

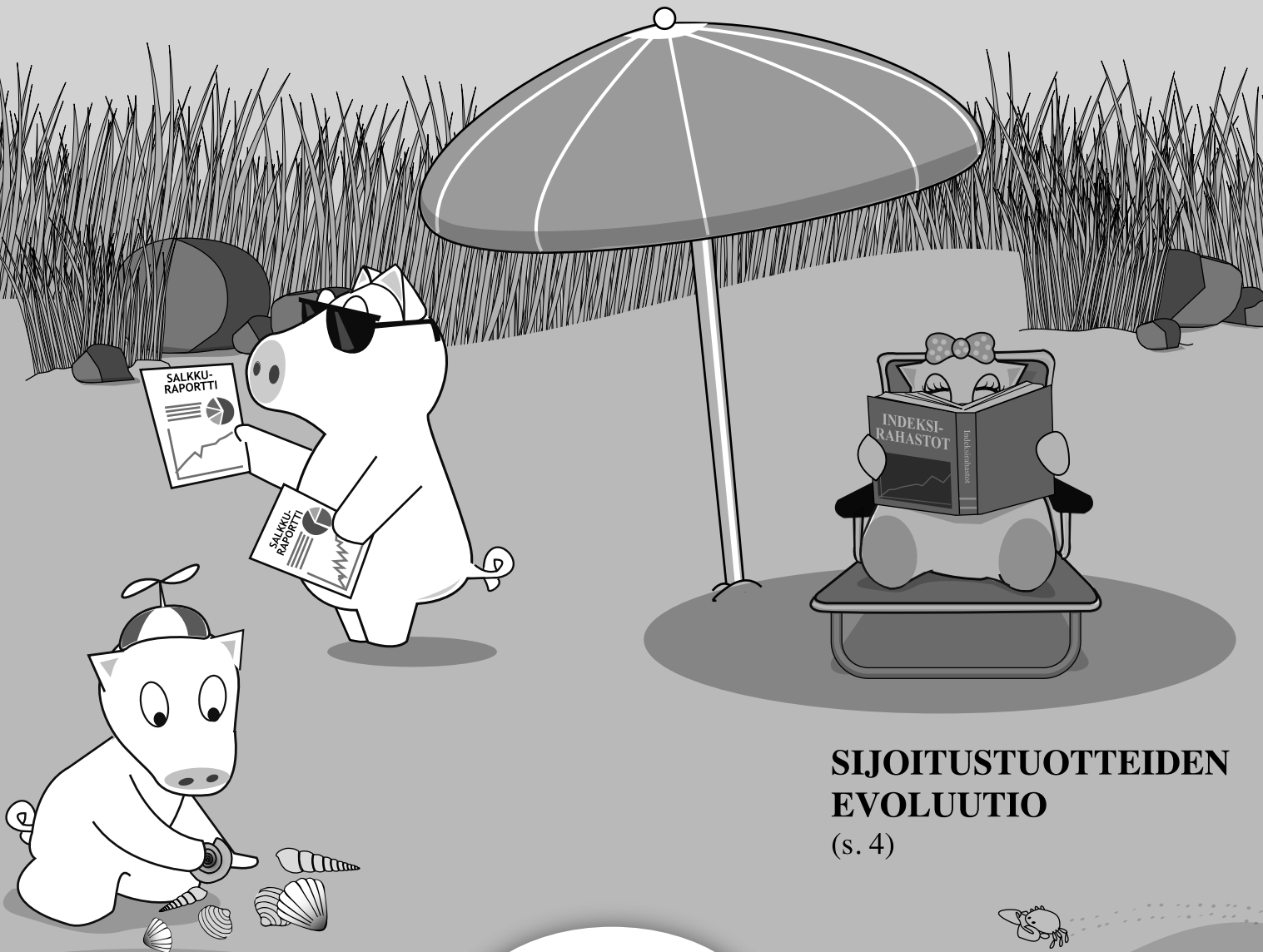
**AUTOTEHTAITA  
ERIKOISTARJOUKSESSA**  
(s. 12)

**PHOEBUS MYÖTÄ- JA  
VASTAMARKKINASSA**  
(s.14)

**LÅGA RÄNTOR  
ÄVEN FRAMÖVER?**  
(s. 29)

# SELIGSON & CO

## NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 2 / 2017



**SIJOITUSTUOTTEIDEN  
EVOLUUTIO**  
(s. 4)

**SELIGSON  
& CO**

*Yksinkertainen on tehokasta.*

## SISÄLLYS

### ARTIKKELIT (YMS.)

TALOUSLUKUJEN EPÄTAHTI	3
SIJOITUSTUOTTEIDEN EVOLUUTIO	4
LÅNGA RÄNTOR ÄVEN FRAMÖVER?	29
POLITIIKKA JA SIJOITTAMINEN (SARJAKUVA)	31

### AKTIIVISET RAHASTOT

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

### KORKORAHASTOT

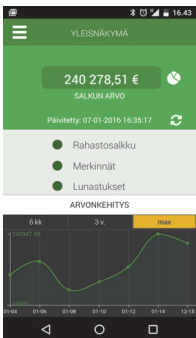
Rahamarkkinarahasto AAA	21
Euro-obligaatio	21
Euro Corporate Bond	22

### PASSIIVISET OSAKERAHASTOT

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

### VÄLITYSRAHASTOT

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



### JOKO SINULLA ON TASKUSALKKU?

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

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

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

### KATSAUKSET NOPEAMMIN SÄHKÖISESTI!

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

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

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

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

Suosittellemme huolellista perehtymistä rahastoesitteisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

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

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

Seligson & Co Oyj vastaa varainhoidosta ja rahastojen välityspalveluista.

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

### Rapportering på svenska

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

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

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

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro  
Piirroket: Jan Fagnäs

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



Yksinkertainen on tehokasta!

Kesän alussa on taas herättänyt hämmästyystä se, että pörssi ja kansantalous näyttäisivät keikkuvan epätahtiin kuin mökkiläisten jenka juhannustansseissa.

Suomen valtiontaloudella meni finanssikriisin jälkeen vuosikautia varsin huonosti, mutta pörssi porskutti. Silloin kyseltiin usein, miksi suomalaiset osakkeet olivat niin pitkään hyvässä nousussa, vaikka kansantalous takkuili pahasti.

Kysymys epätahdista on noussut esiin taas, kun suomalaiset osakkeet ovat kesäkuun lopulla selvästi laskeutuneet, vaikka kansantalouden uutiset ovat vihdoin viimein kääntyneet optimistisemmiksi.

Mahdollisia selityksiä on monia, mutta aloitetaan siitä mistä ainakaan *ei ole* kyse. Suomessahan nähtiin kesäkuun alussa merkillinen mini-hallituskriisi, mutta sillä ei kyllä ollut havaittavaa vaikutusta osakekursseihin.

Markkinat toki laskivat maanantaina kun pääministerin u-käännös ja muut tapahtumat olivat kuumimmillaan, ja nousivat taas tiistaina ja keskiviikkona, kun oli löydetty uusi vaihtoehto. Kurssit käyttäytyivät kuitenkin samoin lähes kaikkialla Euroopassa, enkä mitenkään usko, että koko mantereen treiding-päätteiden äärellä olisi herkeämättä jännitetty poliittisen trillerimme vaiheita sormet osto- ja myyntinäppäimillä.

Sitä paitsi tuoreessa muistissa on vielä Iso-Britannian brexit-äänestys viime kesältä. Markkinoilla jaksettiin murehtia sen vaikutuksia vain pari päivää ja sitten oli taas takaisin entisillä kurssitasoilla.

## Entäs oikeat syyt?

Yksi taustatekijä kotimaamme kansantalouden ja pörssin kehityskulkujen eroavaisuudelle takavuosina on varmaankin se, että monelle pörssin suurista yrityksistä markkinat ovat pääosin ulkomailla ja kysyntä maailmalla ohjaa kurseja. Suomeen niitä yhdistää lähinnä historia, pääkonttori ja yksi osakkeen listauspaikoista.

Kesäkuun notkahdus saattaa liittyä korkoihin. Moni olettaa niiden pikku hiljaa nousevan edes jonkun verran. Nousevat korot ehkä vaimentavat velkavetoista kysyntää ja tekevät lainasijoituksista taas suhteellisesti ottaen edes hieman houkuttelevampia.

Ennusteissa on tosin vähintäänkin vivahde-eroja ja nouseviin korkoihin voi suhtautua myös positiivisesti. Jos lukee sekä Phoenix-rahaston katsauksen (s. 11) että ruotsinkielisen kolumnimme (s. 28-29) saa molemmat näkökulmat.

Vieraileva kolumnistimme ekonomisti Roger Wessman arvioi, että sijoittajien olisi hyvä ainakin varautua siihen, että korot saattavat pysyä hyvin alhaisina vielä pitkään. Tästä voi seurata totuttuja alempia tuottotasoja muissakin sijoituksissa.

Miten sitten varautua? Voi olla syytä säästää jonkin verran enemmän kuin historiallisten tuottolukemien perusteella voisi laskea, ainakin jos sijoittaa selkeitä tavoitteita varten. Myös säätiöiden ja eläkekassojen on

hyvä jo nyt käydä suunnitelmissaan läpi, mitä tehdä, jos tulevat tuotot ovat pitkään menneitä matalampia. Vara on viisautta.

Varautumalla voinee samalla pienentää riskiä siitä, että tuottojen jäädessä alhaisemmiksi ryhtyisi jatkuvasti vaihtamaan joko sijoituskohteita tai varainhoitajia. Myös houkutus etsiä pelastusta epälikvideistä "vaihtoehtoisista" sijoituksista saattaa kasvaa. Jos niihin tuntee vetoa, kannattaa vastalääkkeeksi lukea seuraavilta sivuilta Jarkko Niemen artikkeli sijoitustuotteiden evoluutiosta maailman muuttuessa.

## Hyviä vaihtoehtoja

Aina on hyvä pitää mielessä, että markkinoilla on jopa tapana yllättää ennustajat. Markkinaliikkeiden selityksiin tai tulevien käännteiden arvailuun ei useimpien meistä kannattane käyttää kovin paljon aikaa. Eihän ole olemassa todistusaineistoa siitä, että erilaisia skenaarioita rakentelemalla ja niiden mukaan salkkuaan muuntelemalla pääsisi parempaan tuottoon; ennemminkin päinvastoin, koska kaupankäynti lisääntyy.

Meille Seligson & Co:lla seuraa muuten tästä hauska paradoksi. Pyrimme näissä katsauksissa usein läpivalaisemaan sijoitusmaailman muoti-ilmiöitä ja vähän varoittelemaankin uutisvirran pyörteissä houkuttelevilta tuntuvien ja tietenkin taitavasti markkinoitujen sijoitusajatusten mahdollisista miinuspuolista.

Samalla yleensä muistutamme, että käytettävissä olevan tutkimustiedon perusteella hyvin hajautettu, kustannustehokas, pitkäjänteinen ja passiivinen sijoitus-salkku on todennäköisesti useimmille sijoittajille aivan erinomainen vaihtoehto.

Jos on hyvin sisäistänyt rationaalisen sijoittamisen perusteet - joko näiden katsausten avulla tai muuten - ei muistuttelujamme tarvitse. Siinä tapauksessa voi jättää katsaukset lukematta ja antaa sijoitustensa enimmäkseen vain olla.

Toisaalta... ehkä kyseessä ei olekaan paradoksi, vaan konsulttikielellä sanottuna *win-win* -tilanne? Asiakkaillamme, jotka jättävät katsaukset lukematta, lienee salkku jo niiden viestin mukaisessa asennossa. Katsausten lukijoilta taas saamme sekä hyviä kysymyksiä että arvokasta palautetta ajattelumme ja palvelujemme parantamiseksi!

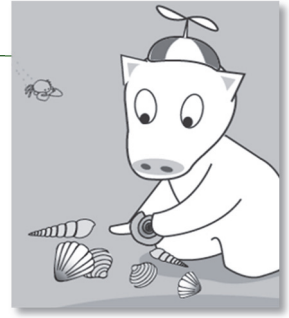
Olisiko näin mukavasti? Ehkä jonkun fiksun konsultin pitäisi tehdä tästä sellainen riippumaton analyysi.



Ari Kaaro  
ari.kaaro@seligson.fi



# SIJOITUSTUOTTEIDEN EVOLUUTIO



Seligson & Co:n varainhoidossa lähdemme siitä, että järjevä sijoittaminen on pitkäjänteistä. Vain siten saadaan kiinni aidosta tuotosta. Siis sellaisesta, joka tulee yritysten kannattavasta kasvusta, lainojen korkotuotoista, metsän kasvusta, jne. - eli ei pelkästä spekulatiivisesta hintojen heilumisesta.

Tämä on kuitenkin monista tylsää, sekä sijoittajista että sijoitustuotteiden kehittäjistä, ja siksi kukin aika-kausi tuottaa omia muoti-ilmiöitään. Niiden suosio - sekä yksittäisinä sijoitustuotteina että kokonaisina tuotekategorioina - usein hiipuu olosuhteiden muut- tuessa. Jonkinlainen luonnonvalinta tuntuisi toimivan myös sijoitusmarkkinoiden sisällä.

## Lyhyt ikä ominaisuutena

Törmäsin hyvään esimerkkiin, kun olin etsimässä kymmenen vuoden takaisia rahastoluokkien riskiluku- ja. Silmiini osuivat Rahastoraportin 5/2007 taulukko hedge- ja vipurahastoista: 28 eri rahastoa, joista vain kaksi oli yli 10 vuotta vanhoja. Hauska sattuma on, että nyt kymmenen vuotta myöhemmin niistä 28:sta on puolestaan jäljellä enää kaksi kappaletta, mutta en varsinaisesti yllätynyt.

Sanotaan tämä nyt kauniisti: hedgerahastojen ominai- suuksiin on aina kuulunut lyhyt keski-ikä. Niiden ole- massaolon oikeutus perustuu nimenomaisesti lupauk- seen kyvystä saavuttaa positiivinen tuotto kaikissa markkinaolosuhteissa. Tämän vuoksi huonoa tuotto- historiaa ei voi selitellä esim. yleisellä markkinakehi- tyksellä, kuten tavallisissa aktiivisissa rahastoissa.

Huonosti menneitä hedgerahastoja on vaikea markki- noida, vaikka ne kuinka tarjoaisivat hajautushyötyjä eli muiden arvopaperimarkkinoiden kanssa ei-korreloivaa kehitystä. Epäonnistumiset onkin ollut tapana haudata melko ripeästi esimerkiksi lopetta- malla negatiivisia lukuja näyttänyt rahasto ja ehkä tovin päästä perustamalla uusi tavalla tai toisella muunneltu versio.

Tällainen ”evoluutio” johtaa siihen, että jäljelle jäävät parhaat rahastot ja pahan pohjimmaisten heikko tuottohistoria häviää tilastoista. Syntyy *henkiinjää-*

*misharhaksi* kutsuttu ilmiö: tilastoissa on mukana vain onnistumiset eli ne näyttävät paremmilta kuin oikeasti ovat. Aiempia yksilöitä ei enää muista muut kuin van- hoja tilastoja kaivelevat data- arkeologit.

Alla olevan taulukon vertailussakin tilastoista hävin- neet rahastot muodostavat melkoisen historiallisen taakan. Sen perusteella voi melko huoletta väittää, että taulukon luvut olisivat pidemmällä vertailuperiodilla ja kuolleet rahastot huomioden vieläkin karumpaa luet- tavaa.

Kannustinta kokeiluihin on. Hedgerahastot ovat nimit- täin olleet toimialan näkökulmasta kannattavin rahas- toluokka - eli sijoittajilleen kuluiltaan kallein.

## Kehitys kehittyy

Vuoden 2009 alussa Rahastoraporttiin ilmestyi uusi rahastoluokka nimeltään ”vaihtoehtoiset sijoitukset”, johon myös hedgerahastot ovat siitä lähtien kuuluneet. Aloituksessa oli mukana 26 hedgerahastoa ja kahdek- san ”muuta”, lähinnä raaka-ainerahastoa.

Toukokuun 2017 raportissa on jo perin toisenlainen tilanne: hedgeluokasta löytyy seitsemän rahastoa ja muita vaihtoehtoisia on peräti 16 kappaletta. Yli puolet niistä on alle kolme vuotta vanhoja.

Hedgerahastoissa hoidetun varallisuuden määrä on las- kenut kymmenessä vuodessa n. 2,4 miljardista alle 900 miljoonaan euroon, mutta uusien vaihtoehtoisten vo- lyyymi on noussut yli 2 mrd euroon. Tilastot eivät kerro ovatko näiden rahastojen sijoittajat siirtyneet hedge- puolelta vai onko kyseessä pääosin uudet sijoittajat.

Selvää ainakin on, että rahavirtoja liikuttavat aikakau- siin sidotut ilmiöt. Joidenkin hedgerahastojen hurjat tuotot markkinoiden laskiessa ja ehkä jopa tähtisal- kunhoitajien uskomattomat ansiot loivat aikanaan alal- le mystiikkaa, jota markkinointikoneistot hyödynsivät. Sijoittajat halusivat mukaan moiseen menestykseen.

Toisin on nyt pitkässä osakemarkkinoiden noususuh- danteessa, matalien korkojen maailmassa sekä passiivisen sijoittamisen suosion kasvun lisätessä sijoitta- jien kustannustietoisuutta.

	Tuotto 3 v. p.a.	Tuotto 12 kk p.a.	Volatili- teetti 12 kk
<b>Hedget</b> (7 kpl / 3 v; 7 kpl / 12 kk)	2,2 %	4,6 %	6,9 %
<b>Eurooppa-osakerahastot</b> (40 / 3 v; 46 12 kk)	8,2 %	15,5 %	15,8 %
<b>Rahamarkkinarahastot €</b> (7 / 3 v; 7 / 12 kk)	0,1 %	-0,1 %	0,0 %
<b>Riskineutraali salkku:</b> Eurooppa + rahamarkkina	3,6 %	6,8 %	6,9 %
<b>Tuottoneutraali salkku:</b> Eurooppa + rahamarkkina	2,2 %	4,6 %	3v: 4,2 % 1v: 4,7 %

### Yksinkertainen on tehokasta.

Taulukossa on simuloitu hedgerahastojen ominaisuuksia eurooppalaisten osakkeiden ja rahamarkkinasijoitusten avulla käyttämällä Rahastoraportin 5 / 2017 rahastoluok- kien keskimääräisiä tuotto- ja volatiliteettilukuja.

*Riskineutraali salkku* on muodostettu painoilla, joilla yhdistelmä eurooppalaiset osak- keet + rahamarkkinasijoitukset vastaavat hedgerahastojen volatiliteettiä.

*Tuottoneutraali salkku* muodostetaan vastaavasti yhdistelmänä keskimääräistä Eu- rooppa-osakerahastoa ja rahamarkkinarahastoa, siten, että tuotto on identtinen hedgerahastojen keskiarvotuoton kanssa.

Riskineutraalin salkun 3 v. tuotto on ollut keskimäärin 1,4 %-yks. korkeampi (p.a.) kuin hedgerahastojen keskimääräinen tuotto. Tuottoneutraali salkku on puolestaan saavuttanut saman tuoton 2,2 %-yks. pienemmällä volatiliteetillä.

Tein saman harjoituksen myös vuoden 2011 luvuilla ja tulokset olivat hedgerahasto- jen kannalta yhtä lohduttomia. Ennustearvoa ei historiallisiin lukuihin perustuvalla simulaatiolla silti ole.

Viime vuosina suuresti suositaan ovat kasvattaneet myös ns. "smart beta" ja erilaiset faktoristrategiat, jotka saattavat osittain houkutella samoja sijoittajia kuin hedgerahastot aikaisemmin. Taustalla on fiksulta ainakin kuulostavia historialliseen simulointiin perustuvia oletuksia. Sijoittamisen kustannukset ovat näissä selvästi hedgetuotteita alhaisemmat, mutta passiivisia rahastoja korkeammat.

### Reaali ja realismi

Vaihtoehtorahastoluokan uudet tulokkaat eivät kuitenkaan löydy tästä ryhmästä (ne ovat osakerahastojen luokassa), vaan ihan muualta: ryhmän 16:sta erikoissijoitusrahastosta peräti 10 on erikoistunut asunto-, kiinteistö- tai metsäsijoituksiin tai yleisemmin "reaaliomaisuuteen", kuten markkinointitermi kuuluu. Loput ovat yhtä lukuun ottamatta raaka-ainerahastoja.

Kaikille näille on yhteistä myös korkeat kustannukset: ryhmän hallinnointipalkkioiden pääomapainotettu keskiarvo on 1,8 %, minkä lisäksi kaksi kolmesta perii tuottosidonnaista palkkiota.

Todennäköinen selitys näiden tuotteiden suosiolle löytyy alhaisista koroista. Nollatuottoa tarjoavien korkosijoitusten tilalle on luotu vaihtoehto, johon sijoittajat ovat tarttuneet hanakasti. Turbona toimiva velkavipu on ollut ennätyksellisen edullista ja kasvukeskusten kallistunut asuntokanta on toistaiseksi pitänyt tuotoista huolen.

Nähtäväksi jää miten velkavivutettu rahastoitu reaaliomaisuus käyttäytyy, kun varsinaisten sijoituskohteiden hintakehitys joskus kääntyy laskusuuntaiseksi. Perinteisesti epälikvideissä omaisuusluokissa yksi seuraus on ollut markkinan jumittuminen enemmän kuin myyntipaniikki, mutta vaarana on että rahastosijoittajat käyttäytyvät toisin kuin suorat omistajat.

### Noteeraamattomuus ja tasaisuus

Uusien vaihtoehtojen kirjo ei lopu vielä tähän. Asunto- ja kiinteistömarkkinan lisäksi isompien salkkujen sijoitusvarallisuutta houkuttelevaan mm. noteeraamattomiin osake- ja korkoinstrumentteihin sijoitaviin rahastoihin. Nämä alan puheenparrella *private equity* (PE) ja *private credit* (PC) -rahastot tarjoavat salkun hajautusta ja ehkä vähän jännitystäkin.

Myyntipuheissa esiintyvät lupaukset varallisuusluokan korreloimattomuudesta noteeratun markkinan kanssa ja alhaisesta riskistä eivät kuitenkaan ole ainakaan akateemisen tutkimuksen mukaan täysin paikkansa pitäviä.\*

Tuottajilleen nämä kohteet ovat houkuttelevia kiinteistömarkkinan tapaan. Kuten niiden noteeraamattomat sijoituskohteet, ovat itse rahastotkin luonteeltaan epälikvidejä ja hinnanmuodostus usein haastavaa.



### Spekulatiivinen vs. aito tuotto.

Hienoinkin palokärkimaalaus tuottaa vain, jos joku haluaa joskus maksaa siitä reaalirahassa enemmän kuin sinä osataessasi. Sen sijaan sijoitus tikkatehtaan osakkeisiin saattaa olla osinkojen kautta napakymppi, vaikka osakkeita ei myisikään. Tikanheitto voi kuitenkin mennä muodista, joten osakesijoituksetkin kannatta hajauttaa.

Käytännössä hinnanmääritys tapahtuu toimialan standardien mukaan harvakseltaan tehtävänä laskuharjoituksena aina siihen asti kunnes sijoituskohteet myydään tai laina erääntyy. Tästä voi seurata, että rahaston arvonkehitys näyttää tasaisemmalta kuin se olisi markkinoilla, jossa käydään päivittäistä kauppaa.

Tuottajan kannalta likviditeetin puute ei välttämättä ole pelkästään pahasta. Jos rahan saaminen ulos lyhyellä aikajänteellä on joko kallista tai toisinaan ehkä mahdotontakin, turvaa epälikvidiys rahastonhoitajan toimeentulon vähän pidemmäksikin ajaksi.

### Laina varjoisalta kujalta

Kasvavan pankkisääntelyn, korkeampien pääomavaatimusten ja alhaisten korkojen maailma on vauhdittanut myös monenkirjavan "varjopankkitoiminnan" kehitystä. Yksityissektorilla tämä näkyy erilaisten vertaislainapalvelujen yleistymisenä.

Tämä liippaa läheltä em. *private credit* -rahastotuotteita. Hajautushyötyjä ei tosin synny, vaan yksittäisen noteeraamattoman lainakohteen valinta jätetään kunkin sijoittajan harteille. Siinä missä PE- ja PC-rahastoja tarjotaan lähinnä institutionaalisille ja ammattisijoittajille, houkuttelevaan näihin kaikkea kansaa.

Hokema sijoittamisen ainoasta ilmaisesta lounaasta, hajautuksesta, pitää kohta 30 vuoden omakohtaisen tarkkailuni perusteella paikkansa. Se on erityisen tärkeää yrityslainoissa tai muissa niiden kaltaisissa sijoituskohteissa. Vaikka sijoitukset tehtäisiin analyyttikoiden läpiseulomiin ja luottokelpoisuusluokiteltuihin (sori sanahirviöstä...) lainoihin, on hajautus perusteltua.



Syy löytyy lainasijoittamisen perusluonteesta. Esimerkiksi vain viiteen suosikkiosakkeeseen keskittävä osakesijoittaja voi saada potistaan vielä kelpo tuoton, vaikka yksi kohteista osoittautuisikin pummiksi. Riittää kun neljän muun tuotto on hyvä ja sijoittaja riittävän kärsivällinen – osakkeethan eivät eräänny, vaan parhaimmassa tapauksessa tuottavat jopa vuosikymmenestä toiseen.

Lainasalkun keskittäjän riski on ratkaisevasti erilainen. Vuotuinen kuponkituotto muodostaa usein koko tulovirran ja yhden luottotapahtuman (eli esim. että lainaa ei makseta täysimääräisenä tai kaikkine korkoineen) vaikutus on salkulle pitkäksi aikaa tuhoisa.

Oletetaan viidellä eri lainalla muodostettu salkku, tasapainoilla (kukin 1/5) ja nyky maailmassa ruhtinaallinen 5 %:n kuponkikorko. Jos siihen osuu sijoitusajan alkuvaiheessa luottotapahtuma, on edes omillaan ehkä vuonna viisi, mutta todennäköisesti vasta tehtyään uusia sijoituksia erääntyneiden lainojen tilalle.

Luottotapahtumat ovat arkipäivää korkeariskisissä lainoissa, siis esim. 5 % kuponkikorkotasolla, ja siksi myös ym. *private credit* -rahastot hakevat hyvää hajautusta. Tottumattomalle suoraan sijoittavalle mönkään mennyt lainasijoitus voi sitä paitsi johtaa ”käärmeenpuremana” tunnettuun käyttäytymismalliin eli siihen, että pelko uusista epäonnistumisista johtaa sijoituksista luopumiseen. Siinä tapauksessa menetykset jäävät lopullisiksi.

### Evoluution valtavirta

Vertaislainasijoittaminen, hedgerahastot ja tavallaan jopa suora lainasijoittaminen ovat sijoitusavaruuden kokonaisuuden näkökulmasta lähestulkoon marginaali-ilmiöitä, siis jos verrataan esimerkiksi suoraan osakesijoittamiseen tai rahastosijoituksiin.

Vaihtoehtojenkin kehitystä on silti mielenkiintoista seurata. Niiden evoluutio kertonee sijoittajien rationaalisuuden ja kustannustietoisuuden kasvusta, mutta myös sijoitusympäristön muutoksista.

Nollakorkojen ja yrityslainoissa alhaisten luottopremioiden hallitsemaa markkinaa voinee verrata ainakin tilapäiseen evoluutiota ohjanneeseen ilmastonmuutokseen. Vallitsevissa oloissa halvasta velkavivusta lisäpotkua saavat ratkaisut ovat samaan aikaan korvanneet joukon tavanomaisia korkosijoituskohteita ja poistaneet monilta hedgerahastoilta niille tyypillisiä ansaintamahdollisuuksia.

Biologiassa on viime vuosina todettu, että evoluutiota voi tapahtua nopeammin kuin on aiemmin kuviteltu. Lajiutumisen maailmanennätyksestä vastaa nykyäsihtyksen mukaan Itämeren vähäsuolaisessa murtovedessä lisääntymään kykenevä uusi kampela, joka ilmeisesti lajiutui vaivaisessa 7 000 vuodessa.

Rahoitussektorillakin tuntuu joskus, että evoluution vauhti vain kiihtyy. Markowitzin modernin portfolio-teorian (1952) ja sitä seuranneen (eriateisen) tehokaiden markkinoiden hypoteesin, systemaattisen ja

epäsysteemaattisen riskin kautta päästiin (Sharpe, Black, Scholes, Fama jne.) 60-luvun lopulla siihen pisteeseen, että hajauttamisen hyöty portfoliosijoittamisessa hyväksyttiin yleisesti.

Sijoitusrahastojen samaan aikaan yleistyessä akateemisen kehityksen siirtyminen käytäntöön johti 70-luvulla ensimmäisten indeksirahastojen syntyyn USA:ssa. Silloin ”markkinoiden keskiarvoon tyytyville sijoittajille” naureskeltiin ja vakuuteltiin, ettei se sovi aitoamerikkalaiseen eetokseen.

Kolmenkymmenvuoden kuluessa passiivinen sijoitus-tyyli on kuitenkin siirtynyt osaksi valtavirtaa, kun on ymmärretty, että ”keskinkertainen” eli markkinatuotto on itse asiassa parempi kuin *sijoittajien* keskimääräinen tuotto. Niin monilta hukkuu niin paljon erilaisiin aktiivisuuden kuluihin: turhaan kaupankäyntiin, väärin valintoihin, muotien seurantaan, jne.

Passiivinen sijoittaminen indeksirahastojen avulla – siis joko ns. tavallisten tai pörssinoteerattujen (etf) – on itse asiassa nykyisin jo niin hallitseva sijoitustapa etenkin ammattisijoittajilla, että innokkaat tuotekehittelijät ovat puolestaan ryhtyneet ”virittelemään” sitä eri tavoin.

Varainhoidossa tehdään nykyisin yhä useammin aktiivista allokointia passiivisilla rahastoilla, siis treidataan kokonaisia markkinoita yksittäisten sijoituskohteiden asemesta. Tästä tuskin seuraa mitään hyvää sijoittajien tuotonmuodostukselle.

Lisäksi uusia indeksirahastoja tehtaillaan räätälöityihin erikoisindekseihin, joiden kohdalla liikutaan vähintäänkin aktiivisen ja passiivisen raja-alueella. Tämäkin on nähdäkseni ennemmin yritystä ujuttaa vanhaa aktiivisuutta vaivihkaa takaisin kuin evoluution seuraavaa voittajavaihetta.

Kaiken kaikkiaan on vaikea nähdä, että nyt markkinoille tulleista vaihtoehtoisista sijoitusratkaisuista olisi samanlaiseen maailmanvalloitukseen kuin passiivisesta sijoittamisesta. Jotkut evoluution kehittämät ominaisuudet, kuten vaikkapa pystyasento, kädet ja isot aivot karvattomalla esiapinalla, ovat niin sopeutuvaisia ja hyödyllisiä, että niitä on vaikea syrjäyttää.

Toisaalta ei kannatta luottaa liikaa ennustuksiin muidenkaan selviytymiskeinojen menestymisen mahdollisuuksista. Eurooppalainen siili on säilynyt miljoonia vuosia muuttumattomana, vaikka sen ykköstemppu ei ole sen kummempi kuin käpertyminen piikkikeräksi vaaran uhatessa – niin, ja lajin nimihän on englanniksi *hedgehog*.

Hyvää kesää,

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

\* Eileen Appelbaum & Rosemary Batt; *Are Lower Private Equity Returns the New Normal*; Center for Economic and Policy Research CEPR (2016)

# VARAINHOITORAHASTO PHAROS

30.6.2017

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille.

## PHAROS JA VERTAILUINDEKSI

24.11.1999 – 30.6.2017



### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	63,2
Vertailuindeksi	Korot: BloombergBarclays EuroGovtAll > 1 Yr (50 %) Osakkeet / maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointipalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,51 %	3,50 %	-0,43 %	4,49 %
Vuoden alusta	2,86 %	3,51 %	1,65 %	4,11 %
1 v	10,72 %	4,09 %	6,68 %	4,88 %
3 v	15,91 %	5,57 %	20,39 %	7,78 %
5 v	39,15 %	5,29 %	52,95 %	6,94 %
10 v	60,65 %	6,95 %	66,93 %	7,79 %
Aloituspäivästä	103,33 %	6,78 %	115,76 %	7,51 %
Aloituspäivästä p.a.	4,11 %		4,46 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

\* Juoksevat kulut 30.6.2017 päättyneelle 12 kk jaksolle. Juokseviin kuluihin on huomioitu rahaston saamat alennukset kohderahastoista. Luku sisältää myös kohderahastojen juoksevat kulut mikäli saatavilla tai muussa tapauksessa kohderahastojen hallinnointi- ja säilytyspalkkiot.

\*\* Pharoksen kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määräajoin uusittavia rahamarkkinasijoituksia. Rahamarkkinasijoitukset huomioiden kiertonopeusluku on 25,69 %.

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,53 %*
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	-16,09 %**
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,22 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,40 %

OSAKESIJOITUKSET	Osuus osakesijoituksista	ALLOKAATIO
S&Co Eurooppa Indeksirahasto	26,2 %	Osakesijoitukset yhteensä 48,3 %
IShares Euro STOXX Mid ETF	5,3 %	
DFA European Small Companies	5,6 %	
S&Co Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	11,7 %	
Nasdaq 100 ETF	7,7 %	
DFA US Small Companies	3,5 %	
S&Co Global Top 25 Brands	5,7 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	3,8 %	
S&Co Phoebus	4,2 %	
S&Co Phoenix	3,9 %	
DFA Emerging Markets Value	7,1 %	Korkosijoitukset yhteensä 51,7 % (duraatio 0,34)
S&Co Aasia Indeksirahasto	5,8 %	
S&Co Tropico LatAm	1,4 %	
IShares FTSE China 50 ETF	2,7 %	
S&P Select Frontier ETF	2,9 %	
Russian Prosperity Fund Luxembourg	2,6 %	
Pitkät korkosijoitukset > 1v	0,77 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	50,91%	

## SALKUNHOITAJALTA

Ilmatieteen laitoksen mukaan huhtikuun puolivälin päivät olivat tänä vuonna kylmimpiä yli 30 vuoteen. Lämpötilat ovat olleet koko maassa noin viisi astetta keskiarvoa kylmempiä. Saa vielä nähdä pitääkö paikansa vanha viisaus, jonka mukaan kylmää kevättä seuraa kuuma kesä.

Ainakin osakemarkkinoilla on kesäkin alkanut viileissä merkeissä. Lähes kaikki Pharoksen sijoituskohteet näyttivät kesäkuussa alaspäin kuin liian kevyesti varustautuneen juhannusjuhlijän suupielet kylmässä tiikusateessa.

Toisen neljänneksen aikana Pharoksen rahasto-osuuden arvo laski -0,5 % (indeksi -0,4 %). Vuoden alusta Pharos on noussut +2,9 % ja indeksi +1,7 %.

## Osakkeista miinusta, korkopuolelta plussaa

Laskua tuli jakson aikana ennen muuta osakemarkkinoilta. Maailmanlaajuinen osakesijoitusten vertailuindeksimme hiipui alkuvuoden nousun jälkeen hieman eli -1,6 %.

Salkkumme suurin osakesijoitus eli Eurooppa Indeksirahasto nousi kuitenkin +2,2 %. Eurooppalaiset osakkeet ovat koko alkuvuoden olleet hyvässä vedossa. Eurooppa Indeksirahastomme on tuottanut +9,7 % ja pienempiin yhtiöihin sijoittava DFA European Small Companies peräti +10,8 %.

Toisen päämarkkinamme ankkurisijoitus eli Pohjois-Amerikka Indeksirahasto oli puolestaan alkuvuonna pakkasella -1,4 %. Teknologiapainotteinen Nasdaq 100 sentään nousi samana aikana +5,5 %.

Eniten miinusta tuli tällä vuosineljänneksellä kehittyviltä markkinoilta. Laajasti hajautettu arvo-osakkeisiin keskittyvä DFA Emerging Markets Value -rahasto laski -4,2 %, kun taas sijoituksemme brasilialainotteiseen Tropic LatAm -rahastoon laski peräti -9 %.

Korkopuolella vertailuindeksimme nousi +0,8 %, kun eurovaltioiden pidemmät korot taas laskivat.

Korkovertailuindeksimme muuten muuttui hieman kesäkuussa. EFFAS Government Bond korkoindexi siirtyi uudelle julkaisijalle ja sai nimekseen Bloomberg Barclays Euro Govt All. Muutos on lähinnä tekninen, vaikkakin mukaan tuli myös pari uutta maata, joiden euromääräisiä lainoja voidaan indeksiin sisällyttää.

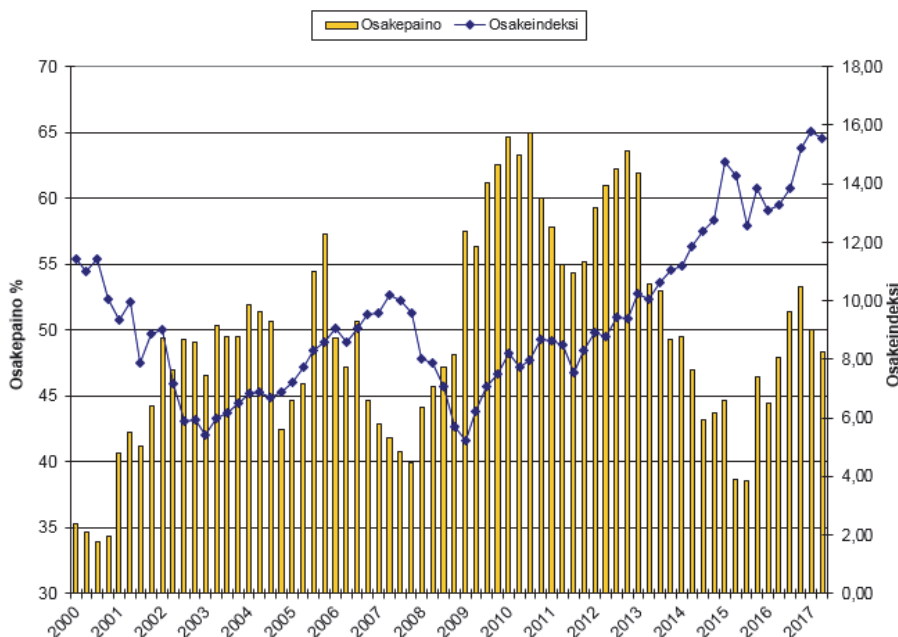
## Kaupaton kesän alku

En ole kuluneen vuosineljänneksen aikana käynyt rahaston omistuksilla mitään muuta kauppaa kuin mitä erääntyvät rahamarkkinasijoituksemme ovat vaatineet.

Pharoksen arvonkehitykseen eniten vaikuttava tekijä on se, kuinka paljon olemme sijoittaneet osakemarkkinoille ja miten paljon korkoihin. Jatkamme toivottavasti lämpenevää kesää kohti aivan pienessä osakkeiden alipainossa (48,3 %).

Korkosijoituksissa jatkamme edelleen pitkäaikaisille omistajille tutuksi tulleella varovaisella linjallamme. Rahasto sijoittaa siis lähinnä vain vähärisiksi suomalaisten pankkien määräaikaisiin talletuksiin.

Pharoksen osakepaino ja osakevertailuindeksin kehitys





Korkopuolen vertailuindeksimme jäljellä olevien laina-aikojen pituutta heijasteleva duraatioluku on noin kuusi ja Pharoksen vastaava luku on alle 0,5. Varovaisuus palkittaneen, kun korot taas aikanaan nousevat. USA:ssa on hienoista nousua jo nähtykin.

Vaikka korkotaso säilyisi pitkään matalanakin, on vaikea nähdä pitkien korkosijoitusten mielekkyyttä. Miksi ottaa korkoherkkyyteen ja pitkään laina-aikaan liittyvää riskiä, jos sille ei saa kohtuullista korvausta?

Salkun osakesijoitusten paino on Euroopan osalta vertailuindeksimme mukainen. Perinteisillä arvostusmittareilla eurooppalaiset osakkeet ovat edelleen hie-man edullisemmin hinnoiteltuja kuin esim. Pohjois-Amerikassa, jonka suhteen salkku on alipainossa.

Suurin ylipainomme on edelleen kehittyvillä markki-noilla. Nämä taloudet näyttävät kasvavan kehitty-neempien talouksien viime vuosien hitaudesta huoli-matta ja kasvava kulutuskysyntä ruokkii kasvua. Raa-ka-aineiden kysyntä maailmassa kasvanee yleisen ta-louskasvun piristytessä ja sekin tulee näkymään mo-nen raaka-aineita vievän maan osakekursseissa.

Toimialoissa jatkamme ylipainoa kulutustavarasekto-riilla. Maailmantalouden vilkastuminen vauhdittaa ku-lutusta ja etenkin vaurastuvat kehittyvien maiden ku-luttajat saattavat jatkossakin kannatella hyvää kysyn-nän tasoa.

#### Kulut ovat aina pois sijoittajan saamasta tuotosta

Pharoksen juoksevat kulut, sisältäen kohderahastojen kulut ja rahaston oman 0,35 % kiinteän hallinnointi-palkkion, olivat päättyneellä 12 kuukauden jaksolla 0,53 %. Käsitykseni mukaan Pharos on edelleen kiin-teiltä kuluiltaan Suomen edullisin kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille sijoittava yhdistelmä-rahasto.

Pharoksen kulutaakkaa alentaa suurien osakesijoitus-ten tekeminen kustannustehokkaisiin indeksirahastoi-hin sekä käteisen ja sitä vastaavien lyhyen koron sijoi-tusten tekeminen suoraan korkomarkkinoille.

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

Pharoksen salkun negatiivinen kiertonopeus (-16,1 %) kertoo, että olen tehnyt vähemmän aktiivisia salkun-hoitotoimia kuin mitä osuudenomistajat ovat tehneet merkintöjä ja lunastuksia. Rahaston salkun vakautta eli rahasto-osuuden arvon heilahtelua kuvaava volatili-teettiluku (4,1 %) on vuoden aikana pysynyt alle vertai-luindeksimme (4,9 %:n).

Pharos sopii mainiosti pitkäaikaisen perussalkun yti-meksi. Jos oma riskinottohalukkuus poikkeaa Pharok-sen linjasta, voi tehdä kuten allekirjoittanut, eli täy-dentää Pharosta muilla sijoituksilla oman aikajänteen ja tavoitteiden mukaan.

Olen itse sijoittanut merkittävän osan arvopaperiomai-suudestani Pharokseen. Uskon, että rahaston maltilli-nen "höttyilemätön" sijoitustyyli ja alhaiset kustan-nukset ovat pysyviä kilpailuvaltteja.

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



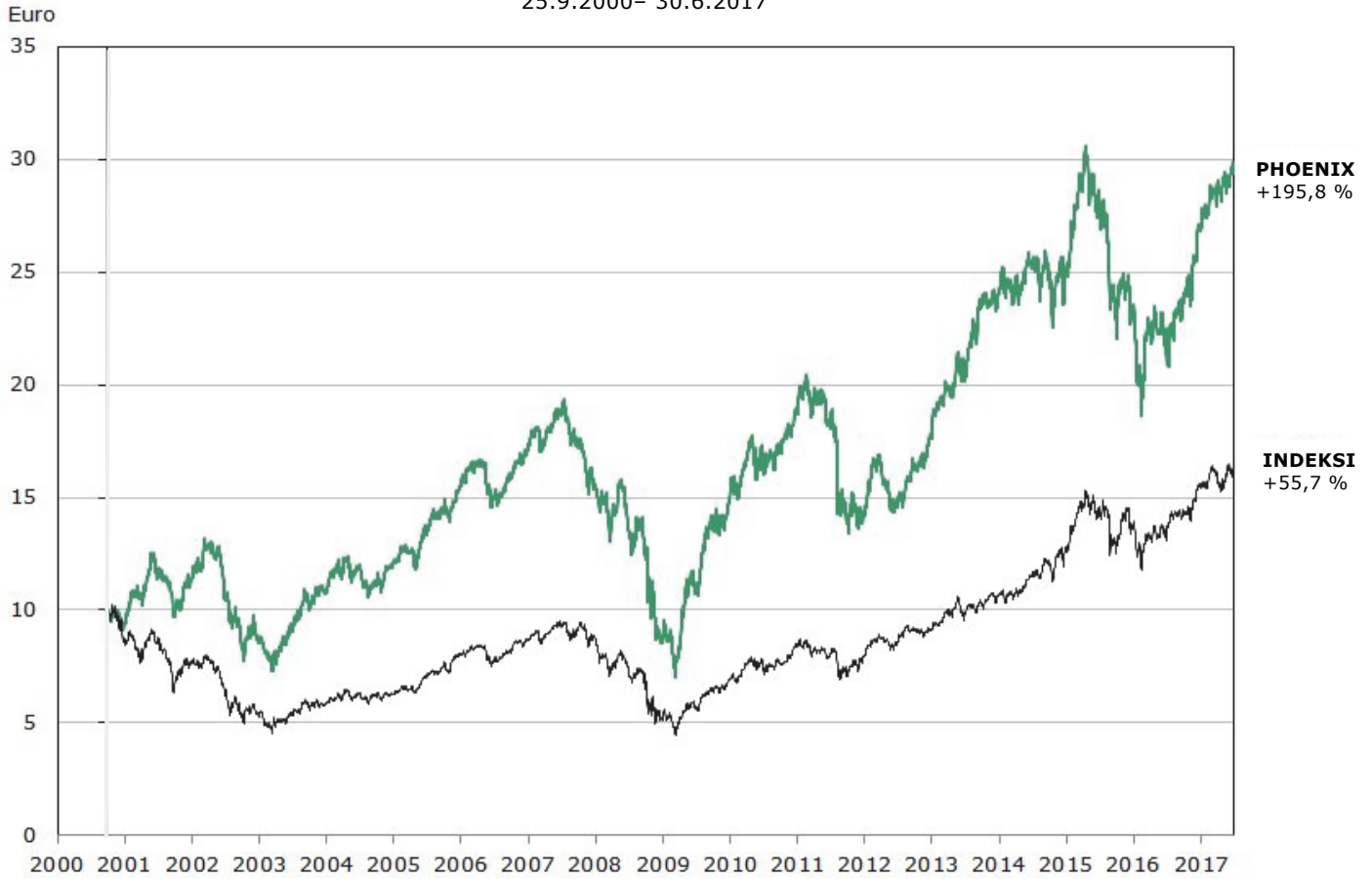
Petri Rutanen, varainhoitajanne  
petri.rutanen@seligson.fi

Pharoksen osakesijoitusten maantieteellinen ja toimialakohtainen prosenttijakauma 30.6.2017						
	Eurooppa	Pohjois-Amerikka	Japani & Oseania	Kehittyvät	Pharos	Indeksi
Kulutustavarat	12	9	2	3	26	22
Terveys	7	5	1	0	13	13
Rahoitus	9	3	2	5	19	22
Teknologia	4	9	1	3	17	17
Teollisuus	14	4	1	6	25	26
<b>Pharos</b>	<b>46</b>	<b>30</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>100</b>	
<i>Indeksi</i>	46	38	7	9		

**PHOENIX**  
**30.6.2017**

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti erikoistilanteisiin.

**PHOENIX JA VERTAILUINDEKSI**  
25.9.2000– 30.6.2017



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	21,7
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointipalkkio	1,09 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	1,14 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,22 %
Salkun kiertonopeus	64,52 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	9,63 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	9,86 %

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,10 %	9,33 %	-0,85 %	19,13 %
Vuoden alusta	10,36 %	10,15 %	0,96 %	15,20 %
1 v	38,55 %	13,35 %	15,05 %	12,99 %
3 v	17,71 %	16,77 %	35,64 %	15,39 %
5 v	100,48 %	15,00 %	81,41 %	13,32 %
10 v	57,77 %	18,99 %	67,01 %	16,78 %
Aloituspäivästä	195,79 %	17,83 %	55,69 %	16,75 %
Aloituspäivästä p.a.	6,68 %		2,67 %	

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Maa

Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	5,3 %
ARCUS	Norja	4,5 %
CITIGROUP INC	Yhdysvallat	4,1 %
KOTIPIZZA GROUP OYJ	Suomi	3,9 %
DEUTSCHE LUFTHANSA-REG	Saksa	3,8 %
PEUGEOT SA	Ranska	3,7 %
COMMERZBANK AG	Saksa	3,4 %
PANASONIC CORP	Japani	3,3 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	3,1 %
SONY CORP	Japani	3,1 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Vuoden toisella neljänneksellä Phoenix-osuuden arvo nousi +2,1 % ja vertailukohtana toimiva Morgan Stanley World -indeksi laski -0,9 %. Vuoden jaksolla rahasto-osuus on noussut +38,6 % ja indeksi +15,1 %. Kolmen vuoden luvut ovat +17,7 % rahastolle ja +35,6 % indeksille.

Kun talouskasvu on parin prosentin luokkaa, korot negatiivisia ja luottamusindeksit huipussaan, niin ei ole ihme, että kurssit huutelevat korkealla. Näin kaunis kuva taloudesta on liian hyvä ollakseen ihan todellinen. Ainakin siihen tuo säröä se, että keskuspankkien johtajat indikoivat kesäleiriltään Portugalista ilmaisen rahan aikakauden alkavan lähennellä loppuaan.\*

Ja ihmekös tuo. Euroopan talous kasvaa vahvemmin kuin moneen vuoteen ja kuluttajien luottamus omaan ja maidensa talouteen on vahva. Jopa Italian jähmettynyt kansantalous vaikuttaisi yltävän yli prosentin kasvuvauhtiin, ensimmäisen kerran tällä vuosituhanella. Myös Kiinan ja USA:n suuret taloudet jatkavat hyvällä tahdilla. Ainoa isompi poikkeus näyttäisi olevan Iso-Britannia, jossa brexit-huuman haittavaikutukset alkavat pikku hiljaa näkyä.

Pitäisikö korkojen noususta sitten olla huolissaan? Matalat korot ovat luoneet mahdollisuuksia ratkoa edellisen noususuhdanteen aikana syntyneitä ongelmia sekä heikkouksia euroalueen rakenteessa. Ne ovat myös tehneet mahdolliseksi taloutta ylläpitävän kulutuskysynnän jatkumisen etenkin Iso-Britanniassa ja Pohjoismaissa. Etelä-Euroopan suuremman säästöasteen kotitalouksille ne ovat toisaalta olleet kova isku.

Hieman korkeampien korkojen pitäisi periaatteessa lujittaa luottamusta Euroopassa ja osaltaan avittaa talouskasvua. Suurien asuntolainojen ja kulutusluottojen maissa - Pohjoismaat, Iso-Britannia, USA - ei vaikutus välttämättä ole positiivinen, mutta lisääntyvä vienti voi hyvinkin kompensoida kulutuskysynnän heikkenemistä.

### Arvo taas arvoonsa?

Pörssien osalta korkojen nousu kiinnittäisi mukavalla tavalla huomiota uusiin asioihin. Sinänsä on mielenkiintoista, että juuri mahdollisen paradigmanmuutoksen alla on julkaistu useampia raportteja siitä, miten arvosijoittaminen ei olekaan enää kannattanut, vaan ainoastaan kasvusijoittaja on pärjännyt viimeisen kymmenen vuoden aikana.

Tämä on tuskin kovin ihmeellinen asia heikon suhdannevaiheen ja laskevien korkojen maailmassa. Tasaisesti kasvava kannattavuus on palkittu arvostustasojen nousulla ja päädytty niihin "kireäksi viritettyihin" lukemiin, joissa kasvuyhtiöiden kohdalla nyt ollaan. Samaan aikaan sijoittajat ovat vältelleet yhtiöitä, jotka eivät ole täyttäneet kasvukriteereitä.

Kehityssuunta kääntynyt, jos korot nousevat. Ja jos aiemmista ennusteryöpyistä voi jotain päätellä, niin oikeasti markkinoilla mennään todennäköisesti ihan eri suuntaan kuin juuri nyt luullaan - arvosijoittamisen uusi aika saattaa juuri olla kynnyksellä.

Osa markkinakehityksestä tulee aina suurten aaltojen etupäässä, mikä on näkynyt mm. Phoenixin viimeisen vuoden suotuisassa kehityksessä. Uskoakseni tämä on vasta alkua strategiaamme suosivalle jaksolle markkinoilla.

Yksi korkeammista koroista hyötyvä sektori on pankkitoiminta. Odotukset vaikeita vuosia seuraavasta paremmasta tulevaisuudesta ovat nostaneet pankkien kurseja viime kuukausina. Etenkin Euroopassa niiden arvostuskertoimet ovat kuitenkin edelleen melko alhaisia sekä suhteessa omiin pääomiin että ennen muuta siihen nähden, mitä piristyneen talouden ja korkeampien korkojen yhdistelmä yleensä saa aikaan niiden tuloksenteeolle.

Korkoherkkyys vaihtelee luonnollisesti paljonkin eri pankkien välillä. Noin yleisesti ottaen on se suurinta keski- ja etelä-Euroopassa, missä pankkien rahoituksesta suurempi osa tulee talletuksista. Saksalainen Commerzbank otti asiakseen muistuttaa markkinoita kevään aikana siitä, että mikäli muu ei muutu, niin prosentti lisää korkotasoon kaksinkertaistaisi pankin tuloksen.

### Phoenixin salkku

Kuluneen kvartaalin aikana myin pois kahden yhtiön osakkeet ja kevensin omistustamme kahdessa muussa. Pois lähtivät tanskalainen Novo Nordisk, jonka kurssi toipui kevään minikriisistä nopeammin kuin olin kuvitellut sekä kotimainen Componenta. Sen kohdalla arvostustasot ovat saneeraustoimenpiteiden jälkeen palanneet mielestäni normaaleiksi, vaikka haasteita riittää varmasti jatkossakin.

Myös Sony ja italialaispankki Unicredit nousivat tavoittekursseihini ja myin kolmanneksen omistuksistamme. Molempien kehitys on ollut parempaa kuin uskalsin toivoa ja siksi päätin pitää osan osakkeistamme, koska uskon hyvän tahdin jatkuvan.

Ostin meille myös kahden uuden yhtiön osakkeita: brasilialaisen lihayhtiö BRF:n ja amerikkalais-hollantilaisen Chicago Bridge and Ironin (CBI). Lisäsin osuuttamme Avon Productsissa ja Gazpromissa sekä käytin merkintäoikeutemme ruotsalaisen Ortivuksen annissa.

CBI:n kohdalla meillä kävi aikamoinen tuuri. Kun amerikkalainen tuomioistuim ilmoitti ottavansa käsittelyyn Toshiba-Westinghousen kahden miljardin dollarin kaupan CBI:tä vastaan, menetti yhtiö hieman yli kuukaudessa yli puolet markkina-arvoistaan. Juuri ennen ju-

\* Talouden tulevaisuus kuuluu asioihin, joista voi olla perustellusti eri mieltä. Ainakin painotuksiltaan toinen näkemys korkotasojen tulevaisuudesta löytyy ruotsinkielisestä kolumnistamme sivuilta 29-30.

hannusta kiusaus kävi jo liian suureksi ja hankin pienen aloitusposition. Melkein heti sen jälkeen Delawaren korkein oikeus hylkäsi oikeusjutun ja kurssi ampaisi pilviin. Se on tosin edelleenkin vain puolet vuodentakaisesta ja neljännes siitä, missä oltiin kolme vuotta sitten.



Jos salkkumme ranskalainen auto-konserni PSA Group nimeäisi itsensä viime vuosien suurkauppojensa mukaan, niin se alkaisi kuulostaa amerikkalaiselta lakitoimistolta: *Peugeot Citroen Opel Vauxhall*. Onneksi liiketoiminnan tunnusluvutkin alkavat lähennellä vastaavaa tasoa.

Katsauksessamme 2 / 2014 kerroin tarkemmin, miksi päätin investoida tähän perinteikkääseen ranskalaiseen autonvalmistajaan. Sen jälkeen yhtiö on edistynyt suunnitelmiansa mukaan eli paremmin kuin mitä odotin ja paljon paremmin kuin markkinoilla on suosituttu uskomaan.

Kesällä 2014 PSA:n osake oli jo tuplaantunut alkuperäisestä ostohinnastamme ja odotin silloin, että vielä toinen tuplaus olisi tulossa. Niin onkin tapahtunut, mutta kannattavuus ja ennen kaikkea kassavirta on kohentunut selvästi paremmin kuin mitä yhtiö edes itse uskoi. Siten suhteellinen arvostustaso on itse asiassa pudonnut alle puoleen.

EV/EBITDA, joka silloisella matalalla kannattavuustasolla oli kolme, on nyt alle yksi. Autoliiketoiminnan EBITDA on noussut noin 100 % eli kahdesta miljardista noin neljään miljardiin euroon (ilman Opel/Vauxhallia). Kassavirta on kehittynyt erityisen suotuisasti ja kassa vahvistunut vielä viidellä miljardilla eurolla. Tällaisista virhearvioista minä pidän!



#### Kolmas malli toden sanoo?

Peugeotin matkan suureksi kansainväliseksi autoyhteydeksi käynnisti "malli 3" vuodelta 1891. Sitä ennen yhtiö oli valmistanut höyrykäyttöisiä kolmipyöräisiä (jep, oikeasti). Malli 3 oli ensimmäinen, joka ylsi sarjavalmistukseen ja jossa oli bensiinimoottori. Sen suunnitteli ja Peugeotille lisensoi saksalainen Daimler. Muutamaa vuotta myöhemmin saksalainen Opel lisensoi ranskalaisen Darracqin moottorin omiin menestysautoihinsa. Nyt yritykset kuuluvat samaan konserniin - ympyrä sulkeutuu, matka jatkuu.

#### Autotehtaita erikoistarjouksessa

Vuonna 2014 saimme autonvalmistuksen osuudeksi konsernin markkina-arvosta noin seitsemän miljardia euroa. Jos nykyisestä 16 miljardin markkina-arvosta lasketaan tasearvoonsa pois pankkitoiminnot, kiinalaiset yhteisyritykset ja muut varallisuuserät (3 mrd) sekä osuus listatusta Faurenciasta (3 mrd) ja kuuden miljardin nettokassa, saadaan autojen arvoksi neljä miljardia.

Erona on kuitenkin se, että nykyisellä autonvalmistuksella (mukaan lukien Opel/Vauxhall, myös velkaantuneisuuden osalta) on 4,3 miljoonan auton vuosituotanto (2,6 milj. 2014), 55 miljardin euron liikevaihto (36 mrd) ja EBITDA 4,8 mrd euroa (2 mrd). Arvostus on siis sanoisinko jopa naurettavan alhainen.

Opel/Vauxhallin osto lupaa synergiaetuja. Yhtiöiden jo olemassa olevan yhteistyön vuoksi ne saataaneen irti normaalia nopeammin: 1,1 miljardia euroa vuoteen 2020 mennessä ja 600 miljoonaa lisää vuoteen 2026. Yhtiö uskoo myös pystyvänsä jo koetelluilla resepteillä pienentämään Opel/Vauxhallin käyttöpääoman tarvetta 1,2 miljardilla eurolla eli lähes koko hankintahinnan verran.

Jos autonvalmistuksessa päästään kuuden miljardin EBITDA-tasolle vuoteen 2020 mennessä ja käyttöpääomatarpeen pienentäminen onnistuu, jatkaa kassa kasvamistaan suurista investointitarpeista huolimatta.

Muita suuria autofirmoja vastaava arvostustaso, joka ei siis Teslaa lukuun ottamatta ole päätähuimaavan korkealla, merkitsisi silloin kurssin kaksinkertaistamista vielä kerran. Siinä tapauksessa PSA:n p/e-luku olisi luokkaa 8-9 ja osinkotuotto 4-5 %. Ei mitään mahdollisuuksia lukuja.

Näistä näkymistä huolimatta myin kolmanneksen PSA-osakkeistamme jo toista vuotta sitten, kun alkuperäinen tavoitekurssini tuli vastaan. Tilalle ostin Groupe FFP:n osaketta. Se on Peugeotin perheen holding-yhtiö, joka on yksi PSA:n pääomistajista ja jonka kautta sai PSA-osuuden ilmaiseksi ja normaalin holding-alennuksen muista laadukkaista omistuksista.

Tämä alennus on tosin jo hieman pienentynyt, kun osake on ostomme jälkeen noussut noin 50 %. FFP:n osake on nyt noin 90 eurossa, vaikka substanssiarvon pitäisi olla 150 euron tienoilla, PSA:n osuuden saa siis vieläkin kaupan päälle. Elämme (yhä edelleen) mielenkiintoisten arvostustasojen maailmassa!

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,

Peter Seligson, salkunhoitaja  
peter.seligson@seligson.fi

Kuva: Wikimedia Commons

## PHOEBUS

30.6.2017

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

### PHOEBUS JA VERTAILUINDEKSI

10.10.2001– 30.6.2017

Euro



#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	48,4
Vertailuindeksi	60 % OMX Helsinki Cap GI, 40 % MSCI AC World NDR (31.12.2014 asti 75 % / 25 %)
Hallinnointipalkkio	0,74 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,74 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,75 %
Salkun kiertonopeus	-7,72 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,26 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	9,34 %

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,77 %	8,49 %	3,11 %	7,62 %
Vuoden alusta	3,46 %	7,73 %	7,83 %	7,04 %
1 v	20,43 %	9,22 %	23,30 %	8,27 %
3 v	36,01 %	12,42 %	43,07 %	12,56 %
5 v	78,43 %	11,17 %	123,74 %	12,28 %
10 v	67,67 %	15,82 %	65,58 %	17,44 %
Aloituspäivästä	437,91 %	14,16 %	318,71 %	16,06 %
Aloituspäivästä p.a.	11,29 %		9,53 %	

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
AIR LIQUIDE SA	Ranska	7,5 %
FORTUM OYJ	Suomi	6,7 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	5,9 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	5,5 %
SANDVIK AB	Ruotsi	5,5 %
TIKKURILA OYJ	Suomi	4,7 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,3 %
KONECRANES OYJ	Suomi	4,2 %
VAISALA OYJ- A SHS	Suomi	4,0 %
ORIOLA OYJ	Suomi	4,0 %

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

## SALKUNHOITAJALTA

Osakemarkkinat pysyivät vahvoina toisellakin neljänneksellä. Vertailuindeksimme nousi +3,1 %, mutta Phoebus-osuuden arvo vain +0,8 %. Tämän vuoden alusta Phoebus on noussut +3,5 % ja indeksi kokonaiset +7,8 %. Rahaston aloituksesta lukien Phoebus on tuottanut +437,9 % ja vertailuindeksimme +318,7 %.

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

Sijoitin toisella neljänneksellä saamamme osingot seitsemään vanhaan yhtiöömme. Ostojen suuruusjärjestyksessä yhtiöt olivat Oriola, Fortum, SHB, Air Liquide, Fastenal, H&M ja L&T. Netto-ostoni olivat 774 t€ ja Phoebus sai neljänneksellä osinkoja 716 t€.

Lisäksi omistajat sijoittivat Phoebukseen miljoonan uutta rahaa, joten kassa kasvoi ostoistani huolimatta reippaasti ja on nyt 5,8 % rahastosta. Se on liikaa, joten tulen hiljalleen jatkamaan osakkeiden ostoa.

### Onko riski kasvanut?

On kulunut 10 vuotta siitä, kun Phoebus kesällä 2007 saavutti korkeimman arvonsa ennen syksyn 2008 finanssikriisiä. Kymmenessä vuodessa rahasto on tuottanut 68 % samalla kun vertailuindeksimme on tuottanut 66 %. Hienoinen ylituotto on syntynyt selvästi markkinoita pienemmällä riskillä, joten tulokseen voi olla siinä mielessä tyytyväinen.

Viimeisen yhden, kolmen ja varsinkin viiden vuoden tuotto on kuitenkin jäänyt reippaasti markkinatuotosta. Vielä pahemmalta näyttää se, että samaan aikaan rahaston riski (volatiliteetilla mitattuna) on kasvanut markkinariskiä suuremmaksi. Onko Phoebus nykyään siis jotenkin huonompi kuin 10 vuotta sitten?

Kerroin katsauksessa 2/2007, että Phoebuksen riski on jonkin verran markkinoita pienempi (mikä silloin näkyi myös volatiliteetissa). Rahastolla oli tuolloin historiaa 69 kuukautta ja markkinat olivat laskeneet niistä 23 kuukautena. Näistä 19 oli sellaisia, jolloin Phoebus ylitti indeksituoton. Sen sijaan 46 nousukuukautena Phoebus löi indeksin vain 22 kertaa.

Tämä on ymmärrettävää, koska Phoebus pyrkii ostamaan alansa johtavia yhtiöitä, joilla on hyvä kannattavuus ja vahva tase. Hyvä kannattavuus tarkoittaa, että yhtiöidemme liiketoimintariski on keskimääräistä pienempi - ne tekevät tulosta huonompinakin aikoina.

Niiden rahoitusriski on yleensä myös keskimääräistä pienempi vahvojen taseiden ansiosta. Tällaisten yhtiöiden voi odottaa kehittyvän pörssiä hieman tasaisemmin ja pärjäävän indeksiin verrattuna erityisen hyvin juuri huonoina aikoina.

Kymmenessä vuodessa olemme saaneet 120 kk lisää vertailuaineistoa. Tilanne on säilynyt samankaltaisena.

Markkinat ovat tänä aikana laskeneet 46 kuukautena, joista 33:n aikana Phoebus on lyönyt markkinatuoton. Loput 74 kk markkinat ovat nousseet ja Phoebus on jäänyt markkinoille näistä 51 kuukautena. Lopputulos oli kuitenkin siis se, että Phoebus tuotti koko kymmenen vuoden jaksolla hieman markkinoita paremmin.

Todettakoon vielä, että myös viimeisen kolmen vuoden aikana tilanne on ollut sama. Markkinat laskivat kuukausitasolla 13 kertaa ja niistä 12 Phoebus tuotti markkinoita paremmin. Markkinoiden mukainen tai viimeksi kuluneen vuoden aikana jopa korkeampi volatiliteetti ei siis kuvasta suurempaa riskiä ainakaan jakson aikana toteutuneilla laskumarkkinoilla. Pikemminkin voisi ajatella, että markkinoiden harvinaisen alhainen volatiliteetti viime vuosien aikana vääristää vertailua.

### Liiketoiminta ratkaisee

Rahaston muutoksen vähäisyys näkyy myös, kun tarkastelemme rahaston salkkua 10 vuotta sitten. Yhtiöitä oli silloin 20 (9 suomalaista ja 11 ulkomaista) ja niistä 12 on mukana edelleen. Nyt salkussamme on 24:n yhtiön osakkeita ja niistä 9 suomalaista ja 15 ulkomaista. Uudet yhtiömme ovat vanhojen tapaan melko tasaisen kannattavia ja vakavaraisia.

Talousmediassa puhutaan paljon osakkeiden kurssikehityksestä ja yhtiöiden tuloksen kehityksestä neljännesvuosittain tai muilla lyhyillä jaksoilla. Itse pyrin seuraamaan yhtiöidemme liiketoiminnan kehitystä noin kolmen vuoden sykleissä, keskittyen erityisesti niiden strategiassa, kilpailukyvyssä ja johdossa tapahtuviin muutoksiin. Näin siksi, että osakekurssien lyhyen aikavälin heilunnasta hyvin suuri osa on satunnaisista eikä tulospudotus suinkaan aina tarkoita, että yhtiön kilpailukyky olisi heikentynyt.

Siksi käyn myös katsauksissa yhtiöitämme läpi noin kolmen vuoden välein ja esittelen kaksi firmaa per katsaus. Lyhemmillä jaksoilla ei yleensä yksinkertaisesti tapahdu niin dramaattisia muutoksia, että olisi jatkuvasti uutta kerrottavaa. Lisäksi monien muutosten, kuten vaikkapa yritysjohton vaihtumisen, analysointi vaatii vähintään muutaman vuoden aikaperspektiiviä.

Vaikka Phoebuksen absoluuttinen tuotto on viime vuosina ollut hyvä, en ole tyytyväinen rahaston suhteelliseen tuottoon. Osin kyse on vain siitä, että jotkut isot yhtiöt joita emme omista (kuten Nokia) ovat nousseet Phoebusta enemmän. Olen kuitenkin tehnyt myös virheitä; erityisesti Tulikivi ja Stockmann olivat liiketoiminnallisesti huonompia kuin luulin. Tosin 30 vuotta osakemarkkinoilla on opettanut, että virheitä sattuu aina eikä niitä pidä pelätä, vaan hallinnoida virheriskiä salkun riittävällä hajautuksella.

Pääosin olenkin hyvin tyytyväinen yhtiöidemme liiketoiminnan kehitykseen - ja se on kaikkein tärkeintä! Vaikka osakekurssien heilunta on lyhyellä aikavälillä satunnaista, seuraa kurssi pitkällä aikavälillä yhtiön liiketoiminnan kehitystä, ennemmin tai myöhemmin. Käsitykseni mukaan salkussamme olevien yhtiöiden liiketoiminta on poikkeuksellisen laadukasta.



Riku Kytömäki oli juuri aloittanut komposiittiprofiiliyhtiömme Exel Compositesin toimitusjohtajana, kun esittelin yhtiön viimeksi reilut kolme vuotta sitten, katsauksessa 1/2014. Totesin silloin, että voimme ehkä alkaa arvioida hänen saavutuksiaan noin kolmen vuoden päästä. Hetki alkaa olla käsillä.

Vuodesta 2013 Exelin liikevaihto on kasvanut vain 5 % ja oikaistu liiketulos on puolittunut. Osake on osinkoineen tuottanut vain 18 %, samalla kun Phoebus on tuottanut 45 % ja vertailuindeksimme on tuottanut 52 %. Onko Kytömäki siis epäonnistunut?

Ei minusta. Ennakoin viimeksi, että hän lienee enemmän suuryhtiömies kuin yrittäjä ja tulee siksi luomaan Exelille hieman raskaamman organisaation ja ehkä keskittymään entistä enemmän yritysostoihin.

Tulospudotus selittyikin enimmäkseen sillä, että yhtiön kiinteitä kuluja on kasvatettu melko paljon. Toisaalta, kun se ei merkittävästi auttanutkaan myynnin lisäämisessä, on Kytömäki viime vuodesta alkaen trimmannut organisaatiota paremmin nykyvolyymeihin sopivaksi, mikä on mielestäni järkevää.

Myös yritysostojen osalta arvaukseni oli oikea: Exel osti keväällä kiinalaisen yhtiön. Yrityskauppoja on vaikea arvioida, mutta tämä näyttää minusta lupaavalta.

Ostetun yhtiön tulosmarginaali on erinomainen 20 %. Hinta (8,8 m€), noin 7x liiketulos, ei vaikuta liian suurelta. Kun otamme huomioon, että Exelin suunnittelemaa 4,5 m€ investointia Kiinan vanhan tehtaan laajentamiseen ei nyt tarvita, tuntuu kauppa järkevältä. Se myös mahdollistaa Australian kannattamattoman tehtaan sulkemisen.

No, Kiina on kaukana ja kulttuuri on erilainen, joten yritysostoa ei ehkä pidä kehua liikaa ennen kuin olemme nähneet, miten ostettu firma pärjää Exelin omistuksessa ja länsimaisin kirjanpitokäytännöin. Lukujen valossa osto tuntuu minusta silti erittäin järkevältä.

Kerroin viimeksi, että Exelin osakkeen tuotto oli ollut huono, mutta olin optimistinen. Kerron saman taas. Jonkun mielestä olen ehkä ylioptimistinen tai naiivi.

Nähdäkseni Exelin kustannustehokkuus tulee kuitenkin tänä vuonna olemaan parempi kuin pariin vuoteen. Oikaistu liiketulos on itse asiassa parantunut jo kolmen vuosineljänneksen ajan. Kiinasta ostetun yhtiön tulos myös auttaa, viimeistään ensi vuodesta lähtien.

Olen usein todennut, että ulkopuolelta tulleella toimitusjohtajalla kestää helposti 2-3 vuotta päästä vauhtiin. Kytömäki on nyt pääsemässä vauhtiin ja toivon, että voin Exeliä seuraavan kerran esitellessäni sanoa, että se vihdoin on ollut meille hyvä sijoitus.



Esittelin viimeksi ranskalaisen teollisuuskaasuyhtiömme Air Liquidien kolme ja puoli vuotta sitten katsauksessa 4/2013. Kehuin silloin toimialan ja yhtiön tasaista kehitystä ja kerroin odottavani sijoitukseltamme jatkossakin tasaista tuottoa.

Toteuma oli toinen. Vuoden 2015 lopussa Air Liquide kertoi ostavansa amerikkalaisen sylinterikaasuja tuottavan Airgasin 12,5 miljardilla eurolla. Kauppa oli Air Liquidien historian suurin ja hinta erittäin kova - kokonaiset 21,7x Airgasin liiketulos ja 50 % preemio Airgasin osakekurssiin ennen yrityskauppaa.

Kaupalla oli kaksi välitöntä seurausta. Air Liquidien osakekurssi laski parissa viikossa -16 % ja yhtiön nettovelka kasvoi yli 8 miljardilla eurolla, vaikka Airgasin hankinta rahoitettiin osittain 3,3 miljardin euron osakeannilla. Osakemarkkinat eivät arvostaneet kallista yrityskauppaa ja ymmärrän sen hyvin.

Tästä johtuen Air Liquide on viime esittelyni jälkeen ollut huono sijoitus. Osake on toki tuottanut osinkoineen 31 %, mutta Phoebus on samaan aikaan tuottanut 43 % ja vertailuindeksimme 55 %.

Tulevaisuus voi olla valoisampi. Air Liquide laskee saavansa Airgasista 300 miljoonan dollarin synergiahyödyt, mikä laskisi kaupan arvostuskertoimen hieman alle 15x liiketuloksen ja vastaisi Air Liquidien perinteistä hinnoittelua osakemarkkinoilla. Tähän toki sisältyy 100 miljoonan edestä "kasvusynergioita", joilla ei ole tapana toteutua. Kustannushyödyt sen sijaan tulimme näkemään 2017-2018 ja niiden pitäisi tarkoittaa, että Air Liquidien tuloskasvu on lähivuodet vakuuttavaa.

Hyvä uutinen oli myös, että Air Liquidien pääkilpailijat, amerikkalainen Praxair ja saksalainen Linde päättivät äsken yhdistyä. Ne lienevät siksi liiketoiminnallisesti aika sekaisin seuraavat pari vuotta, minkä pitäisi olla Air Liquidelle eduksi.

Pidemmällä aikavälillä tämä tarkoittaisi, että teollisuuskaasualalla olisi enää kolme suurta yhtiötä, jotka hallitsisivat kahta kolmasosaa maailman markkinoista: uusi Linde (30 %), Air Liquide (25 %) ja amerikkalainen Air Products (12 %). Vakaa toimiala säilynee entistä vakaampana.

Linden ja Praxairin fuusio voi toki vielä kaatua kilpailuviranomaisiin. Vähintään ne joutunevat myymään 2-3 miljardin euron liikevaihdon edestä toimintojaan, etenkin Etelä-Amerikassa. Sekin voi avata Air Liquidelle mielenkiintoisia mahdollisuuksia.

Vaikka viime vuodet eivät täyttäneetkään odotuksiani, olen siis edelleen optimisti Air Liquidien suhteen. Yhtiö on Phoebuksen selvästi suurin sijoitus 7,5 % painolla, mikä kuvastaa luottamustani toimialaan, yhtiöön ja sen johtoon - yhdestä ehkä hieman liian kalliista yrityskaupasta huolimatta.

## RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

30.6.2017

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

### RUSSIAN PROSPERITY JA VERTAILUINDEKSI

8.3.2000 – 30.6.2017



#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakerahasto (syöttörahasto), Venäjä & IVY
Rahaston koko (milj. euroa)	43,6
Vertailuindeksi	RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)
Hallinnointipalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0-2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	1,61 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	2,81 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	6,94 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,17 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) ei julkaista, koska niitä ei ole saatavilla rahastosta, johon syöttörahastona toimiva Russian Prosperity Fund Euro sijoittaa.	

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-9,67 %	20,19 %	-16,57 %	22,62 %
Vuoden alusta	-6,62 %	19,85 %	-18,13 %	21,87 %
1 v	25,40 %	18,80 %	5,36 %	22,59 %
3 v	7,95 %	28,69 %	-11,61 %	36,21 %
5 v	16,82 %	24,67 %	-16,15 %	31,18 %
10 v	-6,69 %	23,40 %	-37,01 %	34,20 %
Aloituspäivästä	843,25 %	23,44 %	298,41 %	34,51 %
Aloituspäivästä p.a.	13,83 %		8,31 %	

\* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta*
CHERKIZOVO	Venäjä	8,5 %
GAZPROM	Venäjä	8,5 %
SBERBANK	Venäjä	7,3 %
MAGNITOGORSK IRON&STEEL	Venäjä	6,2 %
MAGNIT	Venäjä	6,1 %
TCS GROUP HOLDING	Venäjä	5,2 %
MHP	Ukraina	4,9 %
X5 RETAIL	Venäjä	4,5 %
SURGUTNEFTEGAZ	Venäjä	4,0 %
AEROFLOT	Venäjä	3,3 %

\* Rahasto ei omista osakkeita suoraan, vaan kohderahasto Russian Prosperity Fund Luxembourgin kautta. Osuudet kuvaavat silti rahaston arvon herkkyyttä vaihteluille näiden osakkeiden kurseissa.



Venäjän osakemarkkinaa kuvaava RTS-indeksi laski vuoden toisella neljänneksellä peräti -16,6 % ja Russian Prosperity -rahaston osuuden arvo laski -9,7 %. Vuoden alusta luvut ovat rahasto -6,6 % ja RTS-indeksi -18,1 %.

Öljyn hinta on ollut lievässä laskussa siitä huolimatta, että öljynviejämaiden järjestö OPEC ja Venäjä päättivät jatkaa tuotannon rajoittamista ensi vuoden maaliskuun loppuun asti. Tämä on vaikuttanut negatiivisesti Venäjän osakemarkkinoiden kehitykseen.

Venäjä on kuitenkin muutakin kuin öljyä ja kaasua. Rahaston myönteinen kehitys indeksiin nähden on pitkällä tähtäimellä johtunut etenkin suurten valtion omistamien öljy-yhtiöiden alipainottamisesta sekä kohderahastoamme hoitavan Prosperity Capital Managementin (PCM) onnistuneista osakevalinnoista muilla sektoreilla. Tämän vuoden puolella etenkin sijoitukset lentoyhtiö Aeroflotiin, siipikarjayhtiö Cherkozivoon ja luottokortteihin erikoistuneeseen TCS Groupiin ovat vaikuttaneet rahaston tuottoon positiivisesti.

Aeroflot on näistä ainoana mukana RTS-indeksissä, noin prosentin painolla. Yhtiö on hyvä esimerkki siitä, miten huonosti johdettu neuvostoaikainen konserni on onnistunut muuttumaan toimivaksi ja kannattavaksi. Yhtiö kasvatti matkustajamääräänsä 21 prosentilla viime vuodesta. Samalla sen käyttöaste nousi 83 prosenttiin - lennoilla on siis vain vähän tyhjiä paikkoja.

#### Rahaston salkku

Kohderahastomme salkku on neljänneksen aikana pysynyt lähes muuttumattomana. Uusia yhtiöitä ei ole ostettu ja ainoa myynti oli elektroniikkaketju Mvideo. Lisäksi tehtiin muun muassa kazakstanilaiseen Halyk Savings pankkiin sekä timantinlouhija Alroasaan. Positiivisen kurssikehityksen seurauksena painoja kevennettiin vähittäiskauppaketju X5 Retail Groupissa sekä Aeroflotissa. Rahasto jatkaa edelleen ylipainossa kulutus-tavaroissa, maataloudessa sekä alipainossa öljyssä ja kaasussa ja telekommunikaatiossa.

Toiseksi suurimman sijoituksemme eli Gazpromin jakson aikana ilmoittama osinko oli markkinoille pettymys. Yhtiö ehdotti merkittävästi pienempää osinkoa kuin mitä Venäjän valtio on enemmistöomistamilleen yhtiöille määrännyt. PCM on kuitenkin edelleen optimistinen Gazpromin tulevan kehityksen suhteen.

#### RAHASTON SALKKU 30.3.2017

Toimiala	Rahasto %	RTS-indeksi %
Öljy & Kaasu	19	48
Kulutustavarat	14	8
Muut raaka-aineet	20	13
Rahoitus	15	20
Teollisuus ja muut	9	3
Maatalous	13	2
Energia (sähkö)	9	2
Telekommunikaatio	0	4
Käteinen	1	-

#### Sijoitukset Venäjän lähialueille

Kohderahastomme sijoitukset Venäjän ulkopuolelle ovat pääosin Kazakstanissa ja Ukrainassa. Riskit ovat Venäjää suurempia, mikä käytännössä tarkoittaa salkunhoitajan tehostettua tarkkailua, mm. tiiviimpää yhteistyötä yhtiöiden johdon kanssa.

Ukrainassa yhteistyö siipikarjayhtiö MHP:n kanssa on sujunut PCM:n mukaan mallikkaasti. Yhtiö on noussut maan suurimmaksi kananlihatuottajaksi noin 30 % markkinaosuudella. PCM näkee edelleen hyviä kasvumahdollisuuksia, jos Ukrainan vienti EU:hun kasvaa merkittävästi viime vuonna solmittujen kauppasopimusten voimaantumisen myötä.

Kazakstanilaisen Kazmunaigasın vapaa kassavirta oli viime vuonna noin 360 miljoonaa euroa ja sen käteisvarat nousivat 3,2 miljardiin euroon. Yhtiön noin 4 miljardin euron markkina-arvo on PCM:n mukaan tähän nähden liian alhainen. Riskit liittyvät ainakin parhaillaan meneillään olevaan konsolidaatioprosessiin, jossa nykyinen listattu yhtiö olisi tarkoitus myydä kokonaan Kazakstanin valtion omistuksessa olevalle NC KMG emoyhtiölle.

PCM on muiden Kazmunaigasın vähemmistöomistajien kanssa pitkään taistellut tätä vastaan. Viime vuoden yhtiökokouksessa ehdotus osakkeen takaisinostohinnasta äänestettiin kumoon. Tämän vuoden yhtiökokouksessa ehdotettiin omaa riippumatonta ehdokasta yhtiön hallitukseen, mutta se ei onnistunut. PCM:n mukaan ehdokkaan hylkääminen tapahtui lain vastaisesti ja se on ollut aktiivinen asian viemisessä oikeuden käsittelyyn.

#### Uutta nousua taloudessa?

Venäjän bruttokansantuote supistui viime vuonna -0,2 %, mutta tänä vuonna talouden odotetaan kääntyvän taas nousuun. Talouskasvu näyttää yhä pitkälti nojaavan öljy- ja kaasusektoriin, mutta myös kaivosteollisuus ja vähittäiskauppa ovat lähteneet kasvuun. Vähittäiskauppaa on tukenut palkkojen nousu ja inflaation hidastuminen. Kotitalouksien realitulot ovat kuitenkin edelleen hieman supistuneet.

Venäjän keskuspankki ja talousministeriö odottavat BKT:n kasvavan noin 1-2 % vuosina 2017-20. Ennuste perustuu öljyn vuotuisen keskihintaan 40-50 dollaria tynnyriltä. Kasvava yksityinen kulutus ja investoinnit vauhdittanevat BKT:n kasvua lähivuosina, mutta myös suunnitellut talousuudistukset, esim. eläkeiän nostaminen ja valtionyhtiöiden yksityistäminen, piristäisivät talouden kokonaiskuvaa.

*Prosperity Capital Managementin  
raporttien pohjalta,*



Jonathan Aalto  
jonathan.aalto@seligson.fi

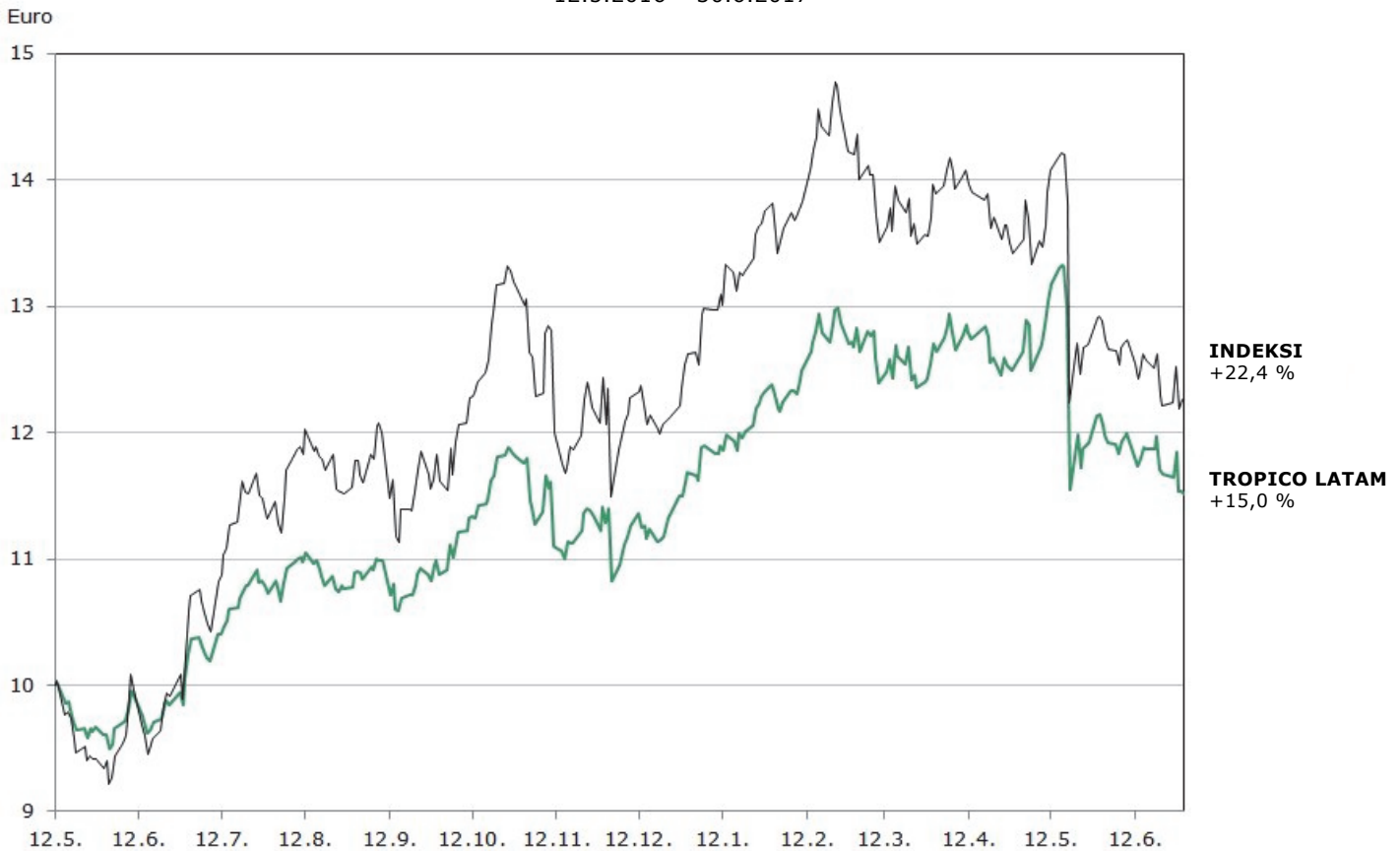
## SELIGSON & CO TROPICO LATAM

30.6.2017

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

### TROPICO LATAM JA VERTAILUINDEKSI

12.5.2016 – 30.6.2017



#### RAHASTON AVAINTIEDOT

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

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-9,0 %	29,5 %	-11,9 %	31,0 %
Vuoden alusta	-1,5 %	22,8 %	-3,0 %	25,6 %
1 v	12,3 %	19,7 %	15,7 %	25,9 %
Aloituspäivästä	15,0 %	19,2 %	22,4 %	25,8 %
Aloituspäivästä p.a.	13,2 %		19,5 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	1,43 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,31 %
Kaupankäyntikulut	0,14 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,87 %
Salkun kiertonopeus	60,57 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	10,11 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,71 %

#### SUURIMMAT OSAKEOMISTUKSET

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

Tropico LatAm -rahastomme osuuden arvo laski vuoden toisen neljänneksen aikana -9,0 %. Rahaston vertailuindeksi laski samana aikana hieman enemmän eli -11,9 %.

Tämän vuoden alusta rahasto on tuottanut -1,5 % ja indeksi -3,0 %. Ensimmäisen kokonaisen katsausvuotensa aikana Tropico LatAm on tuottanut +12,3 % ja indeksi +15,7 %.

Brasilian osakekurssit kääntyivät toukokuussa jyrkään laskuun, kun presidentti Michel Temer joutui poliittisen skandaalin keskelle. Sanomalehti *O Globo* väitti, että Temer olisi antanut hyväksyntänsä maan parlamentin entisen puhemiehen Eduardo Cunhan lahjonnalle.

Brasilian valtakunnan syyttäjä on nostanut korruptiosyytteen Temeriä vastaan, mutta hän joutuu oikeuden eteen vain, jos Brasilian kongressin alahuone hyväksyy syytteet kahden kolmasosan enemmistöllä.

Temer on kiistänyt syytteet, vakuuttanut istuvansa kautensa loppuun sekä vievänsä läpi mittavat menoleikkaukset ja suunnitellut uudistukset taloudessa. Temer ei asetu ehdolle ensi vuoden presidentinvaaleissa, joten hänellä olisi mainio tilaisuus viedä talousuudistukset maaliin ilman poliittisia paineita.

Neuvonantajamme Trópico katsoo, että Brasilian poliittinen uskottavuus on kokenut kolauksen, mutta uskoo riippumattoman oikeusjärjestelmän pitävän huolen syyllisten asianmukaisesta tuomitsemisesta. Paras lääke epävakautta vastaan olisi Trópicon mukaan juuri talousuudistuksissa, joita Brasilia kipeästi kaipaa. Trópico pelkää, että Temerin poistaminen viralta lisäisi poliittista turbulenssia ja heikentäisi siten yritysten investointihalukkuutta.

Rahaston muista kohdemaista Peru on kärsinyt rajuisia luonnonkatastrofeista. Kevään kovista tulvista aiheutuneiden vahinkojen odotetaan maksavan valtiolle noin 3 miljardia dollaria, mikä vastaa noin 1,6 % maan bruttokansantuotteesta.

Peru pystynee kuitenkin suoriutumaan taloudellisista haasteista ilman merkittäviä leikkauksia tai veronnostoja. Maan talous on ollut vahvassa vedossa koko 2000-luvun ajan ja valuuttareservit ovat kasvaneet latinalaisen Amerikan toiseksi suurimmiksi. Valtion velka on samalla supistunut noin 25 prosenttiin BKT:stä.

### Rahaston salkku

Rahastossa oli kesäkuun lopussa 26 yhtiön osakkeita sekä neljä rahastosijoitusta. Uudet sijoitukset ovat sähköntuottaja Alupar Investimento, autovuokraamo Movida Participacoes sekä rahoituspalveluita tarjoava Valid.

Ainoa myyntimme oli neljänneksen aikana ohjelmistokehittäjä Totvs SA. Rahasto lisäsi osuuttaan Brasilian Banco Bradescoossa sekä edellisessä katsauksessa esitellyssä kauppaketju Graziotinissa.

Suurin toimialamme on rahoitus, noin 30 % osuudella. Brasilialaisten pankkien tuotot ovat olleet tasaisempia kuin muualla maailmassa, johtuen mm. tiukasta sääntelystä sekä markkinan keskittyneisyydestä.

Brasilian viidestä suuresta pankista olemme sijoittaneet kahteen, Itaú Unibancoon sekä Banco Bradescoon. Molemmat ovat yksityisomistuksessa ja erittäin kannattavia. Banco Bradescon viimeksi raportoima oman pääoman tuotto oli 18 % ja yhtiö on maksanut osinkoja tasaisesti kerran kuukaudessa vuodesta 1970 lähtien.

Rahoitusalan sijoituksiamme ovat myös monialayhtiö Itaúsa, joka omistaa 38 prosenttia Itaú Unibancosta, Perun johtava pankki Credicorp, Brasilian pörssi BM&FBovespa, yritys pankkipalveluita tarjoava Banco Indusval sekä salkun uusin tulokas Valid.

### Klabin



Klabin on Brasilian suurin paperintuottaja ja johtava kartongin valmistaja. Yhtiön asiakkaita ovat mm. pakkauspaperin ja kartongin sekä aaltopaperin ja teollisuussäkkien tuottajat. Se valmistaa yksinoikeudella Brasiliassa Tetra Pakin patentoituja elintarvikepakkauksia.

Klabin perustettiin vuonna 1899 ja sillä on 17 paperitehdasta Brasiliassa ja yksi Argentiinassa. Klabinin markkina-arvo on noin 4,7 miljardia euroa eli hieman yli kolmannes UPM-Kymmenestä.

Pysyäkseen kilpailukykyisenä kasvavilla markkinoilla yhtiö avasi viime vuonna uuden paperimassatehtaan Paranán osavaltiossa ja pystyy sen ansiosta nyt ainoana Brasiliassa tuottamaan samanaikaisesti sekä lyhyt- että pitkäkuituista selluloosaa ja revintämassaa. Kyseessä on Klabinin historian suurin investointi, jonka odotetaan tuplaavan sen selluntuotannon.

Tehdas on myös sähkön suhteen enemmän kuin oma-varainen: se tuottaa sähköä 2,2 kertaisesti oman tarpeensa. Brasilian oloissa tämä määrä riittäisi puolen miljoonan asukkaan kaupungin tarpeisiin.

Suurinvestointi on lisännyt huomattavasti Klabinin velkaa, mutta velkaantuneisuuden vähentäminen on lähtenyt hyvin käyntiin. Sitä on enää 4.9x EBITDA, kun se vielä vuosi sitten oli 5.9x EBITDA.

Klabin on Brasilian talouden viime vuosien ongelmista huolimatta pystynyt kasvattamaan käyttökatettaan peräkkäin 23 vuosineljänneksen ajan. Trópico ennakoii käyttökatteen edelleen nousevan tasaisesti lähivuosinakin ja EV/EBITDA-luvun laskevan noin 7-8 tasolle kun se tällä hetkellä on noin 11.

Klabinin toimitusjohtaja vaihtui toukokuussa. Kuusi vuotta yhtiötä menestyksekkäästi johtanut Fabio Schvartsman siirtyi kaivosjätti Valen palvelukseen.

Trópicon mukaan seuraaja Cristiano Teixeira jatkaa samalla linjalla eli pyrkii vähentämään velkaa ja tehostamaan toimintoja.

Trópico uskoo myös, että Klabin aikoo määrätietoisesti siirtyä selluloosasta korkeamman jalostusasteen tuotteisiin, kuten erikois- ja etikettipapereihin ja jopa joihinkin suoraan kuluttajille myytäviin tuotteisiin.

Tämä on harkittu strategia, sillä Klabin on selvästi pienempi tekijä selluloosan tuotannossa kuin kilpailijansa Fibria, Eldorado sekä niin ikään rahastossamme oleva Suzano. Klabin on myös päättänyt lopettaa omien myyntikanavien kehittämisen selluloosalle ja tulee jatkossa myymään sitä pääosin markkinajohtaja Fibrian myyntitoimintojen kautta.

Vähentyneen velan ja paremman kannattavuuden pitäisi edesauttaa osingon korottamista. Historiallisesti Klabin on jakanut noin viidesosan tuloksestaan osinkoina ja Trópico odottaa osingonmaksun olevan vähintään samalla tasolla tulevinakin vuosina.

### Unipar Carbocloro

Rahaston suurimpiin sijoituksiin kuuluva Unipar Carbocloro on Brasilian johtava kemikaaliyhtiö. Se on erikoistunut kloori- ja happipohjaisiin kemikaaleihin, joita käytetään pääosin teollisuudessa. Unipar valmistaa myös kesto- muovimateriaaleja moniin eri käyttötarkoituksiin.



Unipar perustettiin vuonna 1969 Sao Paolossa nimellä União Participações Industrial ja on siitä lähtien käynyt läpi suuren määrän yritysjärjestelyjä. Muun muassa vuonna 2008 Unipar myi suurimman yksittäisen omistuksensa Quattor Participaçõesin valtion kemikaaliyhtiö Braskemille sekä Petrobrasille.

Unipar on sen jälkeen kasvanut monilla yritysostoilla. Vuonna 2013 se osti kloorintuottaja Carbocloron ja muutti nimensä Unipar Carbocloroksi. Viime vuoden ostos oli Solvay Indupa, joka on keskittynyt teollisuussoodan ja kesto- muovien valmistamiseen. Sen tehtaissa Brasiliassa ja Argentiinassa valmistetaan yhteensä puoli miljoonaa tonnia PVC:tä sekä soodaa ja lipeää.

Myös Braskem, joka nykyisin kuuluu Odebrecht-ryhmälle, yritti ostaa Solvay Indupan PVC-toiminnot, mutta kauppa kaatui kilpailuviranomaisten kielteiseen kantaan. Tämä oli Trópicon mukaan oikea päätös sen varmistamiseksi, että kukaan ei saa dominoivaa asemaa markkinalla.

Kauppojen jälkeen Uniparista tuli Brasilian suurin lipeän ja toiseksi suurin PVC:n valmistaja. Sillä on hyvä markkina- asema molemmissa segmenteissä. PVC-markkinan ainoa vahva kilpailija on Braskem. Myös lipeämarkkina on jaettu muutaman ison toimijan kesken.

Uniparilla on suojanaan selkeä taloudellinen vallihauda. Uuden tehtaan rakentaminen sen päätoimialoilla edellyttää aina ympäristöviranomaisten lupaa, mikä voi olla uudelle toimijalle hankalaa. Yhtiö pystyy myös pitkään rakennetun tehokkaan jakeluverkoston avulla hintakilpailuun.

PVC-materiaalien lisääminen tuotepaletteihin parantaa Trópicon odotusten mukaan tulosta pikku hiljaa. Konsolidoitu liikevaihto kasvoi vuoden ensimmäisen neljänneksen jälkeen noin 190 miljoonaa euroon ja EBITDA noin 20 miljoonaa euroon.

Uniparin kokonaisvelka on 2,4x EBITDA eli Trópicon mukaan hallittavissa olevalla tasolla. Solvay Indupan integrointi on kesken ja sen loppuun saattamisen odotetaan parantavan tulosta edelleen.

Trópico on seurannut Uniparia vuodesta 2012 lähtien, kun yhtiön johto ja silloisen emoyhtiön suurin omistaja Geyerin perhe riitaantuivat strategiasta. Eri- mielisyydet saatiin ratkaistua, mutta toimitusjohtaja ja suurin henkilöomistaja Frank Geyer sai lähteä toimitusjohtajan paikalta, kun kävi ilmi, että hän oli sotkeutunut Brasilian liike-elämää ravistelleeseen *lava jato* -lahjusskandaaliin.

Skandaalin seurauksena Geyer teki sopimuksen, jolla hän tilapäisesti siirsi perheyrittäjänsä enemmistöosuuden Uniparissa Estater-nimiselle konsulttiyritykselle. Estater hallinnoi nyt 51 prosenttia Uniparin äänivaltaisista osakkeista.

Sopimus on voimassa tämän vuoden loppuun, mutta sitä voidaan pidentää aina vuoteen 2022, mikäli yhtiötä ei sitä ennen myydä. Trópico näkee tilanteessa erinomaisen mahdollisuuden, sillä sotkuista huolimatta hyvää vauhtia etenevän liiketoiminnan todellinen arvo on sen mukaan jäänyt monilta markkinoilla huomaamatta.

Uniparin hallituksen puheenjohtajaksi valittiin järjestelyjen yhteydessä Estaterin Pérsio de Souza, joka tunnetaan Brasiliassa suurten yritysostojen asiantuntijana. Trópicon mukaan koko Uniparin hallitus on hyvin ammattimainen ja Frank Geyerin väistyminen operatiivisesta toiminnasta lähinnä helpottaa päätöksentekoa.

Brasilian elpyvän talouden seurauksena korkotason odotetaan laskevan, mikä alentaisi Uniparin rahoituskuluja. Solvay Indupan tehtaiden vaatimat investoinnit tulevat todennäköisesti rasittamaan kassaa jonkun aikaa, mutta sen jälkeen yhtiön pitäisi nykytuloksilla pystyä korottamaan osinkoaan.

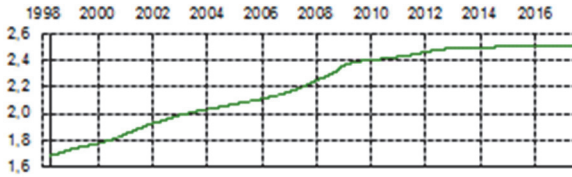
*Neuvonantaja Trópico Latin American  
Investmentsin raporttien pohjalta,*

Jonathan Aalto  
jonathan.aalto@seligson.fi

## RAHAMARKKINARAHASTO AAA

30.6.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto sijoittaa lyhyisiin euromääräisiin korkoinstrumentteihin.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	278,5
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointipalkkio	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä- / lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,04 %	0,02 %	-0,08 %	0,01 %
Vuoden alusta	-0,06 %	0,02 %	-0,16 %	0,01 %
1 v	-0,05 %	0,02 %	-0,31 %	0,01 %
3 v	0,52 %	0,03 %	-0,25 %	0,02 %
5 v	1,35 %	0,03 %	0,38 %	0,02 %
10 v	14,29 %	0,12 %	12,93 %	0,14 %
Aloituspäivästä	49,66 %	0,14 %	51,30 %	0,16 %
Aloituspäivästä p.a.	2,12 %		2,17 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,00 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,18 %
Salkun kiertonopeus	23,45 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,23
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,01 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,92 %

## Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa Osuus rahastosta

Handelsbanken	Suomi	19,0 %
AsuntoHypoPankki	Suomi	16,5 %
S-Pankki	Suomi	15,2 %
Ålandsbanken	Suomi	11,1 %
Säästöpankki Optia	Suomi	8,3 %

## Suurimmat yksittäiset omistukset

Maa Osuus rahastosta

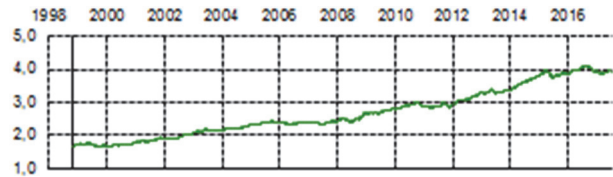
Handelsbanken -tilisopimus	Suomi	19,0 %
S-Pankki -tilisopimus	Suomi	11,6 %
Turun Seudun OP -tilisopimus	Suomi	7,2 %
Määräaikainen talletus S-Pankki Oy 25.10.2017	Suomi	3,6 %
Määräaikainen talletus Säästöpankki Optia 16.03.2018	Suomi	2,9 %
Määräaikainen talletus Ålandsbanken 30.1.2018	Suomi	2,5 %
Määräaikainen talletus Aito säästöpankki 23.02.2018	Suomi	2,5 %

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

## EURO-OBLIGAATIO

30.6.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro-obligaatio mallintaa euroalueen valtioiden euromääräisten lainojen indeksä.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	63,4
Vertailuindeksi	BofA Merrill Lynch Euro Government
Hallinnointipalkkio	0,27 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitus aika < 90 pv)
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,67 %	3,18 %	0,81 %	3,33 %
Vuoden alusta	-0,84 %	3,48 %	-0,89 %	3,70 %
1 v	-2,94 %	3,80 %	-3,09 %	3,96 %
3 v	9,08 %	3,87 %	10,12 %	4,04 %
5 v	28,85 %	3,64 %	29,91 %	3,73 %
10 v	68,50 %	4,09 %	63,75 %	4,07 %
Aloituspäivästä	134,64 %	3,77 %	136,22 %	3,75 %
Aloituspäivästä p.a.	4,66 %		4,70 %	

\* 30.6.2017 asti EFFAS Bond Indices Euro Govt All &gt; 1Y

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	-10,54 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 23,7 %, AA 36,5 %, A 2,3 %, BBB 37,6 %
Salkun korkoriski (duraatio)	7,31
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,69 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,01 %

## Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa Osuus rahastosta

Ranskan valtio	Ranska	24,5 %
Italian valtio	Italia	23,7 %
Saksan valtio	Saksa	17,7 %
Espanjan valtio	Espanja	13,5 %
Belgian valtio	Belgia	6,1 %

## Suurimmat yksittäiset omistukset

Maa Osuus rahastosta

Saksan valtion obligaatio 3,25% 04.07.2021	Saksa	4,3 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	3,9 %
Ranskan valtion obligaatio 5,75% 25.10.2032	Ranska	3,7 %
Ranskan valtion obligaatio 5,50% 25.04.2029	Ranska	3,6 %
Saksan valtion obligaatio 5,625% 04.01.2028	Saksa	3,2 %
Ranskan valtion obligaatio 3,5% 25.04.2020	Ranska	3,2 %
Espanjan valtion obligaatio 5,750% 30.07.2032	Espanja	3,1 %

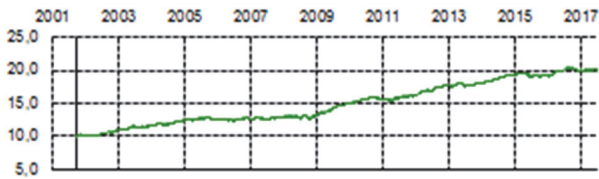
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)

## PASSIIVISET RAHASTOT

### EURO CORPORATE BOND

30.6.2017

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro Corporate Bond mallintaa euromääräisten yrityslainojen indeksiä.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	71,1
Vertailuindeksi	The BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial
Hallinnointipalkkio	0,32 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 90 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

#### TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	0,00 %	2,17 %	0,20 %	2,17 %
Vuoden alusta	-0,32 %	2,14 %	0,28 %	2,21 %
1 v	-0,54 %	2,12 %	0,36 %	2,30 %
3 v	6,12 %	2,21 %	8,26 %	2,35 %
5 v	18,82 %	2,27 %	23,26 %	2,35 %
10 v	57,96 %	2,97 %	66,80 %	2,81 %
Aloituspäivästä	99,50 %	2,93 %	121,97 %	2,82 %
Aloituspäivästä p.a.	4,47 %		5,18 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,33 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,37 %
Salkun kiertonopeus	2,38 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 1,2 %, AA 13,5 %, A 33,6 %, BBB 51,7 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,49
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,96 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,00 %

#### Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

	Maa	Osuus rahastosta
ELEC DE FRANCE	Ranska	2,4 %
TOTAL CAPITAL	Ranska	2,3 %
VOLKSWAGEN INFT	Saksa	2,2 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	1,9 %
DAIMLER AG	Saksa	1,8 %

#### Suurimmat yksittäiset omistukset

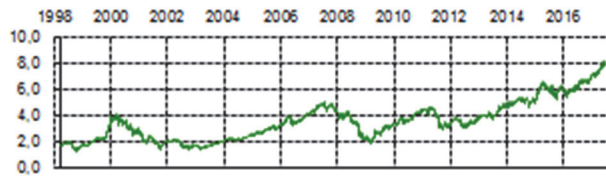
	Maa	Osuus rahastosta
DAIMLER AG 2,375% 12.09.2022	Saksa	1,3 %
ASF 5,625% 04.07.2022	Ranska	1,2 %
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA 1,5% 18.04.2030	Belgia	1,1 %
GE CAPITAL EURO FUNDING 0,80% 21.01.2022	Yhdysvallat	1,0 %
GAS NATURAL 3,875% 17.01.2023	Espanja	1,0 %
TELEFONICA EMISIONES SAU 3,987% 23.01.23	Espanja	1,0 %
SHELL INTERNATIONAL FIN 2,5% 24.03.2026	Alankomaat	1,0 %

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

### SUOMI INDEKSIRAHASTO

30.6.2017

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	122,3
Vertailuindeksi	OMX GES Sustainability Finland Index
Hallinnointipalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 %, lunastettaessa jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

#### TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	7,40 %	11,54 %	7,54 %	11,61 %
Vuoden alusta	11,18 %	10,65 %	11,39 %	10,67 %
1 v	28,40 %	12,22 %	29,00 %	12,26 %
3 v	50,56 %	18,00 %	52,51 %	18,03 %
5 v	148,56 %	17,51 %	153,42 %	17,60 %
10 v	63,35 %	22,84 %	71,73 %	22,95 %
Aloituspäivästä	369,40 %	23,88 %	309,28 %	24,11 %
Aloituspäivästä p.a.	8,36 %		7,59 %	

\* 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

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,48 %
Salkun kiertonopeus	9,35 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,12 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,08 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

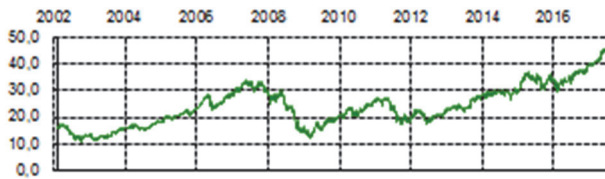
	Maa	Osuus rahastosta
KONE OYJ-B	Suomi	10,1 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	10,0 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,7 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	8,3 %
ORION OYJ-CLASS B	Suomi	7,0 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	6,4 %
FORTUM OYJ	Suomi	5,3 %
ELISA OYJ	Suomi	4,3 %
KESKO OYJ-B SHS	Suomi	3,9 %
NESTE OYJ	Suomi	3,9 %

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

## OMX HELSINKI 25 PÖRSSINOTEERATTU RAHASTO

30.6.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	224,5
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, Aleksis Härmä

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto			Vertailuindeksi	
	Osuuden arvonkehitys	Voitonjakokorjattu tuotto *	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,14 %	6,14 %	12,34 %	6,18 %	12,37 %
Vuoden alusta	11,07 %	11,07 %	11,08 %	11,15 %	11,10 %
1 v	27,79 %	27,79 %	12,39 %	27,97 %	12,40 %
3 v	51,25 %	51,25 %	18,70 %	51,48 %	18,66 %
5 v	136,32 %	156,29 %	17,94 %	136,34 %	18,41 %
10 v	36,16 %	84,47 %	24,37 %	36,14 %	24,70 %
Aloituspäivästä	182,32 %	372,01 %	22,08 %	182,36 %	22,37 %
Aloituspäiv. p.a.	6,97 %	10,60 %		6,97 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,16 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,20 %
Salkun kiertonopeus	45,09 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,08 %**
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,0 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

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

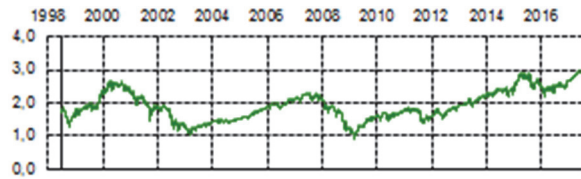
\* Huom! Voitonjakokorjattu tuotto on laskettu 27.2.2015 asti ottaen huomioon rahastosta jaetut tuotonmaksut, jolloin se kuvaa paremmin sijoittajan saamaa tuottoa. Tästä eteenpäin rahaston osuudet ovat kasvuosuuksia eikä voitonjakokorjausta tarvita. Myös vertailuindeksi on hintaindeksi 27.2.2015 asti.

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

## EUROOPPA INDEKSIRAHASTO

30.6.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Eurooppalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	138,6
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe
Hallinnointipalkkio	0,44 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,23 %	10,07 %	2,14 %	10,40 %
Vuoden alusta	9,69 %	8,85 %	9,68 %	9,04 %
1 v	22,09 %	11,23 %	22,38 %	11,33 %
3 v	22,09 %	18,29 %	22,71 %	18,22 %
5 v	76,64 %	16,03 %	79,20 %	16,01 %
10 v	28,67 %	20,80 %	34,48 %	20,96 %
Aloituspäivästä	73,43 %	21,39 %	99,17 %	21,61 %
Aloituspäivästä p.a.	2,93 %		3,68 %	

\* 1.7.2008 asti DJ STOXX 50 NDR ja sen jälkeen 20.9.2010 asti DJ STOXX Sustainability.

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,51 %
Salkun kiertonopeus	16,64 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,24 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,07 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

NESTLE SA-REG	Sveitsi	6,6 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	4,3 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	Iso-Britannia	3,0 %
TOTAL SA	Ranska	3,0 %
SANOFI	Ranska	2,7 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	2,5 %
SAP SE	Saksa	2,5 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,3 %
UNILEVER NV-CVA	Iso-Britannia	2,3 %
ALLIANZ SE-REG	Saksa	2,2 %

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

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

## PASSIIVISET RAHASTOT

### AASIA INDEKSIRAHASTO

30.6.2017

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Tyyneenmeren alueen osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	63,1
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointipalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

#### TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	-4,29 %	9,50 %	-4,30 %	11,85 %
Vuoden alusta	1,01 %	10,32 %	0,90 %	11,83 %
1 v	16,30 %	12,85 %	16,92 %	14,46 %
3 v	24,12 %	17,24 %	25,77 %	18,58 %
5 v	52,88 %	15,68 %	56,23 %	16,94 %
10 v	21,49 %	18,93 %	31,56 %	22,94 %
Aloituspäivästä	-45,36 %	21,22 %	-38,27 %	23,84 %
Aloituspäivästä p.a.	-3,39 %		-2,72 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,44 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,46 %
Salkun kiertonopeus	9,52 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,36 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,05 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

TOYOTA MOTOR CORP	Japani	6,6 %
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	4,8 %
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP	Japani	4,2 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	3,4 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	2,8 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	2,6 %
BHP BILLITON LIMITED	Australia	2,5 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	2,2 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	2,0 %
JAPAN TOBACCO INC	Japani	1,7 %

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

### POHJOIS-AMERIKA INDEKSIRAHASTO

30.6.2017

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Pohjoisamerikkalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	124,7
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR
Hallinnointipalkkio	0,42 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

#### TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	-4,12 %	9,96 %	-3,96 %	10,10 %
Vuoden alusta	-1,39 %	9,59 %	-1,03 %	9,78 %
1 v	15,28 %	11,06 %	16,29 %	11,11 %
3 v	45,24 %	16,35 %	49,00 %	16,54 %
5 v	94,55 %	14,48 %	103,81 %	14,66 %
10 v	89,82 %	19,97 %	104,09 %	20,40 %
Aloituspäivästä	100,38 %	19,63 %	118,54 %	20,05 %
Aloituspäivästä p.a.	6,84 %		7,72 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,42 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,43 %
Salkun kiertonopeus	6,57 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,58 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,02 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	7,1 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	4,8 %
BANK OF AMERICA CORP	Yhdysvallat	3,3 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	3,0 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	2,7 %
CITIGROUP INC	Yhdysvallat	2,5 %
UNITEDHEALTH GROUP INC	Yhdysvallat	2,4 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	2,4 %
PEPSICO INC	Yhdysvallat	2,2 %
INTEL CORP	Yhdysvallat	2,1 %

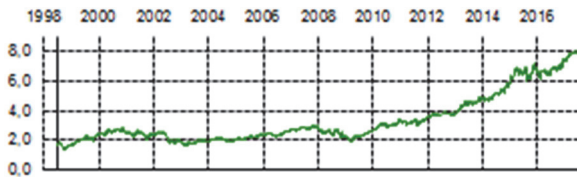
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)



## GLOBAL TOP 25 BRANDS

30.6.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	275,5
Vertailuindeksi (ei säännöissä)	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointipalkkio	0,59 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,12 %	8,44 %	-3,02 %	8,94 %
Vuoden alusta	5,64 %	8,07 %	2,38 %	8,33 %
1 v	19,74 %	9,67 %	10,25 %	9,37 %
3 v	52,10 %	14,51 %	47,72 %	13,76 %
5 v	112,44 %	12,96 %	110,04 %	12,94 %
10 v	174,27 %	15,98 %	156,15 %	16,37 %
Aloituspäivästä	365,41 %	17,17 %	243,24 %	16,06 %
Aloituspäivästä p.a.	8,41 %		6,69 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,61 %
Salkun kiertonopeus	1,66 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,11 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,05 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

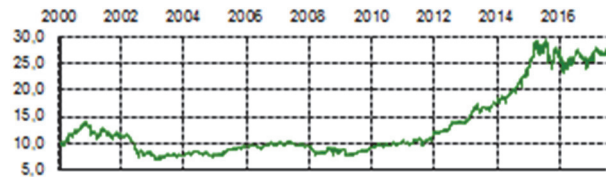
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	7,2 %
APPLE INC	Yhdysvallat	7,2 %
ALPHABET INC-CL C	Yhdysvallat	6,7 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,3 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,0 %
KERING	Ranska	4,5 %
UNILEVER NV-CVA	Iso-Britannia	4,0 %
NESTLE SA-REG	Sveitsi	3,6 %
DANONE	Ranska	3,5 %
L'OREAL	Ranska	3,5 %

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

## GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS

30.6.2017

## ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

## RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	190,1
Vertailuindeksi (ei säännöissä)	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointipalkkio	0,59 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

## TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,36 %	9,89 %	-0,76 %	10,88 %
Vuoden alusta	2,39 %	9,97 %	5,97 %	10,51 %
1 v	2,37 %	12,64 %	6,09 %	13,09 %
3 v	34,91 %	16,55 %	36,20 %	16,81 %
5 v	106,52 %	14,57 %	116,01 %	15,03 %
10 v	169,74 %	15,47 %	163,45 %	16,75 %
Aloituspäivästä	168,01 %	15,72 %	136,92 %	16,75 %
Aloituspäivästä p.a.	5,81 %		5,06 %	

## KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,61 %
Salkun kiertonopeus	6,15 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,03 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,05 %

## SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

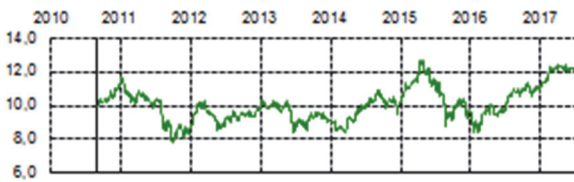
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	7,0 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,9 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	6,8 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	6,5 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,2 %
ALLERGAN PLC	Yhdysvallat	3,8 %
BAYER AG-REG	Saksa	3,8 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	3,8 %
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	Japani	3,7 %
SANOFI	Ranska	3,6 %

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

KEHITTYVÄT MARKKINAT

30.6.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahastojen rahasto, sijoittaa kehittyville markkinoille sijoitaviin osakerahastoihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	3.9.2010
Tyyppi	Rahastojen rahasto (osake), kehittyvät markkinat
Rahaston koko (milj. euroa)	34,3
Vertailuindeksi	Ei varsinaista vertailuindeksiä, taulukossa alla käytetty MSCI Emerging Markets Index
Hallinnointipalkkio	0,34 % + kohderahastot 0,40 % -0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	0 %, jos sijoitusaika ≥ 12 kk 0,5 %, jos sijoitusaika < 12 kk mutta ≥ 6 kk 1 %, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,94 %	8,71 %	-0,35 %	10,88 %
Vuoden alusta	7,49 %	8,62 %	9,52 %	11,16 %
1 v	19,16 %	9,97 %	20,53 %	12,95 %
3 v	21,13 %	14,05 %	23,95 %	17,53 %
5 v	34,86 %	13,70 %	35,09 %	15,71 %
Aloituspäivästä	19,35 %	15,04 %	33,76 %	16,00 %
Aloituspäivästä p.a.	2,62 %		4,35 %	

Rahasto toimi 1.9.2014 asti syöttörahastona sijoittaen DFA:n Emerging Markets Value -rahastoon (ks. Välitysrastot, alk. oikea palsta). Silloin vertailuindeksi oli MSCI Emerging Markets Value Index. Tässä taulukossa nykyisen indeksin luvut koko ajalta.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.7.2016 – 30.6.2017

Juoksevat kulut (sis. kohderahastot)	0,75 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Salkun kierto nopeus	16,2 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,68 %
Lähipiirin omistusosuus (30.6.2017)	0,10 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme julkaise. Niitä ei ole kaikista kohderahastoista ajantasaisesti saatavilla.	

RAHASTON OMISTUKSET

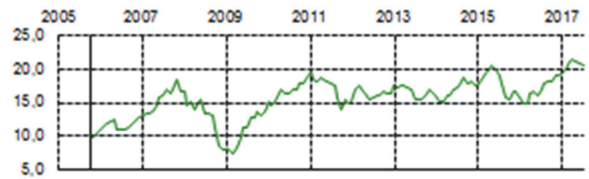
Osuus rahastosta

VANGUARD-EMRG MK ST INDEX FUND (Inst. Class)	17,74 %
DIMENSIONAL EMKT CORE EQUITY FUND EUR-ACC	17,30 %
DFA Emerging Markets Value Fund (EUR, Acc.)	16,99 %
VANGUARD FTSE EMERGING MARKE	16,72 %
ISHARES CORE EM IMI UCITS ETF	16,41 %
SPDR MSCI EMERG MKTS SMALL CAP	13,86 %
Käteinen	0,98 %

DFA EMERGING MARKETS VALUE FUND

30.6.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2005
Tyyppi	Osakerahasto, Kehittyvät Markkinat
Rahaston koko (milj. euroa)	1 610,0
Vertailuindeksi	MSCI Emerging Markets Value Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,50 %
Juoksevat kulut (30.11.2016)	0,64 %
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-4,21 %	0,47 %	-3,25 %	0,63 %
Vuoden alusta	7,32 %	11,42 %	5,10 %	8,97 %
1 v	21,93 %	9,30 %	18,42 %	7,97 %
3 v	18,99 %	15,67 %	15,33 %	15,19 %
5 v	30,31 %	14,33 %	20,85 %	13,62 %
10 v	27,81 %	21,30 %	37,80 %	18,93 %
Aloituspäivästä	106,80 %	20,69 %	110,83 %	18,57 %
Aloituspäivästä p.a.	6,38 %		6,55 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET (31.3.2017)

Maa Osuus rahastosta

China Construction Bank Corp	Kiina	3,37 %
Vale SA	Brasilia	2,30 %
Petroleo Brasileiro SA	Brasilia	2,02 %
Reliance Industries Ltd	Intia	1,74 %
Industrial and Commercial Bank of China	Kiina	1,73 %
Hyundai Motor Co	Etelä-Korea	1,64 %
POSCO	Etelä-Korea	1,43 %
Bank of China Ltd	Kiina	1,31 %
Sasol Ltd	Etelä-Afrikka	1,11 %
Standard Bank Group Ltd	Etelä-Afrikka	1,11 %

Huom!

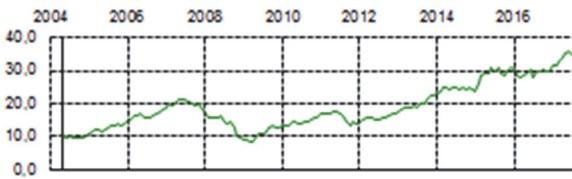
Yllä sekä kahdella seuraavalla aukeamalla on julkaistu rahastovälityspalvelun kautta saatavilla olevien yhteistyökumppanimme rahastojen tiedot. Välitysrastopalvelun tuottaa Seligson & Co Rahastoyhtiön emoyhtiö Seligson & Co Oyj.

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

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

**DFA EUROPEAN SMALL COMPANIES**

30.6.2017

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**

Eurooppalaisiin pieniyhtiöihin sijoittava erittäin laajasti hajautettu osakerahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	6.4.2004
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	156,5
Vertailuindeksi	MSCI Europe Small Cap Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,50 %
Juoksevat kulut (15.2.2017)	0,63 %
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,17 %	11,63 %	3,29 %	12,65 %
Vuoden alusta	10,84 %	8,11 %	10,48 %	8,71 %
1 v	24,62 %	8,55 %	23,60 %	9,07 %
3 v	40,49 %	12,77 %	37,98 %	13,58 %
5 v	128,21 %	11,14 %	125,54 %	12,00 %
10 v	65,81 %	17,37 %	70,65 %	18,86 %
Aloituspäivästä	248,70 %	16,06 %	265,49 %	18,05 %
Aloituspäivästä p.a.	9,94 %		10,33 %	

**SUURIMMAT OMISTUKSET (31.3.2017)**

	Maa	Osuus rahastosta
MTU Aero Engines AG	Saksa	0,47 %
Teleperformance	Ranska	0,47 %
Melrose Industries PLC	Iso-Britannia	0,45 %
STMicroelectronics NV	Sveitsi	0,43 %
Orion Oyj	Suomi	0,43 %
LANXESS AG	Saksa	0,42 %
Ubisoft Entertainment SA	Ranska	0,42 %
Halma PLC	Iso-Britannia	0,41 %
Prysmian SpA	Italia	0,43 %
Gamesa Corp Technologica SA	Espanja	0,40 %

**DFA US SMALL COMPANIES FUND**

30.6.2017

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**

Yhdysvaltalaisiin pieniyhtiöihin sijoittava erittäin laajasti hajautettu osakerahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	28.4.2004
Tyyppi	Osakerahasto, Yhdysvallat
Rahaston koko (milj. euroa)	152,38
Vertailuindeksi	Russell 2000 Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 %
Juoksevat kulut (15.2.2017)	0,44 %
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-5,54 %	11,52 %	-3,96 %	11,92 %
Vuoden alusta	-6,02 %	8,10 %	-2,98 %	10,31 %
1 v	18,63 %	18,06 %	20,89 %	17,54 %
3 v	46,22 %	17,45 %	48,44 %	18,05 %
5 v	114,64 %	14,93 %	110,66 %	15,33 %
10 v	127,18 %	19,22 %	131,57 %	18,92 %
Aloituspäivästä	191,70 %	18,02 %	203,74 %	17,74 %
Aloituspäivästä p.a.	8,46 %		8,79 %	

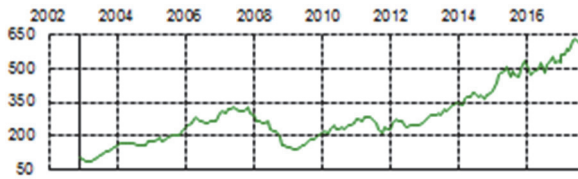
**SUURIMMAT OMISTUKSET (31.3.2017)**

	Maa	Osuus rahastosta
Advanced Energy Industries Inc	Yhdysvallat	0,39 %
Axiom Corp	Yhdysvallat	0,30 %
Coherent Inc	Yhdysvallat	0,30 %
ACI Worldwide Inc	Yhdysvallat	0,27 %
SLM Corp	Yhdysvallat	0,27 %
Masimo Corp	Yhdysvallat	0,27 %
Cirrus Logic Inc	Yhdysvallat	0,26 %
FNB Corp/PA	Yhdysvallat	0,26 %
Primerica Inc	Yhdysvallat	0,25 %
Cantel Medical Corp	Yhdysvallat	0,24 %

**SPILTAN AKTIEFOND SVERIGE**

30.6.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Ruotsalaisiin osakkeisiin sijoittava aktiivinen osakerahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	2.12.2002
Tyyppi	Osakerahasto Ruotsi
Rahaston koko (milj. SEK)	1 074
Vertailuindeksi	Six Portfolio Return Index Stockholm
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	1,50 %
Juoksevat kulut (31.1.2017)	1,53 %
Salkunhoitaja	Pär Andersson

**TUOTTO JA VOLATIILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	5,98 %	17,03 %	4,08 %	11,00 %
Vuoden alusta	10,47 %	13,71 %	10,80 %	7,34 %
1 v	28,40 %	12,79 %	26,12 %	7,04 %
3 v	59,85 %	16,40 %	41,98 %	12,63 %
5 v	156,12 %	14,25 %	117,36 %	11,61 %
10 v	94,63 %	18,68 %	104,18 %	17,51 %
Aloituspäivästä	520,00 %	18,19 %	483,12 %	16,83 %
Aloituspäivästä p.a.	13,32 %		12,85 %	

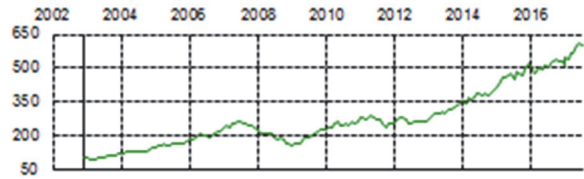
**SUURIMMAT OMISTUKSET (30.6.2017)**

	Maa	Osuus rahastosta
ASSA ABLOY B	Ruotsi	6,17 %
HEXAGON B	Ruotsi	6,08 %
TROAX GROUP AB	Ruotsi	5,66 %
BULTEN AB	Ruotsi	4,95 %
AUTOLIV SDB	Ruotsi	4,90 %
INWIDO AB	Ruotsi	4,54 %
FAGERHULT	Ruotsi	4,39 %
NORDIC WATERPROOFING	Ruotsi	4,24 %
DOMETIC GROUP	Ruotsi	4,20 %
NetEnt B	Ruotsi	4,18 %

**SPILTAN AKTIEFOND STABIL**

30.6.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Vakaisiin ruotsalaisiin osakkeisiin sijoittava aktiivinen osakerahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	2.12.2002
Tyyppi	Osakerahasto Ruotsi
Rahaston koko (milj. SEK)	1 650
Vertailuindeksi	Six Portfolio Return Index Stockholm
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	1,50 %
Juoksevat kulut (31.1.2017)	1,52 %
Salkunhoitaja	Erik Brändström

**TUOTTO JA VOLATIILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	5,06 %	12,28 %	4,08 %	11,00 %
Vuoden alusta	8,92 %	9,63 %	10,80 %	7,34 %
1 v	19,74 %	8,25 %	26,12 %	7,04 %
3 v	55,30 %	11,61 %	41,98 %	12,63 %
5 v	133,78 %	10,39 %	117,36 %	11,61 %
10 v	130,43 %	13,69 %	104,18 %	17,51 %
Aloituspäivästä	498,48 %	12,61 %	483,12 %	16,83 %
Aloituspäivästä p.a.	13,05 %		12,85 %	

**SUURIMMAT OMISTUKSET (30.6.2017)**

	Maa	Osuus rahastosta
INVESTOR A	Ruotsi	6,20 %
LUNDBERGFÖRETAGEN B	Ruotsi	6,10 %
INDUTRADE	Ruotsi	5,50 %
TROAX GROUP AB	Ruotsi	4,70 %
ICA GRUPPEN	Ruotsi	4,20 %
ATLAS COPCO A	Ruotsi	4,20 %
NIBE INDUSTRIER B	Ruotsi	4,10 %
AAK	Ruotsi	4,00 %
ASSA ABLOY B	Ruotsi	4,00 %
HEXPOL B	Ruotsi	4,00 %

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

# LÅGA RÄNTOR ÄVEN FRAMÖVER?



Gästkolumnisten är **Roger Wessman**, fristående konsult och ekonomibloggare som följt ekonomin och finansmarknaderna i över 20 år, senast som chefsekonom på Nordea.

Åsikterna är skribentens egna. Seligson & Co:s kapitalförvaltning eller fondernas portföljförvaltare kan ha en annan vy.

De senaste åren har placerare kontinuerligt himlat sig över de höga värderingarna på placeringsobjekt. Många är oroliga för att centralbankerna genom att pressa ner räntorna till konstligt låga nivåer skapat bubblor.

De låga räntorna avspeglar dock underliggande ekonomiska och demografiska faktorer. Även om räntorna i USA har stigit en aning under början av året, bör sparare förbereda sig för att räntorna kan förbli på historiskt låga nivåer, och värderingarna höga, under årtionden framöver. Detta betyder dock inte att man borde låta bli att spara och placera.

## När pengar är billiga...

Värderingarna på olika placeringsobjekt har under de senaste åren drivits upp runt om i världen, trots den långsamma ekonomiska återhämtningen. Placerarna har drivits till att ta större risker i hopp om att få avkastning, då räntorna på s.k. riskfria placeringar är nära (eller t.o.m. under) noll. Aktiekurserna har stigit snabbare än vinstförväntningarna. I de rekordlåga räntornas släptåg har kvoten mellan den förväntade vinsten och aktiekurserna fallit till historiskt rätt låga.

För sparare är det allt svårare att hitta placeringar som har en god förväntad avkastning. Man kan alltid hoppas på en fortsatt kursuppgång, men på lång sikt baserar sig avkastningen på de kassaströmmar tillgångarna genererar i form av räntor, hyror och vinster. Räntorna är obefintliga, och efter uppgången i aktiekurserna och fastighetspriserna får man allt mindre vinster och hyror för den summa pengar man placerar.

Det kan vara frestande i detta läge att kasta in handduken och hålla sina besparingar i kortfristiga depositioner. Vänta på att bubblan spricker då räntorna återgår till "normala" nivåer, varvid man igen får möjlighet att placera pengar till hyfsad avkastning.

Medan man väntar på att bubblan spricker går man miste om de kassaströmmar som aktieplaceringar genererar, och ser besparingarnas realvärde sakta krympa då depositionsräntan är lägre än till och med den låga inflationen. Väntan kan bli mycket lång.

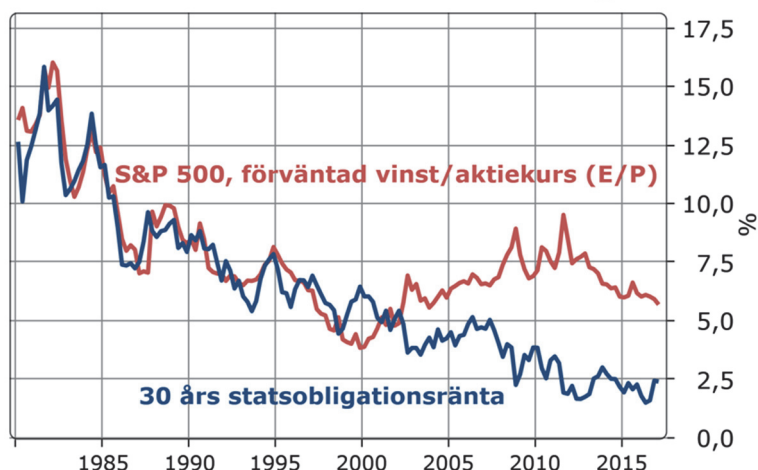
## Sparandeöverskott bakom höga värderingar

De låga räntorna och höga värderingsnivåerna avspeglar en grundläggande förändring i samhällsekonomin. En ökande mängd besparingar konkurrerar om ett begränsat utbud av attraktiva investeringsobjekt. Då efterfrågan överstiger utbudet stiger naturligt priset på investeringsobjekt, och räntorna pressas ner.

Centralbankerna har varit tvungna att anpassa sin politik för att hålla ekonomin i gång. Om inte de pengar som tas ur ekonomins kretslopp genom sparande återförs genom investeringar går ekonomin kräftgång. Med rekordlåga räntor försöker man dämpa överskottspandet och stimulera investeringar.

Bakom sparandeöverskottet ligger bland annat demografiska faktorer. En allt större del av den globala befolkningen befinner sig i den ålder där man sparar

## USA: Räntor och aktievärderingar

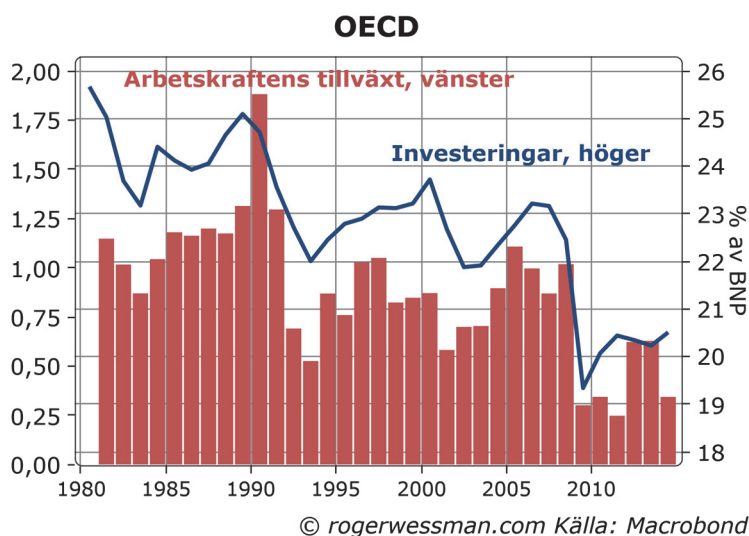


© rogerwessman.com Källa: Macrobond

### Räntenivåer och aktievärderingar i USA.

Lägre räntor gör aktieinvesteringar relativt sett mer attraktiva, och tenderar att driva upp aktiekurserna. Därmed sjunker den avkastning aktieplaceringar kan förväntas ge i form av framtida vinster.

De förväntade vinsterna räknat i procent av aktiekurserna för amerikanska storbolag (S&P 500 indexet) har som av bilden synes ganska väl följt räntorna på långfristiga statsobligationer. Nu är aktierna med detta mått historiskt sett billiga i förhållande till räntenivån.



#### Avtagande befolkningstillväxt, lägre investeringar.

I och med en åldrande befolkning och sjunkande födelsetal har tillväxten av befolkningen i arbetsför ålder trendmässigt avtagit. I tillägg till strukturella förändringar i ekonomi har detta bidragit till ett sjunkande behov av nya investeringar.

Investeringarna i de gamla industriländerna (OECD) har sjunkit i förhållande till BNP trots att låga räntor gör det mer attraktivt att ta lån och investera. Låga räntor verkar krävas för att hålla upp investeringar ens på nuvarande låga nivå, och ekonomin därmed i rullning.

mest, betalar bort sina bostadslån och samlar besparingar för ålderdomen. Den avtagande befolkningstillökningen bromsar också den ekonomiska tillväxten vilket dämpar behovet av nya investeringar. Det behövs t.ex. färre nya bostäder.

Samtidigt har tilltagande inkomstskillnader ökat benägenheten att spara, då höginkomsttagare typiskt sparar en större del av sin inkomst. Arbetsmarknaderna har polariserats med en ökad efterfrågan (och stigande löner) för högt utbildad arbetskraft medan rutinjobb inom t.ex. industrin automatiserats bort eller flyttats till länder med billigare arbetskraft.

#### Strukturomvandling

Förskjutning av ekonomins tyngdpunkt från kapitalkrävande industri till service och informationstjänster dämpar också efterfrågan på kapital.

Dagens framgångsrikaste företag har inte samma behov av stora investeringar som de gamla industribolagen. Tvärtom har bolag som t.ex. Apple byggt upp enorma kassor, som i sin tur späder på överskottet av pengar som letar efter placeringsobjekt.

Sparandeöverskottet fick ytterligare ett lyft av att finanskrisen, och den därpå följande ekonomiska djupdykningen. Förtroendet för framtiden fick sig en törn, vilket har gjort företagen allt mindre villiga att investera, och hushållen mer benägna att spara.

Minnet av finanskrisen falnar så småningom, vilket talar för en gradvis uppgång i räntorna. Sparivern kanske kommer att sjunka då pensionärer som konsumerar sina besparingar utgör en ökande del av befolkningen.

Å andra sidan kan vi vara relativt säkra på att befolkningstillväxten fortsätter avta. Det finns inga tecken på att de teknologiska trender som lett till större inkomstskillnader och mindre investeringsbehov skulle reversera.

Det finns alltså skäl att vara förberedd på den möjligheten, att den period av historiskt låga räntor och höga värderingar på olika tillgångar som vi levtt med under de senaste decennierna kommer att fortsätta.

I praktiken betyder detta att sparare med specifika mål gör klokt med att spara något mera än beräkningar som baserar sig på historiska avkastningar skulle ge upphov till. Visar det sig ha varit för pessimistiskt, står man inför en positiv överraskning då det blir dags att realisera tillgångarna.

**Roger Wessman**  
roger@rogerwessman.com



Hah, se on  
vaan sanonta,  
ei oikea lintu.

Millainen lintu on  
poliittinen broileri?

Ai, lehdessä oli sellaisista...

...ja että sijoittajia  
hermostuttaa  
poliittinen kriisi!

Ohimenevää,  
älä huolestu.



Miten sä tiedät?

Yritykset tekee tulosta,  
kun niiden asiakkaat  
syö, juo, asuu - ja käy  
linturekillä!

Ei siihen politiikka  
paljon vaikuta. Eikä  
ainakaan etukäteen  
tiedetä miten.

Jaa-a, kuule...

Miks sitten koko  
ajan puhutaan  
politiikasta?

Jos ei kerran  
tiedetä, niin  
vois lopettaa  
jossittelun.



Ja lehmätkin  
lentäs!

No hei, toi on  
kyllä ilmapallo!



## SELIGSON & CO

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

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

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

## PALVELUMME

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

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

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

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

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

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

## YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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

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

Yksinkertainen on tehokasta, kustannuksilla on merkitystä!



**SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ**

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

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