed Bath & Beyond, Jeronimo Martins ja Verkkokauppa.com.

Tavoitteet alkoivat täyttyä myös jakson aikana voimakkaasti nousseiden Peugeotin, Sonyn ja Synergyn kohdalla ja myin noin kolmanneksen omistuksistamme.

Sabancı Holding

Sabancı Holding on Turkin toiseksi suurimman monialayrityksen Sabancı Groupin emoyhtiö. Sabancın perheellä on n. 60 % yhtiön äänivallasta ja ns. kolmannen sukupolven edustajat johtavat yhtiötä. Hallituksen puheenjohtajana on vuodesta 2004 lukien toiminut Güler Sabancı, joka on useasti valittu maailman vaikutusvaltaisimpien naisryntäjien joukkoon.

Yhtiön perusti vuonna 1926 puuvillanpoimijana työuransa aloittanut Haci Omer Sabancı Adanassa, Välimeren koillisosopukassa. Nykyisin holding-yhtiö hallitsee kahtatoista listattua tytä- ja osakkuusyhtiötä ja lukuisia listaamattomia liiketoimintoja. Se on markkinajohtaja – tai ainakin lähes – sekä Turkissa että sen lähimarkkinoilla mm. pankkitoiminnassa, vakuuttamisessa, sähkön tuotannossa ja jakelussa, sementin tuotannossa sekä kauppasektorilla. Strategiana on ollut laajentua yhteistyössä johtavien kansainvälisten partnerien kanssa. Näitä ovat esim. Ageas, Bridgestone, Carrefour, Citi, E.ON, Heidelberg Cement ja Philip Morris.

Liiketoimintojen ydin on kuitenkin pankki- ja vakuutuspuolella. Tämä yhdistettynä perheyrietykselle luonteenomaiseen pitkäjänteisyyteen on tehnyt Sabancısta melko konservatiivisen riskinoton suhteen. Näin ollen yhtiön osake kehittyi kymmenkunta vuotta koko lailla samassa tahdissa Turkin yleisindeksin kanssa.

Tämän vuosikymmenen alussa riskin karttamiseen tuli kuitenkin väliaikainen muutos, kun yhtiö ryhtyi rakentamaan paljon pääomia sitovaa sähköliiketoimintaa. Markkinat reagoivat: Istanbulin pörssi nousi enimmäkseen noin 100 % vuosien 2011–2013 buumissa, mutta Sabancı samaan aikaan lähes 150 %, kun sähköltä odotettiin suuria.

Kun poliittisen epävarmuuden ja Kreikan läheisyyden aikaansaama epävarmuus vei pohjaa optimismita, muuttuivat visiot mahdollisuuksista sijoittajien silmissä riskeiksi. Hankkiessani Sabancı Phoenixin salkkuun vuoden 2014 alkupuolella oli osakkeen euromääräinen arvo pudonnut n. 60 prosenttia huippulukemista.

Riskit ovat toki todellisia. Vaikka Turkissa on kasva- ja nuori väestö, sijaitsee se poliittisesti epävarmakaassa osassa maailmaa, mikä tuo epävarmuutta maan kehityksestä. Erdogan ja hänen AK puolueensa valtakauden kymmenen ensimmäistä vuotta olivat Turkin taloudelle hyväksi. Viime vuosina nopea kasvu on kuitenkin pysähtynyt ja maan tilannetta leimaa markkinamyönteisten uudistusten puute ja yhä itseriittoisempi johto.

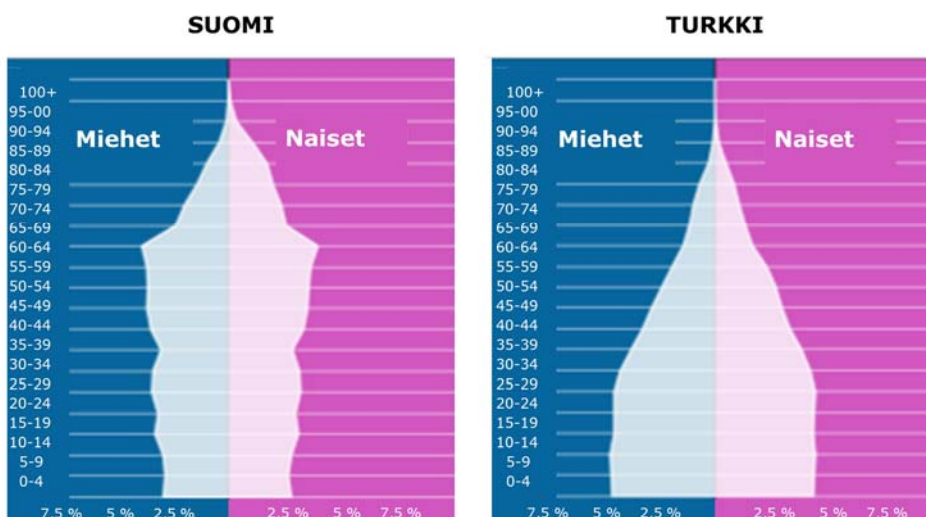
Öljyn hinnan lasku huippulukemista on ollut täysin tuonnista riippuvaiselle Turkille lyhyellä aikavälillä hyväksi. Pidemmällä aikavälillä vähentää se kuitenkin öljyä tuottavien naapurimaiden ostovoimaa. Myös valuutan vahvistuminen euroon nähden vie vienniltä kilpailukykyä, mutta suorat vaikutukset kotimaista markkinaa monipuolisesti palvelevaan Sabancıin ovat vähäisemmät.

Sabancıin varsinainen potentiaali on Turkin nuoren väestön keskiluokkaistumisen ja siihen liittyvän kultuskulttuurin jatkumisessa. Yhtiön osake on noin vuoden verran sahanut edes takaisin. Jos Sabancı jatkaa valitsemallaan tiellä ja antaa Turkin demografisen kehityksen tuoda sille jatkuvasti lisää asiakkaita, pitäisi tulevan kehityksen olla selvästi parempi.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi



Väestörakenne ja kasvupotentiaali?

Suomessa väestöpyramidin paksuin osa on 50–70 vuoden välissä eli runsaasti työikäistä väestöä on siirtymässä eläkkeelle.

Turkin kuvio muistuttaa enemmän varsinaista pyramidia – tai ainakin minareetin tornia – eli runsaasti nuoria on tulossa työelämään.

Lähde: populationpyramid.net, tilastot vuodelta 2010

PHOEBUS

30.6.2015

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

PHOEBUS JA VERTAILUINDEKSI

10.10.2001– 30.6.2015



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	37,2
Vertailuindeksi	60 % OMX Helsinki Cap GI, 40 % MSCI AC World NDR (31.12.2014 asti 75 % / 25 %)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % 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

1.7.2014 - 30.6.2015

Juoksevat kulut	0,76 %
Tuottosidonnainen palkkio (ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,78 %
Salkun kiertonopeus	20,73 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	6,80 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	10,33 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-5,15 %	11,85 %	-4,63 %	12,70 %
Vuoden alusta	8,97 %	11,55 %	11,69 %	12,08 %
1 v	14,51 %	11,49 %	16,37 %	12,15 %
3 v	50,22 %	9,87 %	81,98 %	11,93 %
5 v	75,53 %	12,50 %	79,61 %	15,10 %
10 v	117,94 %	15,58 %	119,66 %	17,29 %
Aloituspäivästä	352,87 %	14,34 %	240,55 %	16,49 %
Aloituspäivästä p.a.	11,63 %		9,34 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
FORTUM OYJ	Suomi	7,8 %
AIR LIQUIDE SA	Ranska	7,5 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	5,9 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	4,9 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	4,8 %
COSTCO WHOLESALE CORP	Yhdysvallat	4,6 %
ORIOLA-KD OYJ B SHARES	Suomi	4,5 %
TIKKURILA OYJ	Suomi	4,4 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,3 %
HARLEY-DAVIDSON INC	Yhdysvallat	4,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vaisu neljännes osakemarkkinoilla päättyi Kreikka-huolien latistamiin tunnelmiin. Vertailuindeksimme laski -4,6 %. Phoebus kehittyi hieman indeksiä huonommin ja laski -5,1 %. Myös vuoden alusta rahasto on jäänyt hieman jälkeen markkinoista: Phoebus +9,0 % vertailuindeksi +11,7 %.

Rahaston aloituksesta lukien Phoebus on tuottanut +352,9 % ja vertailuindeksimme +240,6 %.

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

Viime raportissa kerroin käyneeni poikkeuksellisen paljon osakekauppaa. Nyt tilanne rauhoittui huomattavasti, kuten pitääkin. Ostin toisella neljänneksellä neljän yhtiömme osakkeita yhteensä 589 000 eurolla. Yhtiöt olivat (ostojen suuruusjärjestyksessä) Fortum, Systemair, Tikkurila ja Lassila & Tikanoja.

Saimme neljänneksen aikana osinkoja 529 000 € ja omistajat lunastivat rahastosta nettona 463 000 €. Kassamme oli siten kesäkuun lopussa 6,5 % rahaston arvosta. Taso on edelleen hieman normaalia korkeampi, koska sijoitan osingot takaisin yhtiöihimme vaihteittain.

Verorasite vähenee

Ajat ovat sellaiset, että melkein itsekkin hämmästyin tuota juuri kirjoittamaani otsikkoa! Mutta totta se on: Phoebuksen ulkomailta saatujen osinkojen lähdeverot tulevat jatkossa olemaan merkittävästi pienempiä kuin tähän saakka, mikä osaltaan hieman parantaa rahaston tulevaa tuotto-odotusta.

Tähän asti lähdeveroja on peritty kaikista ulkomaisista osingoistamme. USA perii 15 %, Ruotsi on perinyt 15 %, Ranska on perinyt 30 %, Saksa on perinyt 26,375 % josta on maksanut 15 % ylittävän osan hakemukselta takaisin jne. Phoebus ei ole voinut vähentää ulkomaisia lähdeveroja Suomen verotuksessa, koska rahastot eivät Suomessa maksa osinkoveroja. Näin ne ovat jääneet lopullisesti rasittamaan sijoittajan tuottoa.

Tilanne muuttui muutama vuosi sitten, kun EU totesi, että unionin sisällä ETA-maan rahastolta ei voida periä suurempaa lähdeveroa kuin kotimainen sijoitusrahasto maksaisi. Eri mailla on kuitenkin kestänyt aikansa implementoida uusia sääntöjä.

Kerroin internet-sivuillamme julkaistavassa Phoebuksen blogissa viikolla 51/2014, että olimme onnistuneet saamaan Ruotsin verottajalta takaisin vuosina 2004–2013 laittomasti perittyjä lähdeveroja 1,35 miljardina kruununa edestä.

Tämä edellytti Ruotsin valtion haastamista oikeuteen (kahdessa asteessa). Silloin emme vielä saaneet rahoille korkoja, mutta nekin tulivat viime viikolla (taas vasta oikeuskäsittelyn jälkeen).

Ranska ei myöskään silloin vielä elänyt uusien sääntöjen mukaan. Viime vuonna Ranskan lait kuitenkin vihdoin muuttuivat ja saimme tänä keväänä – melkoisen paperisodan jälkeen – Air Liquidien osingot ilman lähdeveroja. Teoriassa on mahdollista, että saisimme edellistenkin vuosien ranskalaiset lähdeverot vielä perittyä, mutta en laskisi sen varaan.

Jatkossa voi siis kuitenkin melko suurella varmuudella olettaa, että tulemme saamaan osingot sekä ruotsalaisista että ranskalaisista sijoituksistamme ilman veroja.

Summat eivät ole aivan pieniä. Ruotsista saamme tänä vuonna osinkoja noin 203 200 euroa, joten lähdeveroissa säästämme 30 500 euroa (15 %). Ranskasta saamme tänä vuonna osinkoja noin 71 400 euroa, joten säästämme lähdeveroissa 21 400 euroa (30 %).

Yhteensä 51 900 euron säästöt vastaavat 0,14 % Phoebuksen varallisuudesta. Sijoittajalle vaikutus siis vastaa samaa kuin jos hallinnointipalkkiota olisi laskettu 18 % (mutta rahastoyhtiölle tämä on parempi!).

Saksassa maksamme edelleen mitä ilmeisimmin laittomia lähdeveroja 15 %, mutta ainoa saksalainen yhtiömme HHLA on pieni sijoitus eikä asialla ole juuri rahallista vaikutusta. USA:han maksamme jatkossakin 15 % lähdeveroja ja se menee kaikkien sääntöjen mukaan.

Asia ei ole vähäpätöinen. Jokainen säästetty euro on varmuudella tienattu euro ja nuo vuodessa säästämämme reilut 50 000 € kumuloituvat eli niillekin alkaa kertyä korkoa korolle. Pitkäjänteiselle sijoittajalle kaikilla säästöillä on suuri merkitys: hallinnointipalkkioissa, lähdeveroissa, kaupankäyntikuluissa, valuuttaspredeissä – missä vaan! Kustannuksilla on merkitystä.

PHOEBUS-YHTIÖISTÄ

Esittelin sähköyhtiömme Fortumin ensi kerran katsauksessa 1/2012. Sen jälkeen yhtiössä on tapahtunut kolme merkittävää asiaa, jotka ovat kaikki vielä hieman kesken. Jokaisella niistä on mahdollisuus muuttaa Fortum sijoituskohteena merkittävästi paremmaksi.

Asiat ovat 1) sähkönjakeluliiketoimintojen myynnistä saatujen varojen sijoittaminen; 2) Venäjällä neuvoteltava vesivoimasopimus; ja 3) Konecranesin Pekka Lundmarkin nimitys Fortumin toimitusjohtajaksi.

Kerroin viimeksi, että Fortumilla oli hieman liian paljon velkaa minun makuuni. Tilanne on täysin muuttunut. Ruotsin, Suomen ja Norjan sähkönjakeluliiketoimintojen myynnistä Fortum sai 9,3 miljardia ja se on myynyt myös joitakin pienempiä toimintoja. Silloinen 7,0 miljardin nettovelka on vaihtunut noin 1,7 miljardin nettokassaksi.



Osakemarkkinoiden kannalta kiistatta tärkein kysymys tällä hetkellä on mitä Fortum aikoo rahoilla tehdä. Vahva tase tuntuu olevan markkinoiden mielestä pikemmin riski kuin mahdollisuus, joka näkyy osakekurssin heikkoudessa. Minua on jopa hieman huvittanut lukea, kuinka eri luottoluokittajat ovat heikentäneet Fortumin luokitusta jakeluliiketoiminnan myynnin jälkeen, perusteluna, että vakain osa konsernia on myyty. Eikö nettokassa sitten ole vakaa? Ainoa tapa päästä tuohon johtopäätökseen on ymmärtääkseni olettaa, että Fortumin johto olisi niin epäpätevä, että hukkaisi rahat johonkin arvottomaan kohteeseen. Erikoisen oletus.

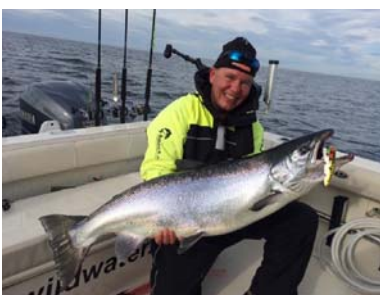
Yksi mahdollinen kohde on jo tiedossa ja se olisi erittäin hyvä. Fortum on alustavasti sopinut Venäjällä sijaitsevan osakkuusyhtiönsä TGC-1:n uudelleenjärjestelystä, joka antaisi Fortumille 75 % enemmistön TGC-1:n vesivoimasta. Toteutuessaan kauppa nostaisi Fortumin vesivoiman omistusta lähes puolella ja antaisi seuraaville vuosikymmenille järkeviä operatiivisia investointikohteita. Järjestely ei kuitenkaan ole vielä toteutunut.

Olen melko tarkkaan seurannut Pekka Lundmarkin tekemisiä viimeisten 10 vuoden ajan Konecranesissa, jonka osakkeita omistamme myös. Minusta hän on tehnyt erinomaista työtä. En yleensä pidä ulkopuolisten johtajien rekrytoinneista, mutta olen tyytyväinen siihen, että Pekka alkaa vetää Fortumia. En jaksa uskoa, että hän sortuisi älyttömiin yrityskauppoihin tai lähtisi yrittämään mitään maailmanvalloitusta (kuten ei kyllä Tapio Kuulakaan olisi tehnyt). Siksi en oikein ymmärrä osakemarkkinoiden ja luottoluokittajien suhtautumista Fortumiin.

Viime katsauksen jälkeen Fortum on tuottanut meille osinkoineen 14 %. Phoebus on tuottanut 41 % ja vertailuindeksimme 63 %. Toistaiseksi sijoitus on siis ollut kehno. Olen silti tullut yhä optimistisemmäksi yhtiön suhteen.

Jakelutoiminnan myynnin jälkeen Fortumin bruttoarvo (markkina-arvo plus nettovelat) on enää 12,5 miljardia, kun se viimeksi oli 23,0 miljardia. Pelkkä vesivoima on arvokkaampaa. Vuosi sitten Statkraft myi vesivoimalansa Kymijoella ja Kokemäenjoella 293 miljoonalla, joka vastasi 800 euroa per tuotettu megawattitunti. Kaksi vuotta sitten Dong myi osuutensa Ruotsin Indalsälvenin vesivoimaloista 605 miljoonalla, joka vastasi 700e/MWh. Näillä arvostuksilla Fortumin pohjoismaisen vesivoiman arvo on 15–17 miljardia euroa.

Potentiaalia siis löytyy rutkasti. Pekka Lundmarkin tehtävä on kaivaa se esiin.



Vesivoiman kenttätutkimusta. Kuvassa salkunhoitaja (keltainen takki) ja 18,9 kg:n lohi. Se oli istutettu Ruotsin Indalsälveniin, jossa sijaitsee 15 % Fortumin vesivoimasta.

Kuva: Wildwater / Jonas Ander



Kirjoitin viimeksi ruotsalaisesta konepajastamme Sandvikista katsojassaan 4/2011, kun Sandvik oli juuri tarjoutunut ostamaan silloin omistamamme Seco Toolsin omilla osakkeillaan. Pidän kauppaamme meillä hyvänä, mutta halusin hieman vähentää riskejämme. Myynnin sen jälkeen vajaan kolmasosan omistuksestamme.

Myyntipäätökseni taustalla oli lähinnä se, että Sandvikin paino salkussamme oli noussut lähes kuuteen prosenttiin. En myöskään ollut erityisen innostunut uudesta toimitusjohtajasta Olof Faxanderista tai hänen uudesta organisaatiostaan. Minun olisi pitänyt kuunnella itseäni paremmin ja myydä enemmän.

Vuodesta 2011 Sandvikin liikevaihto on laskenut 6 % ja operatiivinen tulos per osake on laskenut 29 %. Siihen on pääsyyinä kaivosteollisuuden lama eikä Faxander.

Samaan aikaan Sandvik on kuitenkin vuosittain tehnyt erilaisia "kertaluonteisia" alaskirjauksia yhteensä 9 miljardin kruunun arvosta, joka on isohko summa verrattuna kumulatiiviseen 50 miljardin kruunun operatiiviseen liikevoittoon samalla jaksolla. Minusta se osoittaa, että yhtiössä on melko paljon sisäistä sekoi-lua ulkoisten markkinahaasteiden lisäksi.

Sandvik on vahva yhtiö, joka kestää kyllä jonkin aikaa hieman huonompaakin johtamista. Osake on viime raportin jälkeen tuottanut meille osinkoineen kruunuissa 26 % (euroissa 22 %). Samaan aikaan Phoebus on tuottanut 63 % ja vertailuindeksimme on tuottanut 85 %. Sandvik on siis ollut osasy Phoebuksen markkinoita huonommalle kehitykselle tällä jaksolla.

Mutta säästin hyvän uutisen loppuun! Handelsbanken-sfäärin metsästyskandaali, josta kerroin edellisessä katsauksessa, johti Industrivärdenin toimitusjohtajan Anders Nyrénin potkuihin huhtikuussa. Hän väistyi siksi myös Sandvikin puheenjohtajan paikalta ja tilalle valittiin lukkoyhtiö Assa Abloyta 10 vuotta johtanut Johan Molin.

Pidän vaihdosta erinomaisena, vaikka en Molinia henkilökohtaisesti tunnekaan. Hän on hyvin menestyksekkäästi kasvattanut Assa Abloyta ja siivonnut edeltäjänsä tekemiä yritysostoja. Hänellä on myös taustaa Ruotsin parhaimpiin yhtiöihin kuuluvassa Atlas Copcoissa, jonka parasta osaa (kompressorisyksikköä) hän johti. Faxanderin tausta on sen sijaan melko surkeissa bulkkiyhtiöissä (SSAB ja Outokumpu).

Vaikka Sandvik on ollut minulle pettymys haluan nähdä, mikä vaikutus Molinin valinnalla puheenjohtajaksi tulee olemaan ennen kuin alan harkita osakkeistamme luopumista. Potentiaalia yhtiössä kyllä riittää.

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

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

30.6.2015

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

RUSSIAN PROSPERITY JA VERTAILUINDEKSI

8.3.2000 – 30.6.2015



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakerahasto (syöttörahasto), Venäjä & IVY
Rahaston koko (milj. euroa)	34,2
Vertailuindeksi	RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	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

1.7.2014 – 30.6.2015

Juoksevat kulut	1,60 %
Tuottosidonnainen palkkio (ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,33 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	12,54 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,15 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme ainakaan toistaiseksi voi julkaista, koska rahastosta, johon syöttörahastona toimiva Russian Prosperity Fund Euro sijoittaa, ei niitä ole saatavilla.	

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,72 %	25,09 %	1,76 %	31,89 %
Vuoden alusta	33,58 %	45,50 %	28,87 %	58,44 %
1 v	-18,88 %	35,85 %	-16,82 %	45,20 %
3 v	-12,21 %	25,11 %	-21,09 %	31,99 %
5 v	-13,95 %	22,66 %	-24,97 %	29,41 %
10 v	78,22 %	22,14 %	41,95 %	33,69 %
Aloituspäivästä	608,82 %	23,30 %	274,93 %	34,95 %
Aloituspäivästä p.a.	13,64 %		9,01 %	

* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta*
BASHNEFT	Venäjä	9,01 %
GAZPROM	Venäjä	8,81 %
MHP	Ukraina	5,74 %
LUKOIL	Venäjä	5,67 %
X5 RETAIL	Venäjä	4,91 %
MAGNITOGORSK IRON&STEEL	Venäjä	4,74 %
SBERBANK	Venäjä	4,70 %
MAGNIT	Venäjä	4,50 %
SURGUTNEFTGAZ	Venäjä	4,37 %
NORD GOLD	Venäjä	4,28 %

* Osuudet on ilmoitettu prosentteina kohderahaston eli Russian Prosperity Fund Luxin osakeomistuksista.

Vahvan alkuvuoden jälkeen venäläisten osakkeiden kurssikehitys tasaantui toisen neljänneksen aikana. Venäjän markkinoita kuvaava RTS-indeksi nousi jaksolla +1,7 % ja Russian Prosperity -rahaston osuuden arvo +0,7 %. Vuoden alusta luvut ovat rahasto +33,5 % ja vertailuindeksi +28,8 %.

Venäjän markkinoilla on viime aikoina ollut melko rauhallista, muun uutisoinnin viedessä palstatilaa. Myös ruplan kurssi näyttää alkuvuoden aikana vakiintuneen eikä öljyn hinta ole heilahdellut dramaattisesti. Itä-Ukrainan tulitauko on vaikuttanut markkinoihin myönteisesti, vaikka ampumavälikohtauksilta ei olla kokonaan vältytty.

Salkku

Varsinaiset sijoituskohteemme pysyivät neljänneksen aikana lähes muuttumattomina. Ainoa varsinaisesti uusi yhtiö on yksityisten terveystalujen tuottaja MD Medical Group. Nais- ja lapsiasiakkaisiin erikoistuneen yhtiön nettotulos kasvoi viime vuonna 73 %. Tärkein kasvualue oli synnytykset. Rahastomme kohderahastoa hoitava Prosperity Capital Management (PCM) odottaa yksityisen terveydenhuollon kysynnän kasvavan Venäjällä taloushaasteista huolimatta.

Kohderahaston salkkuun hankittiin myös takaisin lannoitetuottaja Acron, lyhyen tauon jälkeen.

Venäjän valtio ilmoitti viime marraskuussa myyvänsä noin viidenneksen Rosneftista, jonka velat ovat TNK-BP yritystalon jälkeen kasvanut noin 24 miljardiin dollariin. Yksityisen öljy-yhtiön Surgutneftegasin ympärillä liikkui toukokuussa huhu, jonka mukaan se olisi tätä osuutta ostamassa. Vaikka Surgutneftegasilla on yli 30 miljardin dollarin käteisvarat, emme usko yhtiön tuovan lisäarvoa osakkeenomistajilleen sijoittamalla velkaantuneeseen valtionyhtiöön. Sekä Rosneft että Surgutneftegas ovat myös kiistäneet huhun.

Surgutneftegasin käteisvaroista suuri osa on sijoitettu dollarimääräisesti ja yhtiön ruplamääräinen tulos nousee ruplan heikentyessä. Ruplan laskun seurauksena nettotulos kasvoikin viime vuonna kolmanneksen.

Talouden osalta Ukrainasta kuuluu myös hyviä uutisia. Siipikarjayhtiö MHP ilmoitti maksavansa 50 miljoonan dollarin osingon. Ei sinänsä paljon, mutta positiivinen merkki yhtiön kehityksestä. Yhtiö on myös maksanut pois suurimman osan euromääräisistä lainoistaan.

SALKKU 30.6.2015

Toimiala	Rahasto	RTS-indeksi
Öljy & kaasut	30 %	50 %
Muut raaka-aineet	18 %	13 %
Kulutustavarat	17 %	8 %
Maatalous	10 %	1 %
Rahoitus	7 %	18 %
Telekommunikaatio	6 %	7 %
Teollisuus ja muut	6 %	1 %
Energia (sähkö)	4 %	2 %
Käteisvarat	2 %	-

Ukrainan maatalouden odotetaan kehittyvän hyvin jatkossakin. Viljelymaan laatu on erinomainen ja mm. maissin, vehnän ja auringonkukkien tuotot ovat olleet hyvällä tasolla.

Russian Prosperity -rahasto jatkaa edelleen indeksiin nähden ylipainossa kulutustavaroissa, maataloudessa ja sähköntuotannossa sekä alipainossa rahoituksessa, öljyssä ja kaasussa.

Taloustilanne edelleen haasteellinen

Venäjän talousministeriön viimeisimmän ennusteen mukaan Venäjän bruttokansantuotteen odotetaan supistuvan tänä vuonna 2,8 %, jos öljyn keskihinta pysyy noin 50 dollarin tuntumassa. Ensi vuonna BKT sen sijaan kasvaisi jopa 2,3 %.

Kansainvälinen valuuttarahasto on toukokuun katsauksessaan hieman pessimistisempi odottaen 3,4 prosentin BKT:n laskua tänä vuonna ja ensi vuonnakin vain noin 0,2 % nousua. Presidentti Putinin määräyksestä talousministeriö on myös laatinut vaihtoehtoisen kasvustrategian, jossa investointeja lisätään kansallisen hyvinvointi- ja eläkerahaston varoilla.

Inflaatiovauhti on Venäjällä edelleen noin 16 % vuositasolla, vaikka inflaation odotetaan hidastuvan vuoden loppua kohti. Venäjän keskuspankki laski kesäkuussa ohjauksen 11,5 prosenttiin inflaatiopaineiden vähenemisen sekä heikentyneen talouskehityksen takia. Korkea inflaatio on näkynyt myös kuluttajien ostovoimassa. Esimerkiksi autojen myynti on lähes puolitunut vuodessa ja asuntokauppa selvästi hidastunut.

Venäjän talouden suuri ongelma on pitkään ollut investointien vähäisyys. Sekä yksityiset että julkiset investoinnit ovat Venäjän nykyhistorian ajan olleet riittämättömiä maan kehitystarpeisiin nähden. Investointien osuus BKT:stä on korkeimmillaan ollut noin 22 %. Tämä olisi normaalia kehittyneissä talouksissa, mutta liian vähän kehittyvälle taloudelle. Investointeja on viime aikoinakin kuitenkin karsittu, koska sosiaali- ja puolustusmenoja ei haluta supistaa.

Jalkapallon MM-kisat pysyvät Venäjällä

Kansainvälisen jalkapalloliiton FIFA:n korruptiosyytökset sekä Ukrainan tilanne ovat herättäneet keskustelua Venäjän vuoden 2018 jalkapallon MM-kisojen isännyydestä. Korruptioskandaalin mahdolliset oikeudenkäynnit sekä uuden puheenjohtajan valitseminen pitävät PCM:n arvion mukaan kuitenkin huolen siitä, että kisavalintoihin ei jälkikäteen puututa. Myös kisojen taloudelliset valmistelut Venäjällä ovat edenneet niin pitkälle, että mahdollinen peruuttaminen johtaisi todennäköisesti hankaliin oikeusprosesseihin.

Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,

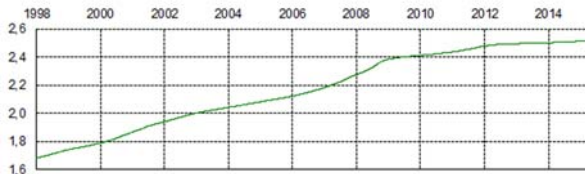


Jonathan Aalto
jonathan.aalto@seligson.fi

RAHAMARKKINARAHASTO AAA

30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto sijoittaa lyhyisiin euromääräisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	282,6
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	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	0,07 %	0,03 %	0,01 %	0,00 %
Vuoden alusta	0,17 %	0,04 %	0,03 %	0,01 %
1 v	0,37 %	0,04 %	0,13 %	0,01 %
3 v	1,20 %	0,04 %	0,76 %	0,02 %
5 v	4,02 %	0,06 %	3,16 %	0,05 %
10 v	20,20 %	0,13 %	19,97 %	0,14 %
Aloituspäivästä	49,43 %	0,14 %	51,88 %	0,16 %
Aloituspäivästä p.a.	2,35 %		2,45 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014 – 30.6.2015

Juoksevat kulut	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	-16,53 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,29
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,02 %
Lähipiirin omistussuus (30.6.2015)	0,77 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

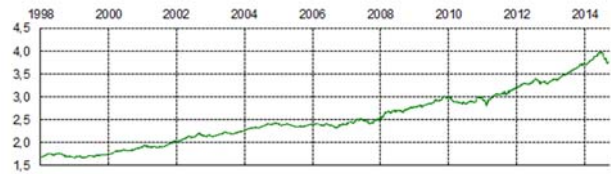
Turun OP –tilisopimus	Suomi	7,7 %
Helsingin OP –tilisopimus	Suomi	7,3 %
Handelsbanken –tilisopimus	Suomi	7,3 %
Oulun OP –tilisopimus	Suomi	4,6 %
Nordea kasvutili	Suomi	4,5 %
S-Pankki –tilisopimus	Suomi	4,3 %
Määräaikainen talletus Aito säästöpankki 15.12.2015	Suomi	2,5 %
Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina		
OP -Pohjola -ryhmä	Suomi	19,84 %
S-Pankki	Suomi	18,48 %
Ålandsbanken	Suomi	14,16 %
AsuntoHypoPankki	Suomi	12,07 %
Säästöpankkiryhmä	Suomi	11,70 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIO

30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro-obligaatio mallintaa euroalueen valtioiden euromääräisten lainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	76,3
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Yr
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,28 % 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	-5,44 %	5,78 %	-5,55 %	5,53 %
Vuoden alusta	-1,90 %	5,24 %	-1,25 %	4,89 %
1 v	3,39 %	4,11 %	4,02 %	3,93 %
3 v	22,14 %	3,55 %	22,71 %	3,46 %
5 v	28,00 %	3,93 %	27,99 %	3,90 %
10 v	55,28 %	3,95 %	51,93 %	3,84 %
Aloituspäivästä	122,41 %	3,77 %	123,12 %	3,70 %
Aloituspäivästä p.a.	4,90 %		4,92 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014 – 30.6.2015

Juoksevat kulut	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	-22,51 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 25,7 %, AA 34,6 %, A 1,9 %, BBB 35,7 %, BB 1,9 %, alle B 0,2 %
Salkun korkoriski (duraatio)	6,80
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	1,36 %
Lähipiirin omistussuus (30.6.2015)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

Saksan valtion obligaatio 3,25% 04.07.2021	Saksa	4,9 %
Saksan valtion obligaatio 4,0% 04.01.2018	Saksa	4,7 %
Italian valtion obligaatio 4,75% 01.08.2023	Italia	3,7 %
Ranskan valtion obligaatio 3,25% 25.10.2021	Ranska	3,4 %
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.10.2023	Ranska	3,4 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	3,3 %
Italian valtion obligaatio 3,75% 01.08.2021	Italia	3,3 %
Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina		
Italian valtio	Italia	23,18 %
Ranskan valtio	Ranska	22,99 %
Saksan valtio	Saksa	18,46 %
Espanjan valtio	Espanja	12,55 %
Belgian valtio	Belgia	6,23 %

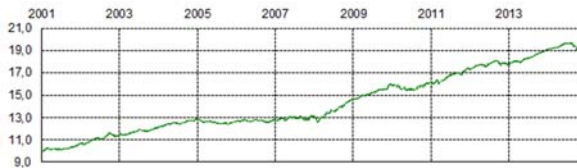
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

EURO CORPORATE BOND

30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro Corporate Bond mallintaa euromääräisten yrityslainojen indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	82,5
Vertailuindeksi	The BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,33 % 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	-2,60 %	2,97 %	-3,16 %	3,10 %
Vuoden alusta	-1,34 %	2,52 %	-1,59 %	2,58 %
1 v	1,69 %	2,03 %	1,87 %	2,11 %
3 v	13,85 %	2,25 %	15,98 %	2,27 %
5 v	22,61 %	2,59 %	26,73 %	2,58 %
10 v	49,81 %	2,98 %	57,57 %	2,77 %
Aloituspäivästä	91,17 %	3,01 %	108,87 %	2,87 %
Aloituspäivästä p.a.	4,81 %		5,48 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014 – 30.6.2015

Juoksevat kulut	0,33 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,37 %
Salkun kiertonopeus	-26,61 %
Lainaluokitukset	AAA 5,4 %, AA 13,5 %, A 38,4 %, BBB 41,7 %, BB 1,0 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,92
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,84 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,00 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

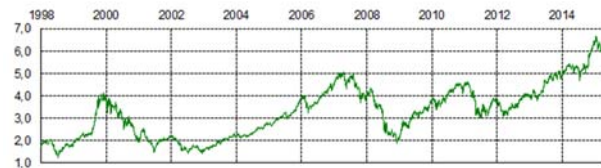
GE CAPITAL €-FUNDING 5,375% 23.01.2020	Yhdysvallat	1,3 %
ASF 5,625% 04.07.2022	Ranska	1,1 %
AT&T INC 2,5% 15.03.2023	Yhdysvallat	1,0 %
ENI SPA 4,75% 14.11.2017	Italia	1,0 %
BMW FINANCE NV 3,25% 14.01.2019	Saksa	0,9 %
VEOLIA ENVIRONNEMENT 4,375% 16.01.2017	Ranska	0,9 %
VOLKSWAGEN INTL FIN 2,00% 14.01.2020	Saksa	0,9 %
Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina		
ELECTRICITE DE FRANCE	Ranska	3,6 %
VOLKSWAGEN	Saksa	2,5 %
GE CAPITAL EURO FUNDING	Yhdysvallat	2,2 %
ORANGE	Ranska	2,1 %
ENEL SPA	Italia	2,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI INDEKSIRAHASTO

30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	94,8
Vertailuindeksi	OMX GES Sustainability Finland Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	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	-5,03 %	18,80 %	-4,92 %	18,86 %
Vuoden alusta	13,74 %	17,32 %	13,99 %	17,35 %
1 v	13,89 %	17,63 %	14,34 %	17,68 %
3 v	88,02 %	17,04 %	89,99 %	17,17 %
5 v	69,00 %	20,63 %	71,90 %	20,72 %
10 v	106,57 %	22,39 %	117,63 %	22,49 %
Aloituspäivästä	255,07 %	24,45 %	206,84 %	24,71 %
Aloituspäivästä p.a.	7,62 %		6,71 %	

* 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

1.7.2014 – 30.6.2015

Juoksevat kulut	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,50 %
Salkun kiertonopeus	2,91 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,11 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,08 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

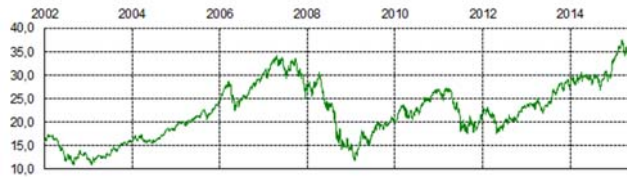
Maa Osuus rahastosta

KONE OYJ-B	Suomi	9,9 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,5 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	8,8 %
FORTUM OYJ	Suomi	7,4 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	7,2 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	6,8 %
ORION OYJ-CLASS B	Suomi	4,6 %
ELISA OYJ	Suomi	4,4 %
METSO OYJ	Suomi	3,9 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	3,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

OMX HELSINKI 25 PÖRSSINOTEERATTU RAHASTO
30.6.2015

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)	166,2
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- 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 *	Volatiliiteetti	Tuotto	Volatiliiteetti
3 kk	-5,20 %	-5,20 %	18,85 %	-5,15 %	18,94 %
Vuoden alusta	12,84 %	12,84 %	17,70 %	12,63 %	17,73 %
1 v	15,38 %	15,38 %	17,09 %	15,25 %	17,12 %
3 v	80,29 %	95,52 %	16,83 %	79,81 %	17,72 %
5 v	61,10 %	92,11 %	21,19 %	60,68 %	21,72 %
10 v	64,47 %	138,31 %	23,76 %	63,94 %	24,13 %
Aloituspäivästä	115,38 %	248,24 %	22,47 %	114,83 %	22,78 %
Aloituspäiv. p.a.	5,89 %	9,76 %		5,87 %	

* 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.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014 – 30.6.2015

Juoksevat kulut	0,17 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,20 %
Salkun kiertonopeus	22,12 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	0,24 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

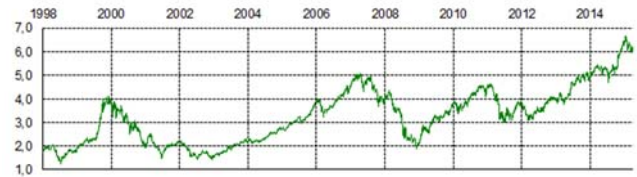
Maa Osuus rahastosta

NOKIA OYJ	Suomi	10,2 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	10,0 %
KONE OYJ-B	Suomi	9,7 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	8,4 %
FORTUM OYJ	Suomi	7,1 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	6,6 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	5,4 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	4,6 %
ELISA OYJ	Suomi	4,3 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	3,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA INDEKSIRAHASTO
30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Eurooppalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	118,9
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe 20.9.2010 asti DJ STOXX Sustainability
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	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, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliiteetti	Tuotto	Volatiliiteetti
3 kk	-2,92 %	16,56 %	-2,96 %	16,56 %
Vuoden alusta	14,04 %	15,20 %	14,13 %	15,50 %
1 v	14,37 %	15,59 %	14,67 %	15,36 %
3 v	65,48 %	13,17 %	67,45 %	13,16 %
5 v	73,00 %	16,08 %	76,05 %	16,44 %
10 v	61,79 %	19,62 %	70,48 %	19,81 %
Aloituspäivästä	62,47 %	21,60 %	86,11 %	21,85 %
Aloituspäivästä p.a.	2,89 %		3,71 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014 – 30.6.2015

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,09 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,55 %
Salkun kiertonopeus	16,68 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	0,13 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,09 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

NESTLE SA-REG	Sveitsi	6,0 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	5,1 %
TOTAL SA	Ranska	3,0 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	2,7 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	2,6 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,6 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	Iso-Britannia	2,6 %
BASF SE	Saksa	2,1 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,1 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	2,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

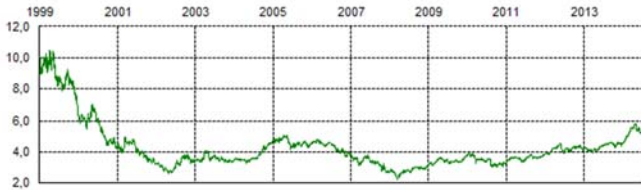
Ajankohtakorjatut indeksiluvut. Indeksirahastojen Aasia, Eurooppa ja Pohjois-Amerikka indeksipoikkeaman laskennassa on käytetty valuuttakurssien arvostusajankohdan mukaan korjattuja indeksilukuja. Rahastojen virallisissa vuosikertomuksissa julkaisemme myös korjaamattomat luvut.

PASSIIVISET RAHASTOT

AASIA INDEKSIRAHASTO

30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Tyyneenmeren alueen osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	58,1
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	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	-4,86 %	16,86 %	-5,11 %	19,27 %
Vuoden alusta	14,78 %	14,79 %	15,53 %	17,02 %
1 v	19,20 %	13,42 %	19,72 %	15,47 %
3 v	46,81 %	13,12 %	48,71 %	14,56 %
5 v	56,52 %	14,48 %	61,88 %	15,71 %
10 v	46,13 %	18,55 %	59,74 %	19,51 %
Aloituspäivästä	-47,52 %	21,51 %	-41,24 %	22,57 %
Aloituspäivästä p.a.	-4,07 %		-3,37 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014–30.6.2015

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,49 %
Salkun kiertonopeus	-1,93 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,56 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,06 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

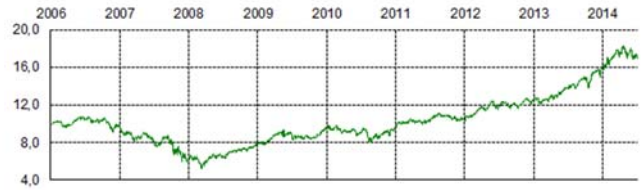
	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	8,3 %
SAMSUNG ELECTR-GDR	Korean tasavalta	5,8 %
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	4,5 %
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP	Japani	4,3 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	3,3 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	2,9 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	2,9 %
BHP BILLITON LTD	Australia	2,8 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	2,7 %
JAPAN TOBACCO INC	Japani	1,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

POHJOIS-AMERIKA INDEKSIRAHASTO

30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Pohjoisamerikkalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksi rahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	99,9
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	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, Aleksis Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-4,45 %	18,18 %	-4,28 %	18,22 %
Vuoden alusta	5,23 %	17,62 %	5,73 %	17,68 %
1 v	22,68 %	16,05 %	23,73 %	16,18 %
3 v	64,33 %	12,92 %	69,25 %	13,09 %
5 v	96,35 %	14,50 %	105,95 %	14,81 %
Aloituspäivästä	69,25 %	20,30 %	80,19 %	20,77 %
Aloituspäivästä p.a.	6,38 %		7,17 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014–30.6.2015

Juoksevat kulut	0,44 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,45 %
Salkun kiertonopeus	-3,95 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,12 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,02 %

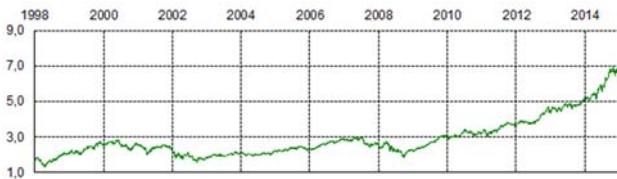
SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	5,5 %
EXXON MOBIL CORP	Yhdysvallat	5,3 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	4,2 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	2,8 %
BANK OF AMERICA CORP	Yhdysvallat	2,7 %
WALT DISNEY CO/THE	Yhdysvallat	2,7 %
CITIGROUP INC	Yhdysvallat	2,6 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	2,3 %
INTEL CORP	Yhdysvallat	2,2 %
CISCO SYSTEMS INC	Yhdysvallat	2,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS
30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	223,8
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksii Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-4,21 %	17,20 %	-4,21 %	17,76 %
Vuoden alusta	9,98 %	15,95 %	13,19 %	15,96 %
1 v	26,09 %	14,21 %	30,78 %	13,88 %
3 v	76,11 %	11,68 %	85,95 %	12,39 %
5 v	117,23 %	12,28 %	141,51 %	13,39 %
10 v	198,76 %	15,30 %	178,73 %	15,82 %
Aloituspäivästä	285,82 %	17,44 %	203,88 %	16,32 %
Aloituspäivästä p.a.	8,24 %		6,74 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014 – 30.6.2015

Juoksevat kulut	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,62 %
Salkun kiertonopeus	0,69 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,55 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,07 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

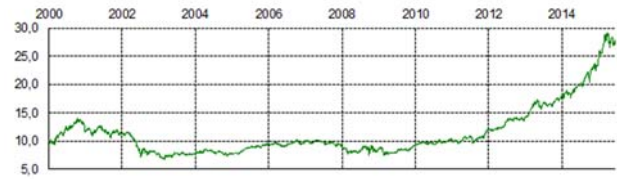
Maa Osuus rahastosta

MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	6,7 %
GOOGLE INC-CL C	Yhdysvallat	6,7 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,1 %
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	6,1 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	5,6 %
NINTENDO CO LTD	Japani	5,2 %
YUM! BRANDS INC	Yhdysvallat	4,1 %
WALT DISNEY CO/THE	Yhdysvallat	4,0 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,8 %
APPLE INC	Yhdysvallat	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS
30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketeollisuus
Rahaston koko (milj. euroa)	218,6
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksii Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-4,78 %	18,15 %	-4,26 %	20,14 %
Vuoden alusta	17,05 %	16,25 %	18,01 %	17,63 %
1 v	36,51 %	15,02 %	39,36 %	16,16 %
3 v	108,97 %	12,44 %	121,03 %	13,43 %
5 v	177,80 %	12,23 %	183,28 %	13,75 %
10 v	209,79 %	14,10 %	191,79 %	15,64 %
Aloituspäivästä	171,19 %	15,51 %	142,43 %	15,64 %
Aloituspäivästä p.a.	6,67 %		5,90 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014 – 30.6.2015

Juoksevat kulut	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,62 %
Salkun kiertonopeus	6,30 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,06 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,05 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

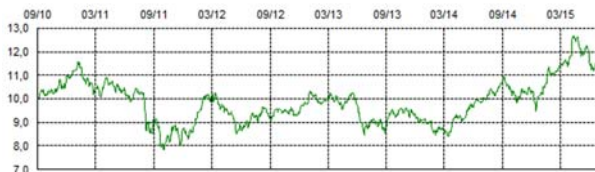
Maa Osuus rahastosta

NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	6,5 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,5 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	6,5 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	5,9 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	5,8 %
DAIICHI SANKYO CO LTD	Japani	4,3 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	3,9 %
ELI LILLY & CO	Yhdysvallat	3,8 %
GILEAD SCIENCES INC	Yhdysvallat	3,6 %
SHIRE PLC	Irlanti	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

KEHITTYVÄT MARKKINAT
30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahastojen rahasto, joka sijoittaa kehittyville markkinoille sijoitaviin osakerahastoihin.

Huom! Kehittynyt markkinat toimi 1.9.2014 asti syöttörahastona, joka sijoitti DFA:n Emerging Markets Value -rahastoon. Tämä entinen kohderahasto 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)	27,1
Vertailuindeksi	<i>Ei varsinaista vertailuindeksiä, vertailutaulukossa alla käytetty</i> MSCI Emerging Markets Value Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,35 % + 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	-2,90 %	15,41 %	-1,88 %	17,89 %
Vuoden alusta	11,02 %	13,88 %	10,97 %	16,30 %
1 v	14,45 %	13,34 %	13,46 %	15,31 %
3 v	27,43 %	13,23 %	18,88 %	13,47 %
Aloituspäivästä	12,77 %	15,31 %	17,44 %	14,64 %
Aloituspäivästä p.a.	2,52 %		3,39 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2014 – 30.6.2015

Juoksevat kulut (sis. kohderahastot)	0,84 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Salkun kiertonopeus	190,89 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,96 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2015)	0,07 %

Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme julkaise, koska niitä ei ole kaikista kohderahastoista ajantasaisesti saatavilla. Huomattavan suuri kiertonopeusluku liittyy rahaston sijoituspolitiikan muutoksen 1.9.2014.

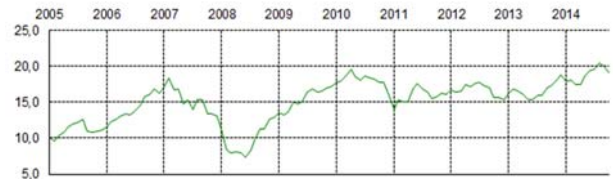
RAHASTON OMISTUKSET

Osuus rahastosta

Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund	17,45 %
DFA Emerging Markets Value	17,25 %
DFA Emerging Markets Core Equity	17,20 %
Vanguard FTSE Emerging Markets UCITS ETF	16,89 %
iShares Core MSCI Emerging Markets IMI UCITS ETF	16,49 %
SPDR® MSCI Emerging Markets Small Cap UCITS ETF	14,04 %
Käteinen	0,69 %

DFA EMERGING MARKETS VALUE FUND
30.6.2015

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)	1 707,3
Vertailuindeksi	MSCI Emerging Markets Value Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,50 %
Juoksevat kulut (31.12.2014)	0,62 %
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,60 %	17,58 %	-1,88 %	17,84 %
Vuoden alusta	8,96 %	13,91 %	10,97 %	13,21 %
1 v	9,90 %	13,58 %	13,46 %	12,50 %
3 v	20,35 %	16,52 %	18,88 %	14,65 %
5 v	15,55 %	16,04 %	22,23 %	14,21 %
Aloituspäivästä	91,00 %	22,04 %	107,40 %	19,53 %
Aloituspäivästä p.a.	6,86 %		7,77 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET (31.5.2015)

Maa Osuus rahastosta

China Construction Bank C	Kiina	3,09 %
Industrial & Commercial B	Kiina	2,86 %
Bank of China Ltd	Kiina	1,99 %
Vale SA	Brasilia	1,87 %
Petroleo Brasileiro SA	Brasilia	1,85 %
Gazprom OAO	Venäjä	1,81 %
Hyundai Motor Co	Etelä-Korea	1,45 %
Reliance Industries Ltd	Intia	1,39 %
POSCO	Etelä-Korea	1,17 %

Huom!

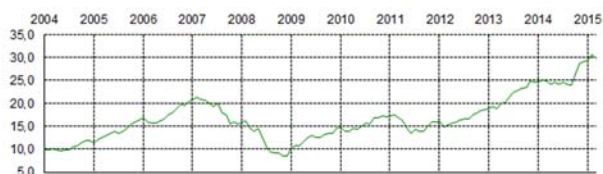
Yllä sekä kahdella seuraavalla aukeamalla on julkaistu rahastovälityspalvelun kautta saatavilla olevien yhteistyökumppanimme rahastojen tiedot.

Niistä ei välttämättä löydy kaikkia samoja tietoja kuin Seligson & Co:n hallinnoimista rahastoista. Siksi osa kohdistaa puuttuu.

Merkintä- ja tuottosidonnaisten palkkioiden kohta puuttuu siksi, että niitä ei välitysrahastoissa ole.

DFA EUROPEAN SMALL COMPANIES

30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)

Eurooppalaisiin pienyhtiöihin sijoittava erittäin laajasti hajautettu osakerahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	6.4.2004
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	157,0
Vertailuindeksi	MSCI Europe Small Cap Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,50 % p.a.
Juoksevat kulut (31.12.2014)	0,62 % p.a.
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

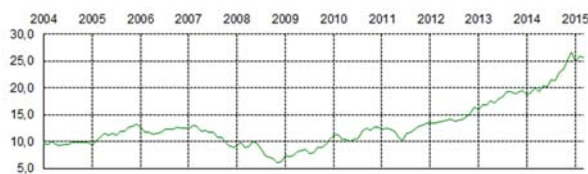
	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,27 %	8,25 %	1,88 %	7,28 %
Vuoden alusta	20,58 %	8,91 %	20,22 %	9,38 %
1 v	19,94 %	9,60 %	20,52 %	9,93 %
3 v	94,83 %	11,58 %	97,00 %	12,42 %
5 v	113,86 %	13,12 %	122,99 %	14,06 %
10 v	136,27 %	17,06 %	150,40 %	18,50 %
Aloituspäivästä	197,70 %	16,81 %	219,23 %	18,25 %
Aloituspäivästä p.a.	10,25 %		10,94 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET (31.5.2015)

	Maa	Osuus rahastosta
Inchcape PLC	Iso-Britannia	0,62 %
Derwent London PLC	Iso-Britannia	0,60 %
DCC PLC	Iso-Britannia	0,59 %
Howden Joinery Group PLC	Iso-Britannia	0,53 %
Man Group PLC	Iso-Britannia	0,51 %
ICAP PLC	Iso-Britannia	0,51 %
Bellway PLC	Iso-Britannia	0,50 %
Teleperformance	Ranska	0,49 %
Pennon Group PLC	Iso-Britannia	0,49 %
Swiss Prime Site AG	Sveitsi	0,49 %

DFA US SMALL COMPANIES FUND

30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)

Yhdysvaltalaisiin pienyhtiöihin sijoittava erittäin laajasti hajautettu osakerahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	28.4.2004
Tyyppi	Osakerahasto, Yhdysvallat
Rahaston koko (milj. euroa)	164,9
Vertailuindeksi	Russell 2000 Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % p.a.
Juoksevat kulut (31.12.2014)	0,45 % p.a.
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-3,31 %	19,12 %	-3,41 %	20,09 %
Vuoden alusta	12,74 %	11,90 %	13,65 %	12,77 %
1 v	28,67 %	11,47 %	30,71 %	11,94 %
3 v	88,89 %	12,26 %	85,49 %	12,29 %
5 v	146,12 %	15,92 %	141,81 %	15,53 %
10 v	137,03 %	18,27 %	143,01 %	17,80 %
Aloituspäivästä	156,70 %	18,18 %	167,46 %	17,67 %
Aloituspäivästä p.a.	8,80 %		9,20 %	

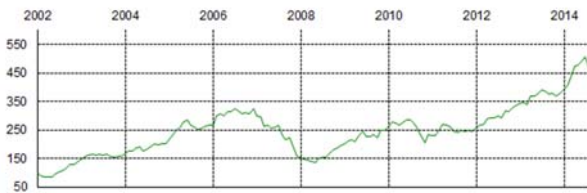
SUURIMMAT OMISTUKSET (31.5.2015)

	Maa	Osuus rahastosta
JetBlue Airways Corp	Yhdysvallat	0,37 %
Office Depot Inc	Yhdysvallat	0,33 %
Synopsis Inc	Yhdysvallat	0,31 %
Impax Laboratories Inc	Yhdysvallat	0,28 %
Skechers U.S.A Inc	Yhdysvallat	0,3 %
Integrated Device Technol	Yhdysvallat	0,28 %
Manhattan Associates Inc	Yhdysvallat	0,29 %
Corelogic Inc	Yhdysvallat	0,28 %
Health Net InC	Yhdysvallat	0,27 %
Microsemi Corp	Yhdysvallat	0,25 %

SPILTAN AKTIEFOND SVERIGE

30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)

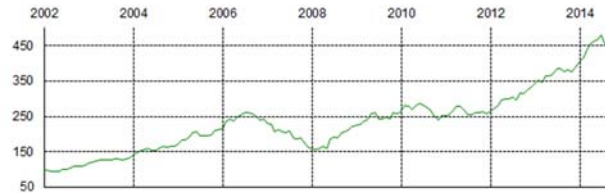


Ruotsalasiin osakkeisiin sijoittava aktiivinen osakerahasto.

SPILTAN AKTIEFOND STABIL

30.6.2015

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Vakasiin ruotsalasiin osakkeisiin sijoittava aktiivinen osakerahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	2.12.2002
Tyyppi	Osakerahasto Ruotsi
Rahaston koko (milj. SEK)	710,4
Vertailuindeksi	Six Portfolio Return Index Stockholm
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	1,50 %
Juoksevat kulut	1,53 %
Salkunhoitaja	Pär Andersson

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	2.12.2002
Tyyppi	Osakerahasto Ruotsi
Rahaston koko (milj. SEK)	637,3
Vertailuindeksi	Six Portfolio Return Index Stockholm
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	1,50 %
Juoksevat kulut	1,53 %
Salkunhoitaja	Erik Brändström

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,19 %	7,44 %	-5,01 %	2,35 %
Vuoden alusta	15,88 %	11,79 %	10,1 %	8,36 %
1 v	20,74 %	10,93 %	16,40 %	7,82 %
3 v	93,46 %	15,08 %	78,19 %	12,08 %
5 v	106,83 %	16,25 %	94,41 %	13,56 %
10 v	145,12 %	18,31 %	190,61 %	17,47 %
Aloituspäivästä	368,30 %	18,55 %	378,05 %	17,62 %
Aloituspäivästä p.a.	13,05 %		13,24 %	

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,49 %	8,05 %	-5,01 %	2,35 %
Vuoden alusta	9,28 %	9,05 %	10,1 %	8,36 %
1 v	17,11 %	8,70 %	16,40 %	7,82 %
3 v	76,30 %	10,33 %	78,19 %	12,08 %
5 v	86,11 %	11,49 %	94,41 %	13,56 %
10 v	182,06 %	13,57 %	190,61 %	17,47 %
Aloituspäivästä	351,33 %	12,83 %	378,05 %	17,62 %
Aloituspäivästä p.a.	12,72 %		13,24 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET (30.6.2015)

	Maa	Osuus rahastosta
HEXAGON B	Ruotsi	6,03 %
HEXPOL B	Ruotsi	5,94 %
ASSA ABLOY B	Ruotsi	5,93 %
AUTOLIV SDB	Ruotsi	5,88 %
ATLAS COPCO A	Ruotsi	5,64 %
BETSSON B	Ruotsi	4,28 %
NETENT B	Ruotsi	4,12 %
INTRUM JUSTITIA	Ruotsi	4,04 %
NIBE INDUSTRIER B	Ruotsi	4,00 %
BUFAB HOLDING	Ruotsi	3,94 %

SUURIMMAT OMISTUKSET (30.6.2015)

	Maa	Osuus rahastosta
INDUTRADE	Ruotsi	6,36 %
LUNDBERGFÖRETAGEN B	Ruotsi	6,16 %
INVESTOR A	Ruotsi	6,00 %
UNIBET GROUP SDB	Ruotsi	5,30 %
HENNES O MAURITZ B	Ruotsi	4,75 %
SCA SV CELLULOOSA B	Ruotsi	4,62 %
NIBE INDUSTRIER B	Ruotsi	4,57 %
HEXPOL B	Ruotsi	4,54 %
AAK	Ruotsi	4,33 %
ICA	USA	4,25 %

Huom! Spiltan-rahastojen luvut ovat Ruotsin kruunuissa.

TULPANER, PUMPOR & MÖSS

Under det senaste halvåret har finanspressen livligt diskuterat värderingarna på aktiemarknaden då kurserna har fortsatt stiga trots att den globala ekonomin står och stampar och företagen inte just växer. Är detta inte en bubbla?

Jag tror inte det. I själva verket är just den livliga diskussionen om en eventuell bubbla ett av de bästa tecknen på detta. Jag återkommer till varför det är så.

På räntesidan, alltså obligationsmarknaden, har vi däremot en klar värderingsbubbla. De långa räntorna är extremt låga vilket innebär att placerarna tar en betydande ränterisk utan att bli kompenserade för den. Detta kan förklaras med att de korta räntorna är ännu lägre - i vissa fall till och med negativa. Men det gör det inte rationellt.

Eftersom alla finansiella marknader är sammanlänkade kan man säkert vänta sig vissa kortsiktiga effekter även på aktiemarknaden då räntebubblan någon gång spricker, men någon stor orsak till oro ser jag inte.

Vad är en bubbla?

Alla har vi säkert lite olika definitioner på värderingsbubblor. Själv ser jag kurssvängningar på +/- 20-30 % som någonting helt vardagligt, sådant som hör till marknadens normala beteende.

Om tillgångar börjar kosta tiofalt vad de är värda eller mer så har vi säkert en bubbla. Då känns det ofta som om man inte längre alls begriper vad andra placerare tänker.

En av de första kända bubblorna uppstod i 1630-talets Holland då tulpanlökarna steg till absurda priser. Charles Mackay berättar i sin 1841 utgivna bok *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* att en lök av varianten Viceroy år 1636 kostade 2500 floriner.

Summan i sig säger oss inget, men kanske det att köparen betalade genom att leverera två laster vete, fyra laster råg, fyra feta oxar, åtta feta svin, tolv feta får, två tunnor vin, fyra tunnor öl, två tunnor smör, 450 kg ost, en säng, en kostym och en silverbägare. Alltså för en enda tulpanlök. Och det fanns dyrare lökar.

Under de följande 379 åren har vi haft dussintals, om ej hundratals andra bubblor. Några av de största var:

- 1920-talets börsbubbla i USA
- 1960/70-talets storbolagsbubbla i USA ("Nifty Fifty")
- 1970-talets råvarububbla framförallt i olja och guld
- 1980-talets OTC-bubbla på Helsingforsbörsen
- 1980-talets fastighets- och börsbubbla i Japan
- Internetbubblan åren 1998-2000

Hur uppstår en bubbla?

Om det finns en bubbla, brukar inte detta då vara uppenbart för en rationell placerare? I många fall är svaret faktiskt "nej".

Finanspressen rapporterar dagligen om stigande priser och gör hjältar av de första spekulanterna som har tjänat stora pengar. Mindre insatta amatörer följer då i stora massor och i bubblans slutskede börjar de vildaste spekulanterna använda lånade pengar för att säkert bli så rika som möjligt. Om någon kommer med varnande ord fnyser man åt honom som "gammalmodig". Allt är ju annorlunda den här gången!

Nästan alla bubblor bygger på en bra historia som har rötter i verkligheten men där utfallet ligger så långt fram i tiden att det inte kan verifieras. Internetbubblan var ett bra exempel på detta. Visst förändrar nätet mycket i affärsdynamiken - även om inte precis allt, som det ibland påstods - men det sker i en långsammare takt än vad de ivrigaste spekulanterna trodde.

Även Benecolbubblan i Raisio åren 1996-1998 var ett bra exempel. Bolagets börsvärde steg på två år från 150 miljoner till 3 miljarder euro. Och ingen ville lyssna på en gammalmodigt försiktig analytiker som mig...

Klart att det alltid brukar finnas även av dem som är rationella och kan se att en bubbla är en bubbla, men det är ytterst svårt att tjäna pengar på insikten. Jag försökte göra det under internetbubblan i mars 2000 då det teknologitunga Nasdaq-indexet stod på 5000. Jag försökte också göra det på sommaren 2007 då jag insåg att de isländska bankerna kommer att gå omkull.

I ingetdera fallet lyckades jag bygga en fungerande negativ position. Man vet ju aldrig när en bubbla kommer att brista och såsom gammal börsvisdom påminner så kan marknaden förbli irrationell längre än man själv kan förbli solvent.

Försäkringsbolaget Berkshire Hathaways huvudägare Warren Buffett har kanske uttryckt dynamiken i börsbubblor bäst i sin årsredovisning för år 2000. Fritt översatt skrev han så här:

"Inget bedövar rationalitet som en stor dos oförtjänta pengar. Den kan få även normalt vettiga människor att uppföra sig som Askungen på balen. De vet att om de stannar för länge på festen - alltså fortsätter spekulera i bolag som har gigantiska värderingar i förhållande till sina framtida kassaströmmar - så blir slutresultatet bara pumpor och möss. Men de vill inte missa festen och planerar att sluta festa strax före midnatt. Men det finns ett problem: de dansar i ett rum där klockorna inte har några visare."

Man kan också tänka på bubbeldynamiken så här: en bubbla kan fortsätta växa så länge som det finns kvar pessimister som kan konverteras till optimister. När (nästan) alla har blivit optimister finns det inget bränsle kvar för bubblan, utan det återstår bara risk. Därför är marknaden som farligast då när pressartiklarna är som mest positiva och därför är placerarnas oro faktiskt ett sunt tecken för marknaden.

När det sedan väl börjar gå utför brukar bubblorna spricka snabbt. Redan i början av 1637 hade tulpanlöknas priser fallit över 90 %. På ett år sjönk Nasdaq-indexet med 66 %. På drygt ett år sjönk Raisio med 78 % (för att de två följande åren sjunka ytterligare 77 %). Luften pyser alltså inte ur bubblor, utan de imploderar på en gång.

Detta är ganska självklart. Ägarna till de kraftigt överprissatta tillgångarna är ju per definition spekulanter och inte långsiktiga investerare. Då kurserna sjunker går de lånefinansierade spekulanterna i konkurs och bankerna vill snabbt realisera sina säkerheter. Till exempel i Raisio sjönk de utländska (kortsiktiga) ägarnas andel av aktiestocken från 62 % år 1998 till 8 % fyra år senare.

Var står vi idag?

Förloppet jag beskriver ovan känner jag alltså bra igen från gångna dagar. Jag ser dock inga tecken på något motsvarande då jag betraktar börsen idag.

Ekonomi och aktievärdering är varken matematik eller fysik, alltså inga exakta vetenskaper, men tillräckligt exakta för att vi skall kunna bedöma om aktievärderingar är ungefär skäliga eller inte. Ett av de inexakta sätten att studera aktievärderingar är att dela en akties pris med vinsten per aktie, vilket resulterar i det så kallade P/E-talet. Intuitivt mäter detta ungefär hur många års vinster som behövs för att återbetala dagens aktiekurs (realiteten är lite mer komplicerad).

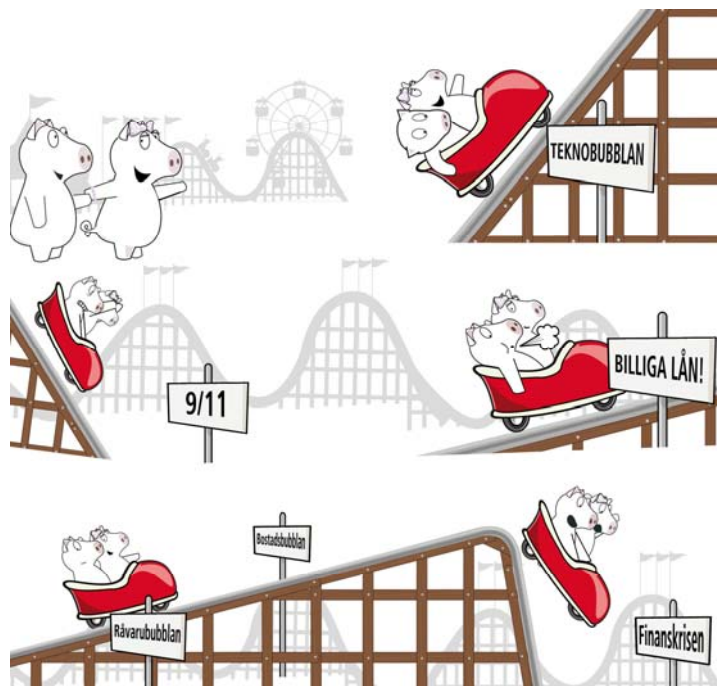
S&P500-indexet, som återspeglar USA:s aktiemarknad, har idag ett P/E-tal på 18,6x, beräknat på företagens operativa resultat (utan engångsposter) för perioden april 2014 - mars 2015.* Det motsvarar exakt medeltalet för samma index sedan 1988, alltså för de senaste drygt 26 åren.

Ser man istället på redovisade resultat är P/E-talet idag 20,9x. Medeltalet sedan 1988 är hela 24,3x, men de under recessionen 2009 redovisade resultaten var extremt lågt pga. bankernas nedskrivningar, så jämförelsen är inte rättvisande.

Betraktar vi ännu längre tidsperioder har värderingarna varit något lägre och ett medeltal för de senaste 135 åren ligger kring 16,6x. Exakt hur jämförbar dagens redovisning är med den som bolagen använde i slutet av 1800-talet vågar jag dock inte säga.

Vi bör notera att aktievärderingar inte är oberoende av andra tillgångsslag. Om räntan är mycket hög, såsom den var under det inflationära 1970-talet, bör placeraren kräva en "högre ränta" också på sina aktieplaceringar och därmed betala ett lägre P/E-tal. Är räntenivån mycket låg, som den är idag, kan man betala lite mera för aktierna.

Min tolkning är att de flesta aktiemarknaderna idag är något högre värderade än sina riktigt långsiktiga historiska medeltal, men inte mycket. I förhållande till den låga räntenivån är aktierna faktiskt billiga, alltså förutsatt att räntorna inte skulle stiga.



Så småningom kommer de säkert att göra det, men jag ser inte att det heller skulle vara någon katastrof för aktiemarknaden. Det finns nämligen egentligen bara en orsak till att långa räntor stiger: förbättrad ekonomisk tillväxt.

De av oss som har analyserat bolag över många konjunkturcykler vet att resultatförbättringen brukar vara mycket kraftig i de första skederna av en konjunkturuppgång. Bolagen har inte ännu hunnit ta på sig nya kostnader utan hela ökningen i försäljningsbidraget rinner ner till nettoresultatet. Därför brukar en konjunkturförbättring sällan vara någon katastrof för aktiemarknaden även om den innebär högre räntor.

Visst finns det ju alltid delar av marknaden som lever i små bubblor. Exempelvis Shanghaibörsen, som det senaste året först steg med 150 % och nu har fallit tillbaka -25 % kan ha en liten bubbla, jag vet ej. Och i många nyteknologibolag tycker jag inte att marknaden verkar fatta konkurrensens dynamik och vissa av aktierna verkar klart för dyra (Tesla kan vara ett exempel). Dessa är dock små irrationella fickor i en marknad som för övrigt verkar helt rationellt prissatt.

Jag brukar vara noggrann med att poängtera att jag inte har någon kristallkula och att jag inte kan prognosticera marknadens svängningar. En liten inre bubbelvarnare tror jag mig dock ha - åtminstone enligt min definition av bubblor. På den syns just nu varken pumpor eller möss.

A. Olden

Anders Oldenburg, CFA
anders.oldenburg@seligson.fi

* <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-500>

ODOTUKSET

— JA —

TODELLISUUS

Pientä alamäkeä...
osakkeita myyntiin?

Miksi?

Eiks korkomuutokset
vaikuta nyt riskipreemioihin?

Häh? Siis
minkä firman?

Myisitkö sen
takia, jos omistaisit
koko firman?

Noo... vaikka
Vehje Oy:n.

En! Ne kyllä
pärsjää.

Miksi sitten myisit
osakkeita? Nehän on
osuuksia yhtiöistä.

No kun korot...
kato... ja siis
markkinat...
oho...

Markkinoita heiluttaa
odotukset. Hyvät
firmat porskuttaa.

NYT ON TOSI ISO!!!

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 arvopapervälittäjistä.

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

www.seligson.fi