

TÄHDETKÖ
KERTOVAT? (s.3)

MAAILMA
MUUTTUU (s.4)

INFLATION
I SIKTE (s.25)

SELIGSON & CO VUOSIKATSAUS 2008



SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

TÄHDET KERTO VAT.....	3
MAAILMA MUUTTUU.....	4
INDEKSIRAHASTOJEN VUOSI.....	16
SNURR PÅ SEDELPRESSARNA.....	25
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ	26
ENNUSTAMISEN HELPPOUS (SARJAKUVA).....	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos	6
Phoenix	9
Phoebus	12
APS Far East	21
Russian Prosperity.....	23
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	16
Euro Obligaatio	16
Euro Corporate Bond	17
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi –indeksirahasto.....	17
OMXH25 –indeksiosuusrahasto.....	18
Eurooppa –indeksirahasto.....	18
Japani –indeksirahasto.....	19
Pohjois-Amerikka –indeksirahasto.....	19
Global Top 25 Brands	20
Global Top 25 Pharmaceuticals	20

Tämä katsaus julkaistaan neljännesvuosittain. Rahastoitamme julkaistaan myös **Yksinkertaistettu rahasto**esite, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoista, kunkin sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Yksinkertaistettu rahasto esite muodostaa yhdessä julkaisun **Rahastojen säännöt** kanssa **Virallisen Rahasto esitteen**. Suosittelemme perehtymistä rahasto esitteisiin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

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

Julkaisumme ovat saatavissa kotisivuiltamme www.seligson.fi (paitsi osavuositarkastukset ja tilinpäätökset) sekä puhelimitse (09) 6817 8200 ja sähköpostilla info@seligson.fi sekä Tapiolan-yhtiöiden konttoreiden kautta.

Rapportering på svenska

Alla nyckeluppgifter finns och en del av rapporterna finns tillgängliga på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi. Också *Förenklad fondprospekt och fondernas stadgar* finns på svenska både på vår webbplats och som trycktalster. Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen vår kundservice (tel. 09 – 6817 8200) eller skicka e-post till info@seligson.fi.

Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta.
Rahastoihin sijoitetun varallisuuden arvo voi nousta tai laskea, eikä ole takeita siitä, että koko sijoitetun pääoman saa takaisin.

Kustannuksilla on merkitystä.
Jo parin prosentin vuosikulut vähentävät merkittävästi pitkäaikaisen sijoituksen kokonaistuottoa.

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj
ja Seligson & Co Oyj, 2008
Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro
Kuvitus: Jan Fagernäs

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

Asiakassopimus ja sen ehdot uudistuvat 1.2.2009 alkaen

Asiakassopimuksen asiakassuhteen alussa täytettävään osaan on lisätty 1.8.2008 voimaan tulleen rahanpesulain edellyttämiä lisäkysymyksiä asiakkaan tuntemiseksi ja tunnistamiseksi. Tämä koskee ainakin toistaiseksi vain uusia asiakkaita, vaikkakin saatamme joutua tarvittaessa erikseen pyytämään lisätietoja myös olemassa olevilta asiakkailtamme.

Sopimusehtoihin on täsmennetty mm. Rahastoyhtiön oikeutta saada tarvittaessa rahanpesulain mukaisia tietoja asiakkaalta ja Rahastoyhtiön velvollisuutta tunnistaa ja tuntea asiakkaansa. Lisäksi on täsmennetty Oma salkku -palvelun ehtoja, merkintätapah-tumia ja niiden raportointia ja sopimuksen voimaantuloa ja ehtoja.

Tarkempi tiedote muutoksista sekä uudet sopimusehdot löytyvät internet-sivuiltamme www.seligson.fi tai ne voi tilata asiakaspalvelustamme tai allekirjoittaneelta. Vastaa mielelläni kaikkiin lisäkysymyksiin.

Mari Rautanen
mari.rautanen@seligson.fi
suora puh. 09 – 6817 8224

TÄHDET KERTOVAT

- mutta kertovatko ne tulevaisuudesta?

Vuoden alussa monet miettivät sijoituskohteidensa jakaamaa ja mahdollisia muutoksia. Valtavan valikoiman äärellä olisi hyvä löytää helppokäyttöinen ja luotettava apuväline, jolla valita salkkuunsa vain rahastohyllyn parhaat tuotteet.

Maailman tunnetuin sijoitusrahastojen pikamittari on arviointiyhtiö Morningstarin rahastoille antamien tähtien lukumäärä. Vuoden lopuksi Morningstar arvioi myös omaa järjestelmäänsä - mistä menneet tähdet ovatkaan kertoneet?

Tarkempi tarkastelu on hyvä aloittaa varoituksella: tähtien toimivuudesta voidaan tehdä vain tilastollisia johtopäätöksiä, joiden vastaisia poikkeuksia löytyy vaikka kuin paljon.

Tähdet annetaan pelkästään historiallisen kehityksen perusteella. Tuottolukujen antamaa perustulosta korjataan jonkin verran alaspäin, jos rahaston volatilitteetti on ollut korkea ja ylöspäin, jos tuotto on syntynyt poikkeuksellisen tasaisesti. Morningstar on hyvin selvillä menetelmän rajoista: *"Tähti-luokitus on näppärä tapa mitata riskikorjattua mennyttä tuottoa, mutta se ei ole suositus eikä todellakaan koko totuus."*

Morningstarin menetelmä pitää huolta siitä, että tähtiä syntyy. Kunkin rahastoluokan parhaiten menestynyt 10 % saa viisi tähteä, 22,5 % seuraavista 4 tähteä, seuraavat 35 % kolme tähteä, sitä seuraavat 22,5 % kaksi tähteä ja huonoin 10 % yhden tähden.

Tähtiä voidaan tutkia monesta eri näkökulmasta. Yksi Morningstarin tämänvuotiseen tarkasteluunsa valitsema oli: kuinka moni tietyn tähtimäärän rahastoista pärjää paremmin kuin saman rahastoluokan rahastot keskimäärin. Esimerkiksi amerikkalaisten rahastojen kohdalla 54 % vuoden 2003 lopun viiden tähden rahastoista tuotti keskimäärää paremmin myös seuraavan viiden vuoden aikana. Hyvä niin, vaikka saman asian voi nähdä toisinkin päin: lähes puolessa tapauksista tähtiluokituksen perusteella sijoituskohteensa valinneet saivat kategoriansa keskitasoa huonomman tuoton.

Sen sijaan Morningstarin analytytikot yllättyivät siitä, että myös 53 % vuoden 2003 yhden tähden amerikkalaisista rahastoista pärjäsivät luokkansa keskimäärää paremmin. Syyn he löysivät henkinjäämisharhasta: kyseinen 53 % oli itse asiassa vain reilu kolmannes 2003:n yhden tähden rahastoista, muut oli lopetettu pois tilastoja rumentamasta.

Morningstar miettii tietenkin, miten tähtianalyysin ennustearvoa voisi parantaa. Tärkein heidän löytämänsä kriteeri on kustannukset. Kun viiden tähden rahastoista otettiin huomioon vain edullisin neljännes, päästiin sekä dramaattisiin parannuksiin tulevissa tuottoluvuissa että suurempaan todennäköisyyteen siitä, että rahasto jatkaa elämäänsä.

Morningstar kysyy (itseltään), miksi kustannuksia ei tuotaisi suoraan mukaan tähtiluokituksiin, koska niiden vaikutus on niin suuri. Vastaus kuuluu: *"Tähtiluokitus perustuu vain kolmen vuoden tuottoon, mutta osakerahasto kannattaa ajatella 10 tai 20 vuoden aikahorisontilla."* Kustannusten hallinnan vääjäämätön merkitys korkea korolle mukaisesti kertyvän tuoton osatekijänä osoittaa todellisen voimansa vasta pidemmällä aikavälillä.

Laadukasta luotausta?


Morningstarin tähtien lisäksi rahastoluokittelua tehdään monilla muilla tavoilla. Yhteistä internetin kautta ilmaiseksi saataville arvioille on se, että ne perustuvat yleensä lyhyen aikavälin dataan – joskus jopa vain viimeksi kuluneeseen vuoteen – ja arvioinnin perustana on jonkinlainen yhdistelmä historiallista tuottoa ja volatilitteettiä.

Suurin osa rahastoluokittelijoista myy tarkempaa laadullista analyysiä ennen muuta suurille ammattisijoittajille. Joillekin arvioijille pitää myös rahastoyhtiön maksaa, jotta rahasto pääsee luokitteluihin mukaan! Näiden analyysien vertailu keskenään - arvioijien arvioiminen - on erittäin vaikeaa. Vertailukelpoista tietoa ei ole ainakaan julkisesti saatavilla. Kunkin yhtiön oman arvion mukaan tuotettu tieto toki toimii.

Eri arvioijilla on tietenkin tavalla tai toisella muista poikkeavat menetelmät (oma laskentakaava ja/tai oma tapa luokitella rahastoja eri ryhmiin), mikä tuottaa myös erilaisia tuloksia. Yhden arvionnin voittaja voi siis hyvin olla toisen keskiverto – mikä antaa aika lailla oikean kuvan siitä painoarvosta, mikä sijoittajan yleensä kannattaa useimmille luokituksille antaa.

Miten siis valita järkevästi? Tämän vuotisen arvionsa Morningstar vetää lopuksi yhteen näin: *"...on ilmeisempää kuin koskaan, että kustannukset ovat tärkeässä roolissa. Arvioipa rahastoja sitten miten tahansa, on kustannukset otettava huomioon."*

Kun tämän lisäksi muistaa välttää turhia riskejä, suunnittelee sijoituksensa pitkäjänteisesti ja huolehtii hyvästä hajautuksesta, niin onkin jo pitkällä. Hyvää sijoitusvuotta 2009!



Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

Morningstarin itsearviointi löytyy internet-osoitteesta:
<http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=269048>

MAAILMA MUUTTUU, INDEKSISENI!

Vaikka kalenterivuosi on sattumanvarainen ote ajan jatkumosta, on sijoituslalalla vaikea välttää vuoden vaihteen tarkastelulta. On hyvä hetki katsoa sekä taakse että eteen – ja kuluneen vuoden tapahtumien jälkeen monen mielestä ehkä myös allensa...

Sijoitusalan tarkasteluissa keskitytään valitettavan usein sijoituskohteiden hintamuutosten seurantaan, vaikka monien muiden näkökulmien kautta voisi saada enemmän irti siitä maailman muuttumisesta, joka loppujen lopuksi ajaa myös sijoitustuottojen kehitystä. Otan esimerkiksi ja aiheeseen johdatukseksi parin tunnetun indeksin rakenteen tarkastelun.

Hyödykkeiden heittelehtiminen

Hyödykkeiden käytön muuttuminen kertoo paljon teollisen rakenteen muuttumisesta, kuluttajien vaurastumisesta, kulutustottumusten muuttumisesta eli ylipäätään globaalien kansantalouden muuttumisesta.

CRB Reuters/Jeffries on hyödykeindeksien konkari, joka on jo pitkään toiminut yhtenä alan laajasti käytettynä mittatikkuna. Indeksi ilmestyi ensimmäisen kerran vuoden 1957 Commodity Year Bookissa, toimialan vuotuisessa käsikirjassa ja siinä oli mukana 27 eri tuotetta, mm. toistaiseksi ainoan kerran ruokasipuli.

Kymmenen vuotta myöhemmin lihansyönti oli vaurastumisen myötä lisääntynyt niin, että indeksiin lisättiin nautakarja ja 1971 myös amerikkalaisen pekonin perusaine *pork bellies* sekä suomalaisittain merkittävä vaneri. Myös broilerit olivat muodostuneet niin merkittäväksi elintarviketeollisuuden raaka-aineeksi, että ne otettiin mukaan, mutta vain vuoteen 1974 asti. Samana vuonna indeksistä poistettiin villa, mutta pellavansiemenet vasta 1983, jolloin myös vaneri vaihtui sahatavaraan.

Sinkki ja kupari edustivat pitkään indeksissä metalleja kahdestaan; platina ja hopea tekivät seuraava vasta 70-luvulla. Nykyään itsestään selvältä tuntuvat kulta ja öljy hyväksyttiin mukaan vasta vuoden 1983 indeksimuutoksessa.

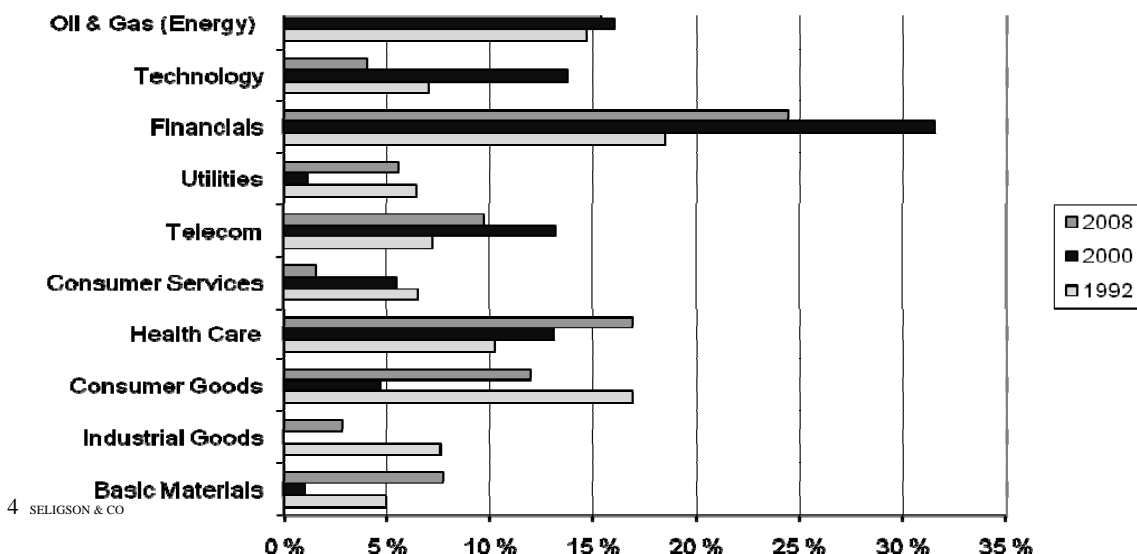
Toistaiseksi koko indeksin historian ovat mukana keikkuneet kaakao, kahvi, kupari, maissi, puuvilla, soijapavut, sokeri ja vehnä. Energian merkityksen lisääntyminen näkyy siinä, että indeksi sisältää nykyään raakaöljyn lisäksi kevyen polttoöljyn, maakaasun sekä lyijyttömän bensiinin. Maailma siis muuttuu. Katsotaan seuraavaksi, miten muutos näkyy osake-markkinoiden painotuksissa.

Osviittaa osakepainoista?

Kuvassa alla näkyy suurista eurooppalaisista yhtiöistä muodostetun STOXX 50 -indeksin toimialapainojen kehitys kolmena eri ajankohtana.

Indeksin yleiskehitystä kuvaa sen yhtiöiden yhteenlasketun markkina-arvon muutos: vuonna 1992 indeksin sisältämien yhtiöiden markkina-arvo oli euroiksi muutettuna reilut 534 miljardia. Sitten tapahtui kummita: vuoteen 2000 mennessä teknokupla oli paisuttanut markkina-arvon peräti 6,7 kertaiseksi 3 580 miljardiin euroon. (Osingot pois jättävän hintaindeksin pisteluku nousi samaan aikaan ”vain” 331 % eli 4,3 kertaiseksi.) Indeksissä sisällön muutokset johtivat siis 240 % markkina-arvon kasvuun. Seuraava etappi (2000-2008) olikin sitten vuoristorataa, jonka tuloksena indeksin yhtiöiden markkina-arvo putosi 2 171 miljardiin euroon.

Toimialapainojen heittely on vielä mielenkiintoisempaa. Tarkasteluajan ensimmäinen jyrkkä nousu käytännössä kesti koko alkujakson 92-00 ja huipentui teknokuplaan. Teknologia- ja telekommunikaatiosektorien suhteellinen paino tuplaantui ja niiden yhteenlaskettu osuus ylitti 27 % koko indek-



sistä. Tätä ei kuitenkaan silloin pidetty kummallisena - kuten ei sitäkään, että pankki- ja rahoitussektorin osuus kipusi yli 30 prosentin. Samaan aikaan kulutustarvikkeiden osuus romahti ja hyödykkeet poistuivat indeksistä lähes kokonaan. Markkinoiden mukaan perinteisten kulutushyödykkeiden käyttö oli siis lopahtamassa lähes täysin ja meistä kaikista tulossa ravintopillereillä eläviä pelkälle kännykälle puhuvia pörssimeklareita... haloo, onko siellä ketään?

Mikä tekstiviestitellen tulee, se kurssiromahduksella menee. Reaalimaailma iski seuraavalla jaksolla takaisin ja voittajia olivat perusteellisuuden raaka-aineyhtiöt, energia ja lopulta terveydenhuolto. Ensin mainitun paino kasvoi tämän vuositu-
hannen alun hyödykebuumissa prosentista kahdeksaan ja jälkimmäinen piti vielä tänäkin vuonna pintansa muiden toimialojen syöksyessä kilpaa alaspäin. Myös ”tylsän” yhdyskuntapalvelut toimialan (engl. *utilities*) epäsykliset ominaisuudet näyttivät nousseen uudelleen muotiin viimeisen pörssiluisun aikana.

Sijoittajien innostus ja talouden rakenteen todellinen ja kestävämpi muutos eivät siis ole kulkeneet kovinkaan luotettavasti käsi kädessä. Yli- ja alilyöntejä tulee varmasti esiintymään jatkossakin, mutta hyötyäkseen niistä sijoittajan tulisi tietenkin pystyä *etukäteen* ennustamaan missä kohtaa ja mihin suuntaan. Helpommin sanottu kuin tehty.

Teoreettista syntipukkia etsimässä

Jos indeksien sisällöt muuttuvat enemmän tai vähemmän jatkuvasti maailman muutuessa, niin kansantalouden teorioiden valtasuhteiden heiluttamiseen tarvitaankin jo kunnan kriisi. Sellainen kuin nyt – ainakin jos asiaa tarkastellaan vuosisadan kahden suuren eli Keynesin ja Friedmanin nimissä kehittyneiden ja käytettyjen oppisuuntien mukaan.



Intohimoisesti yksilön ja markkinavoimien vapautta kannat-
tanut Milton Friedman yhdistetään ns. Chicagon koulukunnan
oppeihin. Friedman oli Reaganin ja Thatcherin ajan suosikki
ja akateemisesti palkitun sekä erityisesti nykyaikaista
rahoitusteoriaa kehittäneen yliopiston henkinen isä. Chicagon
Yliopiston akateemikkoja saamme paljolti myös kiittää hyö-
dykejohdannaisten kaupankäynnin kehittymisestä - ja heidän
ajatustensa vastustajien mukaan myös nykykriisiin johtaneiden
velkajohdannaisten evoluutiosta.

Herkkänahkaisimpien mielestä keskiajan noitavainoista
muistuttavia mielipidekirjoituksia on lähtenyt erityisesti
kilpailevan teorian eli John Maynard Keynesin ja tämän
henkisen seuraajan John Kenneth Galbraithin kannattajien
keskuudesta. Heidän pääsanomansa voitaneen tässä yhtey-
dessä tiivistää julkisen vallan ja valtion merkittävään rooliin
suhdanteiden tasaamisessa. Keynesiläiset eivät siis usko, että

markkinamekanismi korjaa suhdannekuoppia riittävän nope-
asti, vaan siihen tarvitaan raha- ja veropoliittisia kulutus-
kysyntää piristäviä toimia.

Keynesiläistä talouspolitiikkaa on usein pidetty syypäänä 60-
luvun lopulta alkaneeseen korkean inflaation kauteen, joka
hidasti talouskasvua USA:ssa ja muualla ja joka saatiin kuriin
vasta Ronald Reaganin presidenttikaudella. Nyt talouspolitiikan
vallankahvaan janoavat jälki-keynesiläiset näyttävät
ainakin kirjoituksissaan unohtaneen, että Friedman itse arvosti
Keynesin työtä korkealle ja että Friedmanin ajatusten kar-
sinointi oikeistorepublikaaniseksi on tyy yksinkertaistus.

Nyt kun valtiot talousjärjestelmään ja poliittiseen kantaan
katsomatta ovat kilvan puuttuneet markkinamekanismien
toimintaan ja elvyttävät kuin viimeistä päivää, olisi ehkä hyvä
kerrata molempien suuntausten argumentteja. Kiireellä tehtävien
päätösten jäljet ovat niin pitkät – ainakin nyt otettavien
valtavien lainojen mittaiset – että kannattaisi kuunnella melkein
kaikkia, joilla on asiaan perusteltua sanottavaa. Kahden
teoriasuunnan kiistaa on helppo vähätellä, mutta oppien
käytännön sovellukset ovat muokanneet maailmaa huomattavasti.
Siksi akateeminen kahakka seurauksineen voi olla merkittävä myös
sijoittajan kannalta.

Ehkä tärkeimpänä keynesiläisen oppisuunnan kritiikkinä on
esitetty inflaation kasvuun liittyvää uhkaa. Inflaation on
aikaisemmin uskottu ikävästi nousevan voimakkaan elvytyksen
pääteeksi. Osakesijoittamisen 1970-luvulla aloittaneiden ja
edelleen sitä jatkavien pientä joukkoa ei selittäne pelkästään
ns. luonnollinen poistuma vaan myös aikakauden korkea inflaatio
ja tiukka säännöstely sekä korkea verotus. Nyt inflaatio-
odotuksista kertovien valtioiden 30 vuotisten joukkolainojen
korkotaso on pudonnut kuitenkin erittäin alas – miksi? Sijoittajat
näyttävät uskovan, että maailmantalouden lainalaisuudet ovat
tältä osin muuttuneet sitten 70-luvun.

Väittelyn kiihtyessä pelkkien *post-* ja *neo-* liitteiden käyttö
oppisuuntien edessä ei enää tee kunnia perustajilleen. Oleelliset
kysymykset talouspolitiikan menestykselle tulevaisuuden
kannalta ovat kuitenkin aika yksinkertaisia: onko Euroopalla
(USA:n osalta kysymystä on turha enää esittää) todella
varaa, taitoa ja tilaa harjoittaa antisyklisiä talouspolitiikkaa
edelliskertoja tehokkaamin? Ja jos on, niin onko meillä näyt-
töä, että se toimii - siis niin, että potilas ei hoidon vuoksi
sairastu toiseen, vieläkin vakavampaan tautiin?

Kysyn, koska en osaa vastata. Maailma muuttuu sekä käytän-
nössä että teoriassa - pidetään allokaatiot ojennuksessa, riski-
tasot kohdallaan ja kustannukset kurissa.

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

VARAINHOITORAHASTO PHAROS

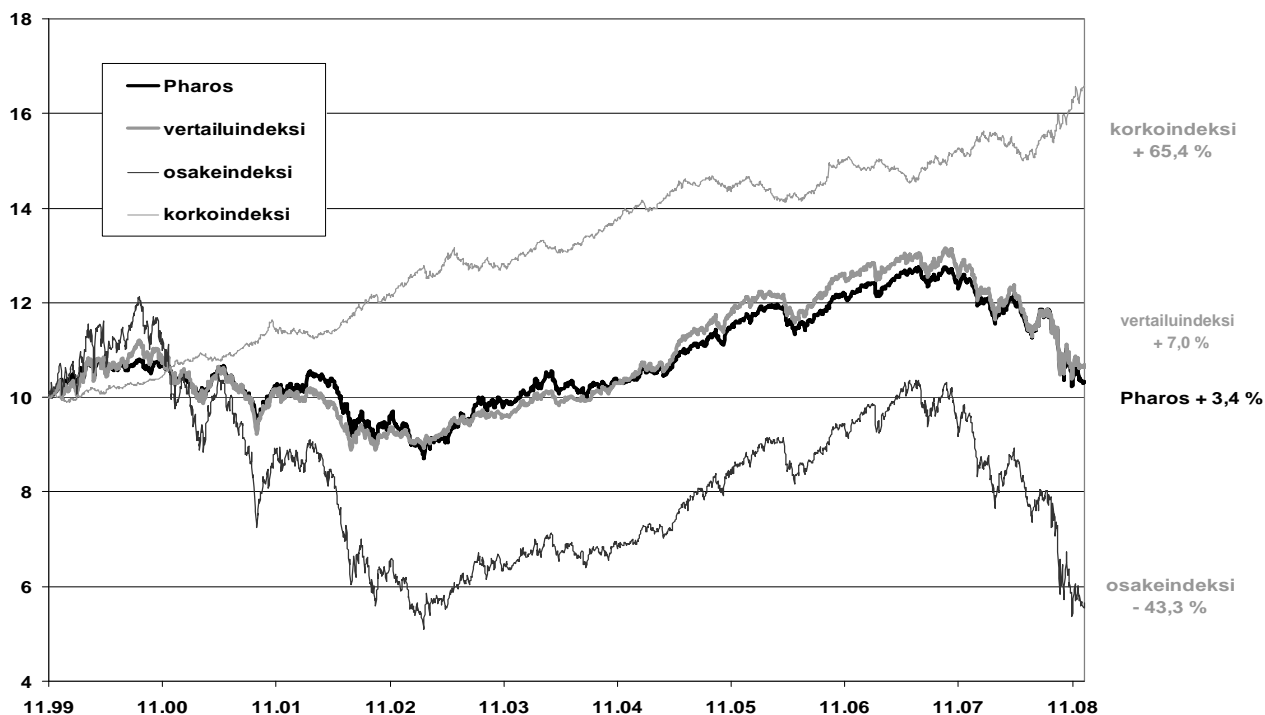
31.12.2008

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

Pharos ja vertailuindeksit

Euro

24.11.1999 - 31.12.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

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

* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-8,73 %	16,70 %	-5,05 %	18,32 %
1 v	-17,01 %	10,40 %	-15,99 %	11,94 %
3 v	-11,23 %	6,99 %	-10,79 %	8,20 %
5 v	4,28 %	6,23 %	10,23 %	6,97 %
Aloituspäivästä	3,44 %	7,01 %	6,97 %	7,82 %
Aloituspäivästä p.a.	0,37 %		0,74 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Sisältää myös kohderahastojen palkkiot

** Pharoksen kohdalla kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määräajoin uusittavia sijoitustodistuksia, talletuksia tai rahamarkkinarahastosijoituksia. Em. rahamarkkinavälinekauppojen kanssa kiertonopeusluku on 96,03 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,70 % *
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0 % / mahd. 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	30,27 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,88 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	3,50 %

SUURIMMAT OMISTUKSET	Osuus rahastosta	Allokaatio
S&Co Eurooppa -indeksirahasto	15,1 %	Osakesijoitukset yhteensä 48,1 %
S&Co Pohjois-Amerikka indeksirahasto	10,0 %	
S&Co Phoebus	3,5 %	
S&Co Global Top 25 Brands	3,2 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	3,0 %	Korkosijoitukset yhteensä 51,9 % (duraatio 5,1 v)
CI Emerging Markets	2,3 %	
S&Co APS Far East	2,3 %	
S&Co Japani -indeksirahasto	2,2 %	
Nasdaq 100 -indeksiosuus	2,1 %	
CIF Asia&Pacific (ex Japan)	1,7 %	
APS Japan Growth	1,4 %	
S&Co Russian Prosperity	1,3 %	
Pitkät korkosijoitukset	37,1 %	
Lyhyet korkosijoitukset	14,8 %	

SALKUNHOITAJALTA

Finanssimekanismin alkanut kriisi ei näytä hellittävän. Päinvastoin: sen vaikutukset ovat levinneet lähes kaikkialle talouteen. Syitä osakekurssien laskuun on ollut helppo löytää – usein tosin väärää tai ainakin liian myöhään keksittyjä. Sama koskee talouskeskustelua: vielä kesällä voivoteltiin erityisesti öljyn ja ruoan hinnan noususta aiheutuvaa inflaatiota. Nyt puoli vuotta myöhemmin, kun hinnat ovat romahtaneet, ovatkin monien huolena deflaatio ja taantumien muuttuminen lamaksi.

Osakesijoitustemme vertailuindeksi on laskenut vuoden alusta peräti 41 %, josta vuoden viimeisellä neljänneksellä laskua tuli 19 %. Osakekurssien vuoden 2008 alhaisimmat tasot nähtiin marraskuussa. Pessimismi on nyt niin laajalle levinnyttä, että vain harvat uskaltavat ääneen arvioida marraskuun tasojen olleen ”pohjat”. Voimme kuitenkin olla varmoja siitä, että kävi kurssien miten tahansa, niin jälkikäteen löytyy monia käänteitä oikein ennustaneita.

Hyvälaatuisiin pitkiin korkopapereihin sijoittaneelle vuosi 2008 oli suorastaan loistava, etenkin vuoden loppu. Euro-oligatiorahastomme arvo nousi kesän jälkeen peräti +11 %. Nousu palkitsi kärsivällisen sijoittajan, joka ei kesällä myynyt omistuksiaan, vaikka kolmen vuoden historiallinen tuotto oli lähellä nollaa.

Pharoksen arvo laski viime neljänneksen aikana -8,7 % ja koko vuoden kehitys oli historiamme heikoin, -17,0 %. Hävisimme vuodessa vertailuindeksillemme prosentin, mikä tapahtui kokonaan vuoden viimeisen neljänneksen aikana. Tästä reilu puolet selittyi kuluillamme (0,70 %) ja loput menee salkunhoitajan piikkiin.

Rahaston aloituspäivästä olemme kuitenkin hävinneet vertailuindeksillemme vähemmän kuin kulujemme verran. Tuotomme pysyttelee jatkossakin mitä todennäköisimmin osake- ja korkomarkkinoiden välimaastossa ja kustannukset pidetään kurissa. Sijoituskohteena olevien rahastojen juoksevat kulut ovat nyt 0,33% vuodessa ja kokonaiskulumme ovat edelleen yhdistelmärahastojen ryhmässä markkinoiden edullisimmat.

Osakesijoitustemme suurimmasta pudotuksesta vastasi jo toista kvartaalia peräkkäin Venäjä (-51 %). Venäjän osuus osakesalkussamme on kuitenkin sijoitussuunnitelmamme mukaisesti vähäinen (2,6 %), vaikka olenkin syksyn aikana varovasti sitä lisännyt. Positiivista tuottoa osakesijoitustemme joukosta kuluneen vuoden aikana on turha etsiä. Parhaiten menestyi lääketieteelle sijoitettava Global Top 25 Pharmaceuticals, joka laski vuodessa ”vain” 10 %.

Hyvä hajautuskaan ei tällaisena vuonna pelastanut laskulta, mutta osoitti jälleen kerran toimivuutensa alentamalla kurssihellunnalla mitattua riskiä. Rahaston volatilitteetti pysytteli koko vuoden vertailuindeksiamme alhaisempana.

Salkkumme korkosijoitukset ovat edelleen duraatioltaan vertailuindeksiamme hieman lyhyempiä. Olen vuoden alusta nostanut salkkumme duraatiota vuoden alun 1,6 vuodesta nykyiseen 5,1 vuoteen. Olemme kuitenkin edelleen alle vertailuindeksimme 6 vuoden tason.

Rahaston koko on vuodessa kutistunut 6,2 miljoonasta 5,1 miljoonaan euroon. Nettomääräisesti tästä on ollut osuudenomistajien lunastuksia vain 0,1 miljoonaa. Korkosijoituksemme ovat tuottaneet hyvin, joten yli miljoona euroa laskusta on osakesijoitustemme arvonalennusta.

Toisin kuin monet muut salkunhoitajat olen ollut onnellisessa asemassa. Olemme maksaneet rahaston 0,8 miljoonan euron bruttolunastukset pääosin 0,7 miljoonan euron merkinnöistä tulleilla varoilla. Pieni virta sisään ja ulos on ollut melko tasaista pitkin vuotta – ei siis juurikaan ole ollut pakkoa myydä laskevilla markkinoilla. Suuri osa Pharoksen sijoitavista on oivaltanut maltillisen jatkuvan säästämisen edut ja välttänyt hötkyilyä. Merkintöjä on tullut tasaisesti pitkin vuotta, yhteensä 1 054 kpl. Lunastustapahtumia on ollut vain 79 kpl. Tästä suurkiitos kaikille Pharoksen pitkäjänteisille osuudenomistajille!

Markkinavoimia vastaan?

Edellisessä katsauksessa kerroin, että jos osakekurssit jatkavat laskuaan, jatkan ostoja maltillisesti. Näin olen tehnyt. Loppuvuoden osakekurssien jyrkän laskun ja korkosijoitusten huiman arvonnousun yhdistelmän tuloksena osakepainomme olisi ilman lisäostoja pudonnut lähelle 30 %:n alarajaamme. Pysyin sijoitussuunnitelmassa, vaikka aloitinkin ostot liian aikaisin keväällä 2008, ”vain” noin 20 %:n laskun jälkeen. Kohti syksyä markkinavoimat jatkoivat kurssien painamista alas. Sanonnan mukaan markkinavoimia vastaan on turha taistella. En kuitenkaan koe, että salkkua tasapainottaessamme taistelisin markkinavoimia vastaan, vaan ajattelen mieluummin että otamme niiden tarjoukset avosylin vastaan. Minusta on huomattavasti helpompaa ostaa osakkeita 50 %:n kurssilaskun kuin vastaavan kurssinousun jälkeen.

En halua, että Pharos on vahvassa alipainossa nyt kun osakkeet ovat nopeassa ajassa menettäneet puolet arvostaan. Samalla tavalla en halunnut olla ylipainossa kun osakekurssit olivat vuoden 2007 kesään mennessä tuplaantuneet melkein yhtäjaksoisen yli neljä vuoden nousun jälkeen. Osakepainomme oli peräti 57 % vuoden 2005 lopussa ja markkinoiden huipun paikkeilla vuonna 2007 enää 40 %. (Osakepainomme kehitystä eri kurssitasoilla on kuvattu laajemmin katsauksessa 2/2008.) Aloitamme uuden vuoden jo melkein normaalilla 48 %:n osakepainolla.

Kämmeneltä syliin

Olin lokakuun alkupuolen kurssiromahduksen aikana perheeni kanssa lomalla New Yorkissa. Kävelin myös turistina pörssikatu Wall Streetillä seuraamassa tunnelmia ja sitä miten USAn hyvinkin tunnelatautunut media raportoi pörssihistorian synkimpiä viikkoja. Tilannetta verrattiin 1929 suurromahdukseen ja puhuttiin jopa osakemarkkinoiden kuolemasta.

Seurasin tilannetta mielenkiinnolla, mutta en ollut kovin huolissani - olimmehan osakkeissa edelleen alipainossa ja tiesin, että lisäostojen aika häämötti. Palattuani Suomeen markkinvoimat antoivat kuin antoivatkin vielä uusia jopa hiukan parempia tilaisuuksia ostoihin marraskuussa.

Kurssilaskun jatkuessa olen kasvattanut kauppojen kokoa: kämmenellä kohti markkinavoimia ja jos vaikuttaa hyvältä, niin avataan pikku hiljaa koko syli. On kuitenkin hyvä pitää huolta siitä, että sylissä on tilaa eli rahat riittävät. Olin jatkanut ostoja pidempäänkin, mutta marraskuun loppupuolen kauppojen jälkeen osakekurssien lasku tasoittui. Jään odottelemaan markkinvoimien seuraava suurempaa siirtoa. Jos kurssit laskevat lisää, Pharoksen sylissä on tilaa eli korko- ja käteisvaroja edelleen normaalia enemmän.

Sisältö ennallaan

Rahaston osakesalkku on vaihdellut viime vuonna kooltaan, mutta ei juurikaan sisällöltään. Olen vuoden aikana ostanut vain yhtä uutta rahastoa (CI Emerging Markets), josta kirjoitin edellisessä katsauksessa. En ole kokonaan myynyt mitään omistustamme, ainoastaan muutamalla prosentilla pienentänyt Global Brands ja Global Pharma -rahastojen osuuksia osakesalkusta.

Merkittävimpiä aktiivisia osakemarkkinavalintoja vuoden 2008 aikana on ollut mm. alhainen paino rahoitussektorilla ja maantieteeseen kannalta ylipaino kehittyvillä markkinoilla, mistä kirjoitin edellisessä katsauksessa. Saldo lyhyellä vuoden tarkastelujaksolla: ensimmäinen valinta hyvä ja jälkimmäinen huono. Aktiivisten valintojen kokonaislisäarvo viime vuodelle siis lähenee nollaa.

Kinkkiset korot

Korkosijoitustemme duraatio oli vuoden 2008 alussa poikkeuksellisen alhainen eli 1,6 v. Suosin korkotason muutaman vuoden kestäneen nousun ajan lyhyitä korkoja, mikä oli onnistunut päätös. Obligaatiohintojen laskiessa olin syksyyn mennessä nostanut duraatiomme 4,7 vuoteen. Oikea suunta, mutta liian varovainen liike: valtion obligaatiot tuottivat muun maailman murentuessa vuoden jälkimmäisellä puoliskolla peräti 11 %. Uuteen vuoteen lähdemme duraatiolla 5,1 vuotta, joka lähentelee jo vertailuindeksimme 6 vuotta.

Kirjoitin viime katsauksessa tyytyväisenä, että olimme kesän aikana vaihtaneet osan korkosijoituksistamme yrityslainoihin, koska niiden valtionlainoihin nähden korkeammasta riskistä alkoi vihdoinkin saada korvausta. Silloin niiden juokseva korko oli 1,3% yli valtion lainojen. Jälkikäteen tarkasteltuna voi taas todeta, että olin liian aikaisessa.

Syksyn aikana kasvatin edelleen yritysainojen osuutta korkosalkussamme 15 %:iin. Niiden juokseva tuotto on nyt jo 2% yli valtion lainojen. Lähinnä juuri tämän riskilisen kasvun takia niiden arvonnousu vuoden jälkipuoliskolla (n. + 5 %) jäi alle puoleen valtion lainoista (n. +11 %), mikä oli tärkeimpiä syitä siihen, että loppuvuodesta hävisimme vertailuindeksillemme. Korkeeron jossain vaiheessa supistuessa voimme odottaa yritysainojen hintojen kehittyvän taas paremmin kuin valtionlainojen, kuten esim. vuosina 2003-2004.

Mikä on tärkeää?

Pharoksessa n. 90% rahaston tuotosta riippuu salkkumme osake- ja korkomarkkinasijoitusten välisestä painosta. Tämä allokaatiopäätös on tärkein tehtäväni.

Tehokkaasti hajautetussa osakesalkussa eri maiden ja toimialojen painotuksilla on vähemmän merkitystä. Vuoden 2007 loppupuolella olisi toki ollut nerokasta siirtyä pikaisesti kokonaan pois rahoitustoimialalta ja siirtää kaikki osakesijoitukset vaikkapa öljy- ja raaka-aineyrityksiin. Jälkimmäisiin kuitenkin vain alkuvuodeksi, sillä kesällähän näidenkin yhtiöiden hinnat romahtivat hetkessä. No, vedonlyönti on helppoa, mutta siinä toistuvasti onnistuminen lähes mahdotonta. Siksi Pharos ei sitä harrasta.

Sen sijaan asia, johon voin valinnoillani vaikuttaa ja jolla on pitkällä aikavälillä suuri merkitys, ovat maksamamme kustannukset. Tavoitteena on pitää Pharos luokassaan markkinoidemme kustannustehokkaimpana vaihtoehtona.

Muistuttaisin vielä, että jos oma riskinottohalukkuus poikkeaa Pharoksen linjasta, voi tehdä kuten minäkin eli täydentää Pharosta muilla sijoituksilla oman aikajänteen ja tavoitteiden mukaan. Rahaston tarkempaa rakennetta, maantieteellistä jakoa ja toimialajakaamaa sekä tarkkaa kokonaiskustannusten jakoa voi seurata Pharos -esittelyssä www-sivuillamme.



Petri Rutanen, varainhoitajanne
petri.rutanen@seligson.fi



Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 31.12.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	6,5
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

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	1,12 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,23 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,35 %
Salkun kiertonopeus	110,10 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-ero (tracking error)	13,42 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	17,30 %

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-29,49 %	44,40 %	-24,44 %	49,20 %
1 v	-43,90 %	29,09 %	-40,78 %	30,65 %
3 v	-44,13 %	19,45 %	-35,34 %	20,15 %
5 v	-20,00 %	16,94 %	-11,66 %	17,03 %
Aloituspäivästä	-13,48 %	18,06 %	-47,98 %	18,89 %
Aloituspäivästä p.a.	-1,74 %		-7,60 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
PFIZER INC	Yhdysvallat	5,8 %
AMGEN INC	Yhdysvallat	5,6 %
TATE & LYLE PLC	Iso-Britannia	5,6 %
CHAODA MODERN AGRICULTURE	Hongkong	5,4 %
UBS AG-REG	Sveitsi	4,9 %
BOSTON SCIENTIFIC CORP	Yhdysvallat	4,4 %
SANOMA OYJ	Suomi	4,0 %
RHODIA SA	Ranska	3,8 %
CHINA FIRE SAFETY ENTERPRISE	Kiina	3,5 %
MYLAN INC	Yhdysvallat	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden viimeisellä neljänneksellä rahaston arvo laski peräti 29,5 % ja Morgan Stanley World –indeksi 24,5 %. Vuoden kuluessa on rahaston arvo laskenut 43,9 % ja vertailuindeksiin 40,1 %.

Jo valmiiksi julmat lukumme pahentuivat siis viimeisellä vuosineljänneksellä entisestään. Siihen asti oli rahaston kehitys näyttänyt sentään indeksiin verrattuna kohtalaiselta, mutta jälleen kerran nähtiin – kuten olen monesti huomauttanut – että silloin kun markkinat karttavat osakkeita, niin ne suoraan hylkivät erikoistilanteita.

Osake- ja yritysainamarkkinat ovat ympäri maailman kärsineet yhden pahimmista laskuistaan sitten 30-luvun suuren laman. Laskettuna huipulta heinäkuusta 2007 ovat amerikkalaiset osakkeet (S&P 500 indeksi) pudonneet 43 % ja euroalueen osakkeet (EuroSTOXX 50) 45 %. Romahdus on ollut ainutlaatuinen sodanjälkeisenä aikana laajuudessaan ja nopeudessaan – vain energiakriisin vuodet 1973-74 ”ylsivät” suurin piirtein samaan.

Syksystä 1974 löytyy itse asiassa muutenkin yhtäläisyyksiä syksyyn 2008. Myllerrykseen löytyy eri syyt – silloin energia-, nyt finanssikriisi – mutta seuraukset ovat samat: talouden rattaiden täysi stoppi. Samankaltaisia ovat myös hallitusten ja keskuspankkien reaktiot. Useimmissa maissa elvytetään ennennäkemättömällä vauhdilla ja keskuspankit tehtailevat ennätyksiä korkojen laskun nopeudessa ja rajuudessa.

Sen sijaan yhtäläisyydet vuoteen 1929 ja sitä seuranneeseen suurlamaan rajoittuvat lähinnä itse shokkiin: kummallakin kertaa oli kysymys rahoitusmarkkinoiden kriisistä. Päättäjät olivat kuitenkin jo 1974 lukeneet Galbraithin analyysin lama-vuosista ja pystyivät reagoimaan toisin kuin Herbert Hooverin hallitus vuonna 1929 ja onnistuivat siten välttämään samat katastrofaaliset seuraukset. Voi olla, että nämä reseptit pelastavat meidät nytkin, vaikka odotukset tuntuvatkin olevan pääosin pessimistisiä.

Kullakin laskusuhdanteella on tietenkin ihan oma dynamiikkansa, mutta vertailusta aiempiin vaikeisiin jaksoihin voi silti oppia jotain. Ainakin sen, että lasku loppuu aina aikanaan ja alkaa uusi kasvukausi. Markkinoiden reaktioita seurattaessa voi vain todeta, että kaikki eivät taida uskoa niin käyvän nytkin.

Kun katsotaan 70-luvun alun laskusuhdannetta niin huomataan, että osakemarkkinat kääntyivät juuri kun tilanne taloudessa näytti synkimmältä. Vuosi 1975 oli vuosisadan huonoin talousvuosi: USA:n bruttokansantuote laski reaaliarvoilla mitattuna 2 % ja Suomen jopa hieman enemmän. Silti USA:n osakemarkkinat nousivat vuoden aikana peräti 28 %!

Nähtäväksi jää käykö vuonna 2009 samoin, mutta jossain vaiheessa mennään taas ylöspäin, se on varmaa. Fakta on

myös se, että pitkään aikaan en ole nähnyt markkinoilla niin paljon edullisesti hinnoiteltuja erikoistilanteita kuin nyt. Se ainakin antaa aihetta optimismiin Phoenixin näkökulmasta.

Toinen mahdollinen oppi energiakriisin aikaisesta laskukaudesta liittyy keskuspankkien ja hallitusten toimiin. Elvyttävä raha- ja finanssipolitiikka mitä todennäköisimmin pelasti maailmantalouden pitkäaikaiselta lamalta, mutta se toi myös mukanaan 70-luvun lopun talouskasvun selvästi alle normaalilukemiin kahlinneen vitsauksen, inflaation.

Vuonna 1974 oli jo itse shokkikin inflaatiovaikutteinen ja lääkkeet sen hoitoon vielä enemmän. Tuloksena saimme korkean inflaation ja matalan kasvun. Tällä kertaa shokki on ennemminkin deflaatiota aiheuttava, mutta lääkkeet vetävät jälleen inflaation suuntaan, jopa vielä voimakkaammin. Hallitukset elvyttävät nyt miljardeilla, mutta jonkin ajan kuluttua niiden tulee tavalla tai toisella vetää myös takaisinpäin. Pelkään, että keskipitkän tähtäimen kasvu tulee kärsimään.

Salkun muutokset

Olen tehnyt salkkuun hyvin vähän aktiivisia muutoksia vuosineljänneksen aikana. Yhden yhtiön osakkeet menivät myyntiin ja toinen katosi konkurssissa. Myös uusia alkuja on kaksi: Peugeot ja Aracruz.

Salkun painotukset ovat tietenkin markkinamuutosten vuoksi vaihdelleet jakson aikana huomattavasti. Eniten ovat myllerryksestä kärsineet yhtiömme rahoitus-, kulutustavara- ja teknologiasektoreilla. Rahasto on ollut näillä toimialoilla alipainossa, mutta erikoistilanneyhtiöiden todella rajut kurssilaskut ovat silti vieneet tuoton alle indeksin.

Terveystalouden alalla on rahaston sijoitusten kehitys ollut ns. monimuotoisempaa. Lääkeyhtiöillä on ylipäätyäänkin mennyt kohtuullisesti ja se pätee myös meidän sijoituksiimme (Amgen, Mylan, Pfizer). Sen sijaan enemmän teknologiasuuntautuneet yhtiöt kuten Boston Scientific ovat suorastaan syöksyneet, vaikka merkit perustoimintojen parantumisesta ovat olleet selviä.

Periaatteet

Erikoistilannerahaston hoitaminen ei ole ollut viime aikojen kiitollisimpia tehtäviä. Kuten sanottu, erikoistilanteiden riski mielletään yleismarkkinaa suuremmaksi ja siksi laskut ovat vielä rajumpia – mutta niin ovat nousutkin, kunhan niihin asti taas päästään.

Joka tapauksessa kriisin keskellä on mielestäni hyvä jälleen kerrata joitakin sijoitusfilosofiamme peruseriaatteita. Tehdään se kolmen kysymyksen kautta.

Mikä on erikoistilanne?

Sekä hyvät että huonot yhtiöt joutuvat joskus vastatuuleen, heikommat tosin useammin ja vastoinkäymiset tuntuvat niillä kovemmin. Vaikeuksia saattaa tulla suhdannesyistä, operatiivisista virheistä, patenttirikkomusten tai -riitojen vuoksi, investointien tai tuotteiden teknisten ongelmien takia, jne.

Viime vuosina erikoistilanteisiin ajautuneita laatutyhtiöitä on ollut harvemmassa, eikä rahaston salkun täyttäminen niillä ole ollut helppoa. Tästä aiheutuvaa riskiä olen yrittänyt hallita erittäin suurella hajautuksella. Nyt voidaan taas mennä toiseenkin suuntaan: erikoistilanteisiin joutuneista laatutyhtiöistä ei ole pulaa.

Miksi sijoittaa erikoistilanteisiin?

Markkinoiden aikajänne on yleensä lyhyt ja sen vuoksi nähdään usein ylireagointia uutisiin, etenkin negatiivisiin. Toisin sanoen: esille tulleiden ongelmien välitön vaikutus yhtiön markkina-arvoon on suurempi kuin tulevilla kassavirralla mitattavaan pitkäaikaiseen arvoon.

Ajankohtainen esimerkki tästä on brasilialaisen Aracruzin seikkailu dollariin kohdistuneen valuuttasuojauksen kanssa, josta esimerkki tämänkertaisessa erikoistilanne-esittelyssä.

Miten valitsen Phoenixin erikoistilanteet?

Erikoistilanteita voidaan pitää riskikkäämpinä kuin muita sijoituksia juuri niiden tekijöiden vuoksi, jotka saavat erikoistilanteen aikaiseksi. Siksi käyn ensin läpi muutamia periaatteitamme rahaston riskin hajautuksen suhteen.

Yksikään sijoituksemme ei normaalisti ylitä 5 % rahaston varoista. Lisäksi pyrimme toimialakohtaiseen ja maantieteelliseen hajautukseen, jotta hallitsisimme mahdollisia riskikokittyymiä. Käytännössä pyrin jakamaan varallisuutemme ensin eri alueille ja toimialoille ja etsin sitten erikoistilanteita sieltä, missä olemme alipainossa. Lopuksi pyrimme hajauttamaan myös ylläkuvatujen erikoistilannetyppien mukaisesti.

Erikoistilanteiden etsinnässä käytän melko tavanomaisia osakesijoittajien kvantitatiivisia kriteereitä. Tunnuslukuista suosikkini on EV/EBITDA - se sopii erikoistilanteisiin, koska kassavirta on usein yhtiöt vaikeissa vaiheissa pinnalla pitävä voima. EV/sales verrattuna toimialan yleiseen kannattavuuteen ja Price-to-Book ovat myös lukuja, joita katson, mutta niitä pitää käyttää tietoisena kummankin heikkouksista.

Salkunhoitajan subjektiivisen arvioinnin kohteista – joita voidaan kutsua myös laadullisiksi kriteereiksi – on tärkein laadullinen johdon kompetenssi. Ilman pätevää ja rehellistä johtoa laskee todennäköisyys vaikeuksista selviämiseen huomattavasti. Myös liiketoiminnan strateginen vahvuus on tärkeää. Mielellään tietenkin näkisi monopoli-asemassa olevan yhtiön, jota johtaa Jack Welch, mutta reaali maailmassa pitää rimaa joskus himpun verran laskea.

Aracruz

Aracruz on yksi maailman johtavia lyhytkuituisen massan valmistajia ja – kuten muutkin suuret brasilialaiset vientiyrietykset – se katsoi parhaaksi suojautua dollarin laskun jatkumisen varalta. Ymmärrettävää, sillä Aracruz vie melkein koko tuotantonsa, saa maksun dollareissa ja maksaa lähes kaikki kulunsa Brasilian valuutassa. Suojaus toimi aluksi hyvin, mutta myös Aracruzille kävi niin kuin usein käy, jos luulee löytäneensä rahantekokoneen: mennään liian pitkälle.

Finanssikriisin keskellä dollari liikkui toiseen suuntaan, siis vahvistui. Yhtiön valuuttasuojauksesta tuli ensin miljardin dollarin alaskirjaus kolmannen kvartaalin raportissa ja marraskuun alussa yhtiö joutui sulkemaan koko kolmivuotiseksi venytetyn position yli kahden miljardin dollarin käteistappiolla. Tämän vaikutus yhtiön markkina-arvoon oli yli 4 miljardia dollaria. Osa erotuksesta selittyy sillä, että tulokseen oli aiemmin kirjattu myös valuuttavoittoja, mutta tämä selitys kattaa vain yhden miljardin.

Mielenkiintoisia ovat seuraavat vaiheet. Jos oletetaan, että ei tapahdu muita muutoksia kuin mainitut valuuttaliikkeet, pitäisi myynnin arvon nousta, koska yhtiölle maksetaan dollareissa. (Näin se ainakin toimi Suomessa 1990-luvulle asti: devalvoitiin, jotta metsäteollisuuden kilpailukyky parani.) Tällöin tulevien kassavirtojen pitäisi olla suurempia kuin alemmalla dollarin arvolla.

Nykyisten mark-to-market –kirjanpitosääntöjen mukaan piti Aracruzin realisoida valuuttakeinotellun tappio heti, mikä vastaa kolmen vuoden liikevoittoa. Sen seurauksena yhtiö saa kuitenkin nauttia realin arvonalenemisen hedelmistä – siis korkeammasta voitotasosta – jo tänä vuonna, eikä vasta silloin kun valuuttasuojaus olisi lakannut olemasta voimassa, jos positiota ei olisi erikseen suljettu.

Kaiken kaikkiaan pitäisi dollarin arvon vahvistumisen siis olla yhtiölle hyväksi. Tulevien korkeampien kassavirtojen arvo nousee enemmän kuin mitä vuoden 2008 tulokseen kirjattava kertatappio on. Markkinat näkivät asian toisin ja osake myytiin 50 dollarista kymmeneen. On pieni ihme, jos siitä ei tulla saavuttamaan ainakin isoa osaa takaisin.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,

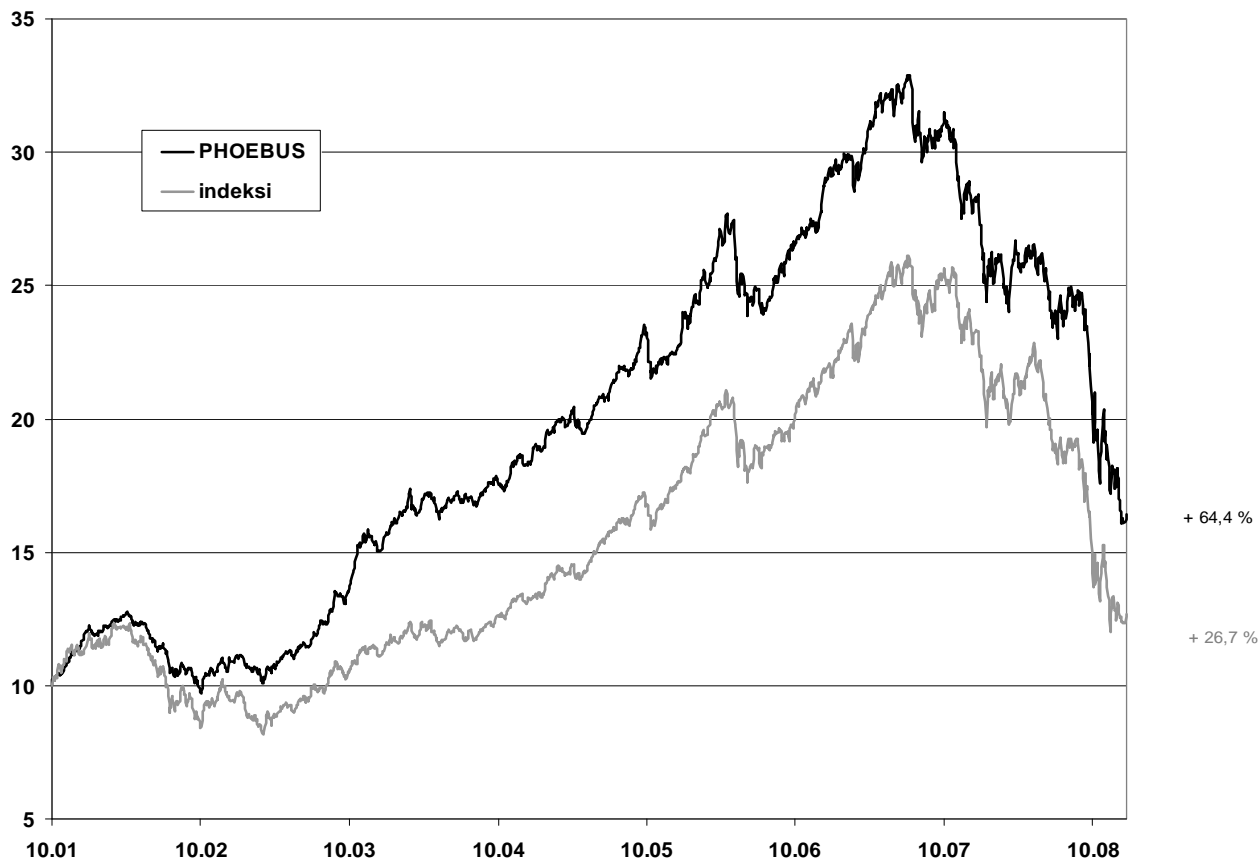


Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

Phoebus ja vertailuindeksi

Euro

10.10.2001 - 31.12.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	11,1
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 RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-25,16 %	38,97 %	-22,57 %	41,18 %
1 v	-41,90 %	26,32 %	-45,60 %	27,95 %
3 v	-27,76 %	18,51 %	-28,10 %	19,66 %
5 v	7,52 %	15,38 %	12,46 %	16,29 %
Aloituspäivästä	64,44 %	14,26 %	26,70 %	16,41 %
Aloituspäivästä p.a.	7,12 %		3,33 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,77 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00%
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,80 %
Salkun kiertonopeus	1,45 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	14,97 %
Lähipiirin omistussuus (31.12.2008)	18,29 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
VACON OYJ	Suomi	8,7 %
AIR LIQUIDE	Ranska	7,9 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	7,7 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	6,6 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	6,1 %
FASTENAL CO	Yhdysvallat	5,4 %
PROGRESSIVE CORP	Yhdysvallat	5,1 %
AUTOMATIC DATA PROCESSING	Yhdysvallat	5,1 %
VAISALA OYJ- A SHS	Suomi	5,0 %
COSTCO WHOLESALE CORP	Yhdysvallat	4,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden viimeisen neljänneksen hyvä puoli oli, että sen kokeneina tiedämme mitä osakemarkkinoiden riski pahimmillaan tarkoittaa. Phoebuksen arvo laski kokonaiset 25,2 % eli hieman enemmän kuin vertailuindeksimme, joka laski 22,6 %. Markkinoiden lasku voi toki edelleen jatkua, mutta kurssilaskun jyrkkyydessä vuoden 2008 loppu oli uskoakseni melko lailla äärimmäinen.

Huono osakevuosi oli meille suhteellisesti katsoen kuitenkin melko hyvä: Phoebuksen arvo laski -41,9 % samalla kun vertailuindeksimme laski -45,6 %. Lohtu saattaa tuntua laihalta absoluuttisen tuoton ollessa surkea, mutta ylituotto on yhtä arvokasta riippumatta missä markkinatilanteessa se syntyy. Tämän huomaamme kun tarkastelemme asioita oikeassa aikaperspektiivissä – rahaston alusta (10.10.2001) lukien Phoebus on tuottanut 64,4 % ja vertailuindeksimme 26,7 %.

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

Ostot ja myynnit

Kerroin viime katsauksessamme, että Phoebuksen kassa oli syyskuun lopussa normaalia suurempi (7,8 %). Vuoden lopussa kassa oli edelleen 7,3 % rahaston arvosta. Enkö sitten mitenkään hyödyntänyt laskeneita pörssikursseja?

Hyödynsin kyllä. Kyseessä on optinen harha, joka syntyy kurssitason muuttuessa merkittävästi. Neljänneksen aikana rahasto sai vain hieman nettomerkintöjä, joten sijoittajien rahavirrat eivät vaikuttaneet kassaan. Sijoin viimeisen neljänneksen aikana syyskuun lopun kassastamme 28 %, mutta rahaston arvon neljäsosan laskun takia suhteellinen kassamme ei juurikaan laskenut!

Lisäsin edelleen hieman omistustamme Harley-Davidsonissa, jonka kurssi on romahtanut moottoripyöräluottojen arvopaperistamismarkkinoiden kuivuttua kokoon (mikä lienee ohimenevä ilmiö). Ostin myös lisää viime katsauksessa esittelemäni Seco Toolsin osakkeita. Suurimman sijoituksen tein uuteen yhtiöön: Hamburger Hafen und Logistik AG (HHLA) - siitä lisää jäljempänä.

Suomalaisia omistuksiamme en edelleenkaan kasvattanut. Niidenkin aika tulee vielä, mutta Phoebuksen historian alusta Suomen pörssi on tuottanut +48 % maailman osakkeiden tuottaessa euroissa -25 %. Tämä osoittaa osaltaan, että muualta löytyy edelleen parempia ostokohteita kuin Suomesta. Ero tosin hieman tasaantui viime vuonna, kun Suomen markkinat laskivat -47 % maailmanmarkkinoiden laskiessa vain -40 %.

Omistamme nyt 12 ulkomaista yhtiötä (52 % salkusta) sekä 9 suomalaista (41 % salkusta). Tilanne on poikkeuksellinen, koska Phoebus tulee useimmiten sijoittamaan pääosin Suomeen, kuten vertailuindeksimmekin osoittaa. Jos ja kun arvostusero muuttuu edelleen suomalaisten yhtiöidemme kannalta suotuisammaksi (tai oikeammin ehkä ”vähemmän epäsuotuisaksi”), voitte siis lähivuosina odottaa salkkumme painopisteen siirtyvän takaisin suomalaisiin osakkeisiin. Mutta merkittävä osa sijoituksistamme tulee jatkossakin olemaan myös muissa maissa. Phoebus ei ole Suomi-rahasto.

Hyödynnä laskusuhdanne

Puolitoista vuotta kestäneen kurssilaskun jälkeen, ja erityisesti näin vuodenvaihteessa, näemme päivittäin lehdissä ja televisiossa asiantuntijoiden arvioita siitä, milloin pörssi kääntyy nousuun – tai onko se ehkä jo kääntynyt. On syytä muistaa, että nämä arviot ovat vain arvailuja, eikä arvailujen varassa kannata rahojaan sijoittaa.

On epäilemättä totta, että nyt on parempi aika kuin vuosiin tehdä uusia osakesijoituksia, kurssien laskettua. Näinhän ovat syksyn mittaan kertoneet myös Berkshire Hathawayn pääomistaja Warren Buffett ja Vanguard-rahastoyhtiön perustaja John Bogle. Siksi monen sijoittajan voi olla hyvä tasapainottaa salkkunsaa allokaatio.

Mielestäni vielä tärkeämpää on kuitenkin huomata se, että laskusuhdanne tarjoaa oivan tilaisuuden erottaa jyvät akanoista – monella tavoin. Millaiset yhtiöt joutuvat suurimpiin vaikeuksiin? Mitä yhteistä on konkurssiin menevillä yhtiöillä? Mitkä harvat yhtiöt pystyvät hyödyntämään kilpailijoiden heikkoutta ja vahvistamaan omaa markkina-asemaansa? Hyvinä aikoina holtitonkin riskinotto palkitaan kurssinousulla. Huonoina aikoina opimme, mitkä toimintamallit ovat kestäväällä pohjalla: erittäin hyödyllinen oppitunti seuraavaa suhdannejaksoa varten.

Huonoina aikoina on myös helpointa arvioida yritysten johtoa. Kerrotaanko avoimesti ongelmista ja suunnitelluista oikaisutoimenpiteistä? Vai sulkeutuuko johto kuoreensa, eikä oikein uskalla sanoa mitään tulevaisuudesta? Noudusuhdanteessa loistavia strategioita riittää joka oksalle, mutta vasta laskusuhdanne erottaa itsenäiset ajattelijat papukaijoista.

Kaikkein tärkeintä on silti oppia tuntemaan itsensä eli sijoituslangilla sanottuna määritellä oma riskiprofiilinsa. Tätäkään ei voi kunnolla tehdä markkinoiden noustessa, vaan ainoastaan riskien toteuduttua. Jos syksyn raju kurssilasku aiheuttaa pelon rahojen loppumisesta ja haluja myydä osakkeet ”kun niistä vielä saa edes jotain”, niin salkun allokaatio on todennäköisesti ollut liian riskipitoinen. Oppi kannattaa laittaa korvan taakse – jopa kirjoittaa muistiin! – jotta seuraavan kurssinousun aikana ei enää antaisi aiheuden syrjäyttää järkeä.

Jos sen sijaan kurssilaskun synnyttämä lovi salkussa (ja asunnon mahdollisesti tuleva hinnanlasku) eivät tunnu liikaa mahanpohjassa eikä työpaikka pahasti uhatulta, niin sijoitussuunnitelma on ollut oikein laadittu suhteessa omaan riskinsietokykyyn. Silloin kannattaa muistaa Warren Buffettin Berkshire Hathawayn vuoden 2004 vuosikertomuksessa antama neuvo: ”Jos sijoittaja ehdottomasti haluaa yrittää ajoittaa markkinoita, hänen tulisi koettaa olla pelokas, kun toiset ovat ahneita ja ahne vain silloin, kun toiset ovat pelokkaita.” Onkohan ahneuden aika jo koittanut?

PHOEBUS-YHTIÖISTÄ

VAISALA

Joskus kolmessa vuodessa ei tunnu tapahtuvan paljon mitään. Esitellessäni Vaisalan viimeksi katsauksessa 4/05 yhtiön tulos ja osakkeen kurssi olivat käytännössä samat kuin tänään. Nettokassa on tosin tuplaantunut noin kuuteen euroon per osake, joten arvostus on hieman halventunut. Paikallaan polkemisesta huolimatta Vaisala on joka tapauksessa ollut silloisista suomalaisista yhtiöistämme kuluneen jakson aikana kolmanneksi paras.

Ensivaikutelma voi kuitenkin pettää. Vaisala on tänään hyvin erilainen yhtiö kuin 2005. Suurin muutos on, että Kjell Forsén tuli toimitusjohtajaksi syksyllä 2006. Forsén on merkittävästi myynti- ja kasvuhenkisempi kuin Vaisalan entinen johto. Viime syksynä julkistettu uusi keskimäärin 10 % (organisaation) kasvutavoite onkin hyvin kunnianhimoinen. Lisäksi yritysostot ovat selvästi entistä aktiivisemmin harkinnassa.

Vielä en osaa arvioida Forsénin toimenpiteiden onnistumista. Aikaa on kulunut niin vähän; yhtiön merkittävä suunnanmuutos kestää yleensä vähintään 3-4 vuotta. Kasvuhakuisuus tarkoittaa varmasti myös riskinoton lisäämistä, mutta uskon Forsénin lääkkeiden olevan oikeita, koska Vaisala on minusta aiemmin tuntunut vähän liiankin tyytyväiseltä omaan erinomaisuuteensa. Toivon lukujen osoittavan muutoksen käynnistyneen, kun seuraavan kerran esittelen yhtiön noin kolmen vuoden kuluttua.

HHLA

Uusin yhtiömme Hamburger Hafen und Logistik AG (HHLA) ei ole mikään untuvikko – Hampurin sataman perusti keisari Fredrik Barbarossa jo 820 vuotta sitten. HHLA on Hampurin sataman suurin satamaoperaattori, joka listautui reilu vuosi sitten. Hampurin kaupunki omistaa yhtiöstä edelleen 69 %.

Vaikka HHLA on kaupungin omistuksessa, se ei suinkaan ole monopoli. Yhtiö vuokraa pitkällä sopimuksella (vuosiin 2035–2036) kaupungilta osan satamasta ja operoi kolmea konttiterminaalia sekä yhtä Ro-Ro-terminaalia. Samassa satamassa toimii myös saksalais-italialainen Eurogate, joka operoi yhtä konttiterminaalia. HHLA:n osuus Hampurin konttiliikenteestä on noin 70 %, kilpailijan 30 %.

Kilpailua tulee tietenkin myös muista satamista. Hampuri kilpailee lähinnä muiden Pohjanmeren satamien kanssa. Suurimmat niistä ovat Hollannin Rotterdam, Belgian Antwerpen ja Saksan Bremerhaven. Näiden neljän konttiliikenne oli vuonna 2007 yhteensä 33,8 miljoonaa TEU, josta Hampurin osuus 9,9m TEU ja HHLA:n 6,7m TEU. Lisäksi HHLA omistaa pienen konttiterminaalin Ukrainan Odessassa. Tämä tarkoittaa, että Hampurin satama on noin 12 kertaa ja pelkästään HHLA noin 8 kertaa suurempi kuin Vuosaaren satama. Seuraavan viiden vuoden aikana HHLA aikoo kasvattaa kapasiteettiaan noin 75 % (eli 12 % vuodessa) – eli kuuden Vuosaaren verran!

Toimialan puolesta puhuu oligopolistisen kilpailutilanteen lisäksi kaksi suurta trendiä. Ensinnäkin: maailmankauppa kasvaa eri maiden erikoistuessa ydinvahvuuksiinsa jatkuvasti maailmantaloutta nopeammin. Toiseksi yhä suurempi osa tavaraliikenteestä kuljetetaan konteissa, joka suosii suuria satamia pienten erikoistavarasatamien kustannuksella.

Viimeisen 10 vuoden aikana maailman bruttokansantuote on kasvanut yhteensä reilut 25 %. Samaan aikaan maailmankauppa kasvoi 60 %. Konttiliikenne kasvoi 100 % ja HHLA:n konttiliikenne kasvoi 125 %. Hampuri on nostanut markkinaosuuttaan neljän suuren Pohjanmeren sataman volyymeistä vuoden 1998 24 %:ista 29 %:iin vuonna 2007.

HHLA teki 2007 1,60 euroa tulosta per osake. Viime vuonna operatiivinen tulos saattoi hieman parantua ja Saksan yhtiövero laski merkittävästi, joten tulos nousee noin 2,20 euroon per osake. Nykykurssi 27 euroa vastaa siis noin P/E 12x, mikä ei tunnu järjettömän kovalta vahvan taseen omaavalle oligopolistille. Vuosi sitten listautumisannissa hinta oli kaksinkertainen.

Riskejäkin toki löytyy. Suurimpana on maailmantalouden tilanne, joka tulee hidastamaan konttiliikenteen kasvua. Tutkiessani maailman konttisatamia huomasi, että kaikki ovat voimakkaasti kasvattamassa kapasiteettiaan. Kun kysyntä ei kasvakaan odotetusti, ylikapasiteetti ja sen mukana mahdollisesti voimistuva hintakilpailu on varteenotettava riski. Satamatoiminnoissa kustannukset ovat yleensä melko kiinteitä, joten niiden sopeuttaminen vie aikansa.

Omistusrakenne on toinen riski. Voimmeko luottaa siihen, että olemme omistajina samalla viivalla Hampurin kaupungin kanssa? En yleensä sijoita yhtiöihin, joissa on ilmeinen intressiristiriitojen mahdollisuus, mutta pidin HHLA:ta niin harvinaislaatuisten kiinnostavana, että olin valmis tekemään poikkeuksen. Aika näyttää oliko uhkarohkeaa ryhtyä kaupunginvaltuutettujen liikekumppaniksi.



Anders Oldenburg, salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

INDEKSIRAHASTOJEN VUOSI

Lähes kaikki osakemarkkinat laskivat rajusti vuoden 2008 aikana ja siten tietenkin myös useimmat indeksirahastot: neidän seuraavat indeksejä, jotka tavalla tai toisella kuvaavat markkinoita. Korkomarkkinoiden ja korkorahastojen vuosi olikin sitten paljon monimuotoisempi. Seuraavassa joitakin huomioita indeksirahastojemme vuodesta 2008.

Rahamarkkinarahasto AAA

Surkean sijoitusvuoden pahimpia järkytyksiä monille sijoittajille oli se, että jopa monet turvallisenä pidetyt lyhyen koron rahastot tuottivat miinusmerkkinisiä lukuja. Myös likviditeettiriskin toteutuminen nyt nähdyssä mittakaavassa nimenomaan lyhyen koron markkinoilla oli ennen kokematon.

Rahamarkkinarahasto AAA:n sijoituspolitiikka ja hallintotapa ovat *hyvin* varovaisia: emme etsi lisätuottoa aktiivisella yrityspapereiden kaupalla tai esim. vaihtuvakorkoisista pidemmistä lainoista. Normaalisti konservatiivisesti hoidettu passiivinen rahasto sijoittuu rahastoluokkansa vertailuissa lyhyehköillä aikaväleillä suurin piirtein keskivälin paikkeille. Näin siksi, että suurempaa riskiä ottavista aina jotkut onnistuvat ja toiset taas eivät. Tänä vuonna riskit toteutuivat kuitenkin käytännöllisesti katsoen koko markkinalla ja Rahamarkkinarahasto AAA jatkoi vuoden 2007 tapaan useiden eri ajanjaksojen tilastokärjessä.

Hyvät tilastosijoitukset tuovat mukavaa huomiota, mutta ne eivät ole rahaston tavoite – lisäriskejä tilastokärjen säilyttämiseksi ei jatkossakaan oteta. Rahamarkkinarahasto AAA:n tavoitteena on olla myös tulevaisuudessa mahdollisimman riskitöntä hyvää korkoa tarjoava turvapaikka kassanhallintaan tai laajemman sijoitussalkun osaksi, jotta sijoittaja voi rauhassa ottaa riskiä sellaisilla markkinoilla, esim. osakkeissa, missä onnistuneen riskinoton tuotto voi olla huomattavasti lyhyen koron mahdollisuuksia parempi.

Viime vuonna aloitimme ”liukuvan siirtymän” käyttämään rahaston vertailuindeksinä Sijoitustutkimuksen laskemaa kolmen kuukauden euriborindeksiä. Siirryimme vuonna 2009 käyttämään pelkästään sitä. Uuden ja vanhan indeksin tarkempi esittely löytyy katsauksestamme 1/2008.

Pitkän koron rahastot

Myös pitkien korkojen markkinoilla vuosi oli monella tapaa poikkeuksellinen. Mainittakoon erityisesti syksyn koronlaskujen ja valtion lainojen kysynnän kasvun vaikutus Euro-obligaatioindeksirahastoomme: kolmen kuukauden tuotto peräti 6,37%! Tällaisia kvartaalituottoja emme tietenkään tule näkemään pitkissä valtionlainoissa vuosineljänneksestä toiseen. Jos laskut jatkuvat, saavutetaan pian taso, josta ei enää mennä paljoakaan alaspäin.

Sekä Euro-obligaatioindeksirahasto että Euro Corporate Bond –rahastomme näyttivät viime vuotiseen tapaan vuoden lopussa parempia tuottolukuja kuin ne vertailuindeksit, joiden perusteella rahastojen lainasalkku mallinnetaan. Tällaisia eroja tulee aika ajoin muun muassa siksi, että rahastojen ja indeksin arvonlaskennan kellonaika on eri.

Euro Corporate Bondin ero vertailuindeksiin on kuitenkin poikkeuksellisen suuri: indeksin vuosituotto 0,88 %, rahaston 4,62 %. Suurin syy on jo mainittu vuoden 2008 korkomarkkinoiden poikkeuksellinen likviditeettitilanne. Euro Corporate Bond –rahasto mallinnetaan yli 500 joukkolainaa sisältävän indeksin pohjalta. Rahaston rakenne seuraa indeksin lainojen luottoluokitusta, maturiteettijakaamaa ja korkoriskiä. Rahastoon pyritään kuitenkin ottamaan mahdollisimman likvidejä lainoja – ja viime vuonna markkinat rankaisivat ankarasti likviditeetin puutteesta.

Kestävän kehityksen indeksirahastot

Eurooppa- ja Pohjois-Amerikka –indeksirahastomme ovat heinäkuusta 2008 lähtien seuranneet ns. kestävän kehityksen indeksejä. Tavoitteenamme oli, että myös Suomi- ja Japani-indeksirahastojen vertailuindeksit muutettaisiin kestävän kehityksen indekseiksi vuoden 2008 loppuun mennessä. Tämä ei kuitenkaan onnistunut. Finanssikriisi sai indeksintuottajat vetämään takaisin jo julkaistuja suunnitelmia rahastojemme pohjiksi sopivista indekseistä.


Korirahastot Pharma ja Brands

Toimialarahastomme Global Top 25 Pharmaceuticals ja Global Top 25 Brands eivät seuraa valmiita indeksejä. Ne ovat silti kustannustehokkaita passiivisia rahastoja, joiden sijoituksia ohjaa muodostamamme hyvin verkkaan päivitetty osakekori. Molemmat sisältävät vakaita jättyrityksiä, joiden liiketoimintaa edes finanssikriisi ei ole horjuttanut läheskään yhtä paljon kuin monien muiden ja myös ne ovat sijoittuneet erinomaisesti rahastoluokkiensa vertailuissa.

Vastuullamme olevien passiivisten rahastojen valikoima ei aina vaikuta jännittävältä tai huomiota herättävältä. Olemme salkunhoitajina tyytyväisiä siihen, että tehokkaiksi työkaluiksi salkunrakennustarpeisiin suunnitellut rahastot ovat juuri selkeytensä ja varovaisuutensa vuoksi täyttäneet tehtävänsä hyvin myös vuoden 2008 poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa. Teemme parhaamme, että näin on myös jatkossa.



Jaana Timonen
jaana.timonen@seligson.fi

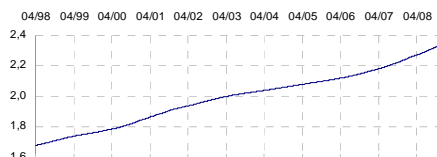


Jani Holmberg
jani.holmberg@seligson.fi

RAHAMARKKINARAHASTO AAA

31.12.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	241,2
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi		3 kk euribor*
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti	
3 kk	1,70 %	0,15 %	1,72 %	0,21 %	1,68 %
1 v	5,08 %	0,16 %	5,58 %	0,21 %	5,24 %
3 v	12,00 %	0,15 %	13,45 %	0,19 %	12,69 %
5 v	16,31 %	0,14 %	18,44 %	0,17 %	17,57 %
10 v	36,84 %	0,15 %	41,64 %	0,18 %	40,25 %
Aloituspäivästä	40,52 %	0,15 %	45,71 %	0,18 %	44,15 %
Aloituspäivästä p.a.	3,21 %		3,56 %		3,46 %

* Sijoitustutkimuksen mukaan, ks. neljännesvuosikatsaus 1/2008, s. 19-20

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,20 %
Salkun kiertonopeus	44,58 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,28
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,13 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,73 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Sijoitustodistus Pohjola Pankki Oyj 29.07.2009	Suomi	4,5 %
Määräaikainen talletus Tapiola 02.01.2009	Suomi	4,3 %
Määräaikainen talletus Tapiola 18.03.2009	Suomi	4,2 %
Sijoitustodistus SHB 27.2.2009	Suomi	4,1 %
Sijoitustodistus Nordea 20.07.2009	Suomi	4,1 %
Määräaikainen talletus Tapiola 26.01.2009	Suomi	3,8 %
Sijoitustodistus Sampo 21.1.2009	Suomi	3,3 %
Sijoitustodistus Nordea 23.03.2009	Suomi	3,3 %
Sijoitustodistus SHB 08.04.2009	Suomi	3,3 %
Sijoitustodistus Aktia 10.06.2009	Suomi	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO

31.12.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	60,9
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Yr
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,28 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,37 %	6,36 %	5,95 %	6,31 %
1 v	10,49 %	5,59 %	9,30 %	5,14 %
3 v	11,64 %	4,21 %	10,92 %	3,85 %
5 v	24,09 %	3,73 %	25,17 %	3,52 %
10 v	54,49 %	3,71 %	58,36 %	3,59 %
Aloituspäivästä	59,43 %	3,69 %	63,10 %	3,57 %
Aloituspäivästä p.a.	4,67 %		4,88 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,29 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,32 %
Salkun kiertonopeus	-55,69 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	6,1
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,81 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

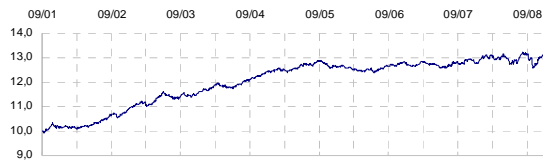
	Maa	Osuus rahastosta
Saksan valtion obligaatio 3,50% 4.1.2016	Saksa	11,2 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.4.2015	Ranska	9,3 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 1.8.2014	Italia	7,6 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 4.1.2024	Saksa	6,5 %
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.4.2019	Ranska	6,1 %
Hollannin valtion obligaatio 3,75% 15.7.2014	Alankomaat	5,9 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.7.2020	Itävalta	5,7 %
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.9.2017	Suomi	5,1 %
Saksan valtion obligaatio 4,00 % 4.1.2018	Saksa	4,5 %
Espanjan valtion obligaatio 5,00% 30.7.2012	Espanja	4,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

31.12.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	17,1
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 sijoitus aika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,90 %	5,84 %	0,07 %	5,11 %
1 v	4,62 %	4,84 %	0,88 %	4,15 %
3 v	5,63 %	3,53 %	2,54 %	3,06 %
5 v	15,23 %	3,18 %	14,56 %	2,87 %
Aloituspäivästä	33,76 %	3,23 %	35,74 %	3,06 %
Aloituspäivästä p.a.	4,06 %		4,27 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,34 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,38 %
Salkun kiertonopeus	-6,39 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 3 %, AA 13 %, A 47 %, BBB 37 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,06
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,22 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,02 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

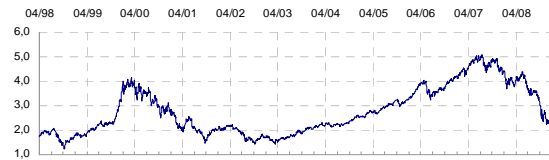
	Maa	Osuus rahastosta
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	3,1 %
Electricite De France JVK 4,625 % 06.11.2013	Ranska	3,1 %
Siemens Finance JVK 5,75% 04.07.2011	Saksa	3,1 %
RWE Finance Bv JVK 4,625 % 23.07.2014	Saksa	3,0 %
GIE SUEZ ALLIANCE JVK 5,125 % 24.06.2015	Ranska	3,0 %
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.9.2017	Suomi	3,0 %
HENKEL KGAA JVK 4,25 % 10.06.2013	Saksa	3,0 %
Carrefour SA JVK 4,375% 15.06.2011	Ranska	3,0 %
Basf SE JVK 3,375%, 30.05.2012	Saksa	3,0 %
Telefonica Europe BV JVK 5,125 % 14.02.2013	Espanja	3,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI -INDEKSIRAHASTO

31.12.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	16,6
Vertailuindeksi	OMX Helsinki Benchmark Cap_GI
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 sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-24,12 %	47,29 %	-24,00 %	47,22 %
1 v	-47,82 %	33,08 %	-47,22 %	32,93 %
3 v	-29,43 %	24,21 %	-27,74 %	24,11 %
5 v	12,91 %	20,20 %	8,40 %	20,14 %
10 v	31,02 %	25,18 %	11,60 %	25,34 %
Aloituspäivästä	35,60 %	25,75 %	14,12 %	26,04 %
Aloituspäivästä p.a.	2,87 %		1,24 %	

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

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,54 %
Salkun kiertonopeus	22,55 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,48 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,18 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Yhtiö		
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,1 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,7 %
FORTUM OYJ	Suomi	8,4 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	7,8 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,8 %
KONE OYJ-B	Suomi	4,4 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	4,1 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	4,0 %
ELISA OYJ	Suomi	4,0 %
ORION OYJ	Suomi	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

OMXH25 -INDEKSIOUSUURAHASTO

31.12.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	97,1
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 RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-23,42 %	54,41 %	-23,46 %	54,54 %
1 v	-49,63 %	38,18 %	-49,65 %	38,17 %
3 v	-33,99 %	26,56 %	-34,14 %	26,58 %
5 v	-0,78 %	22,06 %	-1,00 %	21,98 %
Aloituspäivästä	-3,19 %	21,96 %	-3,25 %	21,91 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,47 %		-0,48 %	

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

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,17 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,23 %
Salkun kiertonopeus	27,59 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,23 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	10,2 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,7 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,4 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,2 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	7,3 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	7,0 %
KONE OYJ-B	Suomi	7,0 %
ELISA OYJ	Suomi	4,3 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	4,1 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA –INDEKSIRAHASTO

31.12.2008 (1.7.2008 asti Eurooppa 50 –indeksirahasto)

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ STOXX Sustainability -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	23,8
Vertailuindeksi	DJ STOXX Sustainability 1.7.2008 asti DJ STOXX 50 NDR
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 RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-22,80 %	54,58 %	-22,87 %	54,71 %
1 v	-44,03 %	35,07 %	-43,53 %	40,40 %
3 v	-35,53 %	23,33 %	-34,20 %	26,03 %
5 v	-15,37 %	19,39 %	-12,41 %	21,36 %
10 v	-28,91 %	23,11 %	-23,11 %	24,08 %
Aloituspäivästä	-28,55 %	23,47 %	-20,54 %	24,08 %
Aloituspäivästä p.a.	-3,14 %		-2,15 %	

Huom! Luvut on laskettu periodille, joka päättyy 30.12.2008, koska indeksiä ei laskettu 31.12.2008.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,26 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,72 %
Salkun kiertonopeus	87,60 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,48 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,44 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	5,5 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	4,5 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	4,3 %
TOTAL SA	Ranska	4,3 %
TELEFONICA S.A.	Espanja	3,3 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,8 %
E.ON AG	Saksa	2,6 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,2 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	2,2 %
NOKIA OYJ	Suomi	2,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

JAPANI -INDEKSIRAHASTO
31.12.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa japanilaista TOPIX Core 30™ -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	4,7
Vertailuindeksi	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 RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-14,70 %	47,38 %	-15,17 %	49,47 %
1 v	-28,75 %	32,86 %	-28,86 %	33,75 %
3 v	-43,08 %	23,64 %	-42,37 %	24,21 %
5 v	-21,85 %	21,60 %	-19,62 %	21,94 %
Aloituspäivästä	-72,97 %	24,83 %	-71,81 %	25,80 %
Aloituspäivästä p.a.	-13,51 %		-13,11 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,47 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,55 %
Salkun kiertonopeus	-15,90 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipointeeraus (tracking error)	1,04%
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,86 %

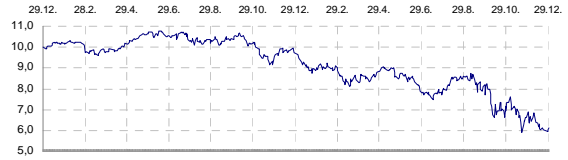
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	9,6 %
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL	Japani	7,7 %
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	Japani	5,4 %
TOKYO ELECTRIC POWER CO	Japani	4,8 %
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	Japani	4,5 %
NINTENDO CO LTD	Japani	4,5 %
NTT DOCOMO INC	Japani	4,4 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,2 %
CANON INC	Japani	4,1 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	4,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

POHJOIS-AMERIKA –INDEKSIRAHASTO
31.12.2008 (1.7.2008 asti USA –indeksirahasto)

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, USA
Rahaston koko (milj. euroa)	4,9
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 RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-20,81 %	58,95 %	-20,61 %	59,78 %
1 v	-36,81 %	36,86 %	-37,48 %	37,73 %
Aloituspäivästä	-38,89 %	28,15 %	-38,88 %	28,75 %
Aloituspäivästä p.a.	-21,75 %		-21,74 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,17 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,61 %
Salkun kiertonopeus	130,68 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipointeeraus (tracking error)	1,45 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,18 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	5,2 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	4,7 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	4,5 %
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	4,4 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	4,3 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	3,4 %
JPMORGAN CHASE & CO	Yhdysvallat	3,3 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	3,2 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	2,7 %
CISCO SYSTEMS INC	Yhdysvallat	2,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS
31.12.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	41,5
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 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-15,00 %	43,24 %	-15,46 %	42,47 %
1 v	-25,93 %	28,13 %	-29,11 %	27,32 %
3 v	-8,50 %	18,69 %	-26,26 %	17,92 %
5 v	12,33 %	16,29 %	-7,28 %	15,74 %
10 v	26,12 %	18,95 %	-12,62 %	16,83 %
Aloituspäivästä	28,77 %	19,36 %	-12,57 %	17,03 %
Aloituspäivästä p.a.	2,43 %		-1,27 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,67 %
Salkun kiertonopeus	11,46 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	6,82 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,12 %

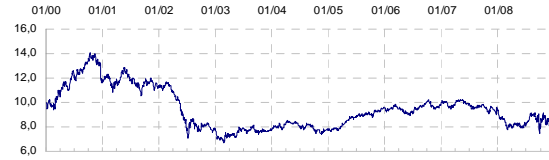
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	9,1 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	8,1 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	7,3 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	7,0 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	6,0 %
COLGATE-PALMOLIVE CO	Yhdysvallat	4,1 %
HERMES INTERNATIONAL	Ranska	3,8 %
KELLOGG CO	Yhdysvallat	3,7 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,7 %
GROUPE DANONE	Ranska	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS
31.12.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellinen
Rahaston koko (milj. euroa)	34,7
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,10 %	41,78 %	-4,46 %	43,20 %
1 v	-10,04 %	25,75 %	-12,81 %	26,98 %
3 v	-12,26 %	17,09 %	-19,19 %	17,92 %
5 v	7,84 %	15,02 %	-6,69 %	16,24 %
Aloituspäivästä	-17,02 %	17,21 %	-28,49 %	19,03 %
Aloituspäivästä p.a.	-2,06 %		-3,67 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,13 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,73 %
Salkun kiertonopeus	3,18 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,40 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,17 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

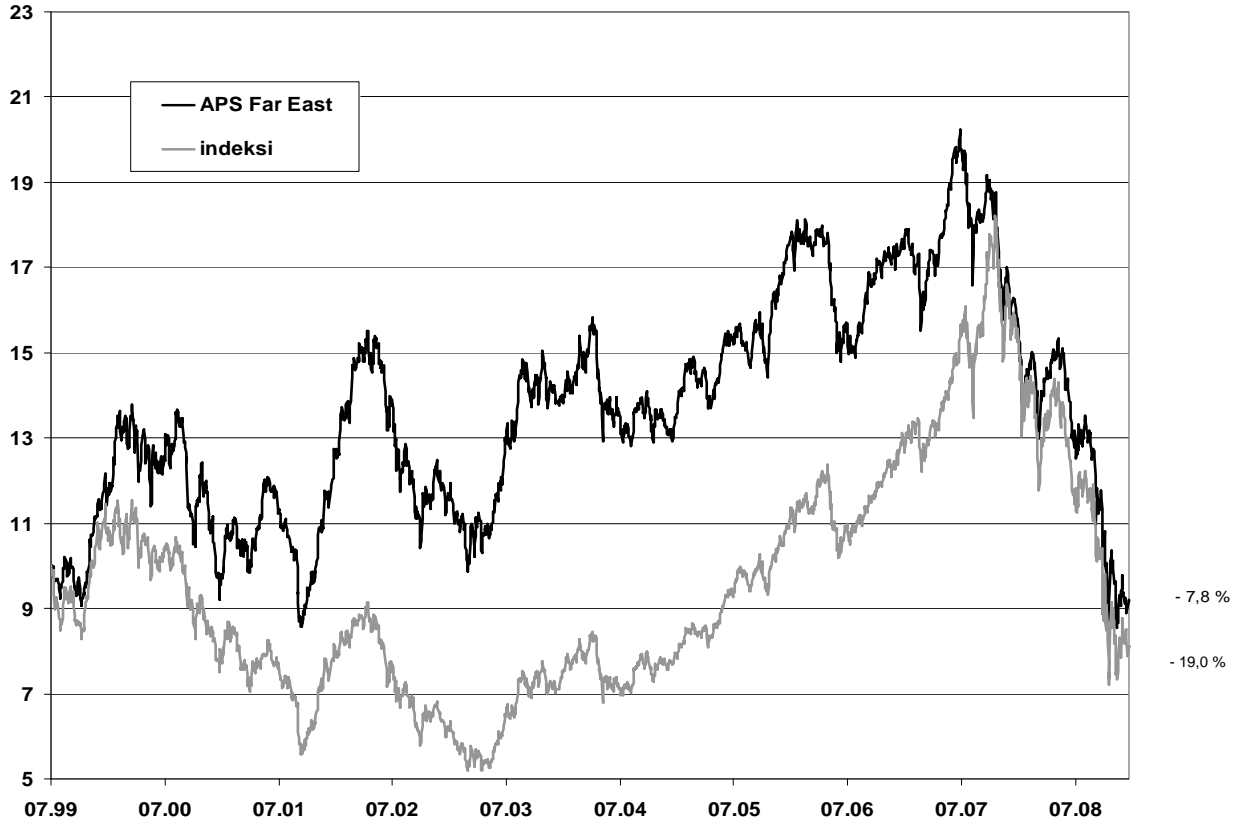
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,9 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	6,9 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	6,8 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,3 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	6,0 %
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	Yhdysvallat	4,0 %
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	Japani	3,8 %
ASTELLAS PHARMA INC	Japani	3,6 %
GILEAD SCIENCES INC	Yhdysvallat	3,6 %
SANOFI-AVENTIS	Ranska	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

APS Far East ja vertailuindeksi

Euro

13.7.1999 - 31.12.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	5,2
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East ex-Japan NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0 – 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	APS Asset Management

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-18,57 %	47,29 %	-20,30 %	71,20 %
1 v	-43,27 %	31,50 %	-48,13 %	44,04 %
3 v	-47,00 %	22,79 %	-25,87 %	30,65 %
5 v	-33,51 %	20,18 %	12,59 %	26,04 %
Aloituspäivästä	-7,83 %	21,72 %	-18,98 %	25,37 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,86 %		-2,20 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 – 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	2,60 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	1,04 %
Kaupankäyntikulut	0,59 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,19 %
Salkun kiertonopeus	132,56 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	31,36 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,90%

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BYD CO LTD-H	Kiina	6,8 %
HI-P INTERNATIONAL LTD	Singapore	6,7 %
HANKUK ELECTRIC GLASS	Korean tasavalta	6,4 %
VARITRONIX INTERNATIONAL LTD	Hongkong	5,8 %
CHINA POWER INTERNATIONAL	Hongkong	4,7 %
KH VATEC CO LTD	Korean tasavalta	4,3 %
DEL MONTE PACIFIC LTD	Singapore	4,2 %
XINYI GLASS HOLDINGS CO LTD	Hongkong	4,1 %
KINGBOARD CHEMICALS HOLDINGS	Hongkong	3,6 %
HON HAI PRECISION INDUSTRY	Taiwan	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Pörssien syöksykierre jatkui vuoden viimeisellä neljänneksellä. Rahasto pärjäsi kuluneen neljänneksen aikana hieman yleistä markkinakehitystä paremmin, mutta menetti silti yli 18 % arvostaan. Koko vuoden 2008 aikana rahaston arvo putosi 43,3 % ja vertailuindeksi laski 48,1 %.

Joulukuussa laskutrendi kuitenkin kääntyi ja rahasto päätyi kuukausitasolla positiivisiin lukemiin. Monen kurssinousun takana oli joko yhtiön omien osakkeiden osto tai se, että suuri olemassa oleva omistaja näki mahdollisuuden hankkia lisää osakkeita edullisesti. Koko markkinalla nousu oli toki vielä melko laimeaa, mutta joidenkin yksittäisten yhtiöiden lisäksi myös muutamien maiden pörssit suorastaan hypähtivät ylöspäin. Tällaisia olivat mm. Indonesia +24 %, Korea +20 % ja Thaimaa +14 % (prosenttimuutokset dollarimääräisissä arvoissa).

Rahaston selvästi paras osake oli tälläkin neljänneksellä mm. sähköautojen voimanlähteeksi soveltuvia akkuja valmistava BYD. Jo edellisellä jaksolla kurssi pomppasi kerralla yli 40 %, kun julkistettiin uutinen, että Warren Buffettin Berkshire Hathawayn tytäryhtiö MidAmerican Energy oli ostanut siitä kymmenen prosentin osuuden. Tämän neljänneksen aikana nousua tuli vielä yli 28 % lisää. Useimpien muiden osakkeiden laskiessa BYDin paino rahastossa nousi jakson aikana niin korkealle, että positiotamme jouduttiin varta vasten pienentämään, jotta ei olisi rikottu sijoitusrahastolain mukaisista 10 %:n yhden yhtiön painorajaa. Kuten edellisen sivun taulukosta näkee, on BYD edelleen rahaston suurin omistus, vaikka muikin markkina nousi joulukuussa tasapainottamaan tilannetta.



Pieni käy kaupaksi.

Monien automarkkinoiden osa-alueiden vaikeuksista huolimatta uskotaan edullisten autojen myynnin edelleen kasvavan Kiinassa noin 8 %:n vuosivauhtia ja 4000 dollarin hintaluokkaan kaavailun Geelyn uuden pienauton Pandan ennustetaan menestyvän hyvin.

Harvoin muihin koko jaksolla positiiviseen etumerkkiin yltäneisiin osakkeisiin kuului kiinalainen autonvalmistaja Geely Automobile Holdings, jonka osake heittelehti jakson aikana rajusti. Yksi yhtiön jakson aikana liittynyt uutinen oli Geelyn mahdollinen kiinnostus Volvon ostamiseen Fordilta. Yhtiön edustajat tutustuivat Volvon Göteborgin tehtaisiin jo alkuvuodesta 2008, mutta silloin pyydetty hinta oli vielä liian korkea. Joulukuussa automarkkinoilla levisi huhu, että Ford olisi valmis alentamaan hintapyyntöä ja että keskustelut olisi käynnistetty uudestaan. Yhtiöt itse eivät kuitenkaan ole antaneet tietoja mahdollisista suunnitelmistaan. Geelyn kurssinousuun vaikutti todennäköisesti huhujen asemesta ennen muuta uusien mallien saamat myönteiset arviot.

Useiden rahaston yhtiöiden arvo putosi jakson aikana yli 40 %. Näitä olivat muun muassa Industrial Bank of Korea, tekstiiliyritys Texwinca Holdings sekä jotkin elektroniikan komponentti- ja sopimusvalmistajat.

Myynnit ja ostot

Yksi rahaston uusista yhtiöistä on korealainen maailman johtaviin puolijohdemuistien valmistajiin kuuluva Hynix Semiconductor, joka ryhtyi rahoittamaan investointeja seuraavan sukupolven muistipiirikapasiteettiin vaihtovelkakirjalainalla, johon sijoitimme.

Otimme myös pienen position toisessa vaihtovelkakirjalainassa. Tässäkin on kyseessä muistivalmistaja, taiwanilainen Powerchip Semiconductor. Sijoitus on hyvin spekulatiivinen: yhtiö tuskin selviää omillaan, mutta uskomme sen merkityksen Taiwanin teknologiasektorin vakaudelle olevan niin suuren, että pelastuspaketti saadaan kokoon.

APS:n sijoitusfilosofia

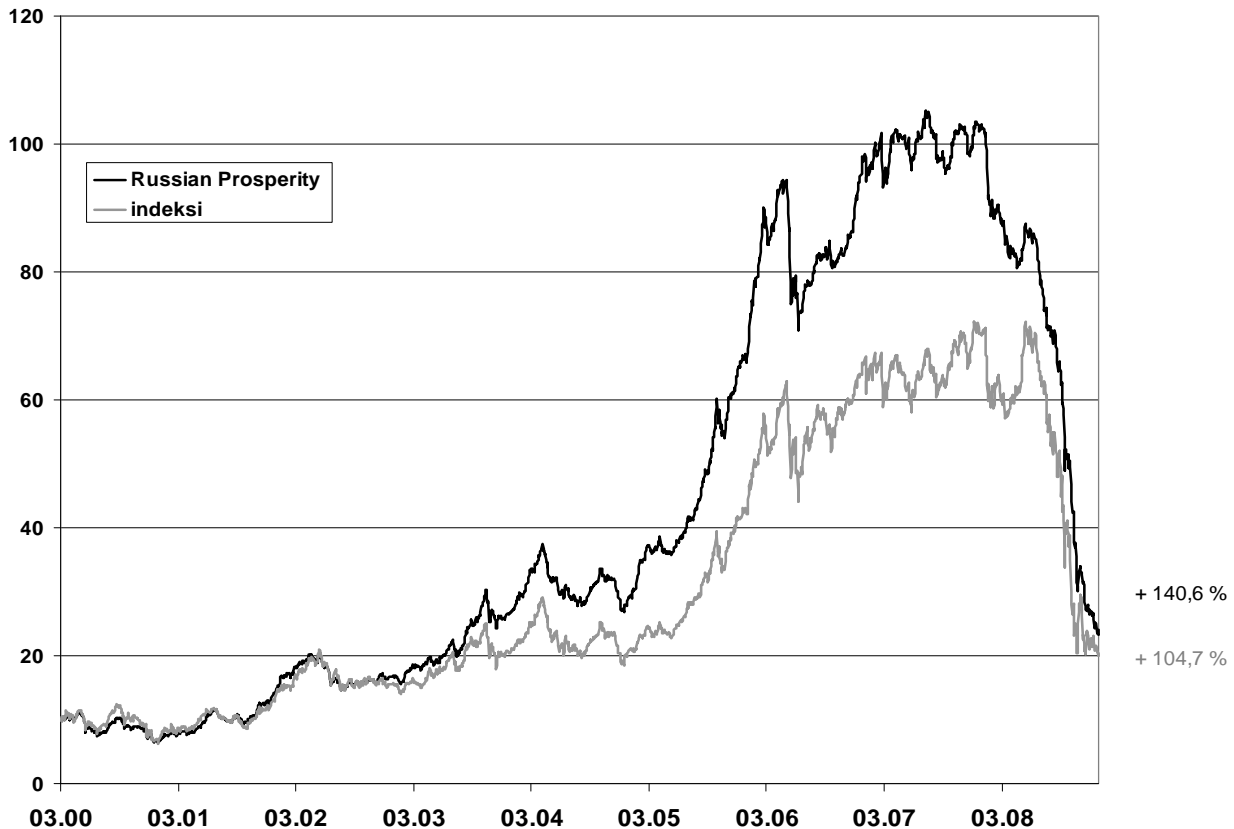
Jatkamme pitkäjänteistä tarkkaan tutkimukseen perustuvaa työtä tavoitteenamme löytää hyviä yhtiöitä kiinnostavalla arvostustasolla – emme siis lähde mukaan markkinoiden muotivirtauksiin, vaikka jäisimme joskus väliaikaisesti jälkeä markkinakehityksestä. Pyrimme rakentamaan ja ylläpitämään noin 40–50 osakkeen salkkua, jonka koostumus on sellainen, että jokaisen osakkeen kohdalla voidaan nähdä useita perusteltuja syitä odottaa kurssinousua.

APS Asset Management

Russian Prosperity ja vertailuindeksi

Euro

8.3.2000 - 31.12.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	37,4
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
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

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2008 - 31.12.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	1,45 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut (arvio, suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns nettokauppana ilman eksplisiittisiä välityspalkkioita)	0,37 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,82 %
Salkun kiertonopeus	22,53 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	39,04 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2008)	0,10 %

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-51,18 %	45,21 %	-44,75 %	89,46 %
1 v	-76,53 %	29,90 %	-70,90 %	58,97 %
3 v	-64,16 %	21,73 %	-52,45 %	40,25 %
5 v	-9,53 %	20,36 %	0,62 %	35,27 %
Aloituspäivästä	140,62 %	23,72 %	104,73 %	37,56 %
Aloituspäivästä p.a.	10,47 %		8,46 %	

* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
SURGUTNEFTEGAZ	Venäjä	10,3 %
TNK BP HOLDING	Venäjä	8,3 %
BASHNEFT- RTS	Venäjä	7,1 %
SBERBANK-CLS	Venäjä	6,4 %
LUKOIL	Venäjä	6,2 %
COMSTAR UNITED TELESYST-GDR	Venäjä	5,0 %
ALLIANCE BANK-PFD	Kazakshstan	4,3 %
SOUTHERN TELECOMMUNICAT	Venäjä	4,1 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT	Venäjä	3,8 %
NOVOROSSIYSK SHIP-BOARD	Venäjä	3,6 %

SALKUNHOITAJALTA

Kehittyvien markkinoiden osakekurssit jatkoivat syksyllä laskuaan sijoittajien siirtäessä omistuksiaan käteiseen ja valtionlainoihin. Romahtanut öljyn hinta ja huoli Venäjän ruplan vakaudesta laskivat Venäjän markkinoita vielä yleistä tasoa enemmän.

Dollarimääräisen RTS -osakeindeksin alhaisimmat tasot nähtiin lokakuun lopulla. Vuoden loppua kohti kurssit toipuvat hieman, mutta laskua toukokuun kaikkien aikojen huipusta oli vuoden loppuun mennessä kertynyt silti peräti 74 %.

Euromääräiselle sijoittajalle tappiot olivat kuitenkin suuremmat, sillä syksyn aikana sekä dollari että rupla heikentyivät euroon nähden. Euroissa mitattuna sekä RTS -indeksin että rahastomme arvot laskivat puolessa vuodessa enemmän kuin kertaakaan rahaston historian aikana. Russian Prosperity -rahasto laski vuositasonsa 5,6 prosenttiyksikköä vertailuindeksiään enemmän. Koko elinkaarensa aikana rahasto on tuottanut 140,6 % ja vertailuindeksi 104,7 %.

Markkinoiden odotukset ovat syksyn aikana laskeneet. Asian-
tuntijoiden enemmistö ennustaa nyt Venäjän talouskasvun hidastuvan 2-3 %:iin vuonna 2009, moni uskoo talouden jopa supistuvan.

Varannot vaarassa?

Ruplaan on kohdistunut paineita lähinnä Venäjän viemien raaka-aineiden hintojen laskun sekä ulkomaisten sijoittajien vetäytymisen seurauksena. Venäjän vientituloistahan kaksi kolmannesta tulee öljyn ja kaasun viennistä.

Kauppatase on nykyvolyymeilla negatiivinen öljyn hinnan ollessa alle 60 dollaria tynnyriltä. Heikompi rupla haittaa kotimaan teollisuutta, mutta viennin pitäisi hyötyä, vaikka raaka-ainehintojen lasku on toistaiseksi nollannut hyödyn. Valuuttavaranto on huvennut nopeasti (vaikkakin osin varan-
toportfolion valuuttojen välisistä liikkeistä johtuen), mutta Venäjällä on edelleen maailman kolmanneksi suurin valuuttavaranto.

Huoli Venäjän kyvystä selviytyä ulkomaanvelastaan on nostanut valtionobligaatioiden riskilisän 8 %:iin. Vuonna 1998, kun Venäjä ei kyennyt hoitamaan ulkomaanvelkaansa, velan osuus bruttokansantuotteesta oli peräti 80 %. Nyt valtion kokonaisvelka on 7 % BKT:sta ja tästä ulkomaanvelkaa vain noin puolet – 40 miljardia dollaria eli alle kymmenesosa valuuttavarannosta. Vaikka Venäjä käyttäisi toiset USD 100 miljardia puolustaessaan ruplaa ja USD 150 miljardia talouden vakauttamiseen, valtiolla olisi edelleen USD 200 miljardia ulkomaanvelan hoitoon. Venäjä onkin maailman ainoita maita, jolla halutessaan on realistinen mahdollisuus maksaa ulkomaanvelkansa kokonaan pois yhdellä kertaa.

Ruplan heikkeneminen on aiheuttanut huolta mahdollisesta talletuspaosta ja sitä kautta pankkijärjestelmän kestävydestä. Pankkilainojen yhteismäärä on kuitenkin vain 40 % BKT:sta (esim. USA:ssa 220 %). Yritykset ovat rahoittaneet yli puolet investoinneistaan omilla varoillaan. Huhuista huolimatta myös talletuskanta on pysynyt vakaana, vaikkakin tallettajat ovat siirtäneet varojaan pienemmistä pankeista suurempiin.

Öljyn hinta on laskenut neljännekseen vuoden 2008 kesän huipuista. Jos tynnyrihintaa jää pidemmäksi aikaa alle 50 dollarin, tuo se paineita talouden tasapainoon ja valuuttaan. Vielä vuonna 2004 öljyn keskihinta oli kuitenkin vain 34 dollaria ja Venäjän talous oli silloinkin ylijäämäinen. Valtiontalouden menot sekä tuonti ovat toki niistä ajoista moninkertaistuneet. Venäjän tuonnista on melkein puolet koneita ja muita pääomahyödykkeitä ja niiden tuonti on jo supistumassa. Tilannetta helpottanee se, että tulojen supistuessa venäläiset kuluttajat todennäköisesti siirtyvät kalliista tuontitavaroista takaisin edullisempiin kotimaisiin tuotteisiin.

Minne markkina?

Sijoittajien suurimpia huolia on osakemarkkinan syöksykierteen jatkuminen. Olemme aikaisemmissa katsauksissamme kiinnittäneet huomiota Venäjän valtion vakavaraisuuteen sekä yritysten ja kotitalouksien suhteellisen alhaiseen velkaantumistaseseen. Viime vuosina ovat venäläiset teolliset sijoittajat ehtineet rakentaa teollisuusimperiumejaan yhä enemmän velkarahalla – samoin kuin monet vipurahastot arvopaperisalkkujaan. Velan vakuutena on käytetty ostettuja osakkeita ja kun kurssilasku syksyn aikana jyrkkeni, pankit vaativat lisää vakuuksia, jolloin sijoittajien oli pakko myydä laskeviin hintoihin, mikä edelleen pahensi laskukierrettä. Laskun pohjan arvaaminen on tietenkin vaarallista peliä, mutta ainakin suursijoittajien pakkomyynnin pahimman aallon loppumisesta alkaa olla merkkejä. Riski kurssilaskun jatkumisesta on tietenkin silti edelleen olemassa.

Arvostustasot ovat jo nyt hyvin alhaiset. RTS -indeksin 2008 p/e -luku on selvästi alle kolmen, joka lienee yksi maailman pörssien alhaisemmista. Esimerkiksi Venäjän toiseksi ja kolmanneksi suurimpien öljy-yhtiöiden p/e -luvut ovat historiallisen alhaiset: TNK BP (pref) 1,0 ja LUKoil 2,9. Yhtiöiden öljyvarannot arvostetaan siten noin kymmenesosaan muun maailman hintatasosta. Sijoittajan kannalta oleellinen kysymys kuuluu, onko tämä aliarvostus perusteltua vai oikeeneeko epäsuhta.

Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,



Petri Rutanen, salkunhoitaja
petri.rutanen@seligson.fi

SNURR PÅ SEDELPRESSARNA!

Läggs grunden för en ny inflationsera just nu, frågar Mikael Ingberg.

Den globala finansmarknadskrisen har skapat stora utmaningar i ekonomin och den ekonomiska politiken. I sitt specialnummer om den ekonomiska krisen, "Saving the system", anser tidningen *The Economist* (11–17.10.2008) att vi just nu genomlever den värsta finansiella krisen sedan den stora depressionen på 1930-talet¹. Det som startade som en bolånekris i USA och delvis i Storbritannien (fallet Northern Rock), en atlantisk finansstorm, har utvecklats till en fullödlig orkan som håller på att störta världsekonomin in i en depression.

Den viktigaste orsaken till den ekonomiska krisen är enligt min uppfattning den fundamentala imbalansen i form av ett stort och växande underskott i bytesbalansen i den amerikanska ekonomin. Detta underskott har fått fortgå under hela Bush-administrationens tid. Underskottet i bytesbalansen, som ju är ett uttryck för ett sparandeunderskott i ekonomin, har villigt finansierats av ett högt sparande i en del asiatiska länder, speciellt i Japan och Kina, och således inte krävt högre räntor i USA. Därmed har penningpolitiken inte hållits tillräckligt stram, vilket har skapat den förmögenhetsbubblan som såväl bostadspris- som aktiekursrasen de senaste månaderna smärtsamt har korrigerat.

Visserligen kan man säga att förmögenhetsbubblan har förstärkts av avregleringarna på finansmarknaden, utvecklade derivativmarknader, kreditriskförsäkringar, värdepapperiseringar av bostadslån etc., men huvudorsaken till krisen ligger dock i en misslyckad penningpolitik. Detta är viktigt att komma ihåg när man börjar reda upp efter krisen: en ökad reglering av finansmarknaden kommer inte att garantera en lyckad penningpolitik i framtiden. Däremot kan en ökad reglering undergräva finansmarknadens uppgift att på ett optimalt sätt allokera de finansiella risker som ändå alltid kommer att finnas. Även om många nu kräver en strängare reglering av finansmarknaden, är jag alltså inte övertygad om att detta är den rätta medicinen.

Från *credit crunch* till recession

Nu har emellertid förmögenhetsbubblan spruckit och konsekvensen är åtminstone trehövdad. För det första har de fallande bostadspriserna, speciellt i USA och Storbritannien, lett till stora kreditförluster i bankerna, vars eget kapital och soliditet därmed har försvagats och kreditbeviljningsförmågan avtagit. Hos oss har det egna kapitalet i finanskonglomeraten (de flesta av våra banker äger ju försäkringsbolag) minskat på grund av nedgången på aktiemarknaden, vilket har haft samma konsekvens. Samtidigt som bankernas egna kapital minskar - och därmed deras förmåga att ta kreditrisker - ökar riskerna för kreditförluster när många företags ekonomiska situation försämrats.

Mikael Ingberg valdes in i styrelsen för Seligson & Co vid en extra bolagstämma den 21.11.2008. Han har en lång och mångsidig erfarenhet av ekonomi och av finansbranschen, bland annat som forskningschef vid Pellervo ekonomiska forskningsinstitut samt verkställande direktör för Folkhälsan och Aktia Sparbank.



Han fungerar också som styrelseledamot i Veikkaus Ab och Oral Hammaslääkärit Abp samt är medlem i Konstsamfundet och i delegationen för Stiftelsen för Åbo Akademi.

Detta innebär att även bankernas kapacitet att ge nya krediter minskar. Idag upplever nästan hela västvärlden således en s.k. *credit crunch*, en fruktansvärt hård åtstramning på kreditmarknaden. De stödpaket som både USA och EU har beslutat om har delvis haft som mål att rekapitalisera bankerna för att minska kreditåtstramningen. Huruvida åtgärderna kommer att vara tillräckliga vet ingen idag.

För det andra har osäkerheten på finansmarknaden lett till en minskad likviditet inom banksektorn, vilket också har varit ägnat att strypa kreditgivningen till företagssektorn. Investeringsbanken Lehman Brothers konkurs var startskottet för denna likviditetskris som mer eller mindre över en natt slog ut interbankmarknaden, dvs. marknaden där finansinstitut med överskottslikviditet lånar ut pengar åt dem med underskottslikviditet. Nu har likviditetskrisen avtagit - interbankmarknadens räntemarginaler har krympt närmare normalt - närmast för att centralbankerna i USA och EU har intervenerat kraftigt. Krisen är dock på intet sätt slutligt avblåst.

För det tredje har åtstramningen på finansmarknaden lett till en recession. Den håller på att kväva investeringslusten i företagssektorn. Dessutom håller den redan på att strypa krediterna även åt helt livsdugliga och sunda företag med tillfälliga likviditetsproblem, vilket kan få ödesdigra följder inom realekonomin. Finansieringsosäkerheten ligger också bakom den allt ökande uppsägningen av beställningar, som exempelvis vår verkstadsindustri drabbas av just nu. Kreditåtstramningen håller därmed på att leda till en realekonomisk kris. De finans- och penningpolitiska åtgärder som har lanserats den senaste tiden har haft som målsättning att stämma recessionsförloppet i dess linda.

Från ränte- till finanspolitik... och inflation?

Som en reaktion på den avtagande ekonomiska aktiviteten har centralbankerna i EU, USA, Japan och Kina nu redan flera gånger sänkt styrräntorna. Sänkningarna har varit ovanligt stora och i och med att räntan redan före krisen var relativt låg, finns inte särskilt stort utrymme för ytterligare sänkningar. Jag vågar emellertid redan nu konstatera att räntevapnet inte verkar vara särskilt effektivt i detta läge. Situationen

påminner om den s.k. stora depressionen på 30-talet. Då noterade bl.a. J.M. Keynes att penningpolitiken var relativt tandlös i en situation där förväntningarna om framtiden är på botten och inget behov för investeringar inom företagssektorn finns på grund av att efterfrågeförväntningarna är så låga. Nationalekonomin hamnade då - och verkar också nu hamna - i en likviditetsfälla som låga räntor inte hjälper den ur.

I en sådan situation stiger finanspolitiken fram som en potentiell räddande ängel: ett säkert sätt att öka efterfrågan och produktionen på kort sikt är att sänka skatterna och/eller öka de offentliga utgifterna och finansiera det vidgade underskottet i offentliga finanser med ökad skuldsättning. Den här vägen verkar många EU-länder och USA nu välja. I detta sammanhang är det emellertid skäl att höja ett varningens finger: en expansiv finanspolitik är effektiv på kort sikt. På längre sikt uppstår stora risker.

För det första kan en oeftertänksam ökning av de offentliga utgifterna ofta påverka produktionsstrukturen i ekonomin negativt. Subventioner till ineffektiva branscher vidmakthåller ineffektiviteten och minskar tillväxtpotentialen i ekonomin på sikt. Ett exempel på detta är det stora stödet som de amerikanska myndigheterna har varit beredda att bevilja den amerikanska bilindustrin. Rädslan för strukturomvandling och ökande arbetslöshet kan också på ett allmänt plan leda till en mera nationalistisk och egoistisk ekonomisk politik med en minskande internationell arbetsfördelning som följd.

För det andra kan skuldfinansiering av offentliga utgifter lägga grunden för en tilltagande inflation ifall en motsvarande åtstramning inte fås till stånd när efterfrågan i ekonomin återhämtat sig. I detta avseende har länderna i västvärlden mycket olika utgångslägen. USA:s federala budgetunderskott är redan före de senaste beslutade utgiftsökningarna jättestort och risken för inflatoriska tendenser därför avsevärd. Bland EU:s medlemsstater har Italien och Grekland ett liknande dåligt utgångsläge, medan exempelvis Tyskland har bättre möjligheter att föra en expansiv finanspolitik.

Just i dag – i den panikstämning som har uppamats under den senaste tiden – finns med andra ord en uppenbar risk för att man i västvärlden håller på att lägga grunder för en ny inflatorisk era. Sällan har ekonomister och folk i allmänhet så reservationslöst krävt av politikerna att låta sedelpressarna börja snurra som idag. Och förr eller senare kommer detta att leda till en tilltagande inflation - och stigande långräntor.



Mikael Ingberg
mikael.ingberg@seligson.fi

¹ Den specialrapport om världsekonomin som ingår i *The Economist* rekommenderas för övrigt för alla som vill få en snabb bild av finanskrisen, dess orsaker, förlopp och möjliga konsekvenser på sikt. Det mesta av rapporten kan läsas på internet, börja t.ex. med www.economist.com/opinion/displaystory.cfm?story_id=12381429

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 vertailuindeksin 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 yhteisumma (summa1). Salkun kiertonopeus on saadun luvun (summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kiertonopeus 100% tarkoittaa, että tarkastelujakson aktiviteetilla rahaston arvopaperit ovat keskimäärin vaihtuneet vuosisatasella kerran.

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

Kaupankäytikulut

Rahaston pääomasta veloitettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna *keskimääräisestä* pääomasta edeltävällä 12 kk:lla. **Huom!** Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaan kaupankäyntikulu 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 osavuosisiraporteissa, 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. kaupankäytikuluja, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen osalta TER sisältää myös kohderahastojen kulut.

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

Kokonaiskulut / TKA

Kaikki rahastopääomasta veloitettavat kulut (TER + kaupankäytikulut + 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 kirjanpidolliseen konsolidointiryhmään kuuluvalla sijoituspalveluyritykselle tai tuottolaitokselle.

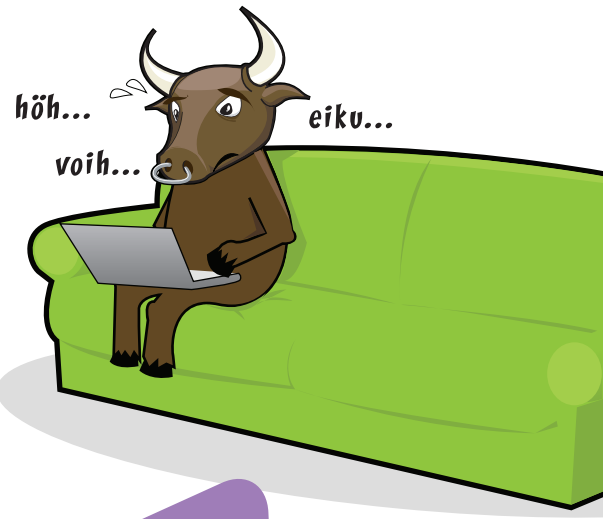
Korkoriski (duraatio)

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

Sharpen luku

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

ENNUSTAMISEN SIETÄMÄTÖN KEVEYS



Oh, pitäis tehdä puhe talouden näkymistä kerhon kevätjuhlaan.

Mitäs härkä huokaa?



Sultahan se sujuu. Viime vuonnakin jengi nauroi ihan sikana...



Hyvät ystävät,

uskon että tämän vuoden aikana osakekurssit putovat yli 50%.

Kolmikirjaimiset sijoitustuotteet – ABC, ÄÄÖ, jne. – suorastaan räjähtävät sijoittajien käsiin.

Pankit eivät luota toisiinsa ja niiden välinen rahamarkkina lakkaa toimimasta.

Investointipankkien kultakausi on ohi.

Viidestä suurimmasta on vuoden lopussa jäljellä vain kaksi.

USA:ssa käännetään maailmanlaajuinen yksityistämistrendi ja aletaan kansallistaminen vakuutusyhtiöistä autoteollisuuteen.

Täällä pohjoisessa Islanti romahtaa täysin. Ihmiset miettivät onko heillä jouluna muuta kuin turskaa. Siis syötävänä.



...ja sit vielä tosi moni sun ennustuksista toteutui!



Siinähan se ongelma just onkin.



No nyt kaikki odottaa, että mä osaisin taas ennustaa jotain joka pitää paikkansa!



SELIGSON & CO

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

Pyrimme tuottamaan sijoituspalveluja, joiden lähtökohtana 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 siksi täysin riippumattomia esimerkiksi arvopaperivälittäjistä.

PALVELUMME

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

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

Varainhoito auttaa asiakkaitamme saavuttamaan tavoitteensa kustannustehokkaasti ja hallitulla riskillä. Varainhoitorahasto Pharos on yksinkertainen ratkaisu useimmille, sijoitusneuvonta ja täyden valtakirjan varainhoito 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. Kustannuksilla 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