

HEILUNTA,
EPÄJATKUVUUS
JA VARAINHOITO (s.4)

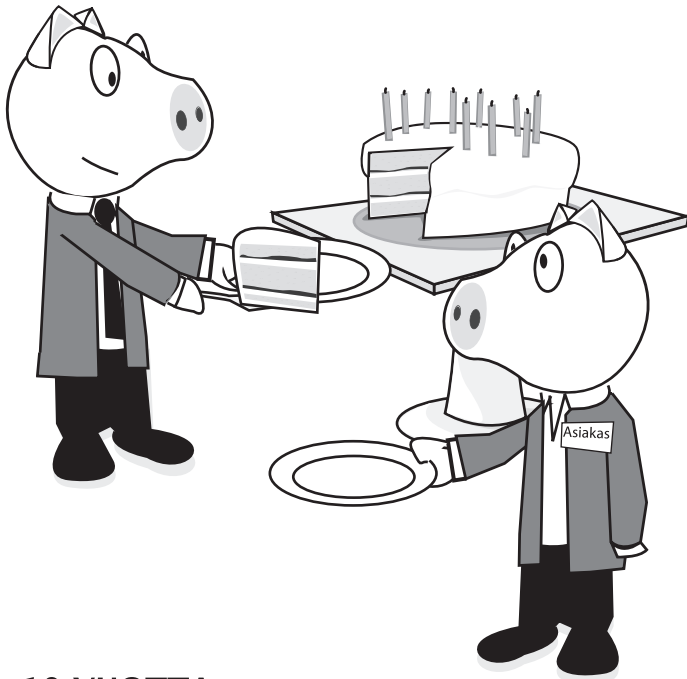
KESTÄVÄN
KEHITYKSEN
INDEKSIT (s.6)

SPILTAN
- RUOTSIN ROLIGASTE
RAHASTOYHTIÖ (s.9)

SELIGSON & CO

NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 1 / 2008

10 vuotta!



10 VUOTTA
SUOMALAISTA
INDEKSISIJOTTAMISTA (s.30)



SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

10 VUOTTA – EIKÄ SUOTTA	3
KOHTALAISEN JATKUVAA EPÄJATKUVUUTTA.....	4
KESTÄVÄN KEHITYKSEN INDEKSIT.....	6
SPLITAN – SPECIALIST PÅ SVERIGE.....	9
RAHAMARKKINAINDEKSEISTÄ.....	19
TUNNUSLUKIJEN MÄÄRITELMIÄ.....	27
10 AKTIIVISTA VUOTTA PASSIIVISEN SIJOITTAMISEN PUOLESTA.....	30
RAHAMARKKINA JA RISKIT (SARJAKUVA).....	31
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos	10
Phoenix	13
Phoebus	16
APS Far East	26
Russian Prosperity.....	28
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	21
Euro Obligaatio	21
Euro Corporate Bond	22
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi –indeksirahasto.....	22
OMXH25 –indeksiosuusrahasto.....	23
Eurooppa 50 –indeksirahasto.....	23
Japani –indeksirahasto.....	24
USA –indeksirahasto.....	24
Global Top 25 Brands	25
Global Top 25 Pharmaceuticals	25

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!

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

Yksinkertaistettu rahastoeseite muodostaa yhdessä julkaisun **Rahastojen säännöt** kanssa **Virallisen Rahastoeseitteen**. Suosittelemme perehtymistä rahastoeseitteisiin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Rahastojen **osavuositarkastukset** (puolivuositarkastukset) 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

Vi producerar denna fondöversikt enbart på finska. Alla nyckeluppgifter finns dock tillgängliga på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi.

Förenklat fondprospekt och fondernas stadgar finns på svenska både på vår webbplats och som trycktalster. Fonderna Phoebus och Phoenix har även portföljförvaltaren översikt på svenska på webbplatsen. 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 Fagerlös, Endero Oy

DALAHÄSTARNAS KVÄLL!

Svenskspråkig placeringskväll
med fokus på Sverige,
onsdagen 21.5. kl. 18:00.
Läs mera på sidan 9.

Sverige är fantastiskt!



10 VUOTTA – EIKÄ SUOTTA!

Seligson & Co Rahastoyhtiö toi indeksirahastot Suomeen 10 vuotta sitten. Huhtikuun alussa 1998 käynnistyivät nykyiset Suomi –indeksirahasto ja Rahamarkkinarahasto AAA.

Aloitus osui aprillipäivälle, mutta rahastot tulivat jäädäkseen. Kummatkin toimivat edelleen samoilla periaatteilla kuin silloinkin, vaikka käytettävä indeksi onkin muuttunut.

Kummankin rahaston hallinnointipalkkiota on myös matkan aikana alennettu. Siis ”vapaaehtoisesti” eli rahastoyhtiön omasta aloitteesta. Kokeneet rahastosijoittajat tietävät, että moinen ei ole aivan alan yleisten käytäntöjen mukaista...

Jarkko Niemi on ollut mukana koko näiden rahastojen historian ajan ja muistelee niiden kymmentä ensimmäistä vuotta sivulla 30.

Kestävän kehityksen indeksit

Viime katsauksessa lanseerasimme asiakaskyselyn siitä tulisiko indeksirahastojemme jatkossa seurata niin sanottuja yhteiskuntavastuullisen sijoittamisen indeksejä.

Vastauksia tuli yli 600:lta asiakkaaltamme ja heistä selkeä enemmistö (76%) oli sitä mieltä että ehdotuksen mukainen muutos tulisi tehdä. Kyselyn tulosten perusteella olemme ryhtyneet käytännön toimiin indeksimuutosten tekemiseksi. Ensimmäisinä ovat vuorossa Eurooppa 50- ja USA-indeksirahasto. Uusista indekseistä ja niiden rakenteesta alkaen sivulta 6.

Moni kritisoi sanasta *sustainability* käyttämäämme käännöstä. Koska se tarkoittaa englanniksi esimerkiksi jatkuvuutta sekä pysyvyyttä, ja koska yritysten *sustainability* arvioinnissa korostuu muun muassa riskienhallinta, niin oikeampi termi olisi ”kestävä kehitys”. Tämä on totta: puhumme jatkossa kestävän kehityksen indekseistä – kiitos tarkennuksesta!

Vaikka ehdoton enemmistö asiakkaistamme kannatti ajatusta indeksimuutoksesta, löytyi myös vastustajia. Ainakin osa vastustuksesta johtui siitä, että emme onnistuneet kommunikoimaan riittävän selvästi kaikkia muutokseen liittyviä seikkoja. Toivottavasti entistä selkeämmät vastaukset yleisimpiin kysymyksiin löytyvät sivulta 8.

Haluamme ilman muuta palvella mahdollisimman hyvin myös niitä asiakkaitamme, jotka eivät haluaisi indeksien muuttuvan. Tarjoamme sekä mahdollisuuden käydä asian eri puolet vielä kerran henkilökohtaisesti läpi että olemme valmiita parhaamme mukaan avustamaan vaihtoehtojen etsimisessä niille, jotka haluavat pitää sijoituksensa ”tavallisten” indeksien mukaisina. Alkuun pääsee ottamalla yhteyttä allekirjoittaneeseen.



Kevät keikkuen...

Sijoitusmarkkinoiden viime kuukausien voimakas heilunta on huolestuttanut monia ja saanut ainakin median välityksellä tarkasteltuna jopa paniikin piirteitä. Meillä ei laajasti otsikointua ”rahastopakoa” ole näkynyt – päinvastoin, asiakasmäärämme on alkuvuoden aikana ollut hyvässä kasvussa.

Markkinoiden heilunta eli volatiliiteetti ei välttämättä kerro epäjatkuvuusriskeistä. Vaikka lyhyen tähtäimen markkina-liikkeitä ei kukaan ennusta oikein kerrasta toiseen, voidaan kuitenkin katsoa, että varainhoitajan tehtävänä on yrittää ymmärtää markkinoiden ylilyöntejä – ainakin, jos niiden seuraukset voivat ylittää asiakkaan riskitason. Aiheesta enemmän heti seuraavalla sivulla.

Tulkitsemme lisääntyneen asiakaskiinnostuksen luottamukseksi varovaista, pitkäjänteistä ja avointa toimintamalliamme kohtaan. Kiitos - näin on hyvä aloittaa kustannustehokkaan suomalaisen rahastosijoittamisen toinen vuosikymmen!

Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

KOHTALAISEN JATKUVAA EPÄJATKUVUUTTA

Kirjoitin vuosikatsauksessa 2006 otsikolla ”Hajautuksen lyhyt oppimäärä”, että salkun sisällön historiallisten korrelaatioiden käyttäminen tai normaalijakaumaoletuksiin tuijottaminen eivät riskienhallinnan kannalta riittä: markkinoiden epäjatkuvuus voi aina yllättää. Silloin en osannut aavistaa, että suomalaiset rahasto-sijoittajat saisivat tuta tällaisen epäjatkuvuuden monissa lyhyen koron rahastoissa.¹

En ryhdy enää päivittelemään sitä kuinka näin kävi juuri riskittöminä markkinoiduissa lyhyen koron rahastoissa, siitähän ovat taloustoimittajat jo pitäneet huolen. Sen sijaan teeman yleisempi tarkastelu on paikallaan nyt kun monet uskovat globaalien rahoitusmarkkinoiden perustan murenevan.

Arvopaperimarkkinoiden kulminaatiokohtia on aiemminkin syntynyt epäjatkuvuuskohtissa, etenkin silloin kun niihin on liittynyt runsasta velkavivun käyttöä. Kuuluisimpia tapauksia lienee Long-Term Capital Management (LTCM) – hedge-rahasto, joka vuonna 1998 uhkasi arvopaperimarkkinoiden vakautta aivan käsittämättömällä velkavivullaan. Yhtiö oli saanut alle viiden miljardin omaa pääomaa vastaan lainaa reilut 125 miljardia ja sekin oli vielä vivutettu johdannaisilla. Markkinoiden epäjatkuvuus esti positioiden purkamisen, kun muutama huono kuukausi ja Venäjän nykyyhistorian ensimmäinen rahoituskriisi johtivat sijoittajien lunastuksiin. Lopulta USA:n keskuspankin piti rientää apuun², jotta LTCM:n rakennelman luhistuminen ei olisi murentanut alleen koko järjestelmää.

Menossa olevan myllerryksen vaikutusten leviäminen useimmille arvopaperimarkkinoiden osa-alueille osoittaa kuinka rahoitusteoreetikkojen uskonkappale jatkuvasta kaupankäynnistä (*continuous time finance*) osoittautuu kriisin iskiessä toistuvasti vääräksi. ”Asiantuntijoiden asiantuntijan” Robert C. Mertonin kehittämä dynaaminen portfolioteoria ja samaan aikaan kehitetty Black-Scholes -johdannaishinnoittelumalli³ ovat olleet taustana sille, että johdannaisiin perustuva riskienhallinta ja arbitrasikaupankäynti ovat kasvaneet nykyisiin giganttisiin mittoihinsa.

Teorian kunnollinen ymmärtäminen vaatii stokastisen integraalilaskennan syvällistä osaamista, eikä ainakaan allekirjoittanut ole tavannut uransa aikana kuin kourallisen alan toimijoita, joilla olisi uskottava historia kommentoida mallin matemaattista perustaa (muutamalla heistä vieläpä varmistuksena asiaan liittyvä Nobel –palkinto...).

Kuitenkin valtava määrä välittäjiä, markkinatakaajia, treidereitä, salkunhoitajia, riskienhallinnasta vastaavia kontrolleereita jne. jne. käyttävät päivittäin näihin malleihin perustuvia työkaluja ja lukuisten hedgerahastojen koko toiminta perustuu niiden varaan.

Vallitsevan mallin heikkous kulminoituu edellytykseen, että arvopapereille on aina saatavissa markkinahinta. Markkinahinnalla tarkoitetaan siis hintaa, johon voidaan käydä kauppaa. Markkinahinta on markkinaosapuolille elintärkeää informaatiota: ilman sitä ei kauppaa käy.

Iso joukko toimijoita, markkinatakaajia, elää ylläpitämällä hintoja niin, että osto- ja myyntinoteerauksen välissä on pieni ero eli ”spredi”. Kun epävarmuus markkinoilla kasvaa, kasvaa tyypillisesti myös spredi. Markkinatakaaja pyrkii suojautumaan hintariskiltä leventämällä marginaaliaan ja suojautumalla johdannaisilla tai johdannaiskaupankäynnin tapauksessa käteismarkkinoilla. Kun joltakin markkinoiden osa-alueelta häviävät hinnat, vaikuttaa se aina myös muihin markkinoihin. Ja kun epävarmuus kasvaa, niin samalla kasvaa myös osto- ja myyntilaidan erotus. Sijoittajat haluavat omistaa vain likvidejä (siis hintainformaatiota sisältäviä) sijoituskohteita ja näin alkaa sijoittajien joukkopako mm. turvallisina pidettyihin suuryhtiöiden osakkeisiin tai valtion joukkolainoihin. Riski hinnoitellaan uudestaan ja heiluri heilahtaa helposti kohti toista laitaa.

Johdannaismarkkinoilla kohde-etuuden hintojen heilunnan kasvaminen (volatiliteetti) vaikuttaa suoraan johdannaisten hintaan ja kohde-etuuden hintojen puute tekee hinnoittelusta mahdotonta, koska osto- ja myyntilaidat karkaavat niin kauas toisistaan. Parhailaan meneillään olevassa markkinoiden ajoittain kaootisessakin epäjatkuvuuskohtassa on pitkälti kyse näihin johdannaisiin perustuvien sijoitusrakenteiden hinnoittelun mahdottomuudesta: markkinoiden kielellä ”kukaan ei anna hintaa”. Tilannetta ei paranna se tosiasia, että valtaosa rahoitussektorin johdannaiskaupasta perustuu luottamukseen vastapuolen kyvystä huolehtia sitoumuksistaan. Tämä luottamus katosi viimeistään silloin kun Bear Stearns saattohoidettiin kilpailijan syliin pankkien kilpaillessa luottotappiokirjauksistaan ja uudesta pääomasta.⁴

Kun sijoittajien epävarmuus kohdistuu rahastoihin se johtaa myös rahaston sijoitusten myyntipaineisiin. Kun samalla monimutkaisempien tuotteiden spredit ovat levinneet eniten, ryhdytään myymään jotakin likvidimpää, ”joka ei tule niin kalliiksi”. Lopulta salkkujen myrkytystilasta pahenee ja voi käydä niin, että jäljellä on vain ”sakkaa” ja markkinoiden epävarmuuden jatkuessa hintaliikkeet käyvät puutteellisen informaation vuoksi aina suuremmiksi.

Parhailaan purkautumassa olevan sotkun tyypillisimpiä epäjatkuvuuden uhreja ovat olleet strategiat, jotka ovat perustuneet sijoittajilta kerätyn pääoman vivuttamiseen rahamarkkinoilta lainatulla rahalla ja tämän pääoman sijoittamista korkeampituottoisiin korkopapereihin (esimerkiksi SIVit, ja monet hedgerahastot⁵).



Heilunnan ennustamisen sietämätön keveys

Riskien toteutuessa ryminällä lisääntyvä varovaiden vaihtoehtojen kiinnostavuus. Ikävät tapahtumat arvopaperimarkkinoilla ovat merkittävästi lisänneet yhteydenottoja varainhoitopalveluumme. Tyypillisten lähiajan kehitystä koskevien kysymysten (*joihin meillä ei edelleenkään ole vastausta, anteeksi!*) lisäksi on toistunut tiedustelu toimintamallistamme nykyisessä markkinatilanteessa: kuinka otamme huomioon mahdollisuuden suuriin heilahteluihin?

Seligson & Co:n varainhoidon yksi peruspilari on markkinoiden arvostustasojen keskiarvohakuisuus. Sen sijaan että pyrkisimme jatkuvasti ennustamaan lähitulevaisuutta, meille riittää että tunnistamme räikeimmät ylilyönnit. Tämän toimintamallin kaksi mainiota ominaisuutta ovat salkkujen hidas kiertonopeus ja päivittäisen riskienhallinnan helppous.

Ranskalainen fyysikko Léon Foucault osoitti yli jo 150 vuotta sitten, että vapaasti maan pyörimisliikkeen mukana liikkuva heiluri palaa aina lähtöpisteeseensä. Arvopaperimarkkinoiden arvostustason voidaan ajatella heilahtelevan samalla tavoin. Markkinoiden ja maailman muutokset vaikuttavat arvostukseen kuten maapallon pyöriminen heiluriin, joka palaa aina takaisin, tosin aina eri reittiä kuin mitä se on juuri heilahtanut toiseen suuntaan. Myös markkinoiden käyttäytyminen eripuolilla maailmaa on aina erilaista, aivan kuten heilurin liikerata liikejakson eri vaiheissa. Valitettavasti näiden markkinaheilahdusten suhteet eivät ole samalla tavalla säännönmukaisia kuin Foucaultin heilurilla – ja juuri siinä tulee varainhoitajan rooli keskeiseksi!

Heilurin liikkeiden myötä mukautuva toimintamalli edellyttää asiakkaan perusallokaation tarkkaa määrittämistä, mikä monista tuntuu tekovaiheessaan tylsältä ja työläältä ja ehkäpä liiaksikin konservatiiviselta lähestymistavalta. Tämän lisäksi poikkeamien perusallokaation ympärillä tulee olla rajallisia. Useimmista alan toimijoista poiketen emme siis pyri ennakoimaan mihin markkinat ovat milloinkin menossa, vaan ainoastaan löytämään ne asiakkaidemme kannalta suurimmat riskit, jos kaikki ei sujukaan kuin elokuvissa.

Varainhoidon toimintamalleista kirjoitetaan yleensä julkisesti vähän ja siksi varmaan joku kysyykin nyt enkö näe vaaraksi, että hyväksi osoittautuneen strategian julkistaminen saa monet ”peesaamaan”?

Huolta tuskin on. Tämä malli toimii parhaiten passiivisten indeksituotteiden varassa. Niillä allokaatio on täsmällistä ja salkunhoitajalla täysi ymmärrys salkun rakennuspalikoiden ominaisuuksista. Myöskään yhdistely ei helposti ainakaan vahingossa synnytä päällekkäisyyksiä tai käytettyjen rahastojen salkunhoitajien ”style drift”⁶ ikäviä yllätyksiä.

Toimintatavan läpinäkyvyys ja yksinkertaisuus pitävät sijoituskohteina käytettyjen rakennuspalikoiden kulut kurissa ja itse varainhoidon toiminnan tehokkaana. Näin myös palkkiot voidaan pitää alhaisina ja asiakkaan saama odotettu tuotto on ainakin säästettyjen kulujen verran korkeampi.

Läpinäkyvä toimintamalli houkuttaa kuitenkin harvoja. Sitä kun ei voi edes alan munkkilatinalla maustettuna saada näyttämään ylimaallista osaamista vaativalta rakettitutkimukselta, josta voisi veloittaa tähtitieteellisiä palkkioita.

Mukavaa kevätheiluntaa,

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

(1) Sijoitusrahastoyhdistyksen huhtikuun Rahastoraportin mukaan maaliskuussa vain 13 (13/36) lyhyenkoron rahaston tuotot olivat positiiviset ja kaikkien keskimääräinen kuukausituotto oli 0,47% miinuksella. Kuuden kuukauden vastaavat luvut olivat 19/33 ja keskimäärin tuotot olivat 0,33% pakkasella.

(2) Fed of New York keräsi syndikaatin yhtiön luotottajista, joka sijoitti yhtiöön lisää USD 3,6 miljardia ja esti näin lumipalloefektin syntymisen.

(3) Kiehtova kuvaus ja sankaritarina teorioiden kehittelystä löytyy esim. Peter L. Bernsteinin teoksesta ”Capital Ideas”, John Wiley & Sons 1992.

(4) 3.4 mennessä kansainväliset pankit olivat raportoineet noin 232 miljardin dollarin sub-prime –liitännäisistä luottotappioista ja alaskirjauksista ja keränneet noin 136 miljardin dollarin edestä uutta pääomaa taseidensa tilkkeeksi. (Bloomberg & Portfolio.com)

(5) SIV eli *Structured Investment Vehicle*: tyypillisesti investointipankkien tai muiden rahoituslaitosten taseen ulkopuolisia sijoitusvälineitä, joiden perustrategiana on rullata ottolainausta lyhyissä rahamarkkinainstrumenteissa ja sijoittaa varat korkeampiin pitkäaikaisempiin sijoituksiin. Rakenteen ajallinen ”mismatch” on yksi syytä nykyiseen kriisiin.

(6) ”Style drift” on toimialan jargonista ja tarkoittaa rahaston salkunhoitajien ”ajautumista” pois rahaston alun perin ilmoittamasta sijoitustyylistä. Myös joidenkin suomalaisten rahamarkkinarahastojen voidaan ajatella kärsineen tästä ilmiöstä.

KESTÄVÄN KEHITYKSEN INDEKSEIT

Alkuvuonna järjestetyn asiakaskyselyn tulosten perusteella olemme aloittaneet käytännön valmistelut indeksirahastojen siirtämiseksi seuraamaan ”sustainability” tai kestävän kehityksen indeksejä. Konkreettinen muutos on tarkoitus toteuttaa ensin Eurooppa- ja USA-rahastoissa siten, että niiden indeksit vaihtuvat kesäkuun lopussa.

Millaiset indeksit?

Kestävän kehityksen indeksejä on monia eri tyyppisiä. Osassa painotetaan valituilla kriteereillä parhaita yrityksiä, kun taas toisissa mennään selvästi myös perinteisen eettisen sijoittamisen alueelle ja suljetaan pois ei-toivotuille toimialoille sijoitettavia yrityksiä.

Valitsemamme vaihtoehdot ovat melko lähelle yleisiä markkinaindeksijä tulevat *Dow Jones Stoxx Sustainability Index* (Eurooppa) ja *Dow Jones North America Sustainability* (Pohjois-Amerikka). Niissä ei siis suljeta mitään toimialoja pois, vaan eri toimialojen sisällä valitaan mukaan yrityksiä, jotka sijoittuvat indeksilaskijan käyttämällä kestävän kehityksen kriteereillä korkeimmalle.

Uudet indeksit ovat aiempaa laajempia eli ne sisältävät enemmän osakkeita ja siten sijoittajien saama hajautus on tehokkaampi. Euroopparahastossa osakkeiden määrä kasvaa nykyisestä 50:stä 138:aan. USA:ssa nykyindeksin taas korvaa laajempi, koko Pohjois-Amerikan kattava Dow Jones North America Sustainability, jossa on tällä hetkellä mukana 119 yritystä Yhdysvalloista ja Kanadasta. Kumpikin indeksi on sekä toimialajakauman että historiallisten tuottojen puolesta lähempänä laajoa markkinaindeksijä kuin rahastojen tähän mennessä seuraamat indeksit.

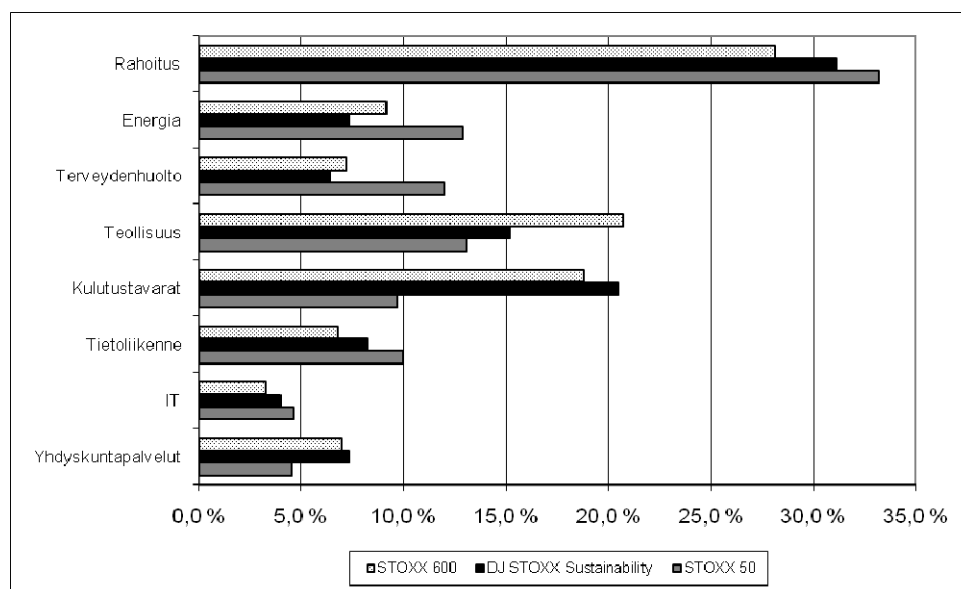
Euroopparahaston toimialajakauma (kuvassa alla) tulee uuden indeksin myötä askeleen lähemmäksi euroopan markkinoita laajasti kuvaavaa STOXX 600 -indeksiä. Tällä hetkellä suurimmat erot nykyiseen tulevat lääketieteellisuus- ja energiatoimialojen painon vähenemisestä. Kulutustavarat ja yhdyskuntapalvelut taas ovat vahvemmin edustettuna uudessa indeksissä. Maajakaumassa ainoa isompi muutos on Italian painon selvä lasku.

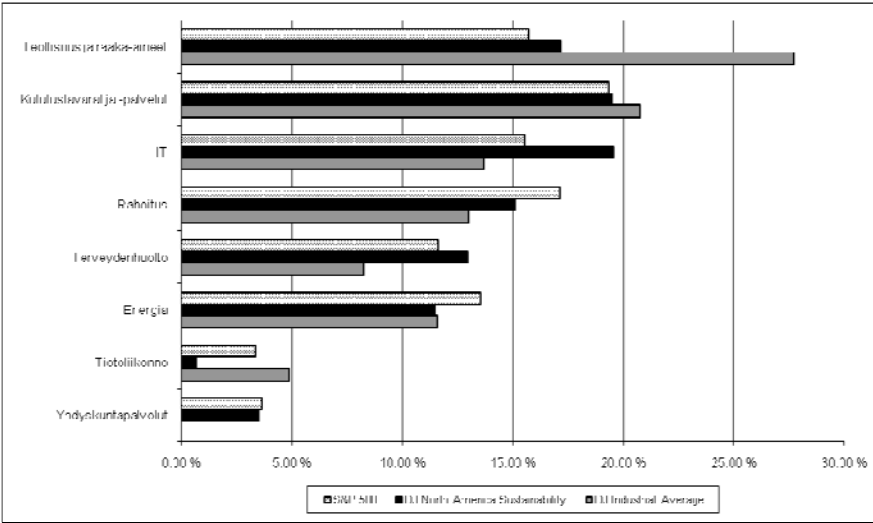
USA-rahasto laajenee siis samalla **Pohjois-Amerikaksi**. Nykyisessä Dow Jones Industrial Average -indeksissä ovat teollisuusyritykset olleet varsin suurella painolla, muodostaen siitä lähes kolmanneksen. Uudessa indeksissä jakauma tasoittuu eri toimialojen kesken (kuva viereisellä sivulla).

Historialliset tuotot eivät kerro tulevasta. Oheisista kurssikäyristä nähdään kuitenkin se, että kestävän kehityksen indeksit ovat tuottaneet oletetun mukaisesti eli niiden tuotto on ollut isoimpiin yrityksiin keskittyvien STOXX 50 ja DJIA30 -indeksien sekä laajempien STOXX 600:n ja S&P500:n välimaastossa (kuvaajat viereisellä sivulla).

Seligson & Co:n ajattelussa indeksirahastot ovat ennen muuta allokaatiovälineitä, salkun rakentamisen selkeitä kustannustehokkaita työkaluja. Eurooppaan ja USA/Pohjois-Amerikkaan sijoittavien rahastojen uudet kestävän kehityksen indeksit ovat ainakin historiatiedon perusteella entistä tarkempia työkaluja eli ne kuvaavat valittua laajaa markkinaa vielä paremmin kuin rahastojen nykyiset indeksit.

Samuli Seppävuori
samuli.seppavuori@seligson.fi



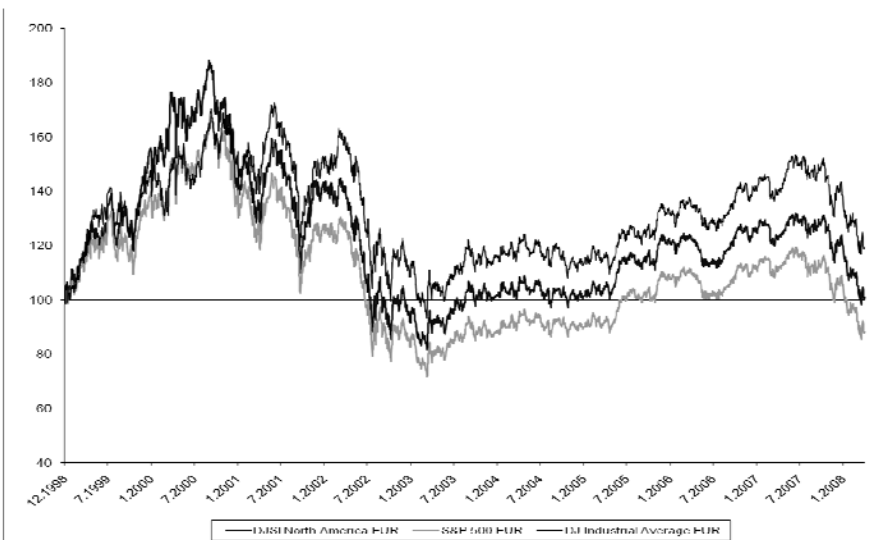


Pohjois-Amerikan markkinoita kuvaavan kestävä kehityksen indeksin (DJ North America Sustainability) toimialajakauma verrattuna USA-rahastomme nykyiseen indeksiin (DJ Industrial Average) sekä laajempaan USA-indeksiin (S&P 500).



Sekä Euroopassa että Pohjois-Amerikan markkinoilla on Dow Jones Sustainability -indeksin historiallinen tuotto toistaiseksi vastannut sitä, mitä indeksin osakemäärän perusteella voisi olettaakin eli asettunut indeksirahastojemme nykyisten suurimpiin yrityksiin keskittyvien indeksien ja markkinaa laajemmin kuvaavan indeksin väliin.

Vasemmalla DJ STOXX 50, Sustainability Europe ja STOXX 600 -indeksien kehitys noin 10:ltä vuodelta.



Vasemmalla DJ Sustainability North America, S&P 500 ja DJ Industrial Average -indeksien kehitys lähes 10:ltä vuodelta (euromääräisinä).

Huom! Tässä esitetyt graafit löytyvät selkeämpinä värillisinä versioina internetistä: www.seligson.fi/resource/keke_20080407.pdf.

KESTÄVÄN KEHITYKSEN INDEKSIT – KYSYMYKSIÄ JA VASTAUKSIA

Moni vastasi asiakaskyselyymme kestävän kehityksen indekseistä lisäkysymyksillä. Seuraavassa vastauksia niistä yleisimpiin.

Kaikken yleisimmin esitetty kysymys oli suora "oman lompakon" näkökulma, esimerkiksi näin:

"Voisitko avata vielä tarkemmin sitä, merkitseekö mahdollinen siirtyminen YKV-indekseihin muutosta oletetussa tuotossa?"

Lyhyt vastaus: ei.

Sitten tarkemmin. Keskenään edes jonkin verran erilaiset indeksit tuottavat varmasti hieman erilaisia tuloksia yksittäisinä vuosina, mutta on mahdotonta etukäteen tietää miten päin muutokset milloinkin menevät. Pitkän ajan tuotto-odotus sen sijaan ei muutu: niin kutsuttu palautuminen keskiarvoon on yksi hajautettujen rahoitusinstrumenttien vahvimpia ilmiöitä.

On toki mahdollista spekuloida erilaisilla ajatuksilla. Voidaan väittää, että kestävän kehityksen kriteerein valitut osakkeet olisivat nyt "muotia" ja siksi liian korkealle arvostettuja. Tai voidaan ajatella, että rahastojen nykyisiä indeksejä laajemmat kestävän kehityksen indeksit hyötyisivät jonkin verran pienyhtiöilmioista ja tuottaisivat siten paremmin.

Voidaan myös olettaa, että kestävän kehityksen indeksien kiertonopeus olisi nykyisiä indeksejä suurempi ja siksi niitä seuraaville rahastoille seuraisi enemmän kaupankäyntikustannuksia. Edelleen voi teoretisoida, että kestävän kehityksen indeksien muutoksia "vastaan" ei käydä samalla tavalla kauppaa kuin mahdollisesti joidenkin yleisimpien "tavallisten" indeksien muutoksia vastaan, mikä siten parantaisi kestävän kehityksen indeksien asemaa.

Argumentteja siis löytyy eri suuntiin. Ne perustuvat kuitenkin kaikki olettamuksiin ja ainoa järkevä kokonaisarvio on se, että pitkän aikavälin tuotto-oletus ei muutu.

Peruskysymykseen tuotto-oletuksesta liittyy olennaisesti myös seuraava: *"Eikö muutos tosiaan aiheuta sijoittajalle lisäkustannuksia?"*

Sijoittajan kustannuksiin vaikuttavat mm. rahastoyhtiön perimä hallinnointipalkkio sekä rahastojen käymän arvopaperikaupan kustannukset.

Lanseerasimme kyselyn kestävän kehityksen indekseihin siirtymisestä vuoden 2008 vaihteessa. Alensimme samalla, tämän vuoden alusta lukien myös ko. rahastojen hallinnointipalkkioita. On hyvin epätodennäköistä, että asiakkaidemme kokonaiskustannus ainakaan nousisi.

On oletettavaa, että uusien indeksien vuosittainen kiertonopeus (osakkeiden vaihtuvuus indeksin sisällä) eroaa aikaisemmin käyttämistämme indekseistä suuntaan tai toiseen, koska indeksien ylläpidon perusteet ovat erilaiset. Tämäkään mahdollinen ero ei kuitenkaan välttämättä ole joka vuosi samansuuntainen.

Jonkinlainen kertaluonteinen kustannus aiheutunee seurattavan indeksin muutoksesta eli syntyy osakekaupan kuluja rahaston osakkeiden vaihtamisesta. Pyrimme kuitenkin minimoimaan myös ne esimerkiksi hankkimalla muutosvaiheessa niin pitkälle kuin mahdollista uuden indeksin mukaisia osakkeita rahastomerkinnoilla ja luopumalla vanhan indeksin mukaisista lunastusten yhteydessä.

Tarkoittaako muutos siirtymistä aktiiviseen hallinnointiin?

Ei, indeksirahastojen sijoituspolitiikka on jatkossakin passiivinen. Vain indeksit, joita ne seuraavat, vaihtuvat.

...mutta eivätkö kestävän kehityksen indeksit kuitenkin ole aktiivisesti hallinnoituja?

Siltä osin, että indeksin osakkeiden valintaan vaikuttavat muutkin tekijät kuin pelkkä markkina-arvo, on vastaus "kyllä". Näin on kuitenkin monien muidenkin indeksien kohdalla: esimerkiksi Dow Jones Industrial Average -indeksin osakkeet valitaan komiteatyönä, STOXX50 perustuu ensin Dow Jones supersectors-jakoon ja vasta tämän jälkeen STOXX 600:n osakkeisiin, jne.

Aktiivinen sijoitushallinnointi on eri asia. Siinä salkunhoitaja miettii, ovatko jotkin yksittäiset osakkeet markkinoilla yliviivai aliarvostettuja ja toimii sen mukaan. Indeksien osakevalikoimaa taas päivitetään hyvin harvoin. Lisäksi osakkeiden valinnan perusteina käytetään muita kriteereitä kuin omia arvioita muiden markkinatoimijoiden arvostusnäkemyksistä.

Passiivisen sijoittamisen tärkeimmät piirteet ovat:

- Ei pyritä aktiivisesti ennustamaan yksittäisten osakkeiden hintakehitystä
- Pidetään kustannukset kurissa
- Luodaan riittävä hajautus järkevin perustein

Nämä passiivisen sijoittamisen olennaiset ominaisuudet toteutuvat mainiosti kestävän kehityksen indekseillä.

Lisää kysymyksiä ja vastauksia löytyy internet-sivuiltamme osoitteessa www.seligson.fi ja niitä voi mielellään esittää myös henkilökohtaisesti, esim. allekirjoitaneelle.



Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi



SPILTAN – SPECIALIST PÅ SVERIGE



Uuden yhteistyökumppanimme ruotsalaisen **Spiltan Fonder AB:n** tavoite on selvä: tarjota rahastosijoittajille parempia vaihtoehtoja.

Spiltanin mukaan 90% ainakaan Ruotsissa markkinoitavista rahastotuotteista ei tarjoa aitoa lisäarvoa suhteessa kustannuksiin. Sijoittaja maksaa aktiivisesta salkunhoidosta, mutta saa silti usein lähinnä passiivisesti hoidetun ”piilo”-indeksisalkun – det låter väl inget vidare?

Kaikki Spiltanin rahastot ovat aktiivisesti hallinnoituja ja niiden sijoitusfilosofia perustuu fundamentaalianalyysiin. Sijoitustoiminnan lähtökohtana on tuntee syvällisesti ne yritykset joihin sijoitetaan. Rahastoilla ei ole toimialakohtaisia rajoituksia, vaan sijoituskohteet valitaan yksittäin puhtaasti Spiltanin näkemyksen mukaisesti.

Keskeisiä sijoituskriteereitä ovat mm. se, että valitut yritykset tuottavat voittoa, niillä on hyvä kassavirta sekä aktiivinen osingonjakopolitiikka. Spiltanin mukaan tällaiset yritykset ovat parhaimpia sijoituskohteiden joukossa sekä hyvinä että huonoina aikoina.

RUOTSIN ROLIGASTE RAHASTOYHTIÖ?

Spiltan Fonder AB on itsenäinen ruotsalainen rahastoyhtiö, joka hallinnoi kolmea osakerahastoa sekä yhtä korkorahastoa. Spiltanilla on lähes 6000 osuudenomistajaa ja se hallinnoi noin 300 miljoonan Ruotsin kruunun varoja. Tarkemmin www.spiltanfonder.se.

Rahastoyhtiön perusti linköpingiläisten opiskelijoiden sijoituskerhosta liikkeelle lähtenyt **Investment AB Spiltan**, jonka osakkeella käydään Ruotsissa kauppaa ”Alternativa Aktie-marknaden” –kauppapaikalla, josta yhtiö myös omistaa 39%.

Spiltan on tunnettu ennakkoluulottomista – ja usein menestyksekkäistä – sijoitushankkeista, kesäjuhliä muistuttavista hauskoista yhtiökokouksista ja harvinaisen avoimesta kommunikaatiosta. ”*Asumme Tukholmassa, mutta oikeasti olemme kaikki maajusseja*”, kuuluu yksi perusteluista suorakaiselle tyylille. Lisää osoitteessa www.spiltan.se.

Yhtiön toimitusjohtaja ja pääomistaja **Per H. Börjesson** on myös tunnettu rahoitusalan kustannusrakenteita ja myyntiretoriikkaa kritisoivista kannanotoistaan. ”*Kaikki neuvonantajat ovat itse asiassa myyjiä*”, on yksi avainkommenteista. Lisää osoitteessa www.bytsparande.nu.

Seligson & Co on yhteistyössä Spiltanin kanssa hankkinut rahoitustarkastuksen markkinointiluvan Suomeen kahdelle Spiltanin rahastolle.

Aktiefond Sverige on aktiivisesti hoidettu osakerahasto, joka sijoittaa Tukholman pörssissä noteerattuihin osakkeisiin. Yrityksen koolla tai toimialalla ei ole merkitystä. Osakevalinta perustuu liiketoimintaideaan, yrityskulttuuriin, yritysjohdtoon sekä yrityksen pitkän aikavälin näkyymiin. Rahaston tavoitteena on ylittää Tukholman pörssin indeksituotto.

Aktiefond Stabil sopii hyvin sijoittajalle, jonka tavoitteena on saada vakaa pitkän aikavälin tuotto. Aktiivisesti hoidettu rahasto tarjoaa kokonaisratkaisun laajaan ja hyvinhajauteen sijoitussalkkuun, jonka horisontti on hyvin pitkään-teenen. Sijoitukset keskittyvät listattuihin tasaista tuottoa tekeviin laatu-yhtiöihin, sijoitusyhtiöihin sekä sijoituksiin muihin rahastoihin ja muihin rahoitusinstrumentteihin.

Petri Pohjanoksa
petri.pohjanoksa@seligson.fi
puh. 09 - 6817 8207

DALAHÄSTARNAS KVÄLL!

(The night of the Dalecarlian Horses)

Kutsumme asiakkaamme, yhteistyökumppanimme ja muut kiinnostuneet tutustumaan Ruotsiin sijoituskohteena ja Spiltanin tarjoamiin vaihtoehtoihin. Tilaisuus on ruotsinkielinen, mutta kysellä ja keskustella voi myös esim. suomeksi ja englanniksi.

Tid: Onsdagen 21.5. kl. 18:00

Plats: Seligson & Co, Skillnadsgatan 1-3, 6. vån.
(eli toimistollamme Erottajankatu 1-3:ssa)

Anmälning: Gärna senast den 16.5. antingen per e-post till carolina.stromberg@seligson.fi eller per telefon 09 - 6817 8200.

PROGRAM

* Varför valde vi Spiltan som partner?
Anders Oldenburg, Seligson & Co

* Varför välja Spiltan Fonder?
Fredrik Tamm, Spiltan Fonder AB

* Jag tror, jag tror... på Sverige!
Anders Wengholm, portföljförvaltare | Aktiefond Sverige



SVERIGE ÄR FANTASTISKT!

Hjärtligt välkomna att glida in och bekanta er med det bästa som vår fantastiska granne har att erbjuda åt långsiktiga placerare!

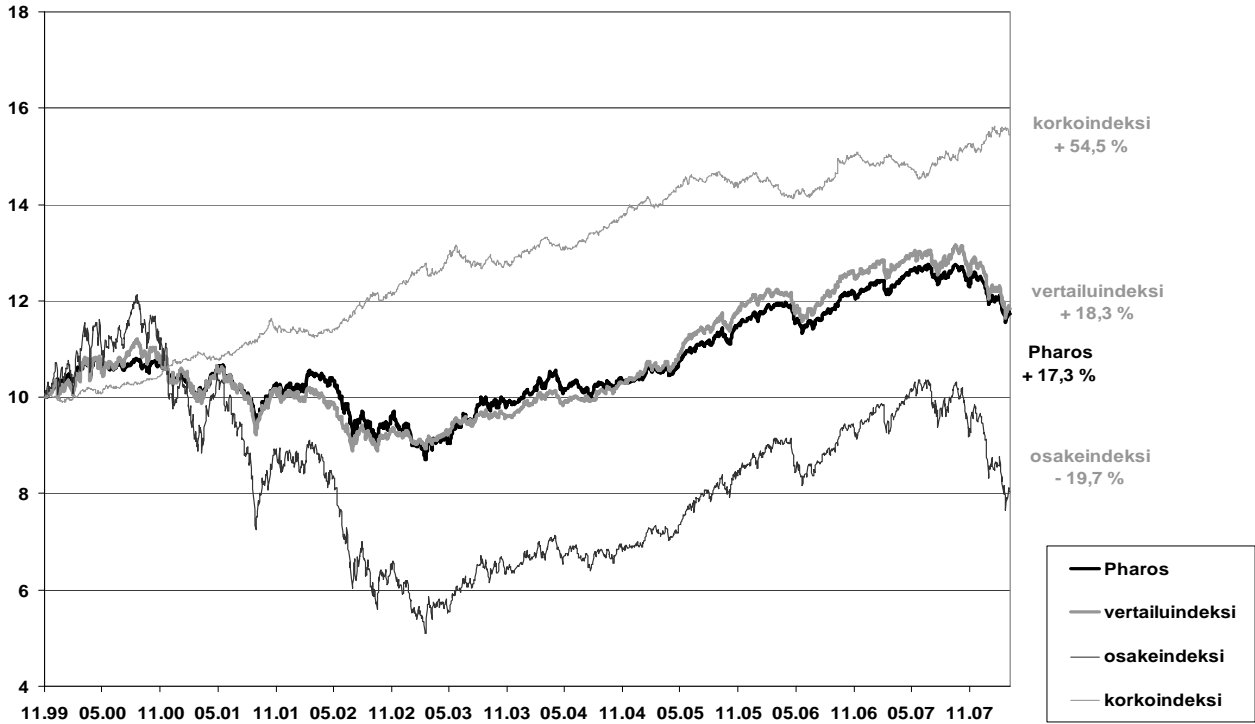
VARAINHOITORAHASTO PHAROS
31.3.2008

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

Pharos ja vertailuindeksit

24.11.1999 - 31.3.2008

Euro



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	5,7
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	-5,9 %	6,5 %	-7,1 %	8,4 %
1 v	-4,6 %	5,1 %	-6,5 %	6,9 %
3 v	11,1 %	4,6 %	11,1 %	5,6 %
5 v	31,2 %	5,2 %	31,3 %	5,3 %
Aloituspäivästä	17,3 %	6,5 %	18,3 %	7,2 %
Aloituspäivästä p.a.	1,9 %		2,0 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Sisältää myös kohderahastojen palkkiot
** Pharoksen kohdalla kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määrärajojen uusittavia sijoitustodistuksia, talletuksia tai rahamarkkinarahasto-sijoituksia. Em. rahamarkkinavälinekauppojen kanssa kiertonopeusluku on: 86,76 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,60 % *
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	11,62 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,11 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	3,38 %

SUURIMMAT OMISTUKSET	Osuus rahastosta	Allokaatio
S&Co Eurooppa 50 -indeksirahasto	15,6 %	Osakesijoitukset yhteensä 44,1 %
S&Co USA	7,7 %	
S&Co Global Top 25 Brands	4,4 %	
S&Co Phoebus	3,2 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	2,6 %	Korkosijoitukset yhteensä 55,9 % (duraatio 2,6 v)
Nasdaq 100 -indeksiosuus	2,6 %	
CIF Asia Ex-Japan Equity Fund	2,4 %	
S&Co APS Far East	1,7 %	
S&Co Japani -indeksirahasto	1,4 %	
APS Japan Growth	1,4 %	
S&Co Russian Prosperity	1,1 %	
Pitkät korkosijoitukset	24,2 %	
Lyhyet korkosijoitukset	31,7 %	



SALKUNHOITAJALTA

Osakekurssit jatkoivat syksyllä alkanutta laskuaan. Palaamme näin osakkeiden hinnoittelussa lähemmäksi pitkän aikavälin tuotto-odotuksia. Tämä vaihe on ylioptimistisille osakesijoittajille aina kivulias. Epätietoisuutta siitä missä vaiheessa sykliä ollaan, kuvaavat hyvin jopa 5%:n suuriset osakekurssien päiviliikkeet. Ylös ja alas.

Optimistit haluavat uskoa, että talous- ja luotto-ongelmat ovat ohimeneviä. Onhan USAn keskuspankki Fed usein aikaisemminkin pelastanut sijoittajat. Tähän asti Fedin toimet ovat antaneet ehkä lähinnä ensiapua. Juuri kun uskotaan koronakuljettimen toimivan, iskee jälkitautina pessimismi ja uskonpuute. Pelätään vuosia jatkuneen velkakierteen laajempaa purkautumista. Pessimistien diagnoosina on siten sama tauti joka on ravistellut Japania jo toistakymmentä vuotta.

Jos lasku on aiheuttanut paniikkikohtauksia, pitäisi kunkin omalla tahollaan miettiä uudestaan oman salkunsa pitkän aikavälin strategiaa, riskinsietokykyä ja osakepainoa. Varainhoitorahasto Pharos jatkaa entisellä strategiallaan: 50/50 osake- ja korkopaino, jossa allokaatiota muutetaan maltillisesti.

Osakemarkkinoiden vertailuindeksimme laski vuoden ensimmäisen neljänneksen aikana peräti 16%. Vastaava pudotus on viimeksi koettu kesällä 2002. Pian sen jälkeen alkoikin pitkä nousujakso, jota pääsivät parhaiten hyödyntämään ne, jotka eivät olleet hädissään myyneet osakesijoituksiaan markkinoiden näkymien ollessa pessimistien mukaan kurjimmillaan.

Vuoden alussa korkomarkkinoilla pitkät korot suorastaan sukelsivat hyvin lyhessä ajassa (4,4%:n tasolta alle 4%:n) kun korkosijoittajat alkoivat vakuuttua siitä, että talouskasvu on ohi. Korkoindeksimme vuosineljänneksen noususta (2,1%) valtaosa tuli tässä äkillisessä rallissa. Pharos ei tästä juurikaan hyötynyt, sillä olemme suosineet lyhyempiä korkoja.

Rahamarkkinoilla korkosijoituksemme tehdään edelleen vain luottokelpoisuudeltaan parhaiden pankkien liikkeellelaskemiin talletuksiin tai sijoitustodistuksiin ja obligaatiosijoituksissa lähinnä Suomen valtion velkakirjoihin.

Pharoksen neljännesvuoden kokonaistuotto oli tyyppilliseen tapaan osake- ja korkomarkkinoiden väli- maastossa eli -5,9%. Pääsimme taas hyötymään korkosijoitustemme tuomasta vakaudesta eli ne vaimensivat osakemarkkinoiden laskua. Vaikka negatiivinen tuotto ei ikinä olekaan tavoiteltavaa, pärjäsimme pienemmän osakepainomme ansiosta hieman vertailuindeksiämme paremmin.

Osakesijoitustemme tuotot olivat alkuvuoden osalta kaikki miinuksella. Sijoituksemme Phoebus -rahastoon laski näistä vähiten (-7,9%). Kuten rahastoon sijoittaessamme kirjoitin (katsaus 4/2006), haimme sitä kautta nimenomaan yrityksiä, joilla on vahva markkina-asema ja talouskasvun hidastumista kestävä tase. Eniten arvoaan menetti edellisen katsauksen priimus, Venäjälle sijoittava Russian Prosperity -rahasto (-19,9%).

Edelleen (ja edelleen ja edelleen) edullisin!

Pharoksen eli siis meidän rahaston sijoittajien maksamat, kokonaispalkkiot ovat edelleen alhaiset (0,60%). Tuottosidonnaista palkkiota ei jakson aikana kertynyt, vaikka olemme pärjänneet vertailuindeksiämme paremmin, sillä lisäksi rahaston tuoton pitää olla positiivinen.

Kohdesijoituksistamme maksetut kiinteät palkkiot ovat tätä kirjoittaessa vain 0,25%. Kiinteät kulumme korkosijoituksista ovat edelleen lähellä nolaa ja valtaosa osakesijoituksistamme on kustannustehokkaissa indeksi-rahastoissa. Sekä maksamistamme palkkiosta että koko salkun sisällöstä löytyy tarkemmat kuvaukset internet-sivuillamme osoitteessa www.seligson.fi.

Kokonaiskustannusten selvittäminen on monissa rahastoissa tehty erittäin hankalaksi, mutta Suomessa ei käsitykseni mukaan edelleenkään ole kokonaiskustannuksiltaan Pharosta edullisimpaa tasapainoista yhdistelmärahastoa. (*Sijoitustutkimuksen rahastoraportti 3/2008 ja omat analyysit*)

Kenen kellot soivat?

Markkinaliikkeiden ajoitus harvemmin onnistuu ja mitä ilmeisimmin se ei onnistu keneltäkään jatkuvasti. Kukaan ei valitettavasti kilisytä meille kelloa ilmoittaakseen, että markkinoiden pohja on saavutettu ja olisi aika ostaa halventuneita osakkeita.

Tai onhan kellojen kilinää kuulunut jo syksystä saakka, mutta kenen kello on oikeassa? Sitä paitsi kellojen kilinä yleensä vähenee mitä synkemmältä tulevaisuus näyttää.

Jim Stack, InvestTech Researchin analyytikko jolla kerrotaan olleen viimeaikoina kohtuullisen hyvä tuuri markkinoiden ajoittamisessa, totesi hiljattain: ”Teen hyvää työtä, jos tunnistan markkinoiden pohjan kaksi kuukautta sen jälkeen kun se on saavutettu. Ja silloinkaan en voi olla varma, onko kyse väliaikaisesta toipumisesta vai jatkavatko osakekurssit laskuaan.” Parrasvaloissa on viisasta olla vaatimaton.



Pharoksen taustapeilistä näkee selvästi, että vuonna 2006, kun osakemarkkinat jatkoivat hurjaa nousuaan, olin liian varovainen, liikkeellä liian aikaisin. Pienenä lähinnä teknisenä valopilkkuna voi kuitenkin todeta, että olemme yhdistelmärahastojen joukossa yksi alhaisimman volatiliteetin (kurssiheilunnan) rahastoista.

Olemme nyt nostaneet osakepainoamme 44%:iin vuodenvaihteen 40%:sta, jonne se oli kurssilaskun myötä laskenut. Aika näyttää olemmeko toimineet taas ennenaikaisesti palatessamme jo nyt hieman lähemmäksi normaalia 50%:n osakepainoa.

Asiakkaiden varoista vastuullinen salkunhoitaja tekee mielestäni suuren virheen, jos hän poikkeaa huomattavasti sijoittajille ilmoitetusta strategiasta. Riskinotoissa voi silloin tällöin jopa onnistua, mutta on kaikin tavoin ikävää, jos salkunhoitaja on väärässä. Kuten usein siteeraamani Warren Buffett on todennut: *"Toimimalla rohkeasti olen tehnyt vähemmän rahaa kuin pysymällä poissa ikävyyksistä"*. Siinä ainakin yksi kellokas, jota kannattaa kuunnella!

Syöksylaskijoita kaikki tyynti!

*Huhhahei - milloin syöksysi lakkaa?
ei loppua näy, vaikka olen pohjasakkaa
Kiilto silmissäni minä vain kiidän, aina alaspä-ään...*

...lauloi Hassisen kone vuonna 1980 osakemarkkinoiden ollessa keskellä yhtä kaikkien aikojen pisintä nousujaksoaan. Myös ko. kappaleen sisältävän albumin nimi, *Täältä tullaan Venäjä*, oli sijoittajan näkökulmasta siinä määrin aikainen kellonkilistys, että sitaatti sopii erityisen hyvin teemaamme...

No, mediassa on taas viime aikoina kerrottu "kaikkien" myyvän sijoituksiaan, koska markkinat selvästikin menevät aina vain alaspäin. Esimerkiksi Kauppalehti summearasi kurssiennusteita etusivullaan 18.3. otsikolla "Kaaoksen partaalla". Samana iltana YLE:n talousuutisissa todettiin: "Kurssinousut ovat edelleen matalampia kuin pudotukset – pidempi linja on siis alaspäin".

Tällainen uutisointi saa yleensä pohtimaan kysymystä siitä, mitä kaikki muut tietävät, mutta minä en?

Lohtua tuo logiikka. Niin yksinkertaiselta kuin se kuulostaakin, arvopaperikaupassa on aina kaksi osapuolta. Kaikissa sijoittajien välisissä toteutuneissa kaupoissa 50% halusi myydä ja 50% ostaa. Uutisoinneista huolimatta kaikki muutkaan eivät sittenkään usko pelkkään alamäkeen ja Pharoksen kohdalla sijoituspolitiikan periaatteet voittavat mennessä media-kommentaattorien tuomiopäivän kellot.

Näin sävel soi, korkojen...

Osakkeita myyvät ostavat yleensä tilalle korkoinstrumentteja. Kun riskipitoiset korkosijoitukset koettujen tappioiden takia pelottaa, tapahtuu usein "pako laatuun", mikä nostaa valtionobligaatioiden hintoja ja alentaa niiden tuottoa. Tästä huolimatta olen kuitenkin lisännyt salkun duraatiota eli korkosijoitusten keskipituutta 1,6 vuodesta 2,6 vuoteen ostamalla jakson aikana erääntyneellä pankkitalletuksella pidemmän valtionobligaation. Vuonna 2017 erääntyvän obligaation juokseva tuotto oli kauppahetkellä n. 4,1% eli alle lyhyen koron juoksevan tuoton. (Seligson & Co:n korkorahastojen juoksevan tuoton tarkasteluun on muuten olemassa näppärä taulukko www.sivuillamme "Rahastojen arvot" -sivun alalaidassa.)

Syynä kauppaan oli haluni palata piirun verran lähemmäksi korkovertailuindeksimme duraatiota. Jos talouskasvu todellakin on hyytymässä, voivat pitkät korot edelleen laskea ja koska olemme edelleen reilusti alle vertailuindeksimme n. 6:n vuoden duraation, emme hyödy mahdollisesta koronlaskusta yhtä paljon. Tuntuu kuitenkin vaikealta ostaa pitkiä obligaatioita merkittävästi lisää kun esimerkiksi 6 vuoden päästä erääntyvän obligaation juokseva tuotto on vain 3,7%. Tämä jää melkein prosenttiyksikön 12 kk:n euriborkorosta. Innostustani pitkiin korkosijoituksiin laimentaa myös kohonnut inflaatio, jonka seurauksena pitkien korkojen reaali tuotto voi jäädä nykytilanteessa olemattomaksi tai jopa negatiiviseksi.

Olisiko sitten aika sijoittaa taas myös yrityslainoihin? Sivusin aihetta viime katsauksessa ja silloin esimerkiksi Euro Corporate Bond -yrityslainarahastomme juokseva tuotto oli melkein 1% korkeampi kuin Euro-obligaatorahaston. Tätä kirjoittaessa ero on kasvanut ja nyt yrityslainojen laskennallinen tuotto on jo 1,15 % parempi. Ero on kuitenkin vasta paluu yritysrisikilisiin "normaalihinnotteluun". Teen kuitenkin mieluummin uusia ratkaisuja tilanteissa, joissa markkinoiden hinnoittelu poikkeaa pitkän aikavälin keskiarvoista. Pharoksen kannalta ei näin ainakaan vielä ole.

Yritän jatkossakin pitää Pharoksen sijoitukset yksinkertaisina ja tehokkaina sekä rahaston kulutason alhaisena. Poikkean vertailuindeksimme määrittelemästä sijoitusstrategiasta vain harvoin ja maltillisesti. Jos oma riskialue poikkeaa tästä, voi Pharosta täydentää muilla sijoituksilla oman sijoitushorisontin ja tavoitteiden mukaan. Neuvomme mielellämme sopivien täydennys-suunnitelmien laatimisessa.

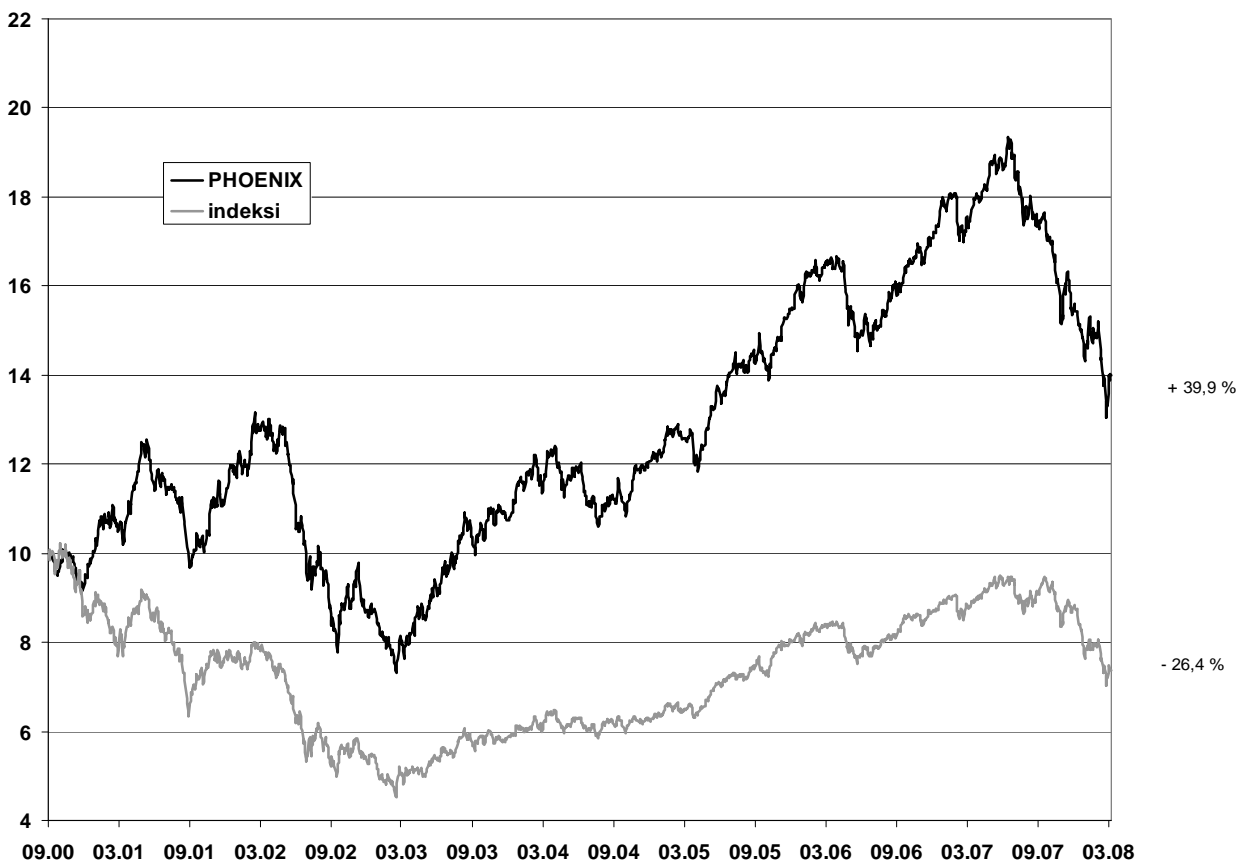
Petri Rutanen, varainhoitajanne
petri.rutanen@seligson.fi



Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 31.3.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	10,6
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-9,3 %	20,1 %	-16,2 %	19,5 %
1 v	-19,8 %	15,1 %	-16,4 %	15,1 %
3 v	11,9 %	12,6 %	13,5 %	12,1 %
5 v	79,7 %	13,7 %	46,8 %	12,6 %
Aloituspäivästä	39,9 %	16,0 %	-26,4 %	16,7 %
Aloituspäivästä p.a.	4,6 %		-4,0 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	1,12 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,32 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,44 %
Salkun kiertonopeus	134,69 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,80 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	17,70 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TATE & LYLE PLC	Iso-Britannia	5,9 %
CHAODA MODERN AGRICULTURE	Hongkong	4,8 %
SANOMAWSOY OYJ	Suomi	4,5 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	4,3 %
BOSTON SCIENTIFIC CORP	Yhdysvallat	4,2 %
MEINL INTERNATIONAL POWER LT	Itävalta	4,0 %
RHODIA SA	Ranska	4,0 %
SAMSUNG ELECTRONICS-GDR REGS	Korean tasavalta	3,8 %
AMGEN INC	Yhdysvallat	3,7 %
CHINA FIRE SAFETY ENTERPRISE	Kiina	3,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuosi alkoi alamäellä: ensimmäisen neljänneksen aikana rahaston arvo laski 9,3% ja vertailuindeksinä toimivan Morgan Stanley World –indeksin arvo 16,2%. Vuosi taaksepäin tarkasteltuna rahaston arvo on laskenut 19,8% ja indeksin 16,4%. Kolmen vuoden jaksolla ollaan sentään positiivisissa luvuissa: rahasto +11,9% ja vertailuindeksi +13,5%.

Ikäviä lukuja siis vuoden avausjaksolle. Saimme kuitenkin kiinni noin kaksi kolmannesta siitä mitä jäimme rahaston vertailuindeksille viime vuoden aikana. Vuodenvaihteen optimismini osoittautui sentään suhteellisesti ottaen oikeutetuksi, mikä on toki melko laiha lohtu.

Historian huonoin neljäs – sitten vuoden 2002!

Otsikko yllä oli minusta yksi lehdistömme riemukkaimmista aikoihin. Mikä voisikaan kuvata nykyistä sijoitusilmastoa paremmin: kvartaaleihin keskittymisen ollessa kukassaan on markkinahistoria tyypistetty viiteen vuoteen!

Markkinapäivittelyn lisäksi ovat vuoden ensimmäisen neljänneksen talouskommentit keskittyneet Yhdysvaltain laskusuhdanteen ennustamiseen. Eivätkä uutiset USA:sta hyviä ole olleetkaan: työttömyys on kasvussa ja asuntojen hinnat jatkavat laskuaan, dollarin kurssi on painunut entisestäänkin ja tuonti vähentynyt. Vienti on kuitenkin ryhtynyt vetämään.

Tämä kaikki nakertaa aasialaisten vientiyritysten markkina-asemaa ja näkyy jo pörssikehityksessäkin. Kiinassa on sukellettu jopa 30%, mutta myös japanilaisten vientiin keskittyvien yritysten osakkeet ovat olleet syöksykiidossa.

Sijoittajan avainkysymys liittyy aikaan: kauanko tätä jatkuu? Bushin hallinto luottaa siihen, että talouden elvytyspaketti yhdistettynä keskuspankin lipas tyhjentämällä ammuttuun korkoaseeseen kääntää kierteen kasvu-uralle jo vuoden loppupuolella. Tulossa olisi siis laimea ja lyhytaikainen taantuma. Keskuspankin pääjohtaja Bernanke sentään suostui käyttämään tuota ikävää T-alkuista sanaa – mutta ensimmäisen kerran vasta maaliskuussa.

Vastakkaisia mielipiteitäkin löytyy. George Soros ja monet muutkin pahanilman linnut maalaavat horisonttiin Yhdysvaltain pahinta lamaa vuoden 1930 jälkeen (heillä on sentään hieman yli 5 vuoden historianäkemys...). Tämän näkemyksen mukaan kaksi käänteisen kasvun kvartaalia on siis vain alkua.

Kauhuskenaarion koulukunta ei siis kaihdakaan myöskään L-sanan käyttöä, vaan viittaa USA:n kansantalouden suuriin vajeisiin ja on vakuuttunut siitä, että tasapainon löytyminen vie kauan. Bushin, Bernanken ja muiden virallisen linjan edustajien optimisille he viittaavat kintaalla.

No, tässä vaiheessa kaikki ennusteet ovat vain... ennusteita. Kahden viimeisimmän taantumien vaikutus on näkynyt osakemarkkinoilla noin kolme vuotta (1990-1992, 2000 – 2002). Voiko tästä päätellä jotain? Ehkä siitä voi ainakin saada jotain vihiä siitä miten kauan kestää saavuttaa tasapaino ja löytää pohja uudelle kasvulle. Oikea johtopäätös lienee ainakin se, että aikaa tarvitaan. Kukaan ei tiedä alkaako seuraava nousukausi 2009, 2010 vai 2011. Kohtuullisen varmaa on vain se, että uuden talouskasvun aika joskus taas koittaa.

Sitä ennenkin voi saada tuottoa löytämällä aliarvostettuja osakkeita. Phoenixin etsimistä erikoistilanteista saattaa löytyä helmiä sijoittajille juuri sellaisissa markkinaolosuhteissa. Markkinoiden muuttunut asenne riskiä kohtaan ohjaa myös joihinkin salkun rakennetta koskeviin johtopäätöksiin.

Keskitymme keskittämään

Vuoden alun aikana myin Phoenixin salkusta joko kokonaan tai osittain kahdeksan yhtiötä ja ostin kolme uutta tilalle. Meillä on nyt 36:n yhtiön osakkeita. Jakson lopulla myytyjen joukossa olivat molemmat thaimaalaiset kaksi vuotta sitten alkaneen sotilasvallankaappauksen aikana ostamani yhtiöt. Kurssikehityksen osalta ostokset eivät osoittautuneet kaksosiksi: Bangkok Bankista saimme lähes 50%:n tuoton, mutta Siam Cement tuotti meille 15% miinusta. Pankin osakkeita oli kuitenkin tuplasti enemmän, joten kokonaisuutena ottaen kannatti taas noudattaa vanhaa ohjetta ostojen ajoittamisesta kaduille vyöryvien tankkien myötä.

Olen viime kuukausina pikku hiljaa vähentänyt Phoenixin omistamien yhtiöiden lukumäärää ja tarkoitukseni on nyt kuluvan neljänneksen aikana ottaa tämän toimenpiteen lopputuloksi ja supistaa salkku noin 30:een osakkeeseen.

Miksi näin? Siksi, että olemme pitkstä aikaa tilanteessa, jossa riskinoton – esimerkiksi erikoistilanteiden kautta – voidaan todellakin nähdä kannattavan. Viimeisimmän kolmen vuoden aikana Phoenixille on lähinnä tarjoutunut tilaisuuksia ostaa jonkin verran halvemmalla markkinoilta, joiden yleistaso on kuitenkin ollut melko korkea. Nyt on osa erikoistilanteista arvostettu jo niin alas, että myös teolliset ostajat alkavat olla kiinnostuneita. Suomessakin tämä on nähty Tietoenatorin saadessa kutsumattoman ostotarjouksen.

M-Real – todellinen tilaisuus?

Tämänkertaisessa tapausesittelystä käydään läpi pääpiirteet kotimarkkinoidemme kroonisesta erikoistilanteesta eli M-Realista. Tarina on mielestäni samalla jopa opettavainen.

Suomalaisille sijoittajille lienevät taustat tuttuja. M-Real kasvoi vauhdikkaasti 1990-luvun noususuhdanteessa ja hankki itselleen (kauniisti sanottuna) tehokkaasti hajautetun paletin erilaisia toimintoja – ja velkaisen taseen. Sen jälkeen onkin sitten saneerattu, myyty toimintoja ja realisoitu varallisuutta. Nyt seitsemäntenä saneerausvuonna ei kovin moni markkinatoimija jaksa enää uskoa, että prosessin päässä hämmöttäisi onnellinen loppu ja kannattava yhtiö.

Vuonna 2001 oli M-Realin liikevaihto lähes 7 miljardia euroa ja EBITDA (ilman kertakustannuksia) yli 850 miljoonaa euroa. Tälle vuodelle odotettu liikevaihto on noin 4,5 miljardia ja EBITDA 400 miljoonaa. Yhtiön velat ovat samalla ajanjaksolla vähentyneet lähes 4 miljardista alle kahteen miljardiin. Markkina-arvo on laskenut 1,3 miljardista eurosta alimmillaan noin 500 miljoonaan – ja matkalle mahtuu muutamia isoja osakeanteja. Näiden vaikutuksen näkee hyvin siinä, että osakekohtainen kirjanpitoarvo on laskenut 14,05 eurosta aina 4,93:een eli 65%!

Vielä vuoden 2007 lopussa oli M-Realin B-osakkeen arvo 3,25 euroa ja yhtiön markkina-arvo 1,07 miljardia. Nyt vuoden 2008 ensimmäisen kvartaalin aikana käytiin alimmillaan 1,66 eurossa ja siis noin 500 miljoonaan euron markkina-arvossa. Tätä kirjoitettaessa ollaan tultu vähän takaisin, mutta osakkeen arvo on edelleen vain 2,15 euroa ja markkina-arvo 700 miljoonaa. Mistä on kyse?

M-Realin 1,87 miljardin euron nettovelasta noin 900 miljoonaa koostuu kahdesta julkisen kaupankäynnin kohteena olevasta vakuudettomasta lainasta (lähes koko lainakanta on vakuudetonta). Erityisesti lainoista lyhyempi, joka erääntyy 2010 ja jossa on vaihtuva kolmen kuukauden euriborin liikkeisiin sidottu korko, on ollut suosittu suomalaisten rahamarkkinarahastojen sijoituskohde. Monet niistä joutuivat vuoden vaihteen tienoilla vaikeuksiin mm. juuri siksi, että lyhyen koron rahastoihin oli otettu mukaan pidempiaikaista luottoriskiä. Esimerkiksi M-Realin lainasta haluttiin sitten uudessa markkinatilanteessa eroon hinnalla millä hyvänsä (ks. graafi oikealla). Tästä lähtenyt huoli, että yhtiö voisi olla matkalla kohti konkurssia, levisi nopeasti myös osakemarkkinoiden puolelle.

Mielenkiintoiseksi asian tekee se, että viimeisimpien omaisuusmyyntien jälkeen M-Realilla ei ole jäljellä kovinkaan paljon ennen vuotta 2010 erääntyviä lainoja. Varallisuuspuolelta löytyy kuitenkin selkeästi arvokkaita tase-eriä, joiden pitäisi rauhoittaa ainakin yhtiön lainaan sijoittaneita. M-Real omistaa 30% Metsä-Botniasta - arvo lähennellee miljardia euroa – sekä 2,82% Pohjolan Voimasta ja tämänkin

omistuserän arvo nousee satoihin miljooniin euroihin. Mielestäni on epätodennäköistä, että lainasijoittaja ei saisi rahojaan takaisin. Siksi ostin Phoenixiin M-Realin lyhyempää lainaa 74%:lla sen nimellisarvosta.

M-Real on Stora Enson jälkeen Euroopan kakkonen kartonkipakkauksissa. Kannattavuudessa se on kuitenkin alan ykkönen, EBITDA 15% ja EBIT 7%. Myös päällystämättömän hieno- ja päällystetyn aikauslehtipaperin tuotanto näyttäisi olevan hallinnassa. Näillä toimialueilla kehityskin näyttää lupaavalta: kustannuksia voidaan edelleen alentaa tuotantorakenteita yksinkertaistamalla ja hintakehitys on ylöspäin.

Yhtiön ongelmalapsi on päällystetty hienopaperi, jonka markkinoita vaivaa suuri ylikapasiteetti Euroopassa, viennin vetämättömyys ja hyvin hajanaiset markkinat. Nämä vaikeudet eivät kuitenkaan ole vain M-Realin, vaan koko toimialan – jota varmasti jossain vaiheessa järjestellään.

Tällä hetkellä saattaisi olla M-Realin kannalta onnekkainta, jos esimerkiksi UPM ottaisi hoitaakseen sen päällystetyn hienopaperin tehtaat vaikkapa nolla-arvoon (itse tehtaat ovat upeita) ja ostaisi samalla vastaavan määrän selluntuotantoa Metsä-Botnian osakkeina. M-Real saisi näin sekä taseensa että tuloksensa kuntoon niin sanotusti kertalaakilla.

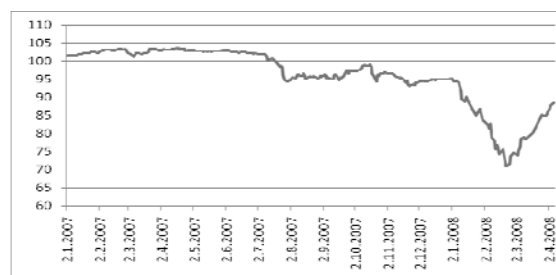
Ihan kokonaan toinen kysymys on tietenkin se olisiko M-Realin pääomistaja Metsäliitto valmis moiseen järjestelyyn. Ajatusleikin tarkoitus olikin vain osoittaa, että M-Realista löytyy arvoja, jos markkinatoimijoilla on tahtoa niiden löytämiseksi. Monia muitakin intressien yhdistelymahdollisuuksia nimittäin on – ehkä riittäisi jopa nykyisen kokonaisuuden jakaminen erillisiksi kartonki- ja paperiyhtiöiksi?

Joka tapauksessa: elämme erikoistilannesijoittajan kannalta erittäin mielenkiintoisia aikoja. Jos sen johdosta tai muuten herää kysymyksiä tai kommentteja, niin otan niitä mielelläni allaolevaan sähköpostiosoitteeseen.

Mukavaa kevättä,



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

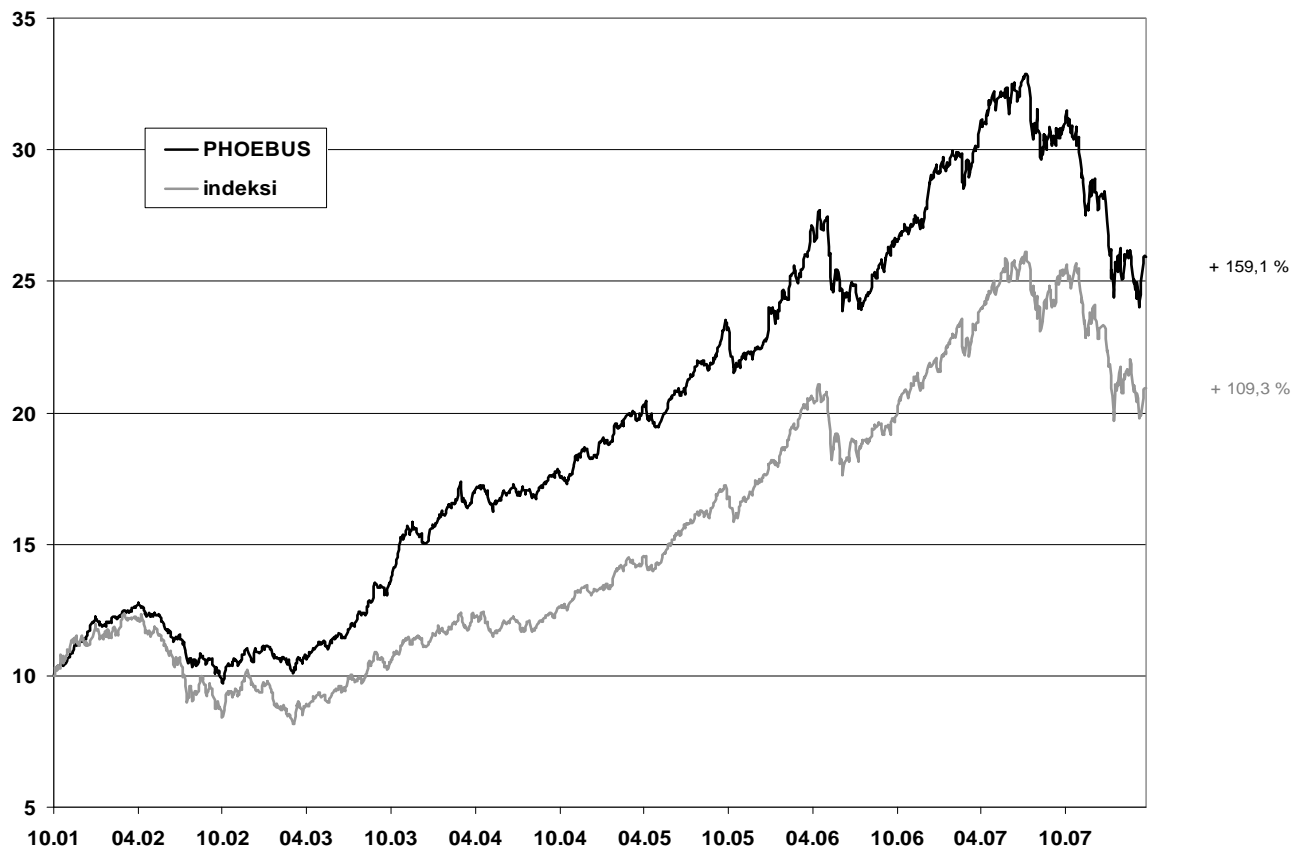


M-Realin 2010 erääntyvän vaihtuvakorkoisen velkakirjan hintanoteeraukset vuoden 2007 alusta huhtikuun 2008 alkuun.

Phoebus ja vertailuindeksi

Euro

10.10.2001 - 31.3.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	17,4
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	-8,5 %	23,2 %	-10,1 %	24,2 %
1 v	-13,9 %	16,5 %	-10,7 %	17,5 %
3 v	30,3 %	13,1 %	47,0 %	13,8 %
5 v	146,7 %	11,8 %	145,9 %	12,6 %
Aloituspäivästä	159,1 %	11,7 %	109,3 %	14,1 %
Aloituspäivästä p.a.	15,8 %		12,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,77 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,82 %
Salkun kiertonopeus	15,64 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,95 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	18,98 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
VACON OYJ	Suomi	8,8 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	7,9 %
EXEL OYJ	Suomi	7,3 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	6,7 %
AIR LIQUIDE	Ranska	6,6 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	5,6 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	5,4 %
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	5,2 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	5,2 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	4,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Rahaston kehitys

Vuoden alku meni kuten viime vuoden loppu: se oli absoluuttisina tuottoina huono, vaikkakin Phoebuksen suhteellisen kehityksen osalta rohkaiseva. Vertailuindeksimme laski 10,1% ja Phoebus laski 8,5%.

Toiminnan alusta Phoebus on tuottanut 159,1% vertailuindeksimme tuottaessa 109,3%.

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

Kävin ensimmäisellä neljänneksellä osakkeillamme suhteellisen vähän kauppaa, mihin olen tyytyväinen. Kaupan-käynti maksaa aina, mutta sen tuotosta ei ole takeita.

Lisäsin edelleen omistustamme Harley-Davidsonissa, jota olen jo puolisen vuotta ostanut rauhallisessa tahdissa. Positionimme ei vielääkään ole tavoitteeni mukainen, joten ostot jatkunevat seuraavien neljännesten aikana. Hankin myös hieman lisää H&M:n osakkeita - kurssin laskettua ilman mitään erityistä uutta syytä.

Rahoitin ostot keventämällä hieman omistustamme Air Liquidessa ja State Street -pankissa. Kummallakin on paikka salkussamme, mutta Air Liquide on hivenen kallis ja State Streetin riskit ovat kasvaneet, vaikka sen kurssi hipoo kaikkien aikojen huippua.

Suomessa vaihdoin Stockmannin A-osakkeet B-osakkeiksi. Omistuksemme Stockmannissa on siis muuttumaton, mutta saimme välistä vajaan 3500 euroa. Summa ei ole järin iso, mutta vastaa noin 10 päivän hallinnointipalkkioita. Säästö sekin.

Ainoa uusi yhtiömme on sitäkin eksoottisempi: Kiinalainen, Hong Kongin kasvupörssissä listattu paloturvallisuusyhtiö China Fire Safety Enterprise Group Holdings (CFE). Sijoitus poikkeaa normaalista siinä, että se on täysin spekulatiivinen. Yhtiö on kannattava ja sen arvostus on erittäin alhainen. P/E-luku viime vuoden tulokselle on 7,4x ja yhtiön nettokassa vastaa lähes puolet sen markkina-arvosta. Liiketoiminnan arvostus on EV/EBIT -kertoimella noin 3,0x.

Halvalla ostaminen on yleensä järkevää. Tässä tapauksessa mielenkiintoani lisäsi vielä se, että amerikkalainen suuryhtiö United Technologies (joka tekee mm Otis-hissejä ja Pratt & Whitney -lentokonemootoreita) omistaa CFE:stä 29%.

UTC:llä on lisäksi optio ostaa CFE:n perustajalta osakkeita, jotka antaisivat sille määräysvallan. Option toteutushinnaksi on sovittu EV/EBIT-kerroin 8,5x, joka vastaisi noin kaksinkertaista hintaa CFE:n nykyiseen pörssikurssiin nähden. Optio on toteutettavissa seuraavat 5 vuotta ja UTC on luvannut tehdä vähemmistöomistajien osakkeista samansuuruisen tarjouksen, mikäli se optionsa käyttää.

Todennäköisyydet ovat mielestäni niin vahvasti puolellamme, että en voinut vastustaa spekulatiivisen kaupan tekemistä. CFE edustaa kuitenkin vain vajaa 2% salkustamme, joten spekulointini onnistuminen ei ole Phoebuksen tulevalle kehitykselle millään tavoin kriittistä.

Suomi valloittaa maailman?

Phoebus luokitellaan usein "Suomi-rahastoksi". Sitä se ei kuitenkaan ole, koska voin sijoittaa myös muualle. Vertailuindeksimme kertoo, että uskon normaalisti sijoittavani noin 75% Suomeen ja 25% muualle. Tällä hetkellä salkustamme on 54% Suomessa, 41% muun maailman osakkeissa ja loput 5% kassassa.

Viime vuosina Suomen osakemarkkinat ovat kehittyneet huomattavasti paremmin kuin useimmat muun maailman pörssit. Tämä saattaa antaa rahaston kehityksestä hieman vinoutuneen kuvan, jos sitä vertaa pelkästään Suomeen sijoitaviin rahastoihin. Phoebuksen toiminnan alusta, lokakuusta 2001, Suomen osakemarkkinat (osinkoineen) ovat nousseet kokonaiset 158%. Maailman osakeindeksi (osinkoineen) on samaan aikaan noussut vain 6%.

Vertailuindeksimme on vuosittain rebalansoituna noussut 109%. Phoebus on noussut 159%. Mutta, vaikka Phoebus on siis kehittynyt selvästi paremmin kuin omat vertailumarkkinansa, se on vain pysynyt Suomen osakemarkkinoiden nousun tahdissa.

Markkinoiden tuottoeroihin on monta syytä. Dollarin arvon aleneminen on näkynyt maailman osakemarkkinoiden euroissa mitatussa kehityksessä voimakkaasti alentavana tekijänä. Lisäksi syklisen teollisuuden edustus Suomen pörssissä on huomattava ja sykliset yhtiöt ovat viime vuosina nauttineet poikkeuksellisen pitkää korkeasuhdanteesta. Mutta mikään puu ei kasva taivaaseen, joten tulokset - ja sitä myötä arvostukset - normalisoitunevat suhdanteiden joskus normalisoituessa.

Ei ole sattumaa, että olemme merkittävässä "ylipainossa" Suomen ulkopuolella ja vastaavasti merkittävässä "alipainossa" Suomessa. Vaikka keskityn ensisijaisesti yhtiöidemme

laatuun, pyrin sijoittamaan yhtiöihin, joiden arvostukset ovat mielestäni kohdallaan. Sellaisia on viime vuosina ollut paljon helpompaa löytää muualta kuin Suomesta.

Toimiminen ”vastarannan kiiskenä”, eli trendejä vastaan sijoittaminen, aiheuttaa tietenkin huonompaa tuottoa niin kauan kuin trendit eivät muutu. Tämä on näkynyt Phoebuksen tuotossa viimeisten vuosien ajan. Mutta jos trendi ei ikinä muuttuisi, Suomen pörssi edustaisi hiljalleen 100% maailman pörssien markkina-arvosta, joka ei ole kovin todennäköistä. Siksi on vain ajan kysymys, milloin järkevästi hinnoiteltujen markkinoiden ylipainottaminen alkaa suosia Phoebusta suhteessa vertailuindeksiimme.

Selvyyden vuoksi todettakoon, että en yritä ajoittaa markkinoita tai poimia maantieteellisiä markkinoita. Sijoitusfilosofiani on yksinkertaisesti ostaa laadultaan (ja yritysjohtoltaan) erinomaisten yhtiöiden osakkeita, kun niitä myydään järkevään hintaan. Ellen välittäisi lainkaan hinnasta, salkkumme voisi maantieteelliseltä koostumukseltaan olla stabiili. Kun arvostus kuitenkin on yksi sijoituskriteereistäni – olkoonkin niistä ehkä vähiten tärkeä – salkkumme maantieteelliset painotukset tulevat ajan mittaan vaihtelevaan.

Preferenssinä on edelleen sijoittaa pääosin Suomeen, koska koen tuntevani suomalaiset yhtiömme paremmin kuin ulkomaiset. Ajan mittaan tulee varmasti tilanteita, jolloin arvostukset taas sallivat Suomen painottamisen.



Anders Oldenburg, salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

PHOEBUS-YHTIÖISTÄ



Kolme ja puoli vuotta sitten (katsauksessa 3/04) kerroin Nokian Renkaista, että ”en olisi kovin yllättynyt, jos ensi vuoden tulos olisi huonompi kuin tämän vuoden.” Arvaus osui oikeaan – tulos hieman notkahti vuonna 2005 – mutta se onkin jäänyt tämän loistavan yhtiön viime vuosien huikkeen kasvutrendin ainoaksi pieneksi kauneuspilkuksi.

Kolmessa vuodessa liikevaihto on kasvanut orgaanisesti 70%. Liiketulos on kasvanut 97% ja tulos per osake 83%. Osakekurssi on osinkoineen yli kolminkertaistunut, samalla kun Phoebus on tuottanut 46% ja vertailuindeksiimme on tuottanut 70%. Osake on siis täyttänyt paikkansa

salkussamme - lievästi ilmaistuna! Vaikka en ole ostanut osakkeita lisää, on Nokian Renkaiden paino salkussamme lähes tuplaantunut ja on nyt 5,6%.

Yhtiön menestyksen takana on, puolustusministeriämme vapaasti lainatakseni, kolme asiaa: Venäjä, Venäjä ja Venäjä.

Ensiksi: Venäjän volyymit ovat kasvaneet huimasti. Laskelmieni mukaan Nokian Renkaiden Venäjälle ja muihin IVY-maihin myytyjen renkaiden määrä on kolminkertaistunut vuodesta 2004 vuoteen 2007. Markkinat kasvavat vahvasti erityisesti kalliimman hintaluokan renkaissa ja lisäksi Nokian Renkaat on kolmessa vuodessa onnistunut kasvattamaan markkinaosuutensa noin 20%:ista selvästi yli 30%:iin.

Toiseksi: Venäjälle myytyjen renkaiden keskihinnat ovat nousseet reippaasti. Jos tulkitsemme Nokian Renkaiden lukuja oikein, keskihinta Venäjällä on kolmessa vuodessa noussut euroissa laskien 50%. Renkaiden hinnat ovat Venäjällä korkeammat kuin Pohjoismaissa.

Kolmanneksi: uusi tehdas Pietarin lähellä tekee jo tänään yli kolmasosan yhtiön tuotannosta ja tulee vuonna 2009 olemaan suurempi kuin Nokian tehdas. Pietarin tehdas on nykyaikainen, joten sen tuottavuus on jo nyt parempi kuin Nokialla. Lisäksi kustannustaso on (ainakin toistaiseksi) Venäjällä selvästi alhaisempi kuin Suomessa.

Ei siis ole mikään ihme, että Nokian Renkaiden henkilöautoyksikön liiketulosprosentti on kolmessa vuodessa noussut jo mainiosta 27%:sta viime vuoden 31%:iin. Mutta voiko tällainen kasvuihme enää jatkua?

Miksipä ei. Venäjän rengasmarkkinat ainakin näyttävät jatkavan vahvaa kasvuaan. Nokian Renkaat ennustaa, että kokonaismarkkinat ovat vuonna 2013 yli kaksinkertaiset ja premiumluokan markkinat noin kolminkertaiset nykyiseen verrattuna. Nykyisellä markkinaosuudella tämä vaatisi yhtiöltä 6-7 miljoonan renkaan lisäkapasiteettia. Se onkin laajentamassa Pietarin tehtaan tuotantoa nykyisestä 4 miljoonasta renkaasta 10 miljoonaan vuonna 2011.

Lisää potentiaalia löytyy itäisestä keski-Euroopasta sekä Ukrainasta ja Kazakhanista, joissa yhtiö on vasta vahvistamassa myyntiään. Strateginen tavoite kaksinkertaistaa liikevaihto vuoteen 2012 mennessä voi siis hyvin olla saavutettavissa.

Mutta riskit ovat normaalia suurempia, erityisesti koska osakkeiden arvostus on noussut. Nykykurssilla (26e) yhtiön P/E-luku on 20x, joka on sen pörssihistorian korkein. Se ei ole järjetön, mutta se ei jätä tilaa pettymyksille. Siksi en aio lisätä omistustamme. Nokian Renkaat on jo kuudenneksi suurin sijoituksemme, joten olemme vahvasti mukana yhtiön menestyksessä jo nykyomistuksellamme.



Esittelin Air Liquidien viimeksi katsauksessamme 2/2005. Silloin se oli juuri ostanut Saksan toiseksi suurimman teollisuuskaasutuottajan Messer Griesheimin 2 miljardilla eurolla. Kerroin, että en ole kovin huolestunut oston onnistumisesta. Eikä ollut syyttäkään. Air Liquidien liikutulosmarginaali oli vuonna 2004 14,3%. Viime vuonna se oli 15,2%.

Viime esittelyn jälkeen ehdottomasti tärkein tapahtuma teollisuuskaasualalla on, että saksalainen Linde osti vuonna 2006 brittiläisen BOC:n. Kun ala oli ennen viiden suuryhtiön oligopoli, pääkilpailijoita on enää neljä. Se on todennäköisesti hyvä uutinen. Keskittyminen vain vahvistanee oligopolin rauhanomaisuutta.

Kilpailijoiden fuusio on ollut Air Liquidelle hyvä asia. Voidaan toki kiistellä siitä, onko Air Liquide 22% markkinaosuudellaan enää maailman markkinajohtaja vai ei – Linde hengittää ainakin aivan niskaan. Mutta se ei ole oleellista. Oleellista sen sijaan on, että yrityskauppa pakotti Linden myymään joitakin toimintoja, joka salli Air Liquidien vahvistaa läsnäoloaan Japanissa, Kaukoidässä ja Britanniassa.

Ainoa negatiivinen asia on, että osake alkaa olla hieman kallis. Kerroin viimeksi, että uskon Air Liquidien voivan tuottaa meille 9-10% vuodessa. Se on vajaassa kolmessa vuodessa tuottanut 57% (eli 18% vuodessa), samalla kun Phoebus on tuottanut 25% ja vertailuindeksimme on 35%.

Air Liquidien osake on kehittynyt selvästi paremmin kuin yhtiön liiketoiminta. Liikevaihto on samalla jaksolla kasvanut 26%, liikutulos 34% ja nettotulos 34%. Arvostus on nykykurssilla (96,60 euroa) EV/EBITA –kertoimella laskettuna 15,2x, kun se kolme vuotta sitten oli 13,8x. Viidentoista viime vuoden aikana yhtiö on vain kerran (1999) ollut nykyistä kalliimpi tulokseen suhteutettuna.

Voisi siksi perustellusti kysyä, miksi en vaihda sijoitustamme Lindeen, jonka arvostus EV/EBITA –kertoimella on 13,6x? Linden globaali markkina-asema on kokonaisuudessaan yhtä vahva kuin Air Liquidien ja alueellisesti katsoen vahvempi kasvumarkkinoilla Aasiassa, Etelä-Amerikassa ja Afrikassa. Air Liquidien tase on hieman vahvempi, mutta ero ei enää ole oleellinen Linden maksettua lähes puolet veloistaan BOC:n osien divestoinneista saamallaan kauppasummilla.

Olen kuitenkin ainakin toistaiseksi päätenyt pitämään Air Liquidien osakkeet. Tiedän, että yhtiö on erittäin osakasystävällinen. Lindekin näyttää pitävän omistajistaan hyvää huolta, mutta en ole yhtä vakuuttunut kuin Air Liquidien kohdalla. Eikä arvostusero, noin 15%, loppujen lopuksi ole kovin huima.

Mutta on syytä huomata, että arvostuksen nousu tuskin jää rankaisutta. Air Liquidien osake on kolmen viime vuoden aikana tuottanut lähes kaksinkertaisesti sen mitä liiketoiminnan kasvu edellyttäisi. Erotus on pois tulevaisuuden tuotto-odotuksesta. Saanemme seuraavan 20 vuoden aikana tyytyä 8-9% vuosituottoon, viimeksi lupaamani 9-10%:n asemesta.

RAHAMARKKINAINDEKSEISTÄ

Edellisessä katsauksessamme käsitelimme lyhyesti eri rahamarkkinaindeksien eroja ja lupasimme palata aiheeseen. Tarkastelun alkusysäyksenä oli havainto siitä, että Rahamarkkinarahasto AAA:n vertailuindeksinä käyttämämme Nordean rahamarkkinaindeksi on hieman poikennut kolmen kuukauden euriborin tuotosta.

Olemme kevään kuluessa selvittäneet mistä ero on syntynyt (tarkemmin seuravalla sivulla) ja mikä indeksin laskutapa vastaa parhaiten rahastomme sijoitustoiminnan käytäntöä. Lähtökohdiana on, että vertailuindeksin tulee kuvata passiivisen sijoitusrahaston sijoituspolitiikkaa ja rakennetta mahdollisimman hyvin ja sen on oltava neutraali vertailukohta.

Nordean Rahamarkkinaindeksi ja Rahastoindeksi

Rahamarkkinarahasto AAA:n vertailuindeksi on Nordean laskema *Rahastoindeksi*, joka lasketaan Nordean *Rahamarkkinaindeksin* 3 kk:n alaindeksinä. Nordean indeksit lasketaan päivittäin ja historia-aikasarjaa löytyy vuoden 1991 alusta lähtien.

Nordean Rahamarkkinaindeksi mittaa teoreettisen 1-365 päivän rahamarkkinasalkun tuottoa. Laskennassa käytetään kuvitteellista sijoitustodistussalkkua, joka on jakautunut tasaisesti 1-365 päivän maturiteetteihin (*maturiteetti* tarkoittaa korkosijoituksen juoksuaikaa). Tällaisessa indeksi-salkussa on siis nimellisarvoisesti saman verran kaikkia periodeja ja keskimaturiteetiksi muodostuu 183 päivää. Tämä voisi toimia oikeana vertailuindeksinä rahastolle, jonka korkoriski olisi 6 kk. Rahamarkkinarahasto AAA:n keskimääräinen korkoriski pyritään pitämään kuitenkin 3 kk mittaisena, joten tämä indeksi ei suoraan vastaa rahastomme käytäntöä.

Nordean Rahamarkkinaindeksistä lasketaan myös *Rahastoindeksi* (3kk alaindeksi), jota olemme käyttäneet rahastomme vertailuindeksinä. Tässä indeksissä fiktiiviseen salkkuun otetaan indeksoitavaksi vain yksi 3 kk pituinen sijoitustodistus. Salkku rebalansoidaan eli uudelleen sijoitetaan päivittäin. Teoriassa siis edellisenä päivänä hankittu sijoitustodistus myydään markkinoille ja hankitaan uusi 3 kk mittainen sijoitustodistus. Molemmat tapahtumat tehdään vallitseviin markkinahintoihin. Markkinahintoina käytetään Euribor ACT/360 korkoja.

Käytännön sijoittamisen ja indeksin laskennan välillä on aina se ero, että indeksinlaskennassa ei huomioida kaupankäynnin spreadia eli osto- ja myyntihinnan välistä eroa. Rahasto ei pysty jatkuvasti tekemään riskittömiä ostoja ja myyntejä koko ajan vallitsevaan Euribor ACT/360 tasoon, vaan kaupoista aiheutuu aina spreadin verran kaupankäyntikustannuksia. Jos rahaston kaikki omistukset myytäisiin ja ostettaisiin uudestaan päivittäin, kaupankäynnin kustannukset pitäisivät

tehokkaasti huolen siitä, että tuotot päätyisivät osuudenomistajilta arvopapereiden välityspalveluja tarjoaville yritysille. Näin ollen Rahamarkkinarahasto ostaa sijoitustodistuksia ja tekee talletuksia eri maturiteetteihin ja sijoitusten keskimääräinen maturiteetti pyritään koko ajan pitämään 3 kk:n mittaisena. Käytännössä rahaston sijoitusten annetaan pääsääntöisesti erääntyä normaalisti ja sen jälkeen tehdään uusi sijoitus. Kurinalaisella sijoituspolitiikalla ja kustannusten minimoimisella pyritään lopputulokseen, joka on mahdollisimman lähellä vertailuindeksin tuottoa.

3 kk Euribor -indeksi

Kolmen kuukauden euriborindeksi lasketaan päivittäin julkaistavan euribor -viitekoron pohjalta. Olemme valinneet lähempään tarkasteluun Suomen Sijoitustutkimus Oy:n laskeman indeksin. Sijoitustutkimus on arvopaperisijoitusten tuoton ja riskin mittaus- ja raportointipalveluja tarjoava yritys, joka julkaisee muun muassa Sijoitusrahastoraporttia (www.sijoitustutkimus.fi).

Teknisesti Sijoitustutkimuksen laskema indeksi on melko samankaltainen kuin Nordean indeksikin. Salkkuun otetaan indeksoitavaksi 3 kk:n sijoitustodistus ja salkku uudelleen-sijoitetaan päivittäin. Edellisenä päivänä hankittu sijoitustodistus myydään markkinoille ja hankitaan uusi 3 kk mittainen sijoitustodistus. Markkinahintoina Sijoitustutkimus käyttää Euribor ACT/365 korkoa ja laskennassa sijoitustodistukseen liittyvää erääntymispäivärajoitetta. Tämä tarkoittaa sitä, että erääntyminen on aina arkipäivänä, joka vaikuttaa jonkin verran käytettävien sijoitustodistusten pituuteen. Nordean indeksissä erääntyminen saattaa tapahtua myös muina päivinä kuin varsinaisina pankkipäivinä, jolloin erääntyville varoille ei kerry korkoa eräpäivän ja seuraavan pankkipäivän välillä. Erääntymispäivärajoite sekä eri euribor-päiväkäytäntö eivät kuitenkaan merkittävästi vaikuta indeksien väliseen eroon.

Erojen alkusyy

Indeksien välisten tuottoerojen varsinainen syy löytyy erilaisista laskentatavoista. Sijoitustutkimus laskee 3 kk mittaiselle sijoitustodistukselle hinnan 3 kk:n euribor-noteerauksella. Seuraavana päivänä sijoitustodistuksen hinta lasketaan uudella 3kk euribor-noteerauksella jne. Tämän viitekoron kehitys on siten perustana indeksin laskennalle.

Nordean laskentamalli toimii tässä eri tavalla. Liikkeelle lähtö on samanlainen: 3kk:n mittaiselle sijoitustodistukselle lasketaan hinta 3kk euribor-noteerauksella. Seuraava päivänä sijoitustodistukselle lasketaan kuitenkin hinta interpoloimalla se 3kk sekä 2kk euribornoteerausten väliltä.

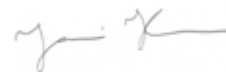
Nordean indeksilaskennassa hyödynnetään siis kahta korkopistettä sijoitustodistuksen hinnan laskennassa, joten tuottoihin vaikuttaa myös liike pitkin korkokäyrää. Sijoitustutkimuksen metodologian mukaan periodituottoon vaikuttavat tekijät ovat pelkästään sijoitustodistuksen lyheneminen sekä korkotason muutos.

Sijoitustutkimuksen tekemän selvityksen mukaan eroa heidän laskemansa ja Nordean indeksin välillä syntyy erityisesti silloin, kun 3kk euribornoteeraus on selvästi kahden kuukauden noteerausta korkeampi. Näin on ollut esimerkiksi muutaman viimeisen kuukauden jaksolla. Nordean käyttämä laskentatapa antaa pääsääntöisesti nousevan tuottokäyrän maailmassa – eli kolmen kuukauden euribor-noteerauksen ollessa kahden kuukauden noteerausta korkeampi – korkeamman tuottoluvun.

Kumpi laskentatapa sitten paremmin kuvastaa Rahamarkkinarahaston AAA:n käytäntöä? Rahastomme passiivinen sijoitusfilosofia (osta ja anna erääntyä) ei ota aktiivista näkemystä eroista eri korkonoteerausten välillä, joten Sijoitustutkimuksen käyttämän indeksilaskentatavan voidaan katsoa kuvastavan rahaston toimintaa paremmin. Aktiivisemman sijoitusfilosofian rahastot saattavat pyrkiä ”ratsastamaan korkokäyrällä”, mutta ilman näkemyksenottoon liittyvää riskitason muutosta tämän hyödyntäminen on mm. kaupankäynnin kulujen vuoksi haasteellista.

Suoraan ns. indeksiteknisesti ei voida väittää, että toinen laskentatapa olisi toista parempi. Rahamarkkinarahastomme passiivisen luonteen vuoksi on Sijoitustutkimuksen laskema 3 kk:n euribor-indeksi kuitenkin lähempänä rahaston käytäntöä. Lisäksi se julkaistaan sijoitusrahastoraportissa eli on helposti seurattavissa.

Tässä katsauksessa julkaisemme kummatkin indeksituotot rahastomme tunnuslukujen rinnalla. Harkitsimme vielä siirrymmekö tulevaisuudessa käyttämään vertailuindeksinä pelkästään Sijoitustutkimuksen laskemaa indeksia. Mahdollinen muutos ei tietenkään millään tavalla vaikuta siihen, miten Rahamarkkinarahasto AAA:ta käytännössä hoidetaan.



Jani Holmberg
jani.holmberg@seligson.fi

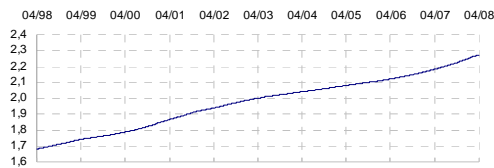
Nordean ja Sijoitustutkimuksen laskentamallien tuottamat erot käytännössä

Tuotto per 31.3.2008	Nordean rahastoindeksi	Sijoitustutkimuksen 3 kk euribor -indeksi
3 kk	1,19 %	1,12 %
1 v	4,61 %	4,37 %
3 v	10,49 %	10,00 %
5 v	15,55 %	15,00 %

RAHAMARKKINARAHASTO AAA

31. 3.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	217,6
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi		3 kk euribor*
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti	
3 kk	1,05 %	0,16 %	1,19 %	0,22 %	1,12 %
1 v	4,13 %	0,15 %	4,61 %	0,21 %	4,37 %
3 v	9,24 %	0,13 %	10,49 %	0,17 %	10,00 %
5 v	13,62 %	0,12 %	15,55 %	0,16 %	15,00 %
Aloituspäivästä	35,13 %	0,15 %	39,64 %	0,18 %	38,50 %
Aloituspäivästä p.a.	3,06 %		3,39 %		3,31 %

* Sijoitustutkimuksen mukaan, ks. tarkemmin sivu 19

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	107,91 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,28
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,12 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,81 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

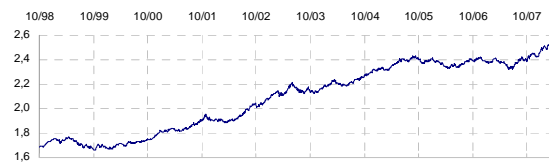
	Maa	Osuus rahastosta
Määräaikainen talletus Tapiola 02.01.2009	Suomi	4,6 %
Määräaikainen talletus Tapiola 15.09.2008	Suomi	4,6 %
Määräaikainen talletus Ålandsbanken 01.09.2008	Suomi	4,6 %
Sijoitustodistus Sampo 24.04.2008	Suomi	4,6 %
Sijoitustodistus SHB 28.05.2008	Suomi	4,1 %
Sijoitustodistus OKO 07.07.2008	Suomi	4,1 %
Määräaikainen talletus SEB 03.10.2008	Suomi	3,7 %
Sijoitustodistus Nordea 13.06.2008	Suomi	3,6 %
Määräaikainen talletus SEB 15.07.2008	Suomi	3,3 %
Määräaikainen talletus Sampo 18.11.2008	Suomi	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO

31.3.2008

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)	48,8
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All
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 / Samuli Seppävuori

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,82 %	4,70 %	2,29 %	4,72 %
1 v	4,33 %	4,12 %	3,92 %	3,70 %
3 v	7,24 %	3,30 %	7,53 %	3,16 %
5 v	17,44 %	3,43 %	19,73 %	3,35 %
Aloituspäivästä	48,38 %	3,45 %	52,64 %	3,39 %
Aloituspäivästä p.a.	4,26 %		4,54 %	

* Vertailuindeksiä vaihdettu rahaston historian aikana.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,29 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,35 %
Salkun kiertonopeus	-35,70 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,91
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,85%
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

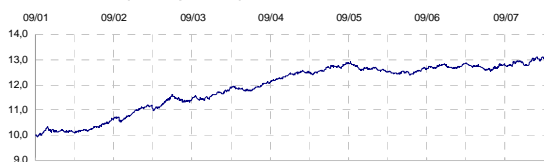
	Maa	Osuus rahastosta
Saksan valtion obligaatio 3,50% 4.1.2016	Saksa	13,0 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 1.8.2014	Italia	10,4 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.4.2015	Ranska	7,0 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 4.1.2024	Saksa	6,2 %
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.9.2017	Suomi	6,0 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.7.2020	Itävalta	5,9 %
Suomen valtion obligaatio 5,375% 4.7.2013	Suomi	5,5 %
Espanjan valtion obligaatio 5,00% 30.7.2012	Espanja	5,4 %
Suomen valtion obligaatio 4,25% 4.7.2015	Suomi	5,2 %
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.4.2019	Ranska	4,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

31.3.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	13,3
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,33 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,23 %	3,96 %	0,89 %	3,68 %
1 v	1,27 %	3,31 %	0,89 %	2,82 %
3 v	4,17 %	2,72 %	5,53 %	2,47 %
5 v	16,43 %	2,88 %	20,81 %	2,74 %
Aloituspäivästä	29,43 %	2,94 %	35,75 %	2,87 %
Aloituspäivästä p.a.	4,02 %		4,78 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,34 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,37 %
Salkun kiertonopeus	5,93 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 6 %, AA 8 %, A 42 %, BBB 44 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,4
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipointkeama (tracking error)	1,50 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,02 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.9.2017	Suomi	5,9 %
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	3,9 %
Siemens Finance JVK 5,75% 04.07.2011	Saksa	3,9 %
GIE SUEZ ALLIANCE JVK 5,125 % 24.06.2015	Ranska	3,9 %
Electricite De France JVK 4,625 % 06.11.2013	Ranska	3,8 %
Carrefour SA JVK 4,375% 15.06.2011	Ranska	3,8 %
Iberdrola Intl JVK 4,875% 18.02.2013	Alankomaat	3,8 %
Telefonica Europe BV JVK 5,125 % 14.02.2013	Alankomaat	3,8 %
RWE Finance Bv JVK 4,625 % 23.07.2014	Saksa	3,7 %
HENKEL KGAA JVK 4,25 % 10.06.2013	Saksa	3,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI -INDEKSIRAHASTO

31.3.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomi -indeksirahasto seuraa Helsingin pörssin Benchmark -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	24,5
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 sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-8,8 %	30,9 %	-8,5 %	30,5 %
1 v	-11,3 %	23,6 %	-10,5 %	23,5 %
3 v	47,0 %	18,1 %	47,2 %	18,0 %
5 v	171,7 %	16,7 %	156,8 %	16,7 %
Aloituspäivästä	137,0 %	25,0 %	97,9 %	25,3 %
Aloituspäivästä p.a.	9,0 %		7,1 %	

* Huom! Hintaindeksi (OMX Helsinki 25 -osakeindeksi) 30.6.2005 asti. 1.7.2005 lähtien Helsinki Benchmark Cap -tuottoindeksi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,51 %
Salkun kiertonopeus	13,22 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipointkeama (tracking error)	0,42 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,23 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
FORTUM OYJ	Suomi	8,5 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	8,5 %
NOKIA OYJ	Suomi	7,7 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	6,0 %
KONE OYJ-B	Suomi	5,5 %
METSO OYJ	Suomi	4,3 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	4,1 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,0 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	3,7 %
OUTOKUMPU OYJ	Suomi	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

OMXH25 -INDEKSIOUSRAHASTO

31.3.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	148,3
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 / Samuli Seppävuori

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-8,8 %	33,0 %	-10,7 %	33,3 %
1 v	-12,6 %	23,7 %	-12,7 %	23,7 %
3 v	38,5 %	18,4 %	37,6 %	18,4 %
5 v	141,4 %	17,0 %	142,7 %	17,0 %
Aloituspäivästä	75,3 %	18,5 %	71,6 %	18,5 %
Aloituspäivästä p.a.	9,6 %		9,2 %	

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

KULUT JA TUNNUSLUVUT 1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,23 %
Salkun kiertonopeus	24,59 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,21 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

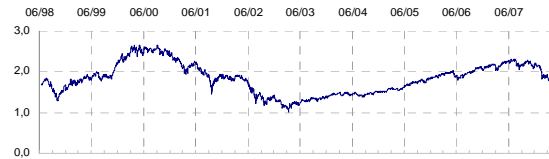
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,7 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,5 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,2 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	6,9 %
KONE OYJ-B	Suomi	6,0 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	5,2 %
METSO OYJ	Suomi	5,2 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	5,0 %
OUTOKUMPU OYJ	Suomi	4,3 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO

31.3.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa Dow Jones STOXX 50 eurooppalaisten osakkeiden indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	28,5
Vertailuindeksi	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 / Samuli Seppävuori

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-17,7 %	28,6 %	-17,6 %	28,5 %
1 v	-16,8 %	20,4 %	-16,3 %	20,4 %
3 v	12,1 %	15,2 %	14,0 %	15,2 %
5 v	58,9 %	15,0 %	64,2 %	15,0 %
Aloituspäivästä	5,1 %	22,1 %	16,0 %	22,3 %
Aloituspäivästä p.a.	0,5 %		1,5 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT 1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,09 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,54 %
Salkun kiertonopeus	8,53 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,21 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,53 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	4,6 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	4,6 %
BP PLC	Iso-Britannia	4,5 %
DJ STOXX 50 FUTR Jun08	Euroopan Unioni	4,4 %
VODAFONE GROUP PLC	Iso-Britannia	3,8 %
TOTAL FINA ELF SA	Ranska	3,7 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	3,1 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	3,0 %
BANCO SANTANDER CENTRAL HISP	Espanja	2,9 %
NOKIA OYJ	Suomi	2,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

JAPANI -INDEKSIRAHASTO
31.3.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	4,9
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 / Samuli Seppävuori

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-15,4 %	28,5 %	-15,1 %	28,4 %
1 v	-29,5 %	20,4 %	-29,0 %	20,5 %
3 v	-7,7 %	18,2 %	-5,5 %	18,4 %
5 v	14,1 %	20,0 %	14,7 %	20,4 %
Aloituspäivästä	-67,9 %	23,8 %	-66,4 %	24,7 %
Aloituspäivästä p.a.	-12,9 %		-12,4 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT 1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,21 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,67 %
Salkun kiertonopeus	-6,83 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,72 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,99 %

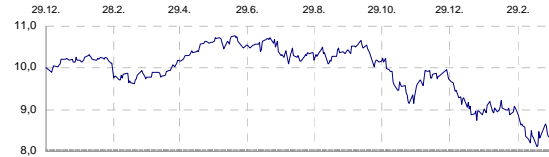
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	11,3 %
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	8,3 %
CANON INC	Japani	4,8 %
NINTENDO CO LTD	Japani	4,6 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	4,6 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,1 %
MATSUSHITA ELECTRIC INDUST	Japani	3,9 %
MITSUBISHI CORP	Japani	3,8 %
SONY CORP	Japani	3,8 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	3,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

USA –INDEKSIRAHASTO
31.3.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa Dow Jones STOXX 50 eurooppalaisten osakkeiden indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, USA
Rahaston koko (milj. euroa)	3,5
Vertailuindeksi	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 / Samuli Seppävuori

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-14,2 %	24,5 %	-14,1 %	24,8 %
1 v	-15,1 %	18,4 %	-14,4 %	18,6 %
Aloituspäivästä	-17,0 %	17,2 %	-16,0 %	17,4 %
Aloituspäivästä p.a.	-13,8 %		-13,0 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT 1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,49 %
Salkun kiertonopeus	14,95 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,16 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,36 %

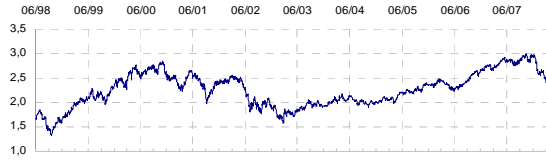
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	7,5 %
EXXON MOBIL CORP	Yhdysvallat	5,6 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	5,6 %
3M CO	Yhdysvallat	5,1 %
CATERPILLAR INC	Yhdysvallat	5,1 %
BOEING CO	Yhdysvallat	4,8 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	4,6 %
UNITED TECHNOLOGIES CORP	Yhdysvallat	4,5 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	4,2 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	4,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS
31.3.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	29,8
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 sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-14,0 %	19,0 %	-12,5 %	17,3 %
1 v	-7,4 %	14,3 %	-17,4 %	12,8 %
3 v	20,3 %	12,2 %	4,6 %	11,3 %
5 v	42,5 %	13,0 %	31,0 %	12,3 %
Aloituspäivästä	49,6 %	18,2 %	7,9 %	15,6 %
Aloituspäivästä p.a.	4,2 %		0,8 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,61 %
Salkun kiertonopeus	-0,57 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,12 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,88 %

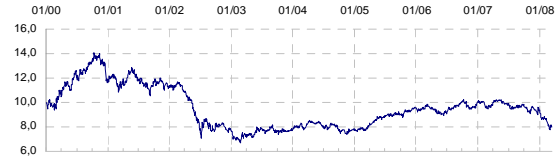
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	7,8 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	7,6 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	7,2 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	6,8 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	5,4 %
NINTENDO CO LTD	Japani	4,7 %
NOKIA OYJ	Suomi	4,2 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	4,0 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,8 %
WRIGLEY WM JR CO	Yhdysvallat	3,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS
31.3.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisuus
Rahaston koko (milj. euroa)	21,9
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 sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-13,4 %	17,0 %	-13,5 %	17,9 %
1 v	-17,4 %	12,7 %	-19,9 %	13,3 %
3 v	1,1 %	10,9 %	-5,5 %	11,8 %
5 v	10,9 %	12,0 %	-7,1 %	13,6 %
Aloituspäivästä	-20,2 %	15,9 %	-29,1 %	17,8 %
Aloituspäivästä p.a.	-2,7 %		-4,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,66 %
Salkun kiertonopeus	-11,62 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,90 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,66 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	7,2 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	6,7 %
SANOFI-AVENTIS	Ranska	6,5 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,0 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	5,9 %
GILEAD SCIENCES INC	Yhdysvallat	4,5 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	4,3 %
GENZYME CORP	Yhdysvallat	4,1 %
BAXTER INTERNATIONAL INC	Yhdysvallat	3,8 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	3,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

APS Far East ja vertailuindeksi

Euro

13.7.1999 - 31.3.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	7,7
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

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	1,55 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,21 %
Kaupankäyntikulut	1,19 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,74 %
Salkun kiertonopeus	123,35 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	24,60 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	2,55 %

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-13,3 %	23,5 %	-16,9 %	36,4 %
1 v	-17,7 %	20,2 %	0,4 %	28,6 %
3 v	-1,5 %	16,7 %	56,4 %	21,1 %
5 v	35,6 %	17,4 %	143,6 %	20,7 %
Aloituspäivästä	40,8 %	20,3 %	29,8 %	22,6 %
Aloituspäivästä p.a.	4,0 %		3,0 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HANKUK ELECTRIC GLASS	Korean tasavalta	5,9 %
KH VATEC CO LTD	Korean tasavalta	5,1 %
BYD CO LTD-H	Kiina	4,7 %
DEL MONTE PACIFIC LTD	Singapore	4,5 %
VARITRONIX INTERNATIONAL LTD	Hongkong	4,2 %
HI-P INTERNATIONAL LTD	Singapore	3,9 %
HUAKU CONSTRUCTION CORP	Taiwan	3,5 %
HUANG HSIANG CONSTRUCTION CO	Taiwan	3,4 %
HON HAI PRECISION INDUSTRY	Taiwan	3,2 %
YUANTA FINANCIAL HOLDING CO	Taiwan	3,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Maailman osakemarkkinoiden epävarmuus vuoden ensimmäisellä neljänneksellä tuntui täysimääräisenä myös monilla Aasian markkinoilla. Yhdysvaltain – monien alueen yritysten tärkeimmän vientimarkkinan – taloudesta raportoidut huonot uutiset hermostuttivat sijoittajia enemmän kuin keskuspankki Fedin ja Bushin hallinnon elvytystoimet rauhoittivat.

Myöskään öljyn hinnan edelleen jatkunutta nousua ei tervehditty Aasian raaka-aineiden tuonnista riippuvaisissa talouksissa osakemarkkinoiden kurssinousulla. USA:n talouden hidastumisen pitäisi periaatteessa vähentää jossain vaiheessa myös öljyn kysyntää, mutta monet uskovat Kiinan ja Intian kasvavien tarpeiden pitävän yllä korkeaa hintatasoa.

Aasian markkinoita (poislukien Japani) kuvaava vertailuindeksimme laski jakson aikana 16,9%. Rahasto pärjäsi hieman paremmin, mutta laski sekin 13,3%. Alueen markkinoista pudotukset nähtiin Kiinassa ja Intiassa. Muutamia valopilkkujaakin sentään löytyi: Taiwan ja Singapore kääntyivät maaliskuussa plussan puolelle.

Jakson parhaiten menestyneet osakkeet löytyvät rakennus-alalta: taiwanilaiset Huaku ja Huang Hsiang Construction. Taiwanin vaalien tuloksena syntynyt uusi manner-Kiinalle myönteisempi hallinto nostaa markkinoiden optimismia sellaisten yritysten kohdalla, joiden katsotaan hyötävän oletettavasti parantuvista valtiotason suhteista. Myös maaliskuussa 10% noussut salkkuun jakson aikana hankittu Ambassador Hotel kuulune (ehkä jo nimensäkin puolesta?) tällaisten yritysten joukkoon.

Korealainen matkahuelinvalmistaja KH Vatecin kääntyi myös nousuun maaliskuussa. Yhtiö uskoo myynnin kasvavan ja asiakaskunnan laajentuvan, erityisesti Nokian osuus liikevaihdosta on mitä ilmeisimmin kasvamassa. Kiinassa tapahtuvan tuotannon osuuden kasvun oletetaan parantavan marginaaleja.

Viime vuoden lopulla salkkuun hankitun pienlaitteiden akkuja valmistavan kiinalaisen BYD:in kurssi on valitettavasti vain jatkanut laskuaan, vaikka osakkeen parantunut likviditeetti helpottikin tilannetta jakson lopulla.

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 jälkeen 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

RAHASTOJEN TUNNUSLUKUIEN 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 aktiiviteetilla rahaston arvopaperit ovat keskimäärin vaihtuneet vuositasona kerran.

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

Kaupankäyntikulut

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

Total expense ratio / TER

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

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

Kokonaiskulut / TKA

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

Välityspalkkiot lähipiirille

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

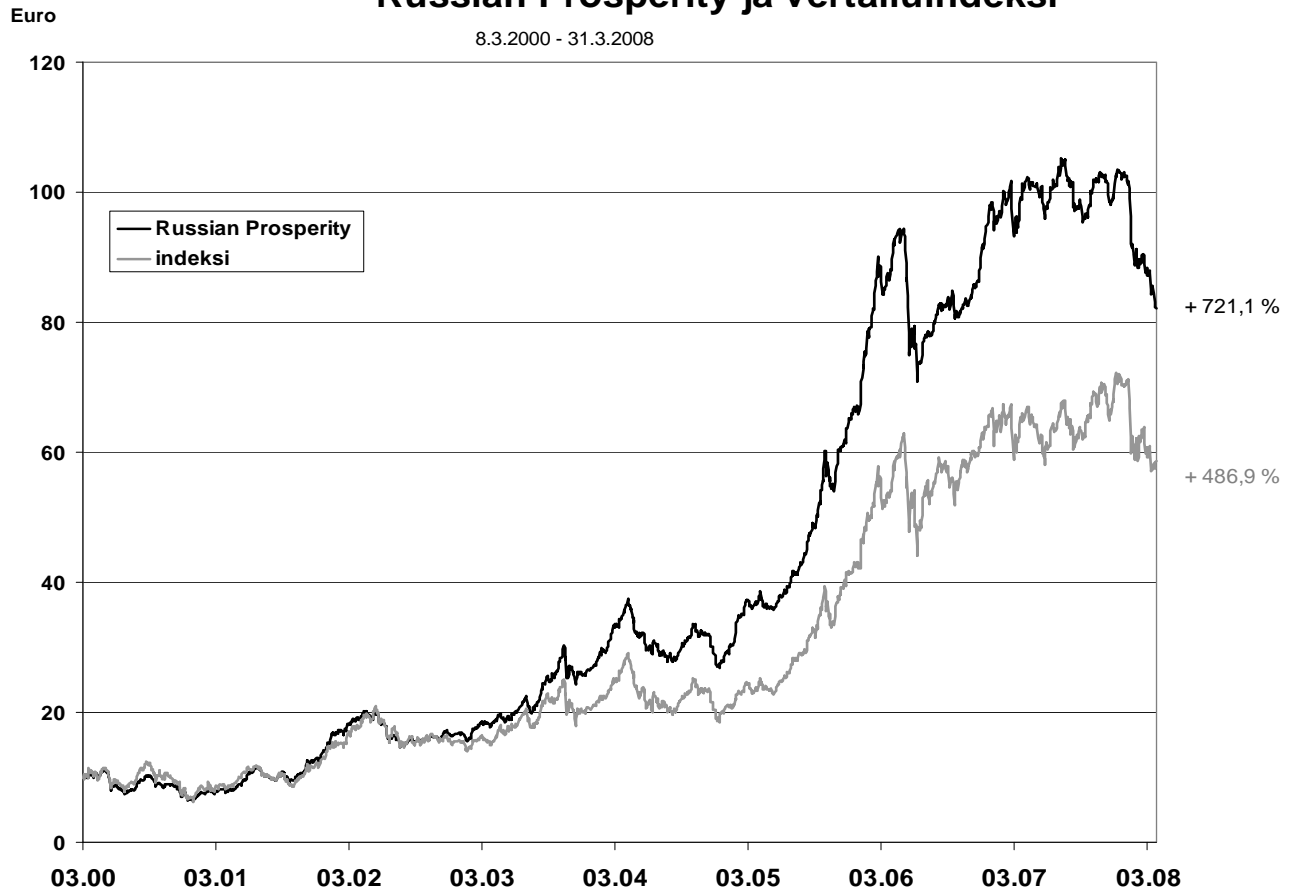
Korkoriski (duraatio)

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) pituuksien pääomilla painotettuna keskiarvona ja ilmaistaan vuosina. Kun korkotasoa muuttuu (+/-) x % muuttuu joukkolainan arvo (-/+) duraatio * x %.

Sharpen luku

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

Russian Prosperity ja vertailuindeksi



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	157,2
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

1.4.2007 – 31.3.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	1,47 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut (arvio, suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns nettokauppana ilman eksplisiittisiä välityspalkkioita)	0,36 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,83 %
Salkun kiertonopeus	1,47 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	13,10 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2008)	0,07 %

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-19,9 %	15,5 %	-16,6 %	29,6 %
1 v	-19,0 %	11,8 %	-11,1 %	22,2 %
3 v	124,3 %	15,6 %	151,7 %	25,7 %
5 v	362,2 %	18,6 %	293,4 %	28,3 %
Aloituspäivästä	721,1 %	22,3 %	486,9 %	33,6 %
Aloituspäivästä p.a.	29,8 %		24,5 %	

* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
SURGUTNEFTEGAZ-PFD \$US	Venäjä	7,4 %
TNK-BP	Venäjä	7,2 %
BASHNEFT- RTS PFD US\$	Venäjä	6,0 %
MAGNIT-CLS	Venäjä	5,2 %
TATNEFT-PFD-\$US	Venäjä	5,1 %
COMSTAR UNITED TELESYST-GDR	Venäjä	5,0 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT-PFD \$	Venäjä	4,8 %
SOUTHERN TELECOMMUNICAT-PFD\$	Venäjä	4,8 %
BASHKIRENERGO-\$US	Venäjä	4,8 %
NEW RUSSIAN GENERATION LIMITED	Venäjä	4,6 %

SALKUNHOITAJALTA

Venäjäkään ei alkuvuonna säästyneet maailman osakemarkkinoiden myllerrykseltä. Vuosineljänneksen aikana myös rahastomme arvo laski 19,9%. RTS -indeksi laski samana aikana 16,6%.

Syitä eroihin rahastomme ja RTS -indeksin kehityksessä on käyty tarkemmin läpi jo edellisessä katsauksessamme. Kerrattakoon vielä, että salkkumme on alipainossa lähinnä ulkomaisten sijoittajien kiinnostuksen kohteena olevia indeksin suuria raaka-ainetuotantoon nojautuvia yrityksiä. Olemme ylipainossa pienissä ja keskisuurissa yhtiöissä, joiden uskomme hyötyvän vahvasta kotimaisesta kysynnästä.

Pitkällä aikavälillä pyrimme aktiivisella sijoituspolitiikalla keskimääräistä eli indeksiä parempaan tuottoon. On odotettavissa, että väliin mahtuu myös jaksoja, jolloin rahastomme pärjää indeksiä heikommin.

Venäjä turvasaarekkeena?

Venäjän osakemarkkinoiden RTS -indeksi on vuoden 2003 jälkeen laskenut 11 kertaa yli 10%. Keskiwertolasku on ollut 20% ja kestänyt vain noin kuukauden. Viime kuukausina koettu lasku ei siis ole ennennäkemätön. Maailmanmarkkinoiden olosuhteet huomioonottaen se ei myöskään ole kovin dramaattinen.

Venäjän valtionvarainministeri Alexei Kudrin kuvaili helmikuussa Venäjän osakemarkkinoita turvasaarekkeeksi epävarmoina aikoina. Vertaushetkellä Venäjän markkinat olivatkin pitäneet tasonsa monia muita maailman osakemarkkinoita paremmin, mutta maaliskuun loppuun mennessä ne olivat laskeneet siinä missä muutkin.

Huolimatta alkuvuoden alamäestä on väittämässä mielestämme jopa perää. Kun ottaa huomioon Venäjän talouden vahvuuden ja lisääntyneen monimuotoisuuden, uskomme, että on perustultua väittää Venäjän tarjoavan sijoittajille ainakin jonkin asteisen suojan esim. maailman suurimman talouden ja öljyn kuluttajan USA:n mitä ilmeisimmistä taantumasta.

Vain 5% Venäjän viennistä kohdistuu USA:han. Öljyn hinta on aiemminkin pysynyt suhteellisen korkealla, vaikka maailman talouden notkahdus on kestänyt pidempäänkin. Ja on syytä muistaa, että valtion aggressiivisen veropolitiikan vuoksi venäläiset öljy-yritykset eivät hyödy uusista ennätysistä hipovista korkeasta öljynhinnosta niin paljon kuin yleisesti luullaan, vaan niiden tulovirtaa leikataan ankarasti jo paljon alemmilla tasoilla.

Venäjän markkinat tulevat varmasti heilumaan muiden finanssimarkkinoiden tapaan. Uskomme kuitenkin monen muun paikallista asiantuntemusta omaavan tavoin, että Venäjän talouden perusrakenteet ovat riittävän vahvoja tarjoamaan ns. defensiivisiä sijoitusmahdollisuuksia ainakin jonkin verran kuukausivaihteluita pidemmällä ajanjaksoilla.

Venäjän osakemarkkinat ovat jo useamman vuoden ajan jääneet muiden BRIC-maiden (Brasilia, Venäjä, Intia, Kiinan) markkinoiden kehityksestä, vaikka talouskasvu on ollut yhtä vahvaa kuin niissäkin. Osakkeiden hinnoittelu, P/E luvulla mitattuna on jäänyt selvästi esim. Intian ja Kiinan tasoihin.

Uskomme venäläisten yritysten tuloskasvun perustuvan yhä enemmän niiden tehostamistoimenpiteisiin, kotimaiseen kysyntään, ja valtion fiskaalisesti osallistuvampaan politiikkaan. Tässä kehityksessä ei niinkään kaivata apua maailmanlaajuisesta talouskasvusta kuin sisäisen talouden toimintaa edistävän linjan jatkumista.

Kritiikkiä – mutta millä perusteilla?

Me PCM:llä emme ole ujoilleet kritisoidessamme Venäjän lainsäädäntöön ja toimintatapoihin liittyviä hankkeita. Itseasiassa meillä on tässä lähes ainutlaatuinen historia haastetuamme oikeuteen lukuisia venäläisiä suuryhtiöitä puolustaessamme osaakkeenomistajien oikeuksia..

Olemme kuitenkin katsauksissamme useaan otteeseen ihmetelleet maailman valtaehdistön jatkuvaa negatiivista asennetta Venäjää kohtaan. Jo kymmenen vuoden ajan ja etenkin nyt presidentin vaalien jälkimainingeissa, on negatiivinen raportointi saanut lähes hysteeriset mittasuhteet. Se, että Venäjältä on jälleen tulossa merkittävä tekijä maailmantaloudessa ei tunnu sopivan kaikille.

Väitetään, että talouden uudistukset eivät ole aitoja ja että esim. äskeiset vaalit eivät olleet demokraattiset. On totta, että muut ehdokkaat eivät saaneet samaa julkisuutta kuin Putinin suosittelu Medvedev, mutta on ehdottoman selvää, että valtaväestö kannattaa uutta presidenttiä ja hänen mukanaan tuomaa vakautta. Putinhan on käyttännössä maan lähihistorian ainoa johtaja, joka on luopunut vallasta vapaaehtoisesti. Länsimaiset kommentaattorit usein unohtavat, että vaikka demokratia Venäjällä on vielä kehittymätöntä, se on ottanut harppauksia, joiden aikaansaaminen monessa muussa maassa on kestänyt jopa vuosisatoja.

Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,



Petri Rutanen, salkunhoitaja
petri.rutanen@seligson.fi

10 AKTIIVISTA VUOTTA PASSIIVISEN SJOITTAMISEN PUOLESTA

Tätä kirjoitettaessa on täyttynyt 10 vuotta Suomen ensimmäisten indeksirahastojen perustamisesta. Osasyllisenä tapahtuneeseen sain osakseni kommentoida/muistella tätä. Kyseessä ovat Seligson & Co Suomi –indeksirahasto ja Seligson & Co Rahamarkkinarahasto AAA. Jälkimmäinen ei täsmällisesti ottaen ole indeksirahasto, mutta se toteuttaa joka tapauksessa alhaisten kustannusten ja indeksisijoittamiseen liittyvän passiivisuuden mukaista sijoitusstrategiaa.

No ei onnistu!

Kun aloitimme ensimmäisten indeksirahastojen lanseeraukset Suomen markkinoille, jakautuivat kilpailijoiden kriittiset kommentit hieman yleistäen kahteen eri leiriin. Toisten mielestä tulisimme pilaamaan rahastoyhtiöiden orastavan kulta-kaivoksen (markkinat olivat volyymiltaan vain hieman yli 4 miljardia euroa eli 23,8 mrd mk). Toisten mukaan indeksirahastojemme ”älyttömän” alhaisten palkkioiden vuoksi meillä ei olisi mahdollisuuksia selvittää yhtiönä hengissä kovinkaan pitkään.

Jälkikäteen voidaan todeta, että nämäkin ennustukset menivät täysin harakoille. Suomessa toimivien rahastoyhtiöiden volyymit ovat kymmenessä vuodessa yli 15-kertaistuneet ja niiden liiketoiminta on keskimäärin erittäin kannattavaa. Toisaalta Seligson & Co on vuosien saatossa vain lisännyt indeksirahastojensa valikoimaa ja yhtiö voi hyvin.

Mikseivät kulut ole laskeneet?

Suomi –indeksirahaston hallinnointipalkkio oli rahaston käynnistyessä 0,5% vuodessa ja nyt, tämän vuoden alusta, se on 0,45%. Vuonna 1998, silloisen HEX:in Rahastoraportin mukaan, Suomeen sijoittavien osakerahastojen keskimääräinen vuotuinen hallinnointipalkkio oli 1,7%. Nyt maaliskuussa 2008 saman ryhmän keskimääräinen hallinnointipalkkio on 1,4% ja jos joukosta poistetaan indeksirahastot niin keskimääräinen palkkio on 1,6%. Palkkioissa on siis tapahtunut vain marginaalista laskua hallinnoitavien pääomien huimasta kasvusta huolimatta.

Miksi toimialan huomattava kasvu ja kilpailun lisääntyminen eivät ole johtaneet edullisempiin hintoihin eli alhaisempiin palkkioihin? Niinhän markkinat yleensä toimivat.

Yksi aika ajoin kuultu vastaus on, että kysynnän suuruuden vuoksi painetta palkkioiden laskuun ei ole ollut. EN kyllä usko tähän selitykseen, koska kilpailu sijoittajien euroista on totista. Sitä vain käydään enemmän myyntiponnistelujen kautta kuin hinnoilla.

Taustalla lienee myös markkinoiden vahva segmentoituminen asiakaskunnan mukaan. Instituutit eivät ole aikoihin maksaneet rahastoista listahintoja, mutta pienemmille



sijoittajille ei alennuksia ole siirretty, koska pitää löytyä katetta asiakaspalveluun ja myyntikanavan insentivointiin. Rahastojen markkinointi on sitä paitsi edelleen oman hullunkurisen logiikkansa mukaan sesonkiloonteista: niitä myydään lähihistorian menneillä tuotoilla – vaikka ne eivät kerro tulevasta mitään hyödyllistä – sen sijaan että rahastot nähtäisiin työkaluina hyvin hajautetun ja suunnitellun kokonaissalkun rakentamiseen.

Rahastot markkinansa kuvaajana

Suomi –indeksirahasto sijoitti ensimmäisen kahdeksan vuotensa aikana Helsingin Pörssin 25:een vaihdetuimpaan osakkeeseen ja kesästä 2005 alkaen se on seurannut hieman laajempaa Benchmark –indeksiä. Se ei siis ole pyrkinytkään kuvaamaan koko Suomen osakemarkkinaa.

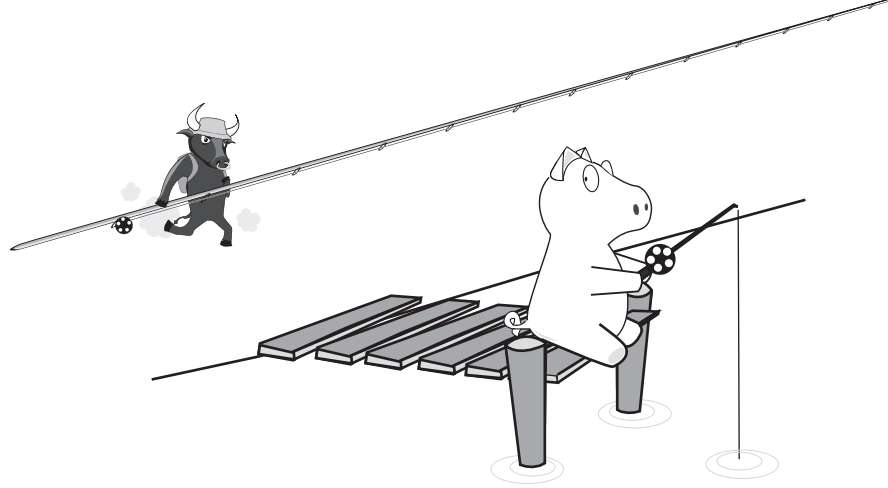
Akateemisesti asiaa tarkastellen kymmenenkin vuotta on osakerahaston osalta liian lyhyt aika arvostella rahaston onnistumista markkinansa mittarina. Siitä pitävät huolen käytetyn indeksin otosluonne sekä markkinoiden muotivirtaukset ja suhdannesykliden erilaisuudesta johtuvat vaihtelut. Vertailua muihin Suomi –rahastoihin vaikeuttaa erilaisen sijoitusvarauuden lisäksi myös rahastovalikoiman eläminen eli rahastojen sulautumiset ja lopettamiset. Voidaan kuitenkin todeta, että rahasto on kulujensa jälkeenkin ainakin kohtuullisella tarkkuudella seurannut valittua indeksiä ja että tämä *tracking error*iksi kutsuttu laatumittari on vuosien saatossa parantunut.

Rahamarkkinarahastoon muotivirtaukset vaikuttavat vähemmän ja koko sijoitusluokan heilunta eli volatilitteetti on vähäisempää. Rahaston tylsyyteen asti konservatiivinen sijoituspolitiikka on saanut vuosien saatossa osakseen kaikenlaista kommentointia, mutta varsinkin viime aikoina – markkinariskien näyttäessä ikävät puolensa – on varovainen, passiivinen ja kustannustehokas sijoituspolitiikka osoittanut voimansa. Tästä on hyvä jatkaa.

Jarkko Niemi
jarkko.niemi@seligson.fi



**PITKÄRIPAINEN
JA
RISKIT**



**MOI! SÄHÄN OLET HANKKINUT
AIKAMOISEN PILKKIYEHKEEN!**

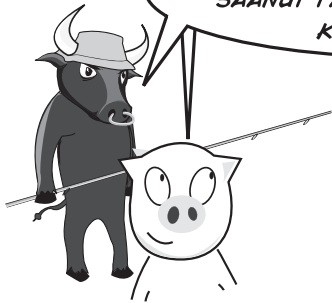
**JOO. TÄLLÄ KATO YLETTÄÄ
NÄILLÄ JÄILLÄ TONNE KARIN
REUNAAN ASTI - SIELLÄHÄN NE
ISOMMAT KALATKUTEE!**



HMMMMM...

**NO MITÄS VIRNUILET? OOTKO MUKA
SAANUT TÄSTÄ RANASTA MUUTA
KUIN SINTEJÄ?**

**NO AINA KEITTOKALAT SENTÄÄN!
MEINAATKO ITE ETTÄ TOI VIRITYS ON SIIHEN
LIITTYVÄN RISKIN ARVOINEN?**



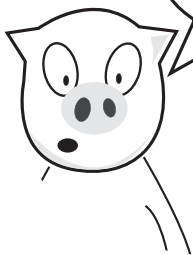
JÄ MIKSEI OLISI ?

Viih!



**NO ETKÖ OLE KUULLUT MUSTISTA
JOUTSENISTA? YLLÄTTÄVISTÄ RISKEISTÄ, JOITA
VOI ILMAANTUA VAIKKA SILLOIN JOS OTTAA
SIJOITUKSIIN LIIAN PITKÄÄ VIPUA...**

**NO HEI COME ON! EI TÄÄLLÄ
MITÄÄN JOUTSENIÄ NÄY!**



Vrrrrrrrrrrrrrr

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