

**PIDÄ SALKKU
SIMPELINÄ!**

(s.4)

**KORKOJA
OIKEISTA
SYISTÄ** (s.25)

**KUTSU PHOENIX
10 VUOTTA
-SEMINAARIIN** (s.11)



SELIGSON & CO

NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 3 / 2010



**SELIGSON
& CO**

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

LUIN, NÄIN, ILAHDUINI!.....	3
PIDÄ SALKKU SIMPELINÄ	4
PHOENIXIN TÄYSI KYMPPI!	11
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ	18
PASSIIVISESTI PAREMPI	19
KORKOJA OIKEISTA SYISTÄ	25
HOPPET ÄR EVIGT	26
AINA VAIN INDEKSISALKKU (SARJAKUVA)	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos	6
Phoenix	9
Phoebus	12
Russian Prosperity.....	15
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	20
Euro-obligaatio	20
Euro Corporate Bond	21
PASSIIVISET OSAKERAHASTOT	
Kehittyvät markkinat	17
Suomi-indeksirahasto.....	21
OMXH25-indeksiosuusrahasto.....	22
Eurooppa-indeksirahasto.....	22
Aasia-indeksirahasto.....	23
Pohjois-Amerikka-indeksirahasto.....	23
Global Top 25 Brands	24
Global Top 25 Pharmaceuticals	24

Tämä katsaus julkaistaan neljännesvuosittain.

Rahastoistamme julkaistaan myös **Yksinkertaistettu rahastoosite**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoistamme, kunkin sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahasto-yhtiöstä.

Yksinkertaistettu rahastoosite muodostaa yhdessä julkaisun **Rahastojen säännöt** kanssa **Virallisen Rahastoositeen**. Suosittelemme huolellista perehtymistä rahastoiteisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Rahastojen viralliset **osavuosisikatsaukset** (puolivuosittain) ja **vuosikertomukset** sisältävät mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet.

Julkaisumme löytyvät kotisivuiltamme www.seligson.fi ja niitä voi tilata joko puhelimitse (09) 6817 8200 tai sähköpostilla info@seligson.fi sekä Tapiola-yhtiöiden konttoreiden kautta.

Rapportering på svenska

Alla nyckeluppgifter och en del av rapporterna finns tillgängliga på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi.

Också publikationerna *Förenklad fondprospekt* och *fondernas stadgar* finns på svenska både på vår webbplats och som tryckalster.

Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen vår kundservice (tel. 09 – 6817 8200) eller skicka e-post till info@seligson.fi.

Nopeammin sähköisesti

Katsauksemme on luettavissa myös internetin kautta (www.seligson.fi) jo siinä vaiheessa, kun tiedostoa vielä viimeistellään painokuntoon. Jos et halua painettua versiota laisinkaan, ole ystävällinen ja ilmoita siitä sähköpostilla osoitteeseen info@seligson.fi – kiitos!

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj
ja Seligson & Co Oyj, 2010

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro
Kuvitus: Jan Fagernäs / Is Good Creative

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 (koskee myös PS-tilejä, joillaisia muuten Seligson & Co:n valikoimista ei ainakaan vielä 2010 aikana varmaankaan löydy).

Kustannuksilla on merkitystä. Jo parin prosentin vuosikulut vähentävät merkittävästi (jopa huomasti!) pitkäaikaisen sijoituksen kokonaistuottoa. Lähempi tarkastelu laskureillamme: www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tyokalut/.

SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta!

LUIN, NÄIN, ILAHDUIN!

Syksyn suuri sijoittamiseen liittyvä mediatapahtuma on ollut elokuva *Wall Street II – Raha ei nuku*. Aivan turhaan: elokuva on ainakin allekirjoittaneen mielestä huono jopa draamana. No, makuasioista voi aina kiistellä, mutta ainakaan sijoittamisesta tai rahoitusalan toiminnasta siitä ei opi käytännöllisesti katsoen mitään oikeasti paikkansapitävää.

Paljon suuremmalla syyllä julkisuuskohua olisi voinut kehittää sijoituskirjallisuuden klassikon uudesta laitoksesta. Passiivisen sijoittamisen isä John Bogle on julkaissut päivitetyn 10-vuotislaitoksen kirjastaan *Rahastoista terveellä järjellä* eli *Common Sense on Mutual Funds*.

Kirja on edelleen lois-ta-va! Alkuperäisestä versiosta ei ole poistettu sanakaan, mutta lisäksi Bogle käy järjestelmällisesti läpi miten kuluneen kymmenen vuoden aikana toteutuneet luvut suhtautuvat alkuperäisiin teeseihin.

Mikään olennainen ei ole muuttunut. Bogle perustelee jälleen kohta kohdalla relevantilla datalla miten pitkäjänteisyys voittaa spekuloinnin, miten kustannuksilla todellakin on merkitystä ja miten suunnitelmassa pysyminen on sijoitusmenestyksen ydin. Seligson & Co:n valistuneille asiakkaille kirjassa tuskin on mitään varsinaisesti uutta, mutta se on erinomainen ”muistio” siitä mikä varainhoidossa on olennaista.

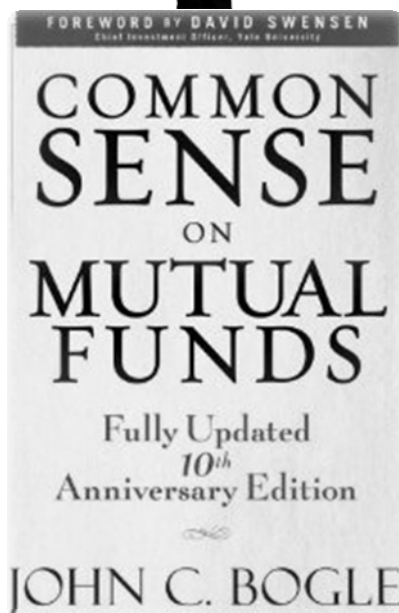
Kaiken kruunaa Boglen suorasukainen ja vilpiton tyyli. Kun luin edellisen version vuonna 2002, voi kokemusta kuvata lentävän lauseen muunnoksella: ”Luin, näin ja valaistuin!” Olin myös naivin varma siitä, että kohta saman näkevät kaikki. Nyt olen rationaalisen kehityksen nopeuden suhteen realistisempi, mutta Boglen kirjallinen ja älyllinen ote pitää. Päivitin siis myös reaktiioni: ”Luin, näin ja ilahduin!”

Yritin oikein etsimällä etsiä kirjasta myös jotain kriittisen terävää kommentoitavaa. En löytänyt muuta puutetta kuin sen, että kirjan pohjalta on vaikea kuvitella tehtävän vauhdikasta suuren yleisön draamaelokuvaa... Lukukokemuksena suosittelen joka tapauksessa lämpimästi!

Aktiivisuuskomenttien kohde?

Syksyn aikana on näkynyt useita mainoksia, blogeja ja medialle annettuja haastatteluja, joissa eri sijoitusalan yritysten viestin yksinkertaistettu ydin on ollut ”me olemme aktiivisia ja se on parempaa kuin passiivinen”.

Merkillistä, kun ottaa huomioon että passiivisten rahastojen osuus on vain noin prosentin verran suomalaisista rahastopääomista. Näin voisi olettaa markkinointiviestien keskittyvän siihen, miksi kulloinkin palvelujaan markkinoivan yrityksen tarjoama aktiivinen tuote olisi parempi vaihtoehto kuin muiden vastaavat aktiiviset. Selkeää argumentointia näistä kilpailueduista ei kuitenkaan usein näe.



Seisomalla jättiläisten olkapäillä
voi avartaa näköalojaan!

Seligson & Co lienee näkyvin passiivisen sijoittamisen edistäjä Suomessa ja *mekin* katsomme, että salkussa voi hyvin olla paikkansa sekä aktiivisilla että passiivisilla strategioilla. Myös tarjoamme asiakkaillemme molempia. Mikähän on aktiivinen/passiivinen vastakkainasettelun varsinainen ajatus?

Aktiivisuusviestien kohteena saattavat olla pörssinoteeratut rahastot eli ETF:t, joiden suosio on viime vuosina kasvanut huomasti. Niillä onkin monia hyviä puolia. Tärkeimpiä on se, että osuudenomistajat käyvät osuuksilla kauppaa pörssissä keskenään (tai markkinatakaajan kanssa), eivätkä hätäisempien osto- ja myyntipäätökset siten aiheuta kaupankäyntikuluja ja rahastojen pitkäjänteisille omistajille. Käytännössä samaan päästään Seligson & Co:n ”tavallisissa” eli ei-pörssinoteeratuissa indeksirahastoissa olevalla 0,1 % *rahastoon* maksettavalla kaupankäyntipalkkiolla. Merkitsijät ja lunastajat maksavat molemmissa malleissa omat kaupankäyntikulunsa.

Kyseenalaisia kommentteja näkee toki myös pörssinoteerattujen rahastojen puolestapuhujilta. Esimerkiksi Morningstarin suomenkielisessä verkkopalvelussa julkaistiin syyskuun lopussa käännös Investment Week -lehden artikkelista, jonka mukaan ”...*rahastoyhtiöiden aktiivisesta salkunhoidosta laskuttamille korkeille palkkioille etf:t uhkaavat laittaa stopin. Erityisesti keskinkertaista heikompien salkunhoitajien voi odottaa joutuvan heikoille, kun etf:t työntyvät markkinoille.*”¹

Aktiivisen salkunhoidon valinta kannattaisi toki aina, jos sijoittaja voisi tietää etukäteen, mitkä aktiiviset voittavat markkinatuoton. Ongelma on kuitenkin tulevien voittajien valinnassa. ”Heikompien” salkunhoitajien poistuminen markkinalta ei auta, sillä markkinatuotto muodostuu aktiivisten sijoittajien salkkujen keskimääränä. Jos salkunhoidon taso nousee, markkinoiden hinnanmuodostus tehostuu ja markkinatuoton lyöminen on entistäkin vaikeampaa.

Näitä ”heikkoja” eli rahastoja, jotka eivät menesty, poistuu tilastoista jatkuvasti. Niitä sulautetaan paremmin pärjänneisiin ja mm. siksi tilastojen keskimääräiset historialliset rahastotuotot näyttävät paremmilta kuin mitä ne oikeasti ovat.

Boglen armoton aritmetiikka pätee tulevaisuudessakin: puolet aktiivisista häviää markkinoille jo ennen kustannuksia, kustannusten jälkeen enemmistö. ”Heikkoja” jää siis jäljelle yhtä paljon kuin ennenkin ja koska historia ei kerro tulevasta ovat monet näistä niitä aiempia ”vahvoja”. Pelurit muuttuvat, peli pysyy.

Mistään peleistä ei kuitenkaan tarvitse välittää. Jos sijoitussuunnitelman riskitaso on kohdallaan voi edelleenkin nukkua yönsä rauhassa rahan valvoessa Wall Streetillä.

Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

¹ *Heikot salkunhoitajat alta pois, www.morningstar.fi/fi/news/article.aspx?lang=fi-FI&articleid=92177&categoryid=188*

PIDÄ SALKKU SIMPELINÄ!

Seligson & Co:n varainhoidossa on keskeisellä sijalla riskienhallinta ja etenkin sellaisten riskien karttaminen, joihin liittyvä tuotto-odotus on alhainen verrattuna riskin suuruuteen. Sanoma "korot tulevat pysymään alhaalla vuosikautia" on kaikunut monissa ennusteissa, joten tarkastellaan tällä kertaa riskienhallintaa korkonäkökulmasta.

Korkosijoittajan pelikenttä on monella tavalla rajatumpi ja tiukempien pelisääntöjen ohjaama kuin osakemarkkina. Yleensä sen katsotaan olevan myös tiukemmin kiinni kansantalouden kiertokulussa. Näistä "fysiikan laeista" kirjoittaa Jaakko Jouppi tämän katsauksen sivulla 25.

Perustana alhaisten korkojen ennusteille on velkaantumisen jarruttama talouskasvu. Lisätukea tämä *näkemyks* on saanut mm. rahoitusmarkkinan sääntelyn uudistuksista, jotka ohjaavat sen toimintaa vähemmän riskiseen suuntaan, USA:n uudesta elvytyspaketista, euroalueen eläkejärjestelmän uudistuksista jne. Sanottakoon muuten heti, että tarkoitukseni ei ole olla eri mieltä itse ennusteista tai valistuneista arvauksista, vaan yrittää arvioida ovatko jonkin varallisuusluokan riskit niiden tuotto-odotuksiin nähden tavallisuudesta poikkeavia.

Riskin luonteesta

Kauppakorkeakoulun kansantaloustieteen loistava oppihistorian professori Jouko Paakkanen (k 2004) kasvatti ja kuritti aikanaan pörssimaailmasta kiinnostuneen opiskelijan mieltä Frank Knightin klassikolla *Risk, Uncertainty, and Profit*.

Teoksen runsaasta annista eniten lainattu lienee sen erottelu mitattavissa olevan riskin ja ei-mitattavan epävarmuuden välillä. Huolimatta siitä, että muodissa oleva Mustan Joutseen luoja N.N. Taleb on myöhemmin epäillyt Knightin eläneen laboratoriossa, on tämän epävarmuuden käsitteen ymmärtäminen suotavaa ainakin kaikille niille, joiden työnä on toisten rahojen hoito. On hyvä kysyä, miten kaukana korkosijoitusten tuotot voivat seilata oletusjakauman toisella laidalla ja siitä päästäänkin kysymään sijoitusmarkkinoilla tunnetun

keskiarvohakuisuuden (*reversion to the mean*) toimintaa riskienhallinnan ohjenuorana.

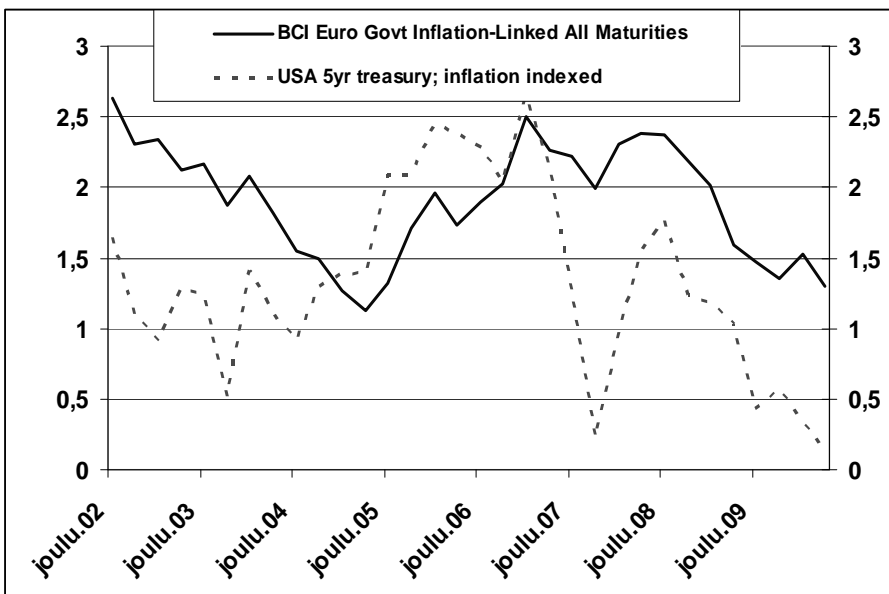
Luottoriskittömien korkosijoitusten (esim. valtioiden liikkeesen laskemat joukkolainat, ainakin teoriassa) elinkaari on rajattu eivätkä niiden tuotot voi eräntymiseensä asti pidettäessä muodostua *nimellisesti* tappiollisiksi (ellei uskota, että myös nimelliset korot voivat olla negatiivisia). Mutta myös niiden *reaaliset* tuotot voivat muodostuvat negatiivisiksi, jos sijoitukset myydään kesken juoksuajan korkojen noustua hankintahetkeä korkeammalle tai jos inflaatio on nakertanut lainojen *reaalituoton* negatiiviseksi.

Luottoriskittöminä pidettyjen valtionlainojen (unohdetaan siis Kreikka) odotettua tuottoa voi hahmottaa kolmen komponentin avulla. Nämä ovat vallitseva *reaalinen* korkotaso, vallitseva inflaatio-odotus ja nk. inflaatoriskipreemio. Viimeksi mainitulle, siis tulevan inflaation ennustamisen mahdottomuuteen liittyvälle riskillisälle, on tutkimuksissa annettu monia erilaisia lukuarvoja.¹ Tyydymme tässä laskuharjoituksen yksinkertaistamiseksi käyttämään maltillista oletamaa 0,5 %.

Käytäntöä

Salkunhoidon kannalta oleellinen kysymys kuuluu onko pitkien joukkolainojen antama lisätuotto perusteltu niiden korkoriikkiin nähden?

Aloitakaamme joukkolainamarkkinoiden inflaatioherkkyyden laskemisella. Yllä olevasta kuvasta voimme poimia markkinoiden edellyttämäksi euroalueen reaalkoroksi 1,5 %. Lisätään tähän em. inflaatoriskipreemio (0,5 %) ja päädyimme kauniiseen tasalukuun 2,0 %. Yksinkertaisuuden vuoksi käytän joukkolainatuottona Euro-obligaatorahastomme juoksevaa tuottoa (2,3 %). Puuttuva osa on siis inflaatio-odotus, joka saa edellisten lukujen erotuksena lukuarvon 0,3 %. Subjektiiivinen kysymys kuuluu onko joukkolainojen hinnoissa oleva 0,3 % vuotuinen inflaatiolisä kohdallaan korkoriikkiin (duraatio 6 v) ja sijoituksen keskimaturiteettiin (n. 7 v) nähden.



Reaalkorkojen arviontiin voidaan käyttää inflaatiolinkattujen korkosijoitusten tuottoja.

Kuvassa Euroopalaisten valtioiden inflaatiolinkattuihin lainoihin pohjautuvan indeksin tuoton kehitys (lähde: Barclays Capital).

Kuvan toinen graafi esittää puolestaan USA:n valtion 5 vuoden TIPS:n (Treasury Inflation Protected Securities) tuottoa (lähde: FED).



Palataan Knightin mitattavissa olevaan riskiin. Voimme haarakoida suuremman korkorisikin lisätuottoa yksinkertaisesti vertaamalla eurovaltioiden valtionlainoja käytännössä riskittömään korkotuottoon. Joukkolainatuottona toimii edelleen Seligson & Co:n Euro-obligaatorahasto (2,3 %) ja riskittömänä tuottona vastaavasti Rahamarkkinarahastomme (1,0 %, molemmat kulujen jälkeen). Näiden erotuksena voimme laskea, että obligaatorahaston 6 vuoden korkorisiki (duraatio) antaa tällä hetkellä noin 1,3 prosentin vuotuisen lisätuoton.

Siis: kuinka paljon lisätuottoa tuon 1,3 %:n lisäksi sijoittaja voi enimmillään saada korkojen ehkä vielä laskiessa. Otetaan esimerkiksi Suomen Valtion 2017 joukkolainaa (duraatio 6v). Jos sen tuotto laskisi nykyiseltä 2,0 % tasolta vaikkapa 0,5 %:iin voisi sijoittaja tienata lisää kokonaiset 10 % ostaessaan nyt ja myydessään sitten. Koska korot voivat laskea vain nolnaan, mutta nousta vaikkapa 7 %:iin voi sijoittaja näin *spekuloidessaan* kuitenkin hävitä vaikkapa 29 %.²

Osta halpa ”vakuutus”

Yllä olevassa esimerkissä lyövät kättä keskiarvohakuisuuden laki ja korkomarkkinan epäsymmetria. Sijoittajan kannattaa taas palata ajatuksissaan Knightin epävarmuuteen ja miettiä johtopäätöksiä riskienhallinnan kannalta.

Vanha rahoitusviidakon sanonta kuuluu, että ”kaikki instrumentit ovat johdannaisia ja kaikki johdannaiset ovat vakuutuksia”. Vakuutuksen ei kuitenkaan aina tarvitse olla erillinen johdannaissopimus. Vähentämällä salkun korkorisikiä sekä lyhentämällä joukkolainasalkun ja yrityslainasalkun kokoa tai juoksuaikaa ”ostamme” salkkuamme rajatun määrän vakuutusta mistä hyvästä syystä tapahtuvan korkojen tai yrityslainapreemion nousun varalle. Tällaisen ”vakuutuksen” hinta on mitattavissa oleva juoksevan tuoton menetys.

Mahdolliseen korkotason laskuun liittyvä potentiaalinen lisätuotto jää näin menetellen jäljelle, koska korkoalokaatiota muokataan osina ja korkojen laskun jatkuminen johtaa korkorisikin edelleen vähentämiseen.

Älä osta kallista vakuutusta!

Täysin vastakkainen alhaisten joukkolainaa- ja yrityslainakorkojen ja vakuutuksen hinnan välinen yhtälö löytyy pääomaturvattujen sijoituslainojen markkinoilta.³

Epävarmuus ja epätietoisuus ovat loistavia menekinedistäjiä kun sijoittajalle luvataan pääomaturvattua tuottoa. Jätän tässä yhteydessä väliin merkintäpalkkioihin ja itse pääomaturvaan liittyvän riskin, sitä on varmaankin käsitelty rahoituskriisin jälkimainingeissa riittävästi.⁴ Sen sijaan edellä mainittuja inflaatorisikiä, ylikurssirisikiä ja varsinaista pihviä, eli pääomaturvatun sijoituksen osallistumisastetta, jolle markkinointiväki on antanut mukavamman nimen *tuottokerroin*⁵, on syytä jälleen kerrata.

Kun pääomaturvattu strukturi rakennetaan yleensä kohdeetuuden kehitykseen sidotusta johdannaisesta ja pääomaturvan antavasta joukkolainasta, on sijoittajan tuottomahdollisuus kiinni siitä kuinka paljon näitä johdannaisia tähän pääomaturvattuun tuotteeseen sisältyy.

Koska ne hankitaan strukturiin sisältyvän joukkolainan tuotteilla, on vallitsevalla korkotasolla ratkaiseva vaikutus osallistumisasteen suuruuteen.

Taulukossa on esitetty käytännön esimerkki kuinka korkotaso vaikuttaa erään juuri myynnissä olleen osakeindeksiobligation⁶ osallistumisasteeseen:

Korkotaso	Osallistumisaste
1,0 %	28 %
1,5 %	44 %
2,0 %	59 %
2,5 %	74 %

Eli kun vakuutuksen hinta on korkea (korot alhaalla tai johdannaisten volatiliiteetti korkealla) ei lupaus pääomaturvattujen tuotteiden antamasta mahdollisuudesta korkeaan tuottoon toteudu läheskään samalla todennäköisyydellä, kuin silloin kun vakuutukset ovat edullisia. Samalla tavalla käteinen (tai konservatiivinen rahamarkkinarahasto) voi vaikuttaa tylsältä, mutta se on edullinen vakuutus, jos sitä vertaa pitkien joukkolainojen antamaan riskilisään.

Mitä tästä opimme? Insinööritieteissä hyväksi havaittu suunnittelusääntö KISS eli *Keep It Simple, Stupid* kääntyy näppärästi suomenkieliseksi sijoittajan ohjeeksi *Pidä Salkkusi Simplelinä*. Muistisäännöksi sopiva lyhenne kannattaa miettiä hyvissä ajoin ennen tuotto-/riskisuhteessa epäedullisiin korkosijoituksiin ryhtymistä.

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

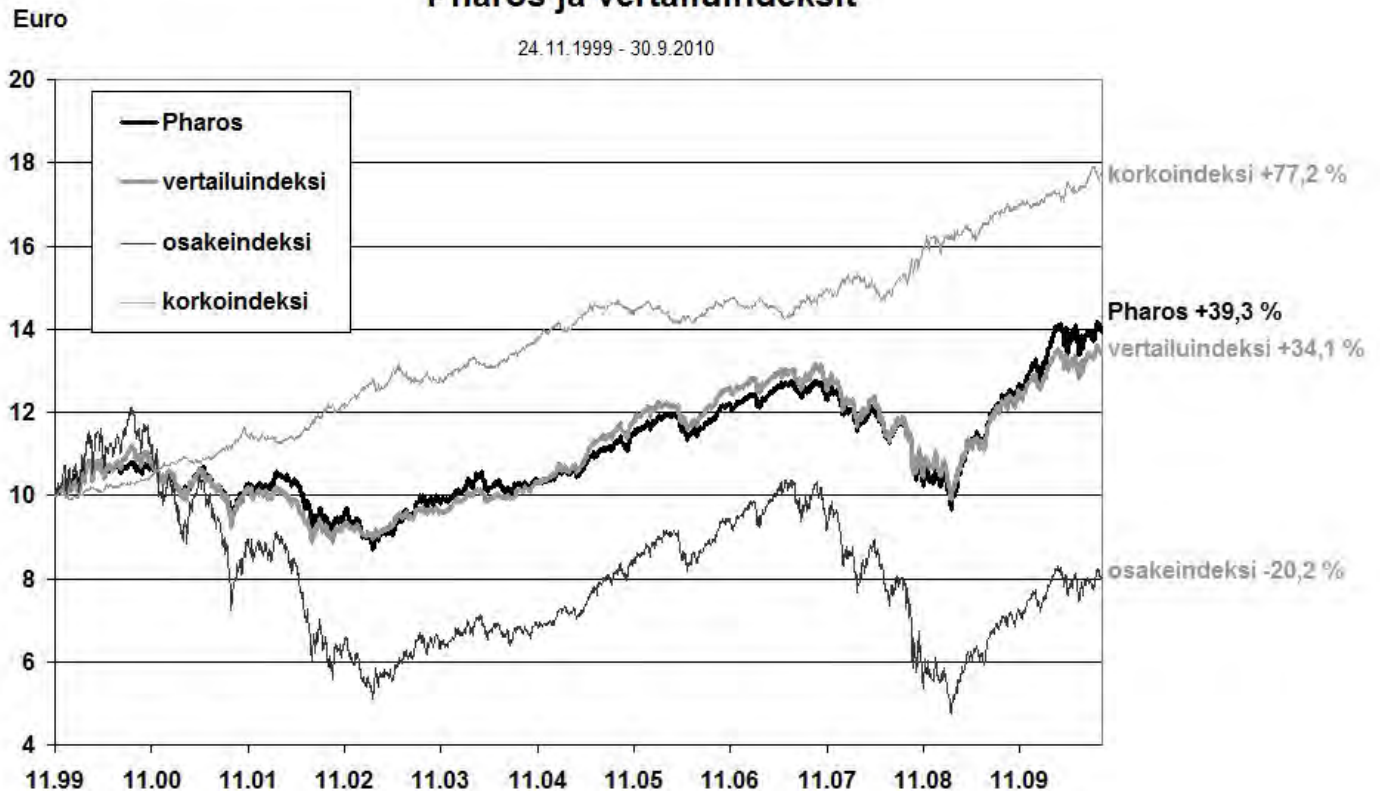
1. Hyvä yhteenveto esim. O.V. Grishchenko ja Jay Huang (2008) *Inflation Risk Premium. Evidence from the TIPS Markets* tai Peter Hördahl (2008) *The Inflation Risk Premium in term structure of interest rates*. Yllä on tarkoituksella jätetty pois inflaatiolinkattujen joukkolainojen tuototvaihteluihin liittyvät kysymykset.
2. Valtion 2017 joukkolainan hinta laskee 28,7 % (112:sta 83,3:een korkojen noustessa 2 %:sta 7 %:iin, tässä 1,3 % vuotuinen lisätuotto ei paljon lämmitä).
3. Aiheesta enemmän Neljännesvuosikatsaus 3/2009, *Nollasummapeliä ja riskienhallintaa*. Sijoittajan pitää aina muistaa, että yksi varimmista tavoista menettää varallisuuttaan on sijoittaa johonkin ”strukturiin” mitä ei ymmärrä.
4. Mm. konkurssiin ajautuneen Lehman Brothersin lainojen päälle rakennettuja ”pääomaturvattuja” tuotteita myytiin Suomessakin runsaasti.
5. Osuvampi nimi olisi tietysti tuottojakaja, koska tämä osallistumisaste on useimmiten (ilman ylikurssia) alle yhden.
6. Lainan merkintähinta 100, 5 vuotta, 12 kk keskiarvoistus, ei merkintäpalkkiota. Ei euromääräinen laina. Tämä oli mielestämme yksi edullisimmista markkinoilla myynnissä olleista indeksilainoista.

VARAINHOITORAHASTO PHAROS

30.9.2010

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

Pharos ja vertailuindeksit



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	10,9
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %) Osakkeet/maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,44 %	7,07 %	2,67 %	6,26 %
Vuoden alusta	7,46 %	8,23 %	5,49 %	7,01 %
1 v	12,32 %	7,84 %	8,85 %	6,80 %
3 v	10,32 %	9,05 %	3,60 %	9,47 %
5 v	22,70 %	7,53 %	14,51 %	8,03 %
10 v	30,96 %	7,36 %	23,24 %	7,70 %
Aloituspäivästä	39,35 %	7,29 %	34,11 %	7,84 %
Aloituspäivästä p.a.	3,10 %		2,74 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Juoksevat kiinteät kulut 30.9.2010 sekä rahaston oma tuottosidonnainen palkkio vuoden alusta. Luku sisältää myös kohderahastojen kiinteät palkkiot, mutta ei kohderahastojen mahdollisia tuottosidonnaisia palkkioita.

** Pharoksen kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määrääjain uusittavia rahamarkkinarahastosijoituksia. Rahamarkkinasijoitukset huomioiden kiertonopeusluku on 46,7 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT	1.10.2009 – 30.9.2010
Palkkiot yhteensä (TER)	1,03 % *
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,27 % (mahd. myös osassa kohderahastoja)
Kaupankäyntikulut	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Kokonaiskulut (TKA)	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Salkun kiertonopeus	-16,1 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,27 %
Lähipiirin ositusosuus (30.9.2010)	2,7 %

OSUUS OSAKESIJOITUKSISTA	Osuus osakesijoituksista	ALLOKAATIO
S&Co Eurooppa -indeksirahasto	26,3 %	Osakesijoitukset yhteensä 65,0 %
DJ STOXX Small 200 eif	4,6 %	
S&Co Pohjois-Amerikka indeksirahasto	18,7 %	
Nasdaq 100 -indeksiosuus	6,6 %	Korkosijoitukset Yhteensä 35,0 % (duraatio 1,6 v)
S&Co Global Top 25 Brands	3,4 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	4,7 %	
S&Co Phoebus	6,0 %	
S&Co Phoenix	3,8 %	
DFA Emerging Markets Value (S&Co Kehittyvät markkinat)	7,6 %	
S&Co Aasia	6,6 %	
CIF Asia&Pacific (ex Japan)	3,8 %	
S&Co Russian Prosperity	4,0 %	
MSCI Latin America etf	3,9 %	
Pitkät korkosijoitukset > 1v	10,6 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	24,4 %	



Kuuma kesä sai helmat heilumaan myös osakemarkkinoilla eikä syksyn saapuminen hillinnyt menoa: syyskuu oli Wall Streetillä paras peräti 70 vuoteen eli sen jälkeen kun oltiin toipumassa 1930-luvun lamasta.

Euroilla sijoittavat eivät kuitenkaan päässeet hyötymään USA:n markkinoiden spurtista. Samalla kun osakekurssit USA:ssa nousivat vuosineljänneksen aikana 10 %, Yhdysvaltain dollari laski euroomme nähden vielä enemmän eli 12 %. Valuuttakauppiat ovat saaneet tehdä pitkää päivää, sillä dollari oli alkuvuosipuoliskolla juuri ehtinyt vahvistua euroon nähden parilla kymmenellä prosentilla.

Pharos on säilyttänyt etumatkansa sijoituspolitiikkamme tavoitteisiin eli vertailuindeksiimme nähden. Rahasto on vuoden alusta tuottanut 7,5 %, vertailuindeksimme 5,5 %. Rahaston alusta vuosituottomme on ollut 3,1 % ja vertailuindeksin tuotto 2,7 %.

Juoksevat kulut kohdesijoituksistamme ovat nyt 0,41 %. Kiinteän 0,35 %:n hallinnointipalkkion kanssa kulut syövät rahaston tuottoa 0,76 % vuodessa. Käsitkseni mukaan Pharos on edelleen kokonaiskuluiltaan Suomen edullisin kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille sijoittava yhdistelmärahasto.

Olemme edelleen tuhdissa 65 %:n painossa osakemarkkinoilla. Muutaman prosentin nousu edellisen katsauksen 63 %:sta on lähinnä osakemarkkinoiden noususta johtuvaa.

Ylipainomme Amerikan osakemarkkinoilla on vuoden mittausjaksolla kannattanut, sillä eurooppalaiset osakkeet (+8 %) ovat pärjänneet selvästi amerikkalaisia (+16 %) heikommin. Toimialojen suhteen olemme melko neutraaleja.

Hullut päivät kehittyvillä markkinoilla?

Tätä kirjoittaessa alkoivat taas Stockmannin (Pharoksen osakesalkusta 0,27 %) syksyn markkinatapahtuma ”Hullut päivät”. Jo hyvissä ajoin ennen ovien aukeamista tavaratalon seinustalla on pitkä jono ostovoimaisia kansalaisia himoitsemassa päivän huipputarjouksia. Jonottavien keskuudessa vallitsee yhteisymmärrys siitä, että nyt saa halvalla hyvää, mutta vain rajoitetun ajan ja määrän.

En malta olla rinnastamatta tilannetta 10 vuoden takaiseen teknokuplaan. Vuonna 1999 Aleksanterinkadun toisella puolella pankkiiriliikkeen ovella jonotettiin samalla päättäväsyydellä teknologiayritysten osakkeita. Kupla puhkesi kun kävi ilmi, että ainakin käsitys niukasta määrästä ja edullisesta hinnasta oli erheellinen.

Kiihtyvä innostus sijoittaa kehittyville markkinoille on vuodessa nostanut MSCI Emerging Markets -osakeindeksin arvoa n. 26 % ja esimerkiksi Pharoksen sijoituksiin kuuluvan Russian Prosperity -rahaston arvoa peräti 60 %. Lähes tulokoon kaikki sijoittajat alkavat olla samaa mieltä siitä, että



parhaat tuotot saadaan vanhaa maailmaa nopeamman talouskasvun kehittyviltä markkinoilta.

Pharos on jo joidenkin vuosien ajan ollut vertailuindeksiimme nähden ylipainossa kehittyvillä markkinoilla. Viime vuosina olemme pyrkineet hajauttamaan kehittyvien markkinoiden maantieteellistä riskiä ja ennen kaikkea etsimään sijoituskohteita, joissa kulut ovat kohtuulliset.

Kehittyvät markkinat ovat nykyisin oleellinen osa hyvin hajautettua osakesalkkua. Pharoksen osakevarallisuudesta on nyt 19 % sijoitettuna kehittyville markkinoille. Maailman osakemarkkinoista kehittyvät kattavat jo n. 13 % ja Pharoksen Eurooppa-painotteisesta vertailuindeksistä n. 10 %.

Kustannusten hallinta on kuitenkin yhtä oleellista kehittyvillä markkinoilla kuin muutenkin sijoittamisessa. Hyvästä tuotteesta ei onneksi aina tarvitse maksaa liikaa. Tai tarkemmin: sijoitusmarkkinoilla kustannustehokkuus on yksi *hyvän* tunnusmerkki.

Myin Capital Internationalin Emerging Markets -rahaston osuudet ja ostin tilalle toisen kumppanimme DFA:n selvästi edullisempaa Emerging Markets Value Fund -rahastoa, koska DFA muutti rahastonsa sääntöjä siten, että se tuli Pharokselle mahdolliseksi sijoituskohteeksi. Samaan rahastoon sijoittaa myös syyskuussa käynnistämämme Seligson & Co Kehittyvät markkinat.

Uskon, että DFA:n Emerging Markets Value, ja siten myös Seligson & Co Kehittyvät markkinat, on itse asiassa hinta/laatusuhteeltaan ainutlaatuinen. Siinä yhdistyy kehittyvien markkinoiden dynaamisuus, passiivisen sijoittamisen alaiset kulut, riskiä alentava erittäin laaja hajautus sekä painotus pien- ja arvoyhtiöihin. Ei hullumpaa!



Matalat korot...

Pharos on pärjännyt vertailuindeksiään paremmin, koska olen toistaiseksi onnistunut välttämään pahoja epäonnistumisia tärkeimmässä tehtävässäni eli varojen jaossa osake- ja korkomarkkinoiden kesken. Onnistumiset osakemarkkinoilla ovat olleet lähinnä laajan ja kustannustehokkaan hajautuksen ansiota. Kolikon kääntöpuolena on valitettavasti se, että epäonnistuminen korkomarkkinoilla ei ainakaan vielä ole kääntynyt.

Tällä hetkellä 70 % korkosijoituksistamme on käytännöllisesti katsoen riskittömissä lyhyissä alle 12kk:n rahamarkkinasijoituksissa, jotka tuottavat keskimäärin reilun 1 %:n vuodessa. Korkosalkusta 9 % on suorana sijoituksena Suomen valtion obligaatioissa, toinen 9 % Seligson & Co:n Euro Corporate Bond -yrityslainarahastossa ja 12 % Capital Internationalin hallinnoimassa rahastossa ”High Yield Opportunities”, jonka sijoituskohteina ovat heikomman riskiluokituksen omaavat valtioiden ja yritysten liikkeelle laskemat joukkolainat.

Korkosalkkumme duraatio on jo vuosia ollut lyhyempi kuin vertailuindeksimme 6 vuotta. Korkovertailuindeksimme juokseva korko on kesän aikana kuitenkin edelleen laskenut n. 2,9 % tasolta n. 2,6 %:iin. Tämä on nostanut obligaatioiden hintoja lyhyessä ajassa yli 2 %.

Olen pitkään lyönyt päätäni seinään näiden alati laskevien korkojen kanssa. Ennen pitkää tulee kuitenkin lattia vastaan ja korot kääntyvät nousuun tai sitten lyön pääni kohta lattiaan!

...ja pitkät hameenhelmat

Tässä vaiheessa lienee loogista siirtyä sammakoiden kautta takaisin hameenhelmoihiin. Iltapäivälehtien haastattelema sammakkotohtori on useana vuonna osannut ennustaa tulevan kesän säitä. Julkisuutta riitti tasan niin kauan kun ennusteet osuivat kohdalleen. Näin ennustelijoille usein käy.

Taloustieteilijät pyrkivät ennustamaan tulevaisuutta lukuisten historiallisten muuttujien perusteella. Ennusteet lähivuosien talousnäkymistä menevät sekä menetelmäerojen että muuttujien runsauden ja epätarkkuuden takia pahasti ristiin. Tälläkin hetkellä osa asiantuntijoista uskoo talouden uuteen laskuun ja osa vannoo tasaisen ja kestäväen nousun jo alkaneen. Kun eri suuntaisia ennusteita on mediassa riittävästi, on joku aina prikulleen oikeassa ja uusia guruja syntyy. Vielä ei tosin tiedetä keitä he ovat.

Mutta miksi luottaa sijoituspäätöksissä ekonomisteihin? Käytössä on nimittäin vähemmän julkisuudessa olleita mittareita, jotka ovat silti osoittaneet pätevyytensä. Yksi jo kohta sadan vuoden aikana kelvolliseksi osakemarkkinoiden ennustajaksi osoittautunut indikaattori on muodin mukainen hameenhelman pituus.

Nousuvuosina 1920-luvun lopulla hameiden helmapituus oli lyhentynyt siihen mennessä ennennäkemättömän paljon. Niinpä 1930-luvulla iskikin suuri lama ja pian muodinmukaiset helmat ulottuivat maahan asti.

Parikymmentä vuotta myöhemmin, 1950 luvulla, toivuttiin toisesta maailmansodasta ja helmojen pituus oli tyypillisesti ainakin polviin asti. 1960-luvun huiman talouskasvun aikana syntyi minihame. Minihameen yleistyttyä päästiin 1970-luvulle, jonka talouskehitystä leimasi öljykriisi ja vuoden 1974 pörssiromahdus. Minihameitakaan ei enää näkynyt.

Vaurastuminen 1980-luvulla toi taas mukanaan lyhyemmät hameet, mutta eikös vaan vuoden 1987 pörssiromahdusta seurannut taas helmojen pidentyminen. Uusi nousun alku koitti 1990-luvulla ja helmat nousivat kilpaa kurssien kanssa. Nettikupla oli huipussaan samaan aikaan kun muotilehtien sivut vilisivät retrohenkisiä minihameita.

Vuonna 2008 koettiin sitten markkinoilla suurin romahdus sitten 1930-luvun laman ja nyt muotiasiantuntijat ovat taas sitä mieltä, että boheemihavat pitkät hameet ovat tyylietietoisien valinta.

Oma tulkintani on, että niin kauan kun hameiden helmat pysyvät noin polven korkeudella tai sen alle, on osakemarkkinoilla vielä nousuvaraa. On siis syytä pitää kadulla liikkeessa silmät auki: helmarajan noustessa yli polvien ollaan osakemarkkinoilla taas vaarallisilla vesillä. Majakkana toimiva Pharos ei silloin todennäköisesti ole enää ylipainossa osakemarkkinoilla.

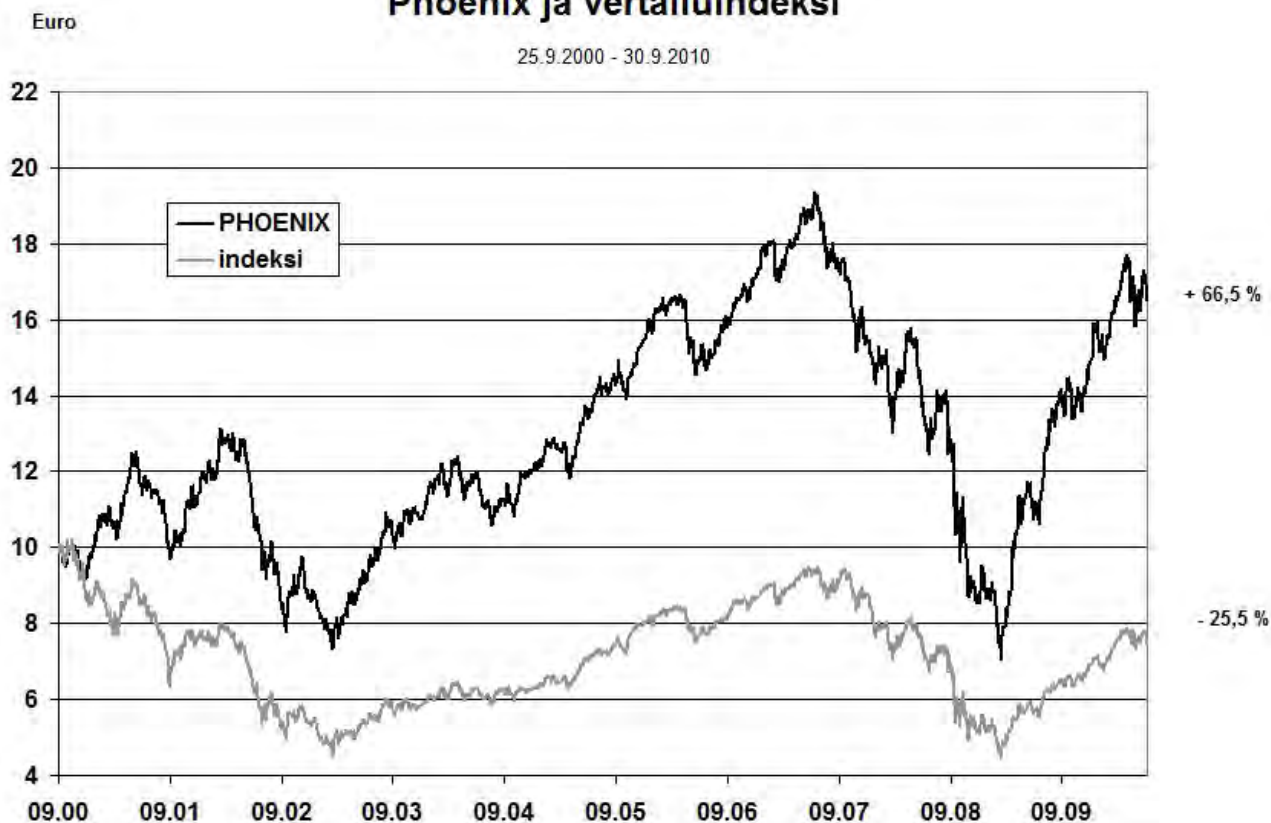
No, se siitä. Tarinan opetus on kuitenkin selvä: historiallista kehitystä vertailemalla on helppo löytää ”opetuksia” siitä, mitä maailmassa ja osakemarkkinoilla mukamas tapahtuu. Erilaisen suurilla datamäärillä ja ainakin näennäisen tieteellisillä menetelmilläkään toteutettujen vertailujen osumatarkkuus on kuitenkin ollut varsin sattumanvarainen. Tulevasta markkinaluokituksesta ei oikeasti tiedä, jolloin kurinalainen sijoituspoliittikka ja kustannusten hallinta ovat menestyksekkään pitkäjänteisen sijoittamisen keskeiset elementit. Niistä Pharos pitää kiinni.

Muistuttaisin vielä, että jos oma riskinottohalukkuus merkittävästi poikkeaa Pharoksesta, voi tehdä kuten allekirjoittanut eli täydentää Pharosta muilla sijoituksilla oman aikajänteen ja tavoitteiden mukaan. Rahaston tarkempaa rakennetta, maantieteellistä jakoa ja toimialajakaumaa sekä tarkkaa kokonais-kustannusten jakoa voi seurata Pharoksen sijoitukset -esitellyssä [www -sivuillamme](http://www.sivuillamme).

Petri Rutanen, varainhoitajanne
petri.rutanen@seligson.fi



Phoenix ja vertailuindeksi



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	12,0
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	On
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	Ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	2,44 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	1,32 %
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,51 %
Salkun kiertonopeus	34,54 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	10,15 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	10,82 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,85 %	16,13 %	2,02 %	13,95 %
Vuoden alusta	14,24 %	17,86 %	9,18 %	14,58 %
1 v	22,04 %	17,98 %	16,42 %	13,87 %
3 v	-2,01 %	24,47 %	-17,23 %	22,59 %
5 v	18,12 %	20,20 %	-0,07 %	18,84 %
10 v	71,58 %	18,87 %	-22,84 %	18,63 %
Aloituspäivästä	71,22 %	18,87 %	-23,97 %	18,63 %
Aloituspäivästä p.a.	5,51 %		-2,70 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	5,7 %
RHODIA SA	Ranska	5,2 %
UBS AG-REG	Sveitsi	4,2 %
TATE & LYLE PLC	Iso-Britannia	4,1 %
TENET HEALTHCARE CORP	Yhdysvallat	3,9 %
ALCATEL-LUCENT	Ranska	3,7 %
CHAODA MODERN AGRICULTURE	Kiina	3,6 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	3,1 %
FIBERWEB PLC	Iso-Britannia	3,1 %
AMVIG HOLDINGS LTD	Hongkong	2,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmannen neljänneksen aikana rahaston arvo nousi 2,9 % ja vertailukohtana toimiva Morgan Stanley World –indeksi 2,0 %. Vuoden sisällä rahasto-osuuden arvo on noussut 22,0 % ja indeksi 16,4 %. Viimeisimmän kolmen vuoden osalta ollaan kuitenkin edelleen pakkasen puolella: rahasto -2,0 % ja indeksi -17,2 %.

Olen aiemminkin ottanut esille huhujen ja trendien merkityksen osakemarkkinoilla. Viime aikoina on jälleen nähty suuren varallisuusmäärien ohjautuvan erilaisiin hedge- ja momenttirahastoihin samaan aikaan kun tietokoneistettu salamakaupankäynti on vallannut yhä enemmän alaa, etenkin pankkien omassa arvopaperikaupassa. Tällaiset trendit vievät markkinoita pyrähdyksinä milloin minnekin, sopulilauman suuntaa on vaikea ennustaa. Mutta ei pidä luulla, että olisin tästä varsinaisesti pahoillani: näinhän syntyy erikoistilanteita.

Tämän vuosineljänneksen huhuaihiot ovat liittyneet uuteen taantumatohtorin vaaraan. Nämä huolet olivat erityisen voimakkaasti esillä kesällä juuri ennen kuin edeltävän neljänneksen tuloseräpäätökset kunnolla käynnistyivät. Odotettua paremmat tulokset nostivat kurssseja, mutta taantumatohtorin laannutti pian innostuksen. Teknisen analyysin gurut kompasivat muistuttamalla, että syyskuu on perinteisesti markkinoilla huono. Toisin kävi: kyseessä oli loistava pörssiheikkous ja paras syyskuu 70 vuoteen. Mitään erityistä syytä huoleen ei nähdäkseen vielä ole. On tavallista, että taloudellisen nousujakson tahti hieman hiipuu, kun sitä on kestänyt noin vuoden. Niin näyttää käyvän jälleen.

Kotimaista markkinakeskustelua on hallinnut Nokian johtajuuskysymykset. Kallasuoritus sai lopulta lähteä kun kännykkäfirman kärkihahmoksi löytyi kanadalainen Stephen Elop. Markkinat reagoivat nimitykseen myönteisesti. Yleinen sävy Nokian tai puheenjohtaja Ollilan viestinnässä ei kuitenkaan ole muuttunut: markkinat ovat väärässä, Nokia oikeassa.

Uuteen toimitusjohtajaan kohdistuvat kovat odotukset. Ulkopuolelta tulevalla vetäjällä on kuitenkin lähimmän vuoden aikana vain vähän mahdollisuuksia saada aikaan isoja muutoksia – ja suurin piirtein niin kauanhan Stephen Elop on näyttänyt viihtyvän samassa yrityksessä... Siksi jotkut ovatkin jo ounastelleet, että Jorma Ollila saadaan ehkä sittenkin suostuteltua jatkamaan myös vuoden 2012 jälkeen.

Toisessakin Phoenixin salkkuyhtiössä tapahtui dramaattinen johtajavaihdos, mutta se on jäänyt Suomessa vähälle huomiolle. Unicreditin hallitus antoi Alessandro Profumolle potkut vain vuosineljännes sen jälkeen, kun olimme sijoittaneet yhtiöön (eikä kukaan kysynyt meiltä mitään!). Puheenjohtaja Dieter Rampl selvitti Profumon luottamusta syöneen sen, että hän ei ollut kertonut suurimman omistajan eli Libyan valtion kiinnostuksesta omistussuutensa kasvattamiseen.

Lokakuun alkaessa yhtiö oli löytänyt uuden toimitusjohtajan. Ohjaket ottaa Frederico Ghizzoni, joka on vastannut laajentumisesta Itä-Eurooppaan, mikä on ollut keskeinen tekijä yhtiön nousussa Euroopan johtavien rahoitusalan yritysten joukkoon. On siis tuskin aihetta olettaa Unicreditin suunnan

ratkaisevasti muuttuvan. Mutta tarkkaillaan tilannetta: toimitusjohtajan vaihto on aina yritykselle tärkeä muutoskohta.

Vuosineljänneksen merkittäviin tapahtumiin minulle henkilökohtaisesti kuului myös tutustumismatka Brasiliaan. Siitä tarkemmin kehittyviä markkinoita yleisemminkin käsittelevässä kolumnissa sivulla 26.

Myynnit ja ostot

Edellisellä neljänneksellä tein salkkuumme tavallista enemmän muutoksia, mutta nyt olemme palanneet rauhallisempaan tahtiin. Tarkkailussa oli useita alustavasti kiinnostavia kohteita, mutta aivan sijoituspäätökseen asti en vielä edennyt.

Sen sijaan myin omistuksemme kanadalaisessa raskasöljy-yhtiössä Blackpearl Resources, jota ostin aikanaan kahdessa erässä. Ensimmäisen kerran vuoden 2008 kolmannella neljänneksellä ja lisää puoli vuotta myöhemmin. Ruotsalaisen Lundinin perheen valtapiiriin kuuluva yhtiö on kolmen vuoden aikana pitänyt johdonmukaisesti kiinni strategiastaan ja kehittänyt menestyksekkäästi kanadalaisia raskasöljykenttiään.

Markkinoiden suhtautumista ei voi pitää yhtä johdonmukaisena. Yhtiö noteerattiin Ruotsissa vuonna 2007 hintaan 30 kruunua osakkeelta. Kurssi laski kuitenkin nopeasti puoleen ja jopa alle viiden kruunun keuhällä 2009. Näistä pohjalukemista on taas noustu yli 25 kruunuun. Osaketta ostaessamme vastasi maksamamme hinta yhtiön todellisia tuotantolukuja ja jäljelle jäi marginaalia tulevien tuottojen hinnoitteluun. Kasvu on nyt hinnoiteltu mukaan osakekurssiin ja erikoistilannerahaston on aika kiittää ja irtaantua.

Blackpearlin lisäksi myin M-Realin joukkolainamme, sekä tänä vuonna että vuonna 2013 erääntyvät. Lyhyemmän lainan yhtiö osti takaisin itse ja pidemmän myin markkinoilla 105 %:lla nimellisarvosta. Saamaamme tuottoa voi pitää lainapapereille ilmiömäisenä: pari vuotta sitten oli markkinahinta noin 30 % nimellisarvosta. Phoenix omistaa edelleen M-Realin osakkeita, nousuvaraa pitäisi yhä olla. Koko metsäteollisuus on matkalla parempaan ja kartonkiin ja luonnonkuituihin keskittyneellä toimijalla pitäisi olla edessään hyvät ajat.

Energian tulevaisuus

Energia ja raaka-aineet olivat viime vuosikymmenelle sekä menestystarina että kupla, joka oli kuumimmillaan aurinkoenergiassa. Tämä näkyy mainiosti myös Sunpower –yhtiön pörssihistoriasta. Listausannissa vuonna 2005 osake hinnoiteltiin 18 dollariin, kaupankäynti alkoi 26 dollarista ja nousi siitä aina 160 dollariin asti. Mutta katoavainen on mainen kupla: viime aikoina on haettu pohjia kymmenen dollarin tienoilla.

Pörssiheilahteluista ei pidä vetää sitä johtopäätöstä, että yhtiön liiketoiminta olisi kehittynyt huonosti. Vuoden 2006 liikevaihto oli 237 miljoonaa dollaria ja tänä vuonna päästään jo noin 2,2 miljardiin dollariin ja liikevoitto ennen veroja ja rahoituseriä nousee 150 miljoonaan dollariin. Jälleen hyvä esimerkki siitä miten vaikeaa markkinoiden on hinnoitella kasvua ja trendikkäitä aloja ja miten vaarallista on mennä erilaisiin muoteihin mukaan.

Raporttejani lukeneet tietävät, että uskon lähitulevaisuuden energiaongelmien koskevan ennemmin ylituotantoa kuin pulaa. Viime vuosien valtaiset investoinnit sekä ”vanhoihin” että uusiin energiamuotoihin alkavat pikku hiljaa kantaa hedelmää, mikä johtaa selvään (yli)tuotannon lisääntymiseen. Pelkästään öljyntuotanto tulee lähimmän kolmen vuoden aikana kasvamaan kaksinumeroisin prosenttiluvuin, kun Irak, Kazakstan ja Brasilia saavat uudet tuotantolinjansa käyntiin.

Tästä huolimatta tulevat investoinnit myös vaihtoehtoiseen energiaan jatkumaan, jotta saadaan täytettyä erilaiset kansainväliset sitoumukset uusiutuvien energialähteiden osuudesta. Tästä kehityksestä osuutta havittelevalle sijoittajalle on olemassa useita vaihtoehtoja, tärkeimpinä tuulivoima ja aurinkoenergia. Kun viime keväänä ostin Phoenixiin aurinkoenergiaan keskittyvän Sunpowerin osakkeita, oli tuulivoimaosakkeilla vielä... no, tuulta siipiensä alla. Tätä kirjoittaessa on kumpikin kategoria ehtinyt reagoimaan ympäri maailmaa ja etenkin Euroopassa tehtyihin tukijärjestelmien leikkauksiin.

Tämä ei kuitenkaan ollut syy siihen, miksi halusin Phoenixiin aurinkoa tuulen asemesta. Aurinkoenergiateknologian kehittäminen on pitkälti elektroniikkaa ja tuulivoiman mekaniikkaa. Kun tarkastellaan viime vuosikymmenien teknologista kehitystä, on aika selvää, että mekaniikka ei ole elektroniikalle yleensä kovin pitkään pärjännyt.

Aurinkoenergian teknologiassa on toki paljon kehittämistä ennen kuin päästään kannattavuuteen ilman tukia. Ratkaisevaa on sähköntuotannon hyötysuhde sekä silikonin ja muutamien muiden metallien hintakehitys. Kaupalliseen käyttöön tarkoitettujen aurinkokennojen hyötysuhde on jo nyt yli 20 % (laboratorioennätys 42 %) ja kennojen hinnat puoliintuvat tasaisin väliajoin. Uskon, että aurinkokennoihin perustuva kaupallisesti kannattava sähköntuotanto on mahdollista jo muutaman vuoden sisällä. Aurinkokennoilla on myös selkeitä logistisia etuja verrattuna tuulivoimaan tai keskittävään aurinkoenergiaan: ne ovat helppoja asentaa melkein minne vain eivätkä ne häiritse ympäristöään.

Miksi sitten juuri Sunpower? Kehittyneiden markkinoiden aurinkoenergiayhtiöistä Sunpowerin arvostus oli alhaisin. Yhtiö on jäänyt jälkeen joistakin ennusteistaan ja markkinat suhtautuvat epäluulolla sen kykyyn pitää kiinni nykyisistä suunnitelmista. Kuvaa huonontaa myös konsernin indonesialaisessa tytäryhtiössä muutama vuosi sitten nähty pienehkö kirjanpitoskandaali. Toisaalta Sunpowerilla on alalta laajin kokemus, se hallitsee suurempaa osaa arvoketjusta kuin useimmat kilpailijansa ja sen teknologia vaikuttaa edistyneeltä. Päädyin Sunpoweriin näiden tekijöiden yhdistelmänä. Vasta aikaa näyttää, oliko valinta oikea vai olisiko sittenkin pitänyt sijoittaa johonkin Sunpowerin monista kiinalaisista kilpailijoista.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

PHOENIXIN TÄYSI KYMPPI!

Osakemarkkinoiden erikoistilanteisiin sijoittava
Peter Seligsonin luotsaama Phoenix-rahasto
täyttää 10 vuotta.

Sen kunniaksi järjestämme yritysten ja sijoitusmarkkinoiden erikoistilanteiden huippuseminaarin
Elokuvasäätien auditoriossa (Kanavakatu 12, Helsinki) **keskiviikkona 3.11.** alkaen **klo 15.**

Ilmoittautumiset Tiina Lindholmille joko sähköpostilla tiina.lindholm@seligson.fi tai puhelimitse 09 6817 8234.

Peterin videotervehdys ja mm. Phoenixin katsaukset vuosien varrelta osoitteessa www.seligson.fi/phoenix10/

O H J E L M A

TERVETULOA ERIKOISTILAISUUDEEN!
Ari Kaaro
toimitusjohtaja, Seligson & Co Rahastoyhtiö

OPERAATIO TÄYSKÄÄNNÖS
– Erikoistilanne yritysjohdon näkökulmasta
Juho Lipsanen
partneri, hallitusammattilainen, ValCrea AG

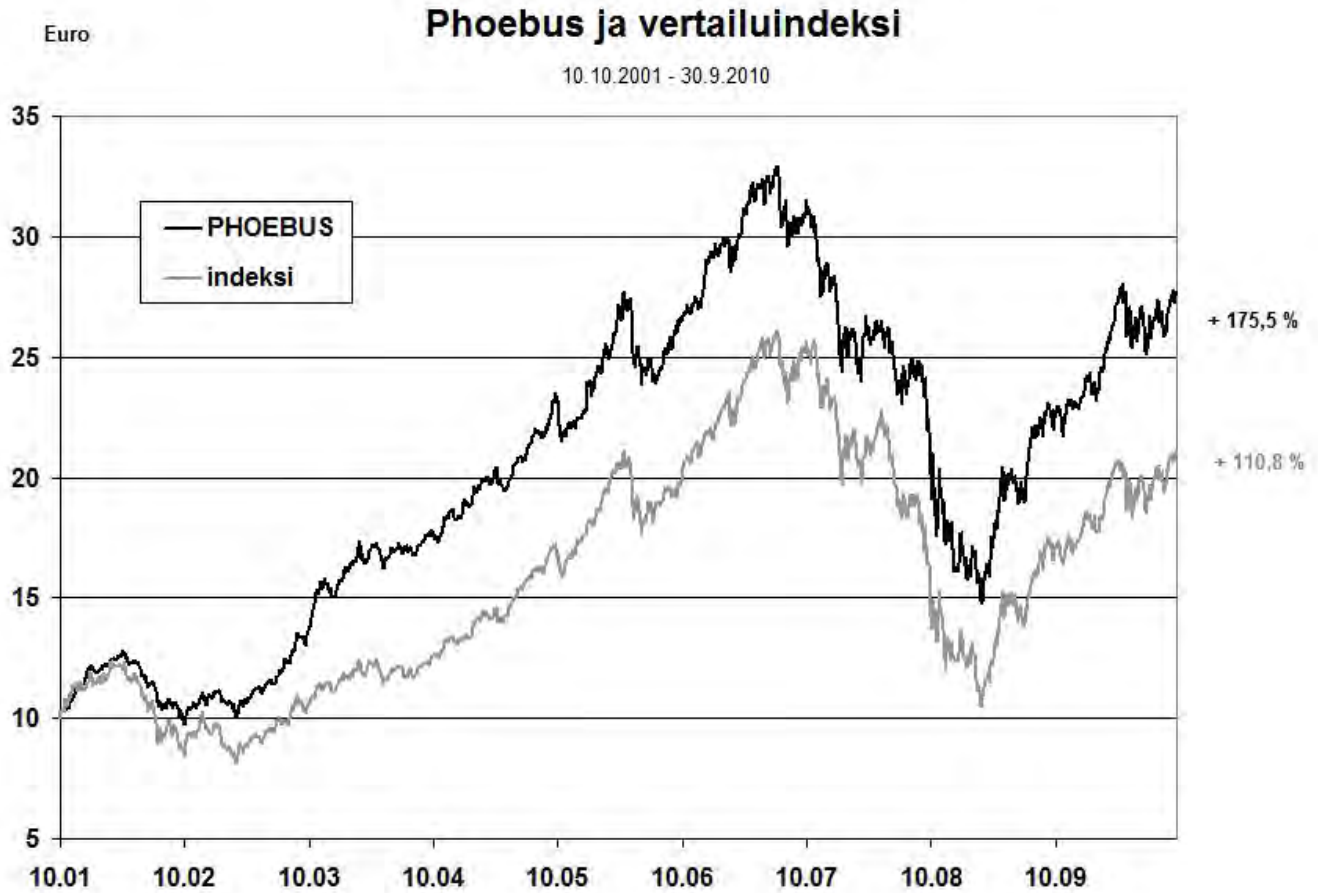
M-REALIN TULOSKÄÄNNE JA TULEVAISUUDEN SUUNTA
Mikko Helander
toimitusjohtaja, M-REAL

MITÄ ERIKOISTA TÄSSÄ NYT SITTEN ON?
Peter Seligson
salkunhoitaja, partneri, Seligson & Co

Seurustelua, buffet

TERVETULOA!

PHOENIX
SOMETHING SPECIAL



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	17,0
Vertailuindeksi	75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	On
Merkintäpalkkio	2 %
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,80 %	14,13 %	11,18 %	13,61 %
Vuoden alusta	17,65 %	15,49 %	17,29 %	16,41 %
1 v	21,13 %	14,63 %	22,97 %	15,91 %
3 v	-10,57 %	21,49 %	-17,00 %	22,72 %
5 v	18,57 %	18,35 %	22,37 %	19,41 %
Aloituspäivästä	175,54 %	15,27 %	110,80 %	17,15 %
Aloituspäivästä p.a.	11,95 %		8,66 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	1,22 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	0,46 %
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,26 %
Salkun kiertonopeus	-14,73 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,34%
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	15,01%

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
VACON OYJ	Suomi	8,2 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	7,1 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	6,8 %
AIR LIQUIDE SA	Ranska	6,7 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	6,2 %
FASTENAL CO	Yhdysvallat	5,3 %
SECO TOOLS AB-B SHS	Ruotsi	5,3 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	5,3 %
TIETO OYJ	Suomi	4,7 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	4,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmannella neljänneksellä euforia palasi ainakin Suomen osakemarkkinoille ja vertailuindeksimme nousi kokonaiset 11,2 %. Phoebus ei aivan pysynyt markkinoiden tahdissa — kuten yleensä hurjissa nousuissa — mutta nousi silti mukavat 6,8 %.

Tällä kertaa syy rahaston indeksiä rauhallisempaan kehitykseen ei ollut ainoastaan yhtiöidemme alhainen riski, vaan ennen muuta se, että Suomen markkinoiden noustessa 14,3 % nousi maailmanindeksi euroissa mitattuna vain 2,0 %. Phoebuksen salkusta yli puolet on tällä hetkellä Suomen ulkopuolella, vaikka vertailuindeksistämme 75 % on Suomea. Maantieteellinen allokaatio selitti siis yli 80 % vuosineljänneksen indeksierosta.

Vuoden alusta Phoebus on noussut 17,6 % eli suunnilleen samaa tahtia kuin vertailuindeksi, joka on noussut 17,3 %. Rahaston alusta Phoebus on noussut 175,5 % ja sen vertailuindeksi on 110,8 %.

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

Toisella neljänneksellä en tehnyt yhtään kauppaa, mutta kolmannella sentään yhden (!): ostin meille Ekokemin osakkeita 2600 kpl lisää. Ekokemin osuus salkustamme on nyt 1,8 % ja sitä on ehkä varaa kasvattaa vielä jonkin verran. Yhtiö on kuitenkin listaamaton, joten likviditeettisistä sen paino ei voi nousta kovin suureksi.

Nettomerkinnät kasvattivat rahastoa vuosineljänneksen aikana prosentilla. Puolet siitä laitoin töihin ostamalla Ekokemia. Kassamme suhteellinen osuus, nyt 5,3 % rahastosta, ei kuitenkaan juuri muuttunut, koska markkinoiden nousu kasvatti osakkeiden osuutta rahaston arvosta.

Sattuman lonkerosta

Kesällä näimme uuden oraakkelin synnyn. Vai miksi pitäisi kutsua ennustajaa, joka oli tarkempi kuin 99,6 % kilpailijoista? Erityisesti kun hänen ”track recordinsa” on loistava, kolmivuotisen uransa aikana hän on ennustanut tarkemmin kuin 99,3 % sadoistatuhansista kilpailijoistaan. Mihin tämä oraakeli jatkossa pystyykään?

Puhun tietysti saksalaisesta mustekalasta nimeltä Paul, joka osui oikeaan jokaisessa kahdeksassa ennusteessaan jalkapallon MM-kisojen ottelutuloksista. Vuoden 2008 EM-kisoissa hänen kuudesta veikkauksestaan osui oikeaan neljä .

No, kukaan ei tietenkään (toivottavasti) luule mustekalojen ymmärtävän mitään jalkapallosta, mutta tapaus on mielenkiintoinen osoitus sattuman ja osaamisen erottamisen vaikeudesta. Kuvitelkaapa, että samaan tulokseen olisi yltänyt kaksijalkainen vedonlyöntineuvoja, joka tulosten lisäksi voisi kertoa tarkemmin siitä prosessista, jolla veikkauksiinsa päätyi sekä siitä, miten hän on vuosien aikana kehittänyt prosessia

osumatarkkuuden parantamiseksi — ja nyt MM-kisat 2010 *todistivat* että kaikki on kohdallaan! Uskaltaisimmeko väittää, että hän on vain onnekas?

Oletetaanpa, että naapurimme olisi hänen vedonlyöntiasiakkaansa ja olisi panostanut 10 000 euroa oraakkelin jokaisen neuvon mukaisesti. Hän olisi 14 vedonlyöntikerralla peräti 13-kertaistanut rahansa 130 000 euroon! Vieläpä pienellä ”riskillä” sillä varallisuus on välissä laskenut vain kaksi kertaa. Uskoisitko naapurin kertovan meille, että hänen oraakkelinsa menestys on todennäköisesti vain sattumaa?

En yritä väittää, että kaikki menestyneet salkunhoitajat olisivat vain onnekkaita. Mutta esimerkki kertoo selvästi, että sattuma on aina sijoittajan (ja salkunhoitajan) seuralainen eikä ole helppoa erottaa todellista ammattitaitoa hyvästä turista.

Tämä pätee myös Phoebukseen. Toiminnan alusta rahasto on tuottanut 65 % indeksiä enemmän, jonka moni ehkä tulkitsee niin, että olen onnistunut salkunhoidossa. Mutta kun huomioidaan, että Phoebuksen vuosittainen ylituotto on ollut 3,3 % ja indeksipoikkeama on vuositasolla ollut 13 % eli 9 vuoden jaksolla 4,4 % (riski pienenee ajan neliöjuurella) näemme, että ylituotto on pienempi kuin yksi standardipoikkeama. Tilastollisesti Phoebuksen ylituotto ei siis ole merkitsevä alle 33 % virhemarginaalilla. (Mustekala Paulin ”ylituotto” sen sijaan on tilastollisesti merkitsevä 1 % virhemarginaalilla, joten edes tilastot eivät kerro kaikkea.)

Sijoittaja löytää tästä ainakin kolme oppia:

1) Minkään sijoituksen tai salkunhoitajan menestystä ei pidä arvioida ainoastaan toteutuneiden lopputulosten valossa, siis ottamatta huomioon sattuman roolia lopputuloksen syntyyn (tämän ymmärtää jokainen pokerin pelaaja). On vähintään yhtä tärkeää ymmärtää *miten* salkunhoitaja pyrkii hyvään lopputulokseen kuin kuinka hyvään lopputulokseen hän on (ehkä sattumalta) päässyt. Mielestäni paljon itse asiassa jopa tärkeämpää, koska sijoittaja jaksaa yleensä pysyä kurinalaisena vain, jos luottaa salkunhoitajaansa.

2) Koska sattuman roolia ei voi koskaan kokonaan eliminoida, kaikkia munia ei kannata laittaa edes parhaalta näyttävään koriin; riskien hajautus on tarpeen. Tämä koskee riskejä kaikissa ulottuvuuksissa: allokaatiota, maariskiä, toimialariskiä, yksittäisen yhtiön riskiä, salkunhoitajariskiä jne.

3) Median rooli oraakkelien tekijänä on suuri. Oletteko koskaan kuulleet siillistä nimeltä Leon, marsusta nimeltä Jimmy tai kääpiövirtahevosta nimeltä Peggy? Kuten Paul, ne kaikki veikkasivat jalkapallo-otteluita. Mutta ne veikkasivat väärin.

Paulin kannalta tarinalla on onnellinen loppu. Oberhausenin akvaario kertoi 12. heinäkuuta, että lukuisista ostotarjouksista huolimatta se on päättänyt pitää Paulin ja päästää hänet eläkkeelle oraakkelin työstä. Hän palaa nyt entiseen tehtävänsä, joka on saada akvaarion lapsivierailijat hymyilemään. Myös tässä tehtävässä Paul menestynee mainiosti!



**nokian
TYRES**

Kerroin kaksi ja puoli vuotta sitten katsauksessamme 1/2008, että Nokian Renkailla on mielestäni erinomaiset kasvumahdollisuudet, mutta korkea arvostus ei juuri jätä sijaa pettymyksille, joten en aio lisätä omistustamme. Riskit myös toteutuivat. Venäjän talouden romahdettua tulos laski kolmasosaan ja osakekurssi kävi keväällä 2009 alimmillaan 74 % alle alkuvuoden 2008 tasojen.

Käänteeseen parempaan on jo tapahtunut. Jopa niin voimakkaana, että Nokian Renkaat kertoo, että kysyntä ylittää taas yhtiön valmistuskapasiteetin ja kysynnän kasvu näyttää olevan yhä kiihtymässä. Kiitorataa löytyy: pelkästään Venäjän henkilöautorenkaiden jälkiasennusmarkkinoiden arvioidaan tuplaantuvan tämän vuoden miljardista eurosta yli kahteen miljardiin vuoteen 2013 mennessä ja lähes kolmeen miljardiin vuonna 2015. Premium-renkaiden segmentti, jossa Nokian Renkaat on selvä markkinajohtaja, kasvaneen tätäkin nopeammin.

Vastatakseen kasvaneeseen kysyntään Nokian Renkaat on tänä vuonna ottanut käyttöön seitsemännen ja kahdeksannen tuotantolinjansa (4 miljoonaa rengasta) Venäjän tehtaalla ja vaikuttaa siltä, että linjat 9-10 tulevat käyttöön jo ensi vuonna. Lisäksi yhtiö on pystynyt teknologian avulla tehostamaan linjojaan. Yksi linja teki aiemmin miljoonaa rengasta vuodessa 100 henkilön voimin; nyt uusi linja tekee 1,3-1,4 miljoonaa rengasta 60 henkilöllä. Tuottavuus siis kaksinkertaistuu uusilla linjoilla.

Tämä tarkoittaa, että yhtiöllä tulee viimeistään vuonna 2013, ehkä jopa aiemminkin, olemaan noin 18-19 miljoonan renkaan tuotantokapasiteetti, kun tuotanto ennen taantumaa oli korkeimmillaan noin 11 miljoonaa rengasta. Vuosittainen volyymin kasvutrendi on siis yli 10 %, vaikka väliin mahtuu harvinaisen syvä suhdannekuoppa! Talvirenkaiden hinnat ovat Venäjällä edelleen 15-20 % kalliimmat kuin Suomessa, joten idän kasvu tulee parantamaan jonkin verran myös keskimääräistä hintatasoa.

Osakekurssi on reagoinut parantuneisiin näkyymiin ja on enää 8 % alle kahden ja puolen vuoden takaisen tasonsa. Pohjilta se on noussut kokonaiset 256 %. Ovatko markkinat siis yli-reagoineet jo niin paljon, että potentiaalia ei enää ole?

Eivät välttämättä. Nokian Renkaat tekee tänä vuonna tulosta noin euron per osake ja siihen suhteutettuna P/E -luku 25x vaikuttaa kieltämättä korkealta. Mutta jos ja kun yhtiön laajennussuunnitelmat toteutuvat, en pitäisi yllätyksenä, jos yhtiö vuonna 2013 tekisi tulosta lähemmäs 2,50 euroa per osake – tekihän se parhaimmillaan 1,70 euron vuositulosta ennen taantumaa. Siihen suhteutettuna P/E -luku olisi noin 10x, joka jättää osinkotuoton lisäksi tilaa myös kurssinousulle. Osake ei mielestäni ole järkyttävän kallis.

Mikään alhaisen riskin ”varma” sijoitus Nokian Renkaat ei silti edelleenkään ole, mutta käsitykseni yhtiön laadukkuudesta on taantumien aikana vain vahvistunut. Kim Gran joukkoi- neen tekee osakkeenomistajille hyvää työtä.



STATE STREET

Esitellessäni amerikkalaisen arvopaperisäilyttäjäpankkimme State Streetin viimeksi vajaan kolme vuotta sitten, katsauksessa 4/2007, kehuin sen laatua ja iloitsin siitä, että osakekurssi oli vihdoin alkanut seurata pankin liiketoiminnan positiivista kehitystä. Näin tosin joitakin riskejä subprime-kriisiin liittyen — olisi pitänyt nähdä enemmänkin.

Pankki teki vuoden 2008 alussa 600 miljoonan dollarin varauksen, koska liian spekulatiiviset sijoitukset laskivat sen rahamarkkinarahastojen arvoja. Tämä osoittautui vain jäävuoren huipuksi. Finanssikriisin takia pankki hävisi yli 5 miljardia dollaria sen omien, enimmäkseen tosin taseen ulkopuolisten, korkosijoitusten arvojen romahdettua. Tappioista valtaosa syntyi jo 2008 lopussa, mutta kirjattiin 2009 tulokseen.

Ongelmien paljastuttua State Streetin kurssi laski enimmillään -78 %. Se on viimeisen puolentoista vuoden aikana noussut 112 %, mutta on edelleen 54 % alle vuoden 2007 lopun tason. Täydellistä toipumista ei voi odottaa pitkään, pitkään aikaan. Tappiot pakottivat State Streetin hankkimaan lisää pääomaa, kuten pankeissa aina. Se on viimeisen kolmen vuoden aikana laskenut liikkeelle 50 % lisää osakkeita, 8,6 miljardilla dollarilla. Vaikka pankin markkina-arvo palaisi ennalleen, osake maksaisi siis enää vain kaksi kolmasosaa huippuhinnoistaan.

State Streetin varsinainen liiketoiminta, arvopaperisäilytys ja omaisuudenhoito, on edelleen kehittynyt hyvin. Sillä on säilytyksessä arvopapereita 14 000 miljardilla dollarilla ja varainhoidossa 1 800 miljardia eli lähes saman verran kuin kolme vuotta sitten, vaikka osakemarkkinat ovat laskeneet merkittävästi. Parempaan kustannustehokkuuden ansiosta State Streetin operatiivinen tulos (poislukien arvostustappiot ja kertaerät) on lähes kolmanneksen parempi kuin 2007. Pankki on maailman toiseksi suurin säilyttäjä noin 15 % markkinaosuudella: BNY Mellonia pienempi, mutta suurempi kuin JP Morgan ja Citi.

Myös johdon jatkuvuus on mallikasta. Toimitusjohtajana vuodesta 2004 toiminut 64-vuotias Ron Logue jäi keväällä eläkkeelle ja hänen seuraajakseen valittiin 53-vuotias Jay Hooley, joka on ollut State Streetin ja sen osakkuusyhtiöiden palveluksessa vuodesta 1986. Samalla tavoin Logue tuli aikoinaan toimitusjohtajaksi talon sisältä, David Spinan tilalle.

Nykykurssilla (37 dollaria) State Streetin arvostus on vain noin 10x operatiivinen tulos, vaikka korkosijoitusten arvostusongelmat näyttävät olevan historiaa ja perusliiketoiminta on kasvavaa, kannattavaa ja melko stabiilia. Miksi pankki sitten on Phoebuksen pienin sijoitus?

Koska en pidä siitä tavasta, millä se ajautui ongelmiin. Tapioilliset korkosijoitukset eivät liittyneet liiketoimintaan, vaan olivat täysin spekulatiivisia. Niiden pelkkä olemassaolo kieli siitä, että yrityskulttuurissa on minun makuuni hieman liikaa ahneutta ja tuloksenkaunistelua. Siksi en usko, että State Street tulee olemaan Phoebuksen ydinsijoituksia jatkossa. En toisaalta ole kiirehtinyt myymäänkään, kun kerran hinta on edelleen alhainen.

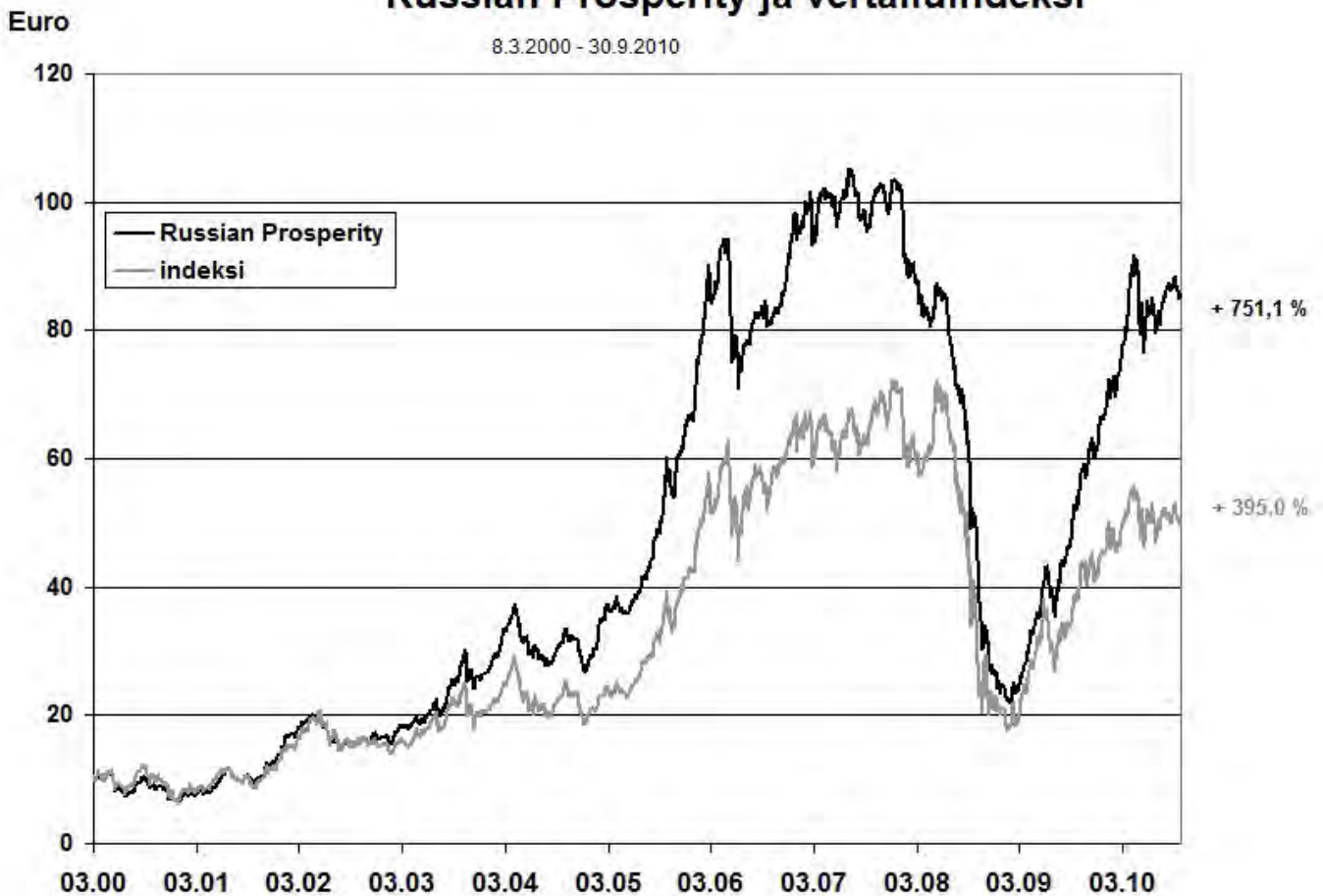
Anders Oldenburg, CFA
salkunhoitaja

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

30.9.2010

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

Russian Prosperity ja vertailuindeksi



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä & IVY
Rahaston koko (milj. euroa)	157,3
Vertailuindeksi	RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % 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	Petri Rutanen, Jonathan Aalto

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	4,22 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, sisältyy TER-lukuun)	2,71 %
Kaupankäyntikulut **	0,88 %
Kokonaiskulut (TKA)	5,11 %
Salkun kiertonopeus	4,14 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	12,86 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	0,07 %

** Huom! Kyseessä on arvio, suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns nettokauppana ilman selkeitä välityspalkkioita.

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,32 %	11,73 %	-0,93 %	19,89 %
Vuoden alusta	28,27 %	19,60 %	9,16 %	26,19 %
1 v	59,79 %	18,86 %	26,81 %	26,43 %
3 v	-13,27 %	24,90 %	-24,90 %	43,44 %
5 v	47,93 %	21,92 %	31,39 %	37,79 %
10 v	839,31 %	22,68 %	381,37 %	36,22 %
Aloituspäivästä	751,11 %	23,44 %	395,04 %	37,02 %
Aloituspäivästä p.a.	22,46 %		16,34 %	

* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
BASHNEFT	Venäjä	10,2 %
GAZPROM	Venäjä	6,7 %
SURGUTNEFEGAS	Venäjä	6,0 %
TNK-BP	Venäjä	5,8 %
LUKOIL	Venäjä	4,8 %
TGK	Venäjä	4,6 %
BASHKIRENERGO	Venäjä	4,3 %
COMSTAR UNITED TELESYST	Venäjä	4,3 %
M VIDEO	Venäjä	4,1 %
MHP SA	Ukraina	3,8 %

SALKUNHOITAJALTA

Venäjän talouden toipuminen on jatkunut varovaisesti kolmannella neljänneksellä. RTS-osakeindeksi nousi heinäkuussa 15,1 %, mutta laski elokuussa 4,0 % syynä pitkälti länsimaiden velkaongelmat ja pelko talouskasvun hiipumisesta. Markkinat elpyivät taas syyskuussa, + 2,2 %. Vuoden alusta RTS-indeksi on noussut 9,7 % ja rahastomme peräti 28,3 %.

Myös Venäjän talous kasvaa. Viimeisimpien tilastojen mukaan kansantuote on tämän vuoden kahdeksan ensimmäisen kuukauden aikana noussut 3,7 %. Kasvu kulkee käsi kädessä kehittyvien markkinoiden kanssa ja on ajoittain ollut jopa näitä nopeampaa.

Länsimaisten sijoittajien pelot globaalin talouskasvun elpymisestä ovat viimeisten kuukausien aikana aiheuttaneet Venäjänkin markkinoilla pyrähdyksittäistä paniikkimyyntiä, vaikka venäläiset yhtiöt ovat hyvässä taloudellisessa kunnossa. Lisäsyy tähän on suurimpien yhtiöiden riippuvuus viennistä. Vientiin liittyvät huolet eivät tosin ota huomioon venäläisyhtiöiden vahvoja tulonäkymiä, jotka perustuvat pitkäjänteisiin kauppasuhteisiin Aasian maiden kanssa.

Venäjän osakekurssit ovat edelleen pitkälti riippuvaisia öljyn hinnan kehityksessä, mutta myös tuotantomäärät vaikuttavat. Venäjän öljyntuotanto nousi syyskuussa ennätyslukemiin, yli 10,2 miljoonaa barreliä päivässä. Myös Venäjän kaasutuotanto on jatkunut kasvuaan nyt jo 47,7 miljardin kuutioon, mikä on yli 5 % enemmän kuin viime vuoden syyskuussa.

Nousu näkyy myös kurssissa: Russian Prosperity -rahaston suurimman sijoituksen Bashneftin osake on noussut peräti 145 % vuoden alusta. Toimialakohtaiset erot kurssikehityksessä ovat kuitenkin herättäneet huomiota. Kotimaisesta kysynnästä hyötävien yhtiöiden osakkeet ovat nousseet vielä vientiyhtiöitäkin paremmin. Rahaston neuvonantaja Prosperity Capital Management (PCM) uskoo kotimaisen kysynnän kasvun edelleen jatkuvan ja telekommunikaatio ja kulutustavarat jatkavat siten ylipainossa indeksiin nähden.

Viimeisen vuosineljänneksen aikana ei salkun suurimpien omistusten joukossa ole tapahtunut merkittäviä muutoksia. Kymmenen suurinta omistustamme ovat tällä hetkellä noin puolet rahaston arvosta. Rahaston arvopaperimäärä on hieman laskenut.

Toimiala	RPFE %	RTS %
Öljy & Kaasu	46	49
Muut raaka-aineet	10	19
Teollisuus	2	1
Telekommunikaatio	11	3
Energia (sähkö)	12	8
Rahotus	4	18
Kulutustavarat	14	2

PCM pyrkii useimmiten löytämään rahastoon vähemmän tunnettuja yhtiöitä, joiden arvostus on suuryhtiöitä alhaisempi. Hyvä esimerkki on Central Euro Distribution Corporation (CEDC), joka on maailman suurimpia vodkantuottajia. Viime vuonna yhtiö myi yhteensä 270 miljoonaa litraa vodkaa.

CEDC:llä on vahva asema sekä Venäjällä että Puolassa. Sen tunnetuimpia tuotteita ovat BOLS, Zubrowka, Absolvent ja Soplca. Yhtiö on myös Venäjän suurimpia viinin ja olueen maahantuojia. Vaikka vodkan kulutus on Venäjällä hieman laskenut, on yhtiö optimistinen tulevaisuuden suhteen: mietojen alkoholijuomien suosio on kasvamassa.

Edullista!

Rahaston suurimpien sijoitusten joukosta löytyvät tällä hetkellä kuitenkin myös esimerkiksi jättiläiset Lukoil ja Gazprom. Hyvästä tuottokehityksestä huolimatta Gazpromin 2010 P/E-luvuksi ennustetaan 4,5x, joka tekee siitä yhden maailman edullisimmin hinnoitelluista suuryhtiöistä.

Venäläiset osakkeet ylipäättäänkin ovat noususta huolimatta edelleen edullisia monilla mittareilla, kun verrataan länsimäihin tai muihin suuriin kehittyviin markkinoihin. Sijoitusneuvotamme arvio rahaston omistusten P/E-luvusta vuodelle 2010 on 7,6x. Myös RTS-indeksin P/E-luku 7,7x on alhainen verrattuna vaikkapa Kiinan Shanghai A-indeksiin (17,9x), Intian Sensex-indeksiin (16,8x) ja Brasilian Bovespaan (12,8x).

Tämä on noteerattu laajalti myös talouslehdissä. Syyksi esitetään useimmiten poliittisia ja taloudellisia riskejä. Suurin riski piilee PCM:n mukaan kuitenkin yritysten hallintokulttuurissa. Siksi PCM pyrkii osallistumaan sijoituskohteidensa kehittämiseen aktiivisesti, esimerkiksi hallitustyöskentelyn kautta, ja siten nostamaan yhtiöiden pitkän aikavälin arvoa.

Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta



Jonathan Aalto, salkunhoitaja
jonathan.aalto@seligson.fi

TEKNINEN SALKUNHOITAJA VAIHTUU

Russian Prosperity Fund Euron sijoituspolitiikka perustuu Moskovasta ja Lontoosta käsin toimivan Prosperity Capital Managementin (www.prosperitycapital.com) sijoitussuosituksiin. Rahastolla on kuitenkin Seligson & Co:lla toimiva ”tekninen” salkunhoitaja, joka on vuodesta 2005 lähtien ollut Petri Rutanen.

Hänen parikseen on syksyn kuluessa kouluttautunut Jonathan Aalto, joka toimii myös Seligson & Co Kehittyvät markkinat –rahaston teknisenä salkunhoitajana. Jonathan ottaa päävastuun myös Russian Prosperity –rahastosta vuoden 2011 alusta alkaen.

KEHITTYVÄT MARKKINAT: RAHASTON ENSIMMÄINEN KUUKAUSI

Dimensional Fund Advisors (DFA) -yhtiön irlantilaiseen Emerging Markets Value Fund -rahastoon varansa sijoittava Seligson & Co Kehittyvät markkinat aloitti toimintansa syyskuussa ja sijoittajat ovat löytäneet sen mainiosti. Rahaston koko on noussut yli 8 miljoonaan euroon ja sillä on tätä kirjoitettaessa yli 1300 osuudenomistajaa.

Kuukauden perusteella ei Kehittyville markkinoille voi laskea muiden rahastojemme kanssa vertailukelpoisia tunnuslukuja, mutta seuraavassa vastaan yleisimpiin saamiimme rahastoa koskeviin kysymyksiin.



Rahaston kustannuksista puhuttaessa näkee aina välillä TER-luvun, mutta esim. Talouselämässä puhuttiin vain hallinnointipalkkiosta. Kumpi on oikeampi?

Lyhyt vastaus: TER-luku.

TER (Total Expense Ratio) luku mittaa rahastoyhtiön perimien kulujen osuutta rahaston pääomasta. Lukuun lasketaan rahaston hallinnointi-, säilytys- ja muut palkkiokulut.

Suomalaisissa rahastoissa TER-luku harvoin poikkeaa rahastojen ilmoittamista vuotuisista hallinnointi- ja säilytyskuluista eikä TER-luku aina anna sijoittajalle juurikaan lisätietoa.

Tärkein TER-luvuista puuttuva kuluerä ovat rahastojen käymän arvopaperikaupan kustannukset. Ne ovat mukana TKA-luvussa (Ruotsissa kehitetty tunnusluku, *totalkostnadsandel*), jonka julkaisemme useimmista rahastoistamme, mutta emme kuitenkaan Kehittyvistä markkinoista, koska ko. lukua ei alla olevasta DFA:n rahastosta ole saatavissa.

Kohderahaston toteutuneiden lukujen perusteella laskettu oletettu TER-arvio 0,96 % sisältää hallinnointipalkkion lisäksi myös kohderahaston sellaiset lisäkulut, joita pelkkään hallinnointipalkkioista laskettavaan 0,75 %:n vuosikustannukseen ei sisälly.

Suosittelimme vertailemaan rahastoja ennen muuta TKA-lukujen perusteella, mutta jos niitä ei ole saatavilla, niin kannattaa käyttää TER-lukuja.



Mikä on Kehittyvät markkinat -rahaston vastapuolirikki? Mitä tapahtuisi jos kohderahaston emoyhtiö menisi konkurssiin?

Vastapuolirikissäkin voi olla monta osatekijää. Ehkä tärkeintä on huomata, että Kehittyvien markkinoiden kohderahasto sijoittaa puhtaasti osakkeisiin eikä siihen siten sisälly johdannaispositioiden vakuuksiin liittyvää vastapuolirikkiä (kuten esimerkiksi monissa ulkomaisissa ETF:issä).

Kohderahastomme on myös eurooppalaisen rahastodirektiivin mukainen UCITS-rahasto (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities), joten rahaston varat ovat sijoittajien omaisuutta ja ne on pidettävä erillään rahastoyhtiön varoista.



Ovatko kehittyvät markkinat mielestänne jo ylihinnoiteltuja?

Mielipiteitä on aina monia, mutta varmuudella ei tulevaisuudesta voi tietää. Myöskään kehittyvien markkinoiden osakekurssien kehitystä tulevaisuudessa ei pysty luotettavasti ennustamaan.

Jokaisella sijoittajalla on kuitenkin erikoistietoa salkun koostumuksen kannalta olennaisimmista tekijöistä: omasta tilanteesta ja omista tavoitteista. Markkina-arvailujen sijaan kannattaa keskittyä varmistamaan, että oman salkun riskitaso vastaa juuri itselle sopivaa tuottotavoitteiden ja turvantarpeen leikkauspistettä. Sen jälkeen on hyvä vielä varmistaa, että valittu riskitaso säilyy ajan myötä ja sijoitukset toteutetaan niin, että tuottoa ei huku turhiin kuluihin.

Kehittyvien markkinoiden osuus maailmanmarkkinoista on nyt noin 13 % (*lähde*: S&P, index rebalancing 2010). Niiden ainakin perinteisesti korkean heilahteluasteen vuoksi jotakuinkin vastaava paino voisi olla hyvä maksimisuositus rationaaliselle sijoittajalle. Omat tavoitteet ja riskinottohalu ajavat kuitenkin karkeiden suositusten ohi menen tullen.



Kehittyvätkö yhtiöt nopeasti kasvavilla markkinoilla sijoittajan kannalta paremmin?

Eivät välttämättä tai ainakaan tämänhetkinen tutkimustieto ei tällaista käsitystä tue. Tarkemmin asiasta esimerkiksi Suomen Morningstarin verkkoartikkelissa ”Pelkkä kasvu ei kohota kursseja” (linkki: www.morningstar.fi/fi/news/article.aspx?lang=fi-FI&articleid=91910&categoryid=190).

Jos haluaa pikku hiljaa hyötyä kehittyvien markkinoiden talouskasvusta ilman niitä riskejä, jotka liittyvät näiden markkinoiden yhtiöihin ja osakemarkkinoihin, on todella maailmanlaajuisesti toimivista yhtiöistä koostuva Global Top 25 Brands mainio valinta.



Löytyisikö rahaston kaikkia sijoituksia listattuna jostakin?

DFA julkaisee rahastojensa kaikki sijoitukset sekä vuosikatsauksessa että puolivuotiskatsauksessa. Molemmat löytyvät rahaston esittelystä DFA:n verkkosivuilta eli osoitteesta www.dfauk.com/strategies/emerging/emg_mkts_value_b/ ja kopion voi myös tilata asiakaspalvelustamme joko sähköpostilla (info@seligson.fi) tai puhelimitse 09-6817 8200.



Tuleeko Kehittyvät markkinat rahastoluotaimeen?

Yleisellä tasolla, yhtenä kokonaisuutena otsikolla ”Kehittyvät markkinat” se on Rahastoluotaimessa jo nyt. *Pyrimme* lisäämään maat ja toimialat loppuvuoden aikana. Koska kohderahaston arvopaperimäärä on yli 1700, tarkka listaus arvopapereittain sotkisi luetteloa enemmän kuin mitä se toisi lisäinformaatiota.



Maksaako Kehittyvät markkinat osingot vai onko kysymyksessä niin sanottu kasvuosuus? Jos maksaa niin verotetaanko osinkoja Suomessa vai Irlannissa?

Kohderahasto eli *DFA Emerging Markets Value* ei maksa osinkoja sijoittajille. Seligson & Co Kehittyvät markkinat rahaston osuuslaji A on vuotuisia tuottoja maksamaton kasvuosuus ja osuuslaji B maksaa kerran vuodessa suurin piirtein osinkotuottoa vastaavan määrän ja aina vähintään 4 % rahaston edellisen vuoden viimeisen päivän arvosta.

Tuotonjaon yksityiskohdista päättää Rahastoyhtiön varsinainen yhtiökokous tilinpäätöksen vahvistamisen yhteydessä ja tuotto maksetaan yleensä maalís/huhtikuussa. Suomalaisen sijoittajan tuotto-osuuksien tuottoja verotetaan Suomessa pääomatulona. Yksityissijoittajalle osuuslaji A eli kasvuosuus on normaalisti verotehokkaampi.

Lopuksi vielä rahaston DFA:n viimeksi julkaisemat maa- ja toimialajakauumat. Toimialoissa käytetty DFA:n omaa luokittelua.

Toimialat 30.6.20109	Osuus %	Maat 30.9.2010	Osuus %
Rahoitusala	24,80 %	Brasilia	13,6 %
Muut	18,40 %	Etelä-Korea	12,9 %
Valmistava teollisuus	14,30 %	Kiina	12,5 %
Kulutushyödykkeet	10,30 %	Taiwan	12,1 %
Rakentaminen	7,60 %	Intia	11,1 %
Tuotantovälineet	6,60 %	Etelä-Afrikka	8,3 %
Energia	6,40 %	Mexico	5,7 %
Kestohyödykkeet	4,40 %	Venäjä	4,3 %
Liikenne ja kuljetus	3,80 %	Malesia	3,7 %
Infrastruktuuri	1,80 %	Indonesia	3,4 %
Viestintä	1,00 %	Chile	2,8 %
Liike-elämän palvelut	0,70 %	Thaimaa	2,6 %
Kiinteistöyhtiöt	0,10 %	Turkki	2,4 %
		Puola	1,9 %
		Unkari	1,2 %
		Muut	1,5 %

Jonathan Aalto, salkunhoitaja
jonathan.aalto@seligson.fi

RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ

Volatiliteetti / standardipoikkeama

Riskimittari, joka kuvaa rahaston arvon heilahtelua. Tunnusluku lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona. Luku ilmoitetaan prosentteina vuodessa.

Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski)

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

Salkun kiertonopeus

Rahaston arvopapereiden vaihtuvuus tietyllä ajanjaksolla. Luku lasketaan vähentämällä tehtyjen ostojen ja myyntien yhteissummasta merkintöjen ja lunastusten yhteissumma (summa1). Salkun kiertonopeus on saadun luvun (summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kiertonopeus 200 % tarkoittaa siten, että tarkastelujakson aikana on myyty kaikki rahaston arvopaperit ja tilalle ostettu uudet.

Negatiivinen kiertonopeus tarkoittaa, että salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyyymi on ollut pienempi kuin merkintöjen ja lunastusten.

Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloitettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna *keskimääräisestä* pääomasta edeltävällä 12 kk:lla. **Huom!** Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaan kaupankäyntikulut tulisi laskea jakamalla euromääräinen kulu edeltävän 12 kk:n *korkeimmalla* rahastopääomalla. Tämä laskentatapa tuottaa kuitenkin mielestämme harhaanjohtavan alhaisen tuloksen ja käytämme sitä vain niissä rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi-raporteissa, joita Sijoitusrahastoyhdistyksen suositus koskee.

Total expense ratio / TER

Kertoo rahaston perimien kulujen osuuden prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Luku sisältää rahaston pääomasta veloitettavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä mahdollisen tuottosidonnaisen palkkion. TER –luku *ei sisällä* esim. kaupankäyntikuluja, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen osalta TER sisältää myös kohderahastojen kiinteät kulut.

Jos rahastolla on *tuottosidonnainen palkkio*, lasketaan sen arvo alkaen edeltävästä vuodenvaihteesta kunkin rahaston sääntöjen mukaan.

Kokonaiskulut / TKA

Kaikki rahastopääomasta veloitettavat kulut (TER + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. TKA ei sisällä rahaston maksettavaksi koituvien lähdeverojen kustannuksia.

Välityspalkkiot lähipiirille

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujaksolla maksamista välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan kirjanpöytäkirjaan konsolidointiryhmään kuuluvalla sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle.

Korkoriski (duraatio)

Duraatio ilmaisee korkosijoituksen korkorisikin yhtenä lukuna. Korkoriski on käytännössä sijoituksen markkina-arvon herkkyyden muutokselle. Matemaattisesti duraatio lasketaan joukkolainan kassavirtojen (vuotuiset kupongit ja lainan pääoman takaisinmaksu erääntymisessä) pituuskien pääomilla painotettuna keskiarvona ja ilmaistaan vuosina. Kun korkotaso muuttuu (+/-) x prosenttiyksikköä, niin joukkolainan arvo muuttuu (-/+) duraatio *x %.

Sharpen luku

Alan käytännöstä poiketen *emme julkaise* tässä katsauksessa Sharpen lukua, koska se ei käsittäksemme tuo mitään olennaista informaatiota indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksipoikkeaman (tracking error) lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaisesti rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosiraporteissa.

PASSIIVISESTI PAREMPI

Yllä olevalla mukavalla otsikolla, tosin kysymysmerkki perässä, meitä muisti Arvopaperilehden Sijoitusrahasopas 2010.

Opas rankkasi Seligson & Co Rahastoyhtiön Suomen kolmen parhaan joukkoon jo kolmatta kertaa peräkkäin. Järjestyksen laatimisessa käytetty menetelmä perustui kylläkin historiallisiin tuottoihin ja kertoi siten vain menneisyydestä, mutta toki tunnustus tuntuu aina mukavalta.

Johtopäätökseen ”passiivisesti parempi” voisi päätyä myös katsomalla Euro-obligaatorahastomme tuottolukuja. Sijoitustutkimuksen viimeisimmässä Rahastoraportissa (syyskuu 2010) se on viiden ja kymmenen vuoden tuotoilla vertailuryhmänsä kärjessä sekä vuoden ja kolmen vuoden luvuillakin kolmen parhaan joukossa.

Tämän lisäksi Euro-obligaatio on viime vuosina voittanut vertailuindeksinsä selvästi. Esimerkiksi viimeisimmän vuoden tuotot ovat lähes 3 prosenttiyksikköä indeksiä paremmat (ks. s. 19).

Ensittyväisyyden jälkeen moni voi kuitenkin huolestua. Miksi passiivinen rahasto on tuottanut indeksiä paremmin? Onko salkunhoitaja mennyt ottamaan aktiivista omaa näkemystä eri joukkolainojen tuotoista?

Ei syytä huoleen. Eroon rahaston ja indeksin välillä on vaihtanut monia tekijöitä. Tässä niistä tärkeimmät, osa on katsauksiamme aiemmin lukeneille kertausta.

- Vertailuindeksi sisältää tällä hetkellä 288 eri joukkolainaa. Rahastoamme mallinnetaan niiden perusteella huomattavasti pienemmällä määrällä (nyt 21).

Rahaston maturiteettijakauma ja duraatio ovat olleet tarkasteluajana varsin linjassa indeksin kanssa, mutta maajakauma ei ole ollut historiallisesti aivan yhdenmukainen. Esimerkiksi Irlannin, Portugalin ja Kreikan lainojen osuutta on yleensä mallinnettu suurempien maiden likvideillä obligaatioilla (tuottoerot esim. Saksaan ovat olleet normaalisti varsin kapeita).

Viime kuukausien tapahtumat markkinoilla ovat kuitenkin aiheuttaneet suuria tuottoeroja mainittujen valtioiden obligaatioiden tuotoissa eikä indeksiä ei ole saanut enää järkevästi mallinnettua suurempien maiden lainoilla.

Rahastoon on ostettu viimeisen vuoden aikana myös Irlannin ja Portugalin lainoja (Kreikka ollut mukana jo hieman aikaisemminkin). Nämä ostot on tehty hieman paremmalla tuottotasolla kuin millä ko. lainat ovat olleet indeksissä koko ajan mukana. Näin on tullut jonkin verran tuottoeroja indeksiin nähden ja maajakauma on nyt joka tapauksessa paremmin linjassa indeksin kanssa ja tavoitteena on tietenkin pysyä tässä yhä tiukemmin tulevaisuudessa.

- Rahaston ja indeksin sisältämien obligaatioiden erilainen arvostustapa vaikuttaa myös. Indeksi lasketaan ostonoteeraushinnoilla (BID) ja rahastomme omistukset arvostetaan sen sääntöjen mukaan osto – ja myyntinoteerausten (ASK) keskiarvona.

Normaalisti valtioiden obligaatiot ovat erittäin likvidejä sijoitusinstrumentteja, joiden niin sanottu BID/ASK-spread on hyvin kapea. Näin ollen erilainen arvostustapa ei *normaalisti* aiheuta suuria tuottoeroja. Viimeisen vuoden aikana BID/ASK-spreadit ovat kuitenkin olleet normaalia leveämpiä esimerkiksi - yllätys, yllätys - Kreikan lainoissa.

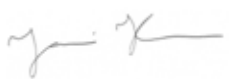
- Satunnaisia eroja aiheuttaa myös se, että indeksin ja rahaston arvonlaskennan kellonaika eri. Rahaston arvo lasketaan kello 14.30 ja indeksi markkinapäivän päätöshinnoin. Nämä erot menevät kuitenkin ns. molempiin suuntiin ja tasaantuvat pidempien aikavälien yli.

Tarkastelujakson muita tapahtumia passiivisissa rahastoisamme oli se, että Eurooppa –indeksirahaston seuraama indeksi vaihtui. No, jos tarkkoja ollaan se vaihtui juridisesti, mutta ei käytännössä.

Eurooppa –indeksirahaston ohjenuorana on aiemmin toiminut indeksi nimeltä Dow Jones STOXX Sustainability Europe, jonka laskennasta on vastannut STOXX ja yhtiövalinnoista sveitsiläinen Sustainable Asset Management (SAM). Dow Jones myös omisti aiemmin puolet STOXX:ista.

Dow Jonesin omistus pohja kuitenkin muuttui alkuvuonna ja samassa se luopui osuudestaan STOXX:issa. Indeksimme yhtiövalinnoista vastaava SAM päätti jatkaa yhteistyötä Dow Jonesin kanssa myös Eurooppa-indeksissä (kuten se tekee Pohjois-Amerikka- ja Aasia-rahastojemme seuraamissa indekseissäkin) ja STOXX tulee aikanaan etsimään uuden yhteistyökumppanin nyt siis aavistuksen verran lyhyemmän nimen saaneelle STOXX Sustainability Europe –indeksille.

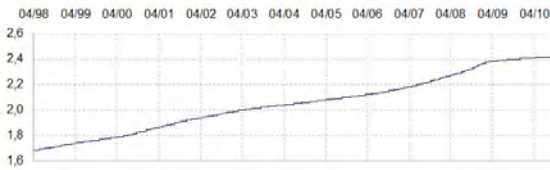
Me päätimme jatkaa rahaston taivalta Dow Jones / SAM –kombinaation kanssa. Heidän uusi Dow Jones Sustainability Europe –indeksinsä on käytännössä lähes identtinen Eurooppa-indeksirahastomme aiemman indeksin kanssa. Myös muutos tähän juridisesti-uuteen-mutta-käytännössä-samaan onnistuttiin tekemään erittäin pienellä kaupankäynnillä normaalin vuosittaisen indeksipäivityksen yhteydessä. Joka tapauksessa jouduimme siis ryhtymään aktiivisiin sopimuskeudellisiin toimiin, jotta voimme passiivisesti jatkaa samaa sijoituspolitiikkaa. Elämä on.


Jani Holmberg, salkunhoitaja
jani.holmberg@seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

RAHAMARKKINARAHASTO AAA
30.9.2010

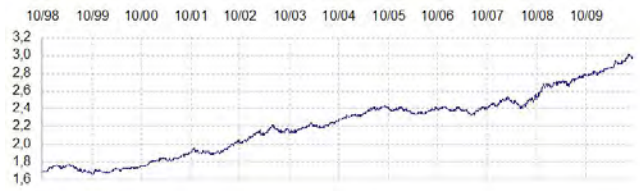
ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa lyhytaikaisiin eurooppalaisiin korkoinstrumentteihin.

EURO-OBLIGAATIO
30.9.2010

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien-lainojen indeksää.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	155,2
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg / Jaana Timonen

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	57,5
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Yr
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	0,28 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitajat	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO- JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,25 %	0,04 %	0,19 %	0,06 %
Vuoden alusta	0,68 %	0,04 %	0,51 %	0,06 %
1 v	0,90 %	0,04 %	0,71 %	0,06 %
3 v	8,94 %	0,16 %	9,04 %	0,20 %
5 v	15,32 %	0,15 %	15,91 %	0,17 %
10 v	32,91 %	0,15 %	35,59 %	0,17 %
Aloituspäivästä	44,01 %	0,15 %	47,51 %	0,17 %
Aloituspäivästä p.a.	2,96 %		3,16 %	

TUOTTO- JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,32 %	3,30 %	2,39 %	3,29 %
Vuoden alusta	7,39 %	2,99 %	4,87 %	3,52 %
1 v	7,70 %	3,02 %	4,84 %	3,48 %
3 v	24,75 %	4,47 %	20,95 %	4,29 %
5 v	23,82 %	3,99 %	21,57 %	3,83 %
10 v	71,86 %	3,72 %	71,42 %	3,63 %
Aloituspäivästä	77,80 %	3,69 %	78,49 %	3,61 %
Aloituspäivästä p.a.	4,93 %		4,96 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	57,11 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,26
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,02 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	0,93 %

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,30 %
Salkun kiertonopeus	-32,67 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 62,8%, AA 13,6%, A 21,6%, BB 2,0%
Salkun korkoriski (duraatio)	6,08
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,73 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

Määräaikainen talletus Ålandsbanken 19.11.2010	Suomi	4,5 %
Sijoitustodistus Aktia 15.10.2010	Suomi	4,5 %
Määräaikainen talletus Tapiola 22.11.2010	Suomi	3,9 %
Määräaikainen talletus Ålandsbanken 28.12.2010	Suomi	3,9 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP 03.12.2010	Suomi	3,9 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP 22.12.2010	Suomi	3,9 %
Määräaikainen talletus Suupohjan OP 26.11.2010	Suomi	3,2 %
Määräaikainen talletus Helsingin OP 16.08.2010	Suomi	3,2 %
Sijoitustodistus Nordea 07.10.2010	Suomi	3,2 %
Sijoitustodistus Pohjola Pankki Oyj 15.11.2010	Suomi	3,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

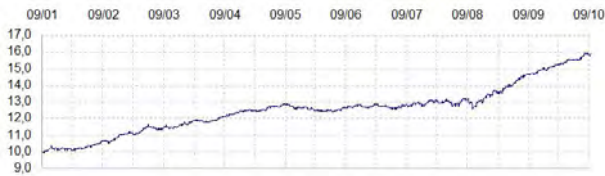
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.04.2019	Ranska	8,9 %
Saksan valtion obligaatio 3,50% 04.01.2016	Saksa	8,6 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.04.2015	Ranska	7,5 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	7,4 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.08.2014	Italia	7,4 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.07.2020	Itävalta	6,7 %
Hollannin valtion obligaatio 3,75% 15.07.2014	Alankomaat	6,6 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 01.03.2020	Italia	6,3 %
Saksan valtion obligaatio 4,0% 04.01.2018	Saksa	5,9 %
Ranskan valtion obligaatio 5,50% 25.04.2029	Ranska	4,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

30.9.2010

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksää.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	58,3
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,33 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO- JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,75 %	2,71 %	2,12 %	2,72 %
Vuoden alusta	6,30 %	2,60 %	6,52 %	2,27 %
1 v	8,06 %	2,56 %	8,43 %	2,28 %
3 v	24,42 %	3,79 %	25,22 %	3,34 %
5 v	23,82 %	3,34 %	26,11 %	2,97 %
Aloituspäivästä	58,65 %	3,21 %	68,31 %	3,02 %
Aloituspäivästä p.a.	5,23 %		5,92 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	0,34 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,38 %
Salkun kiertonopeus	-72,36 %
Lainaluokitukset	AAA 1,9 %, AA 12,6 %, A 56,4 %, BBB 29,1 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,28
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,26 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

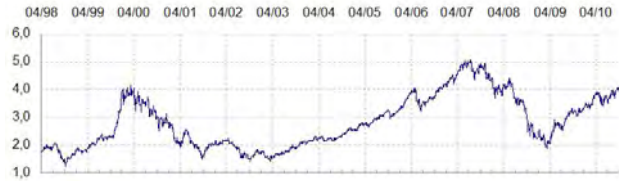
E.ON INTL FINANCE BV 5,75% 07.05.2020	Saksa	2,3 %
GDF SUEZ 6,25% 24.01.2014	Ranska	1,9 %
GLAXOSMITHKLINE CAPITAL 5,625% 13.12.2017	Iso-Britannia	1,8 %
VOLKSWAGEN INTL FIN 5,375% 22.5.2018	Saksa	1,8 %
ENEL-SOCIETA PER AZIONI 5,25% 20.06.2017	Italia	1,7 %
VATTENFALL TREASURY AB 6,75% 31.01.2019	Ruotsi	1,7 %
FRANCE TELECOM 4,75% 21.02.2017	Ranska	1,7 %
ELECTRICITE DE FRANCE 6,25% 25.01.2021	Ranska	1,7 %
VEOLIA ENVIRONNEMENT 4,375% 16.01.2017	Ranska	1,7 %
ELECTRICITE DE FRANCE 4,625% 06.11.2013	Ranska	1,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI -INDEKSIRAHASTO

30.9.2010

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	44,8
Vertailuindeksi	OMX Helsinki Benchmark Cap_GI
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 %, lunastettaessa jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO- JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	14,97 %	18,78 %	15,06 %	18,80 %
Vuoden alusta	22,21 %	22,00 %	22,61 %	21,95 %
1 v	27,31 %	21,11 %	27,84 %	21,05 %
3 v	-16,06 %	28,04 %	-13,96 %	28,21 %
5 v	26,72 %	24,31 %	30,98 %	24,41 %
10 v	38,66 %	24,16 %	22,24 %	24,28 %
Aloituspäivästä	141,56 %	25,73 %	105,38 %	26,04 %
Aloituspäivästä p.a.	7,31 %		5,92 %	

* Hintaindeksi 30.6.2005 asti, 1.7.2005 alk. Helsinki Benchmark Cap –tuottoindeksi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,52 %
Salkun kiertonopeus	-12,13 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,34 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	0,13 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

NOKIA OYJ	Suomi	9,0 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	8,5 %
FORTUM OYJ	Suomi	8,3 %
KONE OYJ-B	Suomi	7,6 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	4,7 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	4,6 %
METSO OYJ	Suomi	4,4 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	4,3 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,3 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	3,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

OMXH25 –INDEKSIOSUUSRAHASTO 30.9.2010



OMXH25 -indeksiosuusrahasto seuraa OMXH25 -osakeindeksiä. Indeksiosuus on noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjien kautta Helsingin pörssissä.

RAHASTON AVAINTIEDOT	
Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	178,6
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 / Jaana Timonen

TUOTTO- JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	15,18 %	18,30 %	15,29 %	18,38 %
Vuoden alusta	18,75 %	22,36 %	18,80 %	23,09 %
1 v	25,16 %	21,88 %	25,37 %	22,46 %
3 v	-27,36 %	31,20 %	-27,35 %	31,37 %
5 v	6,82 %	26,49 %	6,68 %	26,61 %
Aloituspäivästä	53,99 %	23,24 %	54,13 %	23,28 %
Aloituspäivästä p.a.	5,12 %		5,13 %	

* Huom! Hintaindeksi. ** OMXH25-indeksiosuusrahaston tuottoluvuissa ei ole otettu huomioon rahastosta maksettua tuotto-osuutta. Tuotto-osuuskorjattu luku julkaistaan internetissä www.seligson.fi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT 1.10.2009 – 30.9.2010

Paikkit yhteensä (TER)	0,17 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,20 %
Salkun kiertonopeus	23,99 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,20 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
FORTUM OYJ	Suomi	9,8 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,7 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,6 %
KONE OYJ-B	Suomi	8,6 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	7,7 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	6,1 %
METSO OYJ	Suomi	5,4 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	4,9 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	4,6 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	3,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA -INDEKSIRAHASTO 30.9.2010



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Europe-indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	56,3
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe 20.9.2010 asti DJ STOXX Sustainability
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO- JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,91 %	17,49 %	5,07 %	17,97 %
Vuoden alusta	3,42 %	19,52 %	3,82 %	19,66 %
1 v	7,74 %	18,83 %	8,40 %	18,94 %
3 v	-25,36 %	27,28 %	-23,52 %	27,38 %
5 v	-8,55 %	22,79 %	-5,30 %	22,87 %
10 v	-32,91 %	23,31 %	-27,61 %	23,36 %
Aloituspäivästä	-1,47 %	23,40 %	11,08 %	23,63 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,12 %		0,86 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT 1.10.2009 – 30.9.2010

Paikkit yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,12 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,57 %
Salkun kiertonopeus	-8,40 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,25 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	0,25 %

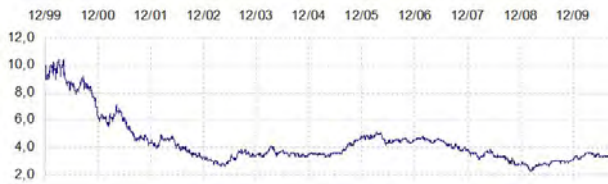
SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	4,9 %
NESTLE SA-REG	Sveitsi	4,8 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	3,8 %
TOTAL SA	Ranska	3,1 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,8 %
TELEFONICA SA	Espanja	2,7 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	2,6 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,5 %
RIO TINTO PLC	Iso-Britannia	2,3 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	Iso-Britannia	2,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

AASIA –INDEKSIRAHASTO

30.9.2010

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability Asia Pacific –indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	18,7
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO- JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,16 %	14,18 %	0,62 %	16,52 %
Vuoden alusta	6,52 %	15,56 %	8,30 %	17,17 %
1 v	11,05 %	15,51 %	11,93 %	16,88 %
3 v	-17,71 %	24,59 %	-14,41 %	25,66 %
5 v	-22,78 %	21,78 %	-18,28 %	22,63 %
10 v	-60,04 %	23,40 %	-56,79 %	24,20 %
Aloituspäivästä	-66,42 %	23,95 %	-63,48 %	24,99 %
Aloituspäivästä p.a.	-9,64 %		-8,93 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	0,48 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,13 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,61 %
Salkun kiertonopeus	8,07 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,72 %
Lähipiirin omistussuus (30.9.2010)	0,38%

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

BHP BILLITON LTD	Australia	6,7 %
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	5,7 %
SAMSUNG ELECTR-GDR REGS	Korean tasavalta	4,4 %
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	3,6 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	3,5 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	3,1 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	2,8 %
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	Taiwan	2,5 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	2,2 %
POSCO-ADR	Korean tasavalta	1,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

POHJOIS-AMERIKA -INDEKSIRAHASTO

30.9.2010

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America –indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	22,9
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO- JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,63 %	16,16 %	-1,37 %	16,81 %
Vuoden alusta	7,60 %	18,84 %	8,45 %	19,53 %
1 v	16,00 %	18,06 %	17,29 %	18,78 %
3 v	-18,68 %	28,21 %	-17,99 %	28,91 %
Aloituspäivästä	-15,21 %	25,88 %	-13,70 %	26,50 %
Aloituspäivästä p.a.	-4,30 %		-3,85 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	0,44 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,50 %
Salkun kiertonopeus	-1,32 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,73 %
Lähipiirin omistussuus (30.9.2010)	0,27 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

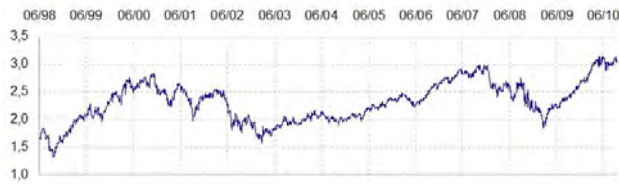
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	3,9 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	3,6 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	3,6 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	3,6 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	3,6 %
AT&T INC	Yhdysvallat	3,6 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	3,4 %
CISCO SYSTEMS INC	Yhdysvallat	2,6 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	2,6 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	2,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

PASSIIVISET RAHASTOT

GLOBAL TOP 25 BRANDS 30.9.2010

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	69,3
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO- JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,31 %	13,54 %	2,80 %	13,28 %
Vuoden alusta	11,88 %	14,75 %	16,24 %	17,29 %
1 v	23,64 %	14,20 %	25,73 %	16,61 %
3 v	4,75 %	21,33 %	0,41 %	21,69 %
5 v	31,69 %	17,88 %	14,13 %	18,01 %
10 v	13,60 %	18,46 %	0,06 %	17,30 %
Aloituspäivästä	79,94 %	19,07 %	29,34 %	17,31 %
Aloituspäivästä p.a.	4,89 %		2,12 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,65 %
Salkun kiertonopeus	-15,43 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,96 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	0,11 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

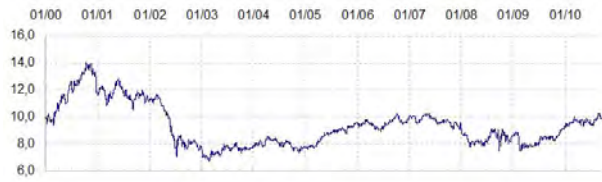
Maa Osuus rahastosta

MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	7,1 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	7,0 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,3 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,2 %
WALT DISNEY CO/THE	Yhdysvallat	5,9 %
HERMES INTERNATIONAL	Ranska	5,3 %
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	Saksa	4,7 %
NESTLE SA-REG	Sveitsi	3,5 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,5 %
HJ HEINZ CO	Yhdysvallat	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS 30.9.2010

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	30,1
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO- JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,23 %	12,48 %	-0,02 %	13,49 %
Vuoden alusta	7,01 %	13,49 %	5,45 %	16,08 %
1 v	13,69 %	12,69 %	13,77 %	15,68 %
3 v	1,06 %	18,74 %	-1,57 %	20,65 %
5 v	7,97 %	15,86 %	0,06 %	17,41 %
10 v	-26,48 %	16,32 %	-31,22 %	18,34 %
Aloituspäivästä	-2,16 %	16,75 %	-14,43 %	18,34 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,20 %		-1,44 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2009 – 30.9.2010

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,67 %
Salkun kiertonopeus	-20,04 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,82 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2010)	0,18 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

PFIZER INC	Yhdysvallat	7,5 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	7,1 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,1 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	6,0 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	5,8 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	5,6 %
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	Yhdysvallat	4,4 %
TEVA PHARMACEUTICAL-SP ADR	Israel	3,8 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	3,7 %
ALLERGAN INC	Yhdysvallat	3,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

KORKOJA, KORKOJA — MUTTA OIKEISTA SYISTÄ!

Syksyn mittaan on vähän väliä saanut lukea tämänkaltaisia uutisia sijoitusmarkkinoilta:

Pitkä korko kiinnostaa

Sijoittajat usk ovat korkora hastoihin ja etenkin pitkän koron rahastoihin. (Kauppalehti, 6.8.2010)

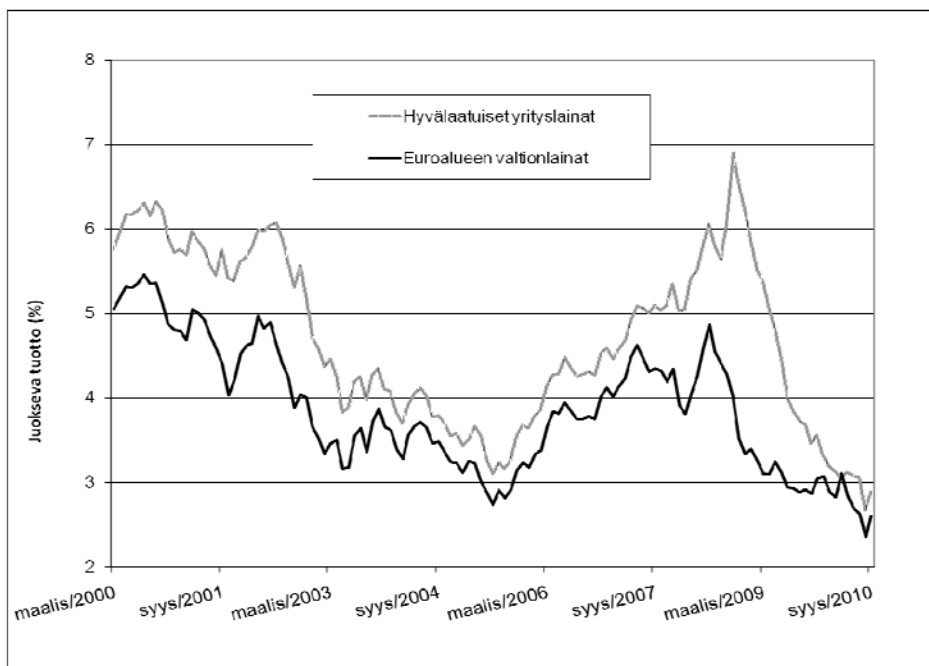
Yrityslainat suosikkina

Euroalueen luokitellut yrityslainat olivat rahastossijoittajien suosikkeja elokuussa. (Kauppalehti, 10.9.2010)

Otsikot kertovat siis rahastosijoittajien kiinnostuksen kohteista menneen parin kuukauden aikana. Vääjäämättä tulee mieleen monien sijoittajien ”perisynti” valita sijoituskohteita jo toteutuneiden tuottojen perusteella. Pitkien korkojen toteutuneet tuotot näyttävätkin tosiaan hyviltä, esimerkiksi Euro-obligaatorahastomme tuotto kolmelta vuodelta on n. 24,5 % eli n 8 % vuosi. Tämä mainio kehitys johtuu pitkien korkojen voimakkaasta laskusta finanssikriisin myötä.

Nyt seuraa kuitenkin yllätys: mennyt tuotto ei ole edes viitteitä antava indikaatio tulevasta. Mikäli sijoittaja ajattelisi saavansa obligaatorahastosijoitukseltaan seuraavalta kolmen vuoden jaksolta keskimäärin 8 % vuosituoton, edellyttäisi se pitkien (yli 5 vuotta) korkojen painumista lähivuosina *reilusti alle nollan* eli noin 2-3 % pakkasen puolelle. Tämä ei liene todennäköistä.

Pitkän koron rahastoihin sisältyvät aina omat riskinsä, mm. korkoriski sekä vastapuoliriski. Yksittäisen rahaston korkoriskiä ilmaistaan duraatiolla. Duraatio tarkoittaa karkeasti ilmaisten salkussa olevien instrumenttien keskimääräistä juoksaikaa.



Kuvassa euroalueen valtionlainten ja hyvälaatuisten yrityslainten korkomuutokset 10 vuoden ajalta. Huomaa riskilisten voimakas leventyminen finanssiriisin yhteydessä 2008. (Lähde: Bloomberg)

Jos salkun duraatio on esim. 5 tarkoittaa se käytännössä, että yhden prosenttiyksikön muutos 5 vuoden korkotasossa heilauttaa salkun markkina-arvoa n. 5 % suuntaansa. Kun euro maiden 5 vuoden obligaatiokorot ovat tällä hetkellä keskimäärin reilut 2 % eli historiallisen alhaalla, on selvää että menneisiin tuottoihin ei voida päästä.

Jos korkotaso ei seuraavan viiden vuoden aikana muutu, sijoittaja voi odottaa saavansa hajautetulle obligaatorahastolle vallitsevan korkotason mukaisen tuoton. Jos korkotaso edelleen laskee, salkun markkina-arvo nousee ja toisaalta korkotason noustessa tuotot painuvat miinukselle. Tässä kohtaa on mietittävä onko pitkistä korosta saatava tuotto (korko) riskiin nähden sopiva ja miettimisen avuksi kannattaa lukea Jarkko Niemen artikkeli sivulta 4.

Vastapuoliriski toteutui finanssikriisin pahimpina hetkinä valitettavasti myös niissä lyhyen koron rahastoissa, jotka sijoittivat varojaan pitkiin, vaihtuvakorkoisiiin lainoihin. Yrityslainarahastoissa olevien lainojen liikkeeseenlaskijoilla on yleensä kansainvälinen (Moody's, S&P) riskiluokitus. Mitä alempi luokitus on, sitä suurempi todennäköisyys yrityksellä on luokittajan mukaan ajautua laina-aikana maksuvaikkeuksiin. Toisaalta lainasta saatava tuotto on tällöin riskittömämpää lainaa korkeampi.

Yrityslainoista maksettava lisätuotto ilmaistaan usein riskilisenä eli spreadina suhteessa riskittömään korkoon (valtion lainat). Spreadit levenivät kolmen vuotta sitten moninkertaisiksi verrattuna historiallisen keskiarvoon finanssikriisin seurauksena. Kriisin hellittäessä ovat spreadit palanneet jokseenkin normaaleille tasoille. Tämä sekä laskeneet korot näkyvät myös yrityslainarahastojen pitkän aikavälin keskimääräistä korkeampana jo toteutuneena tuottona.

Vaikka valtion tai yrityslainarahastojen tuotto ei lähivuosina todennäköisesti ole edes pitkän aikavälin keskimääräistä, saati siis viime vuosien tasoa, kuuluvat ne usein oleellisena osana hyvin hajautettuun sijoitussalkkuun, esimerkiksi tuottojen heilahteluja tasaavana komponenttina. Sijoituspäätös kannattaa kuitenkin perustaa salkun kokonaisuhallintaan, ei viime vuosien tuottolukuihin.

Jaakko Jouppi, korkoasiantuntija
jaakko.jouppi@seligson.fi

HOPPET ÄR EVIGT

Vart man än vänder sig i finansiell press, vare sig i tryckt form eller på nätet, eller om man rör sig fysiskt eller virtuellt hos en finansiell aktör, som en bank eller ett fondbolag, kan man inte undgå att bli översköldad av marknadsföring för olika typer av investeringar i tillväxtmarknader.

Om jag lärt mig något om marknadsföring så är det att det enbart lönar sig att marknadsföra sådant som folk vill ha för stunden. Statistiken bekräftar att investerare vill ha aktier på tillväxtmarknader. Under det senaste året har inflödet till fonder som investerar i tillväxtmarknader varit rekordartat, både här hemma och i hela den västliga världen.

Och inte att undra på det! Under decenniet som gått har investerare i tillväxtmarknader fyrfaldigat sitt kapital (visserligen i dollar) när investerare i mera traditionella marknader sett sitt kapital minska. Trots att så gott som alla fonder i sin marknadsföring betonar att historisk avkastning inte är en garanti för framtida avkastning brukar placerare på denna punkt slå dövöret till. Den andra kategorin av fonder som fått njuta stora inflöden i år är långräntefonder, vilket lär duga som bevis!

I ett historiskt perspektiv kan man nämligen framhålla att kortsiktig historisk på de finansiella marknaderna snarare fungerar som en kontraindikator: upp som en sol, och så vidare... Den andra orsaken som tycks driva placerare till tillväxtmarknader är den så vanliga tankegången "denna gång är det kanske annorlunda" – ja, vem vet?

Nomen est omen

Nästan alla ekonomer är ense om att tillväxtekonomierna kommer att fortsätta att växa betydligt snabbare än de mogna ekonomierna – det är ju därför de kallas tillväxtekonomier! Man argumenterar därför för att även avkastningen på dessa marknader fortsättningsvis kommer att vara betydligt högre än på mera mogna marknader.

Några varningens ord är väl på sin plats. Under nittioalet var skillnaden i tillväxten mellan de så kallade utvecklade marknaderna och "emerging markets" nästan samma som under det gångna årtiondet. Trots detta avkastade en aktieplacering på tillväxtmarknader endast 38 % (återigen i dollar) medan de mogna marknadernas index steg med hela 171 %. Redan detta faktum bör påminna oss om att korrelationen mellan tillväxt i ekonomin och avkastningen på aktie marknaden inte är speciellt stark.

Till detta finns det flera förklaringar. Speciellt på tillväxtmarknader representerar aktiemarknaden ganska dåligt själva den underliggande ekonomin. Vanligtvis är endast mogna och ofta infrastukturrelaterade bolag noterade, t.ex. stora olje- och andra energibolag samt gruvbolag. En stor del av tillväxten sker ändå i icke noterade små- och mikrobolag.

För det andra har aktiemarknadens värdering på tillväxtmarknader i allmänhet samma tendens som i enskilda till-

växtbolag. Nokia-aktien värderades i början av 2000-talet till 65 euro och nu, trots att bolaget växt betydligt, till bara en tiondel av det.

Eloge till euforin!

Eufori och framtidshopp är dåliga rådgivare för en rationell placerare. Snarare garanterar de att snedvridningar i värderingar uppstår. Så uppstår även de av mig så älskade specialsituationer där man hittar lågt värderade aktier under stenar andra inte vill vända på. Just en sådan sten blev jag påmind om under min resa i Brasilien i september – och samtidigt om att det kanske finns sätt att investera på tillväxtmarknader som är mindre riskfyllda.

Jag hade nämligen möjligheten att besöka en del fabriker ägda av utländska investerare i landet. Gemensamt för dessa var att de var lokala marknadsledare. Till följd av det stora inflödet av kapital till tillväxtmarknader värderas deras lokala konkurrenter, trots både sämre teknologi och fabriker, betydligt högre på den lokala börsen än de utländska bolagens moderbolag någonstans i USA eller Europa.

Denna fokus på tillväxtmarknader har lett till en del mycket intressanta värderingar på mera mogna marknader. Flera av t.ex. de stora amerikanska tillväxtbolagen värderas lägre än på länge. Ett intressant exempel jag inte kunde undgå att stöta på i Brasilien är Johnson & Johnson – en relativt synlig marknadsförare i landet. Endast vid två tillfällen sedan det andra världskriget har bolaget värderats så lågt som nu: i skiftet mellan 40- och 50-talen och under början av 80-talet. Båda gångerna var alltså i slutet av en lång lågkonjunktur och just innan en ny tillväxtfas. Vi får se om så blir fallet igen.

Man kan alltså investera på tillväxtmarknader på flera sätt, även hos oss. Fonden Seligson & Co Emerging Markets söker en ytterst bred portfölj av värdebolag direkt på tillväxtmarknaderna och är en bra komponent i en långsiktig portfölj. Global Top 25 Brands fokuserar på stora varumärkesbolag med global verksamhet. De finns med även i tillväxtekonomierna fast aktierna är noterade på mogna marknader.

Fonden Phoenix som jag förvaltar söker specialsituationer på alla marknader och hittar flera sådana ju mera oro, osäkerhet, eufori och hopp det finns på marknaderna i allmänhet. Sällan råder det brist på dessa.



Peter Seligson
peter.seligson@seligson.fi

P.S. I år fyller Phoenix 10 år. Läs inbjudan på sidan 11 och kom med och fira!

Aina vain indeksisalkku



Lähdettäiskö elokuviin?



Mmmmm. mä katon nyt vähän näitä meidän sijoituksia.

Kasvuyrityksiä sais nyt halvalla, kun kaikki pelkää että taloudet ei kasva. Pitäiskö satsata niihin?

Odotusarvoja! Entä jos kasvua ei tule?

Hajautetaan sit varoksi vähän arvoyrityksiinkin.

Saadaan Indeksisalkku ja sehän meillä jo on! Sitä paitsi halvemmalla kuin kasvu + arvo erikseen.



No ainakin osinkotuotto on nyt parempi kuin korkotuotot. Lisättäiskö osakkeiden määrää?

Ok, mutta sitten sä taas hermoilet, kun osakkeiden kurssit heiluu.

Totta. Pidetään ilman muuta vararahasto Rahamarkkinassa.

Maa kutsuu. Niinhän meillä jo on!



Okei, okei. Pidetään nykyiset: säästyy aikaa ja ehditään sinne leffaan.

Säästyneillä kaupankäyntikuluilla saadaan kevyesti liput ja vielä popcornit päälle!



SELIGSON & CO

Seligson & Co perustettiin 1997 tuottamaan kustannus-
tehokkaita nykyaikaisia sijoituspalveluja pitkäjänteisille
sijoittajille. Palvelemme sekä instituutioita että yksityissi-
joittajia Suomessa ja Ruotsissa.

Pyrimme tuottamaan sijoituspalveluja, joiden lähtö-
kohtana on aidosti asiakkaan etu: palveluja, jotka ovat
helpompia ymmärtää ja joiden avulla asiakkaan saama
pitkän aikavälin tuotto on mahdollisimman hyvä.

Pyrimme aina minimoimaan sijoitusten tuottoa rasittavia
kustannuksia. Keskitymme varainhoitoon ja olemme
täysin riippumattomia esimerkiksi arvopaperivälittäjistä.

PALVELUMME

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

Indeksirahastot ovat edullisin tapa muodostaa hyvin
hajautettu perussalkku. Aktiivisesti hoidetut rahastom-
me sekä yhteistyökumppaniemme tuotteet täydentävät
riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta.

Varainhoito auttaa asiakkaitamme saavuttamaan ta-
voitteensa kustannustehokkaasti ja hallitulla riskillä.
Varainhoitorahasto Pharos on yksinkertainen ratkaisu
useimmille, sijoitusneuvonta ja täyden valtakirjan va-
rainhoito vastaavat yksilöllisen räätälöinnin tarpeisiin.

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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

Kun kaikki varainhoidossa käytetyt työkalut sopivat toisiinsa ja ovat
riittävän yksinkertaisia, voidaan keskittyä oleelliseen. Kustannuksil-
la on merkitystä, yksinkertainen on tehokasta!



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

Erottajankatu 1-3, FIN-00130 Helsinki puh. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 sähköposti info@seligson.fi

www.seligson.fi