

**BAKTEEREJA  
HYVÄSSÄ  
SEURASSA** (s. 12)

**INDEKSI-  
RAHASTOJEN  
VUOSI** (s. 18)

**FÖRVÄNTADE  
AVKASTNINGAR**  
(s. 25)

# SELIGSON & CO VUOSIKATSAUS 2022



**SELIGSON  
& CO**

*Yksinkertainen on tehokasta.*

**VAELLUS  
VELKAVUORELLE?**  
(s. 4)

## SISÄLLYS

### ARTIKKELIT (YMS.)

OSAKEPOIMIJAN MARKKINAT	3
VAELLUS VELKAVUORELLE?	4
INDEKSIRAHASTOJEN VUOSI	18
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ	24
FÖRVÄNTADE AVKASTNINGAR	25
TASAPAINOTUKSEN TASOT (SARJAKUVA)	27

### AKTIIVISET RAHASTOT

Varainhoitorahasto Pharos	7
Perheyhtiöt	8
Phoebus	12
Russian Prosperity Fund Euro	14
Tropico LatAm	16

### KORKORAHASTOT

Rahamarkkinarahasto	19
Euro-obligaatio	19
Euro Corporate Bond	20

### PASSIIVISET OSAKERAHASTOT

Suomi Indeksirahasto	20
OMX Helsinki 25 ETF	21
Eurooppa Indeksirahasto	21
Aasia Indeksirahasto	22
Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	22
Global Top 25 Brands	23
Global Top 25 Pharmaceuticals	23
Kehittyvät markkinat	24



### TASKUSALKKU

Mobiilisovellus Taskusalkulla avulla näet esim. salkkusi jakauman, omistustesi markkina-arvot ja niiden muutokset sekä voit helposti varata ajan tarkempiin keskusteluihin. Käyttötukea saa osoitteesta [it@seligson.fi](mailto:it@seligson.fi)

### Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta.

Itse asiassa se ei yleensä kerro siitä juuri mitään.

**Kustannuksilla on merkitystä.** Jo parin prosentin vuosikulut vähentävät merkittävästi (jopa huomasti!) pitkäaikaisen sijoituksen tuottoa. Tarkemmin laskureillamme: [www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tyokalut/](http://www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tyokalut/)

**Rahastoihin sijoitetun varallisuuden arvo voi nousta tai laskea,** eikä ole takeita siitä, että sijoitetun pääoman saa takaisin. On siis hyvä ymmärtää mihin sijoittaa ja sijoittaa vain sellaiseen, minkä ymmärtää. Kaikki palvelut myös maksavat, tavalla tai toisella, ja aina on järkevää ottaa selvää, mistä itse asiassa maksaa ja kuinka paljon.

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

Julkaisemme lisäksi kustakin rahastosta **avaintietoasiakirjat** (PRIIP KID) sekä kaikille rahastoille yhteisen **rahaostoestiteen**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoistamme ja niiden sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Suosittellemme huolellista perehtymistä rahastoestiteisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

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

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

### Rapportering på svenska

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

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

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj, 2023  
Vast. toimittaja: Ari Kaaro Piirroket: Jan Fagernäs

## MUUTOKSIA LAKISÄÄTEISISSÄ RAHASTOASIAKIRJOISSA

Sijoitusrahastoista on 1.1.2023 alkaen julkaistava uudet avaintietoasiakirjat ("PRIIP KID"). Julkaisuvelvoite perustuu EU:n PRIIPS-asetukseen.

Asiakirjan sisältö on tarkkaan säänneltyä ja sen *tarkoituksena* on tehdä erilaisten tuotteiden vertailu helpommaksi. Samansisältöinen asiakirja löytyy siis jatkossa mm. sijoitusrahastoista, vaihtoehdorahastoista, vähittäismarkkinoiden strukturoiduista tuotteista ja sijoittamiseen ja säästämiseen käytettävistä vakuutuksista.

Avaintietoasiakirjassa annetaan tietoa sijoitustuotteen tärkeimmistä ominaisuuksista sekä siihen liittyvistä riskeistä ja kustannuksista. Asiakirjan tulee sisältää tietoja muun muassa siitä, voiko tuote aiheuttaa tappiota, ja miten monimutkaisesta tuotteesta on kyse. Osuuslajikohtaiset avaintietoasiakirjat (PRIIP KID) korvaavat sijoitusrahastoilla aiemmin käytössä olleet rahastokohtaiset avaintietoestitteet (UCITS KIID).

Muutoksen myötä rahastokohtaisen riski-tuotto-profiilin nimi ja laskentatapa muuttuvat: aiemmat avaintietoestiteen *tuotto-riskiprofiilit* eroavat PRIIP-asetuksen mukaisesti lasketuista *riski-indikaattoreista*.

Muutoksella on vaikutuksia myös käytössä olevaan terminologiaan sekä laskentoihin, kuten kululaskentaan. Lisäksi avaintietoasiakirjalla on esitettävä tuottonäkymiä. Laskenta-kaavat erilaisille tuottoskenaariolle ovat myös säänneltyjä ja perustuvat historialliseen tuottoon ja volatiliiteettiin.

Julkaisimme PRIIP-asetuksen mukaiset tiedot 1.1.2023 lähtien avaintietoasiakirjoissa osoitteessa [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi) ja siirryimme vaiheittain käyttämään samoja termejä ja laskentaa myös muissa julkaisuissamme.



Yksinkertainen on tehokasta!

Nyt on kuulkaa osakepoimijan markkinat!

"Nyt jos koskaan pitää olla valikoiva", totesi Arvopaperilehden sijoitusraati joulun alla. "Osakepoiminta on tehnyt paluun, kun pörssi jakautuu voittajiin ja häviäjiin", kertoi puolestaan Kauppalehti tämän vuoden alussa.

Jopa juuriseutuni paikallislehti, yleensä vain maalaiskaupungin omista asioista raportoiva Akaan Seutu, julkaisi kokosivun artikkelin otsikolla "Aktiivinen osakepoiminta on sijoittamisen kuninkuuslaji". Arvo- ja pienyhtiöiden historiallista ylituottoa valaisevien esimerkkien jälkeen mentiin itse asiaan: "Entä jos sijoittaja ei olisikaan tyytynyt ostamaan kaikkia edullisesti hinnoiteltuja osakkeita, vaan poiminut salkkuunsa vain laadultaan parhaat yhtiöt? Välttämällä roskan ja keskinkertaisuuden sijoittajan tuotto olisi luonnollisesti ollut vieläkin parempi."<sup>1</sup>

Helpommin sanottu kuin tehty. Jos katsoo vaikka kulu- mutta vuotta ja kotimarkkinaamme, niin Suomeen sijoitavien 36:n osakerahaston tuottoykkönen oli passiivinen Seligson & Co:n Suomi Indeksirahasto ja kolmosena pörssinoteerattu indeksirahastomme OMX Helsinki 25.<sup>2</sup>

## Mitä tarkoittaa indeksi?

Kriittinen lukija kysynee nyt miten indeksirahastojen on edes mahdollista olla tuottokärjessä *vuoden* jaksolla. Eikö niiden pitäisi lyhyellä aikavälillä tuottaa noin markkinoiden keskimäärän ja pienempien kulujen tuoda ne kohti kärkisijoja vasta pidemmillä tarkastelujaksoilla?

Kyllä, mutta mitä onkaan indeksi? Teoreettisissa tarkasteluissa passiivinen sijoittaminen on usein sitä, että omistetaan kohdemarkkinan kaikkia osakkeita markkina-arvojen suhteessa. Käytännössä näin tehdään harvoin, sillä indeksirahastot joutuvat käymään kauppaa merkintöjen ja lunastusten toteuttamiseksi. Pienimpien yhtiöiden likviditeetin puute tekee kaupasta kallista osto- ja myyntihinnan erotuksen ja markkinavaikutuksen vuoksi.

Siksi passiiviset rahastot seuraavat yleensä indeksejä, joiden yhtiöt ovat markkinansa likvidimmistä päästä ja siten markkina-arvoltaan suurimpia. Aktiivisesti hallinnoidut rahastot taas sijoittavat kaikenlaisiin kohdemarkkinansa yhtiöihin, myös pienempiin. Kun suuret yhtiöt menestyvät pieniä paremmin, päihittävät indeksirahastot usein lähes kaikki saman markkinan aktiiviset rahastot.

Voi tietenkin käydä myös päinvastoin. Vuonna 2019 indeksirahastomme olivat sijoilla 28 ja 31 yhteensä 34:stä suomalaisiin osakkeisiin sijoittavista rahastoista. Tuoloin pörssin pieniyhtiöt pärjäisivät isompia paremmin.

No, onni täällä vaihtelee. Indeksirahastojen varsinainen pointti onkin alhaisissa hallinnointi- ja kaupankäyntikuluissa, jotka tuovat pidemmän aikavälin kilpailuetua lähes vääjäämättä. Tämä nähdään meilläkin. Vuonna 2002 Suomessa oli 27 kotimaisiin osakkeisiin sijoittavaa ra-

hastoa. Osa huonosti menneistä on siivottu pois tilastoista, mutta jäljellä on yhä 14 samaa rahastoa ja indeksirahastomme ovat niistä tuottosijoilla kolme ja viisi.<sup>3</sup>

Meillä ei ole tiedossamme sellaista käytännössä sovellettavaa menetelmää, jolla voisimme ennustaa osakemarkkinoiden voittajat kymmenen tai kaksikymmentä vuotta eteenpäin. Siksi passiiviset rahastot ovat paras tapa varmistaa hyvä tuotto myös vuosien päähän.

Akateemisissa tutkimuksissa on kyllä löydetty joitain tekijöitä, joiden avulla voi hieman ennustaa osakkeiden tuottoeroja lyhyellä aikavälillä. Peter Nyberg Aalto Yliopistosta käy niitä läpi ruotsinkielisessä kolumnissamme sivuilla 25-26.<sup>4</sup> Tutkimustulosten käytännön hyödyntäminen aiheuttaa kuitenkin kaupankäyntiä ja siten tuottoa syöviä kuluja, mikä jää tutkijoilta usein huomioimatta.

## Mitä tarkoittaa passiivinen?

Koska indeksirahastojen seuraamat indeksit eivät edusta koko markkinaa, ovat nekin jonkinlaista osakepoimintaa, mistä päästään hyvin kysymykseen siitä, mitä tarkoittaa "passiivinen". Esimerkiksi Anders Oldenburgin luotsaama pitkäjänteisesti sijoittava Phoebus on kuluja aiheuttavan kaupankäynnin osalta jopa passiivisempi kuin indeksirahastomme. Toisin sanoen: indeksituottajamme päivittävät indeksinsä osakevalintoja tiuhempaan kuin Anders muuttaa mieltään hyvien yhtiöiden suhteen.<sup>5</sup>

Sääntely kieltää kuitenkin kutsumasta Phoebusta passiiviseksi rahastoksi ja joudumme jatkossa valitettavasti leimaamaan myös Global Top 25 Brandsin ja Pharmaceuticalsin aktiivisiksi, koska teemme niiden "indeksin" itse. Vain rahastoa, joka seuraa ulkopuolisen julkaisemaa indeksiä saa kutsua passiiviseksi – hellurei!<sup>6</sup>

Uskon vakaasti, että jatkossakin menestyy fiksu osakepoiminta. Siis sellainen, että muodostetaan hyvin hajautettu salkku indeksin perusteella tai muuten ja pidetään sitä pitkälti samanlaisena vuodesta toiseen, kohtuullisin kustannuksin ja aidon passiivisesti. Joskus tulee toki vastaan huonojakin vuosia, mutta pitkällä aikavälillä menee hyvin.



Ari Kaaro  
ari.kaaro@seligson.fi

1 Osakepoiminta on tehnyt paluun, *kauppalehti.fi* 4.1.2023  
Nyt jos koskaan pitää olla valikoiva, *arvopaperi.fi* 14.12.2022  
Aktiivinen osakepoiminta..., *Akaan Seutu* 30.11.2022

2 Kaikki rahastotilastot: <https://www.sijoitustutkimus.fi> => Rahastoraportti

3 Rahastoraportin perusteella, laskelmat Anders Oldenburg

4 Olennaisin osin sama asiasisältö löytyy myös englanniksi videona: *Expected Returns*, Peter Nyberg 2022, <https://youtu.be/RNstHFLFUe8> - vahva katselusuositus!

5 Viime vuoden tuottotilastoissa Phoebus sijoittui indeksirahastojemme väliin ja 20-vuoden tarkastelussa se menee jopa niiden edelle. Phoebus ei ole kuitenkaan aivan vertailukelpoinen muiden suomirahastojen kanssa, koska merkittävä osa sen sijoituksista on ollut Suomen ulkopuolella.

6 Global Brandsin ja Pharmedin "itsetehdyt indeksit" ovat kiertonopeuden suhteen erittäin passiivisia. Kaikkien käyttämiemme ulkopuolisten indeksien kiertonopeuteen emme sen sijaan ole täysin tyytyväisiä ja käymme indeksituottajien kanssa keskustelua siitä, voisiko esimerkiksi ns. bufferointia lisätä kaupankäyntitarpeen pienentämiseksi.

# VAELLUS VELKAVUORELLE?

Nollakorkojen aika on ohi. Joko olisi aika kasvattaa korkosijoitusten roolia osana kokonaislokaatiota? Varsinainen vastaus riippuu, kuten aina, sijoittajan tilanteesta ja tavoitteista, mutta ajatteluapua saattaa tarjota pieni katsaus siihen miten korkomarkkinoiden nykytilanteeseen on päädytty ja miltä näyttää joukkolainojen tuleva tarjonta.

Kolmisenkymmentä vuotta sitten Suomen valtio laski liikkeeseen 10 vuoden mittaisen joukkolainan, jonka kuponkikorko oli tasan 10 %. Tällä vuonna 2004 erääntyneellä lainalla oli merkittävä rooli valtion velan rahoituksessa ja se sai statuksen ns. viitelainana, johon muita joukkolainoja verrattiin.

Juuri ennen tuon lainan erääntymistä, 20 vuotta sitten, oli Suomen valtiolla velkaa hieman vajaa 60 miljardia ja mainitun viitelainan emissioilla oli siitä hoidettu lähes 6 miljardia euroa. Valtiomme velanottoa rahoittaneille sijoittajille kertyi siten vuotuisia korko- eli kuponkutuottoja melkein 600 miljoonaa euroa pelkästään tuosta yhdestä viitelainasta.

Yksi korkeita kuponkikorkoja nauttineista sijoittajista oli vuonna 1998 toimintansa aloittanut Seligson Co Euro-obligaatorahasto. Kun markka-aikana liikkeeseen laskettujen lainojen korkeat korot olivat vuoteen 2003 mennessä laskeneet keskimäärin 5 % tasolle, saivat joukkolainasijoittajat myös sitä kautta mukavia lisätuottoja.

Euro-obligaatorahastomme kolmen vuoden tuotto oli tämän katsauksen ensimmäisen numeron (1/2003) aikaan yli 24 % ja edellisen vuodenkin tuotto vielä runsaat 12 %. Inflaatio pysytteli Suomessa tuolloin yhden ja kahden prosentin välissä eli sijoittajan reaalitytuottokin oli kohdillaan. Ovatpa ajat muuttuneet!

## Velkavuoren juurella?

Jos viime aikojen korkojen nousu on pääosin ollut heijastusta keskuspankkien reagoinnista inflaatioon, on alkaneena vuonna syytä kiinnittää erityistä huomiota kysynnän ja tarjonnan kehitykseen. Tarjontaa totisesti on tiedossa: pelkästään USA:n keskuspankki FED on kertonut elvytyksen paisuttaman taseensa keventämisestä ainakin 95 miljardin dollarin kuukausivauhdilla ja iso osa tästä purkautuu tarjontana korkomarkkinoille.

Atlantin tällä puolella kokonaistarjonnan hahmottaminen on monimutkaisempaa, mutta yli 750 miljardin euron päästään jo pelkästään ynnäämällä euroalueen julkisen vajeen rahoitustarpeen, osan elvytyksen aikaisista lainoista sekä uudet ilmasto-, energia- ja asepaketit. Euroopan komission arvio euroalueen bruttorahoitustarpeeksi ensi vuonna on noin 1300 miljardia euroa, mikä ei jää kauas koronakriisivuoden valtaisan elvytyksen paisuttamasta 1500 miljardin summasta.

Valtioiden uudet lainat ovat vain osa korkotarjonnan kokonaisuutta. Keskuspankkien elvytykseen on kuulunut myös mm. 2200 miljardin potti pankeille kanavointua erityisen edullista rahoitusta. Nämä lainat eräänty-

vät nykyisten ehtojen mukaan seuraavien parin vuoden aikana ja nostavat pankkien tarvetta rahoituksen hankkimiseen joukkolainamarkkinoilta.<sup>1</sup>

## Valtakunnan korkogurut

Esimerkkinä joukkolainojen tarjonnasta toimii armas kotimaamme. Helmikuussa 2021 Suomen valtio laski liikkeelle ensimmäisen erän 30 vuoden mittaista eli 2052 erääntyvää lainaa juuri viitelainastatuksen vaatiman kolmen miljardin määrän hintaan 99,21 %. Kun lainan vuotuinen korko on 0,13 % tuli sen juoksevaksi tuotoksi 0,15 %.

Mainittakoon muuten, vähän asian vierestä, että kysyntää ko. lainalle olisi silloin ollut peräti 19 miljardin edestä, mutta myynti päätettiin järjestää erissä. Lainan toistaiseksi viimeisin 500 miljoonan euron suuruisen huutokauppa järjestettiin 18.10.2022 ja juoksevaksi koroksi määräytyi nyt 2,97 %. Jos ensimmäisessä huutokaupassa olisi päätetty vaikkapa 10 miljardia suuremmasta emissiosta olisi Valtiokonttori tienannut työntäjilleen, eli meille veronmaksajille, noin 5,46 miljardin euron laskennallisen tuoton.

Toinen ja mielestäni todella ”mielenkiintoinen” aspekti on, että valtionvelan korkoherkkyys eli duraatio ei Valtiokonttorin tilastojen mukaan ole nollakorkojen aikana pidentynyt lainkaan, vaan pienentynyt. Käytännössä tämä on edellyttänyt lainasalkunhoitajan aktiivista näkemyksenottoa korkoriskin vähentämiseksi.

Menneiden matalien ja nyt nähtyjen nousevien korkojen maailmassa tästä strategiasta on vaikea keksiä mitään järkeä. Asuntovelallisia on vuosikausia ohjattu sitomaan ainakin osa velastaan pitkään kiinteään korkoon tai hankkimaan korkojen nousua vastaan suojaa. Suomen Valtion velanotossa on kuitenkin toimittu päinvastoin.<sup>2</sup>

Velanoton tarpeesta myös jatkossa ei silti liene epäselvyyttä. Maamme poliittinen johto on päättänyt hoitaa kansakuntaa kohdanneita taloudellisia haasteita mm. tuomalla eläkekoroituksia *kaikille* eläkeläisille, jakamalla sähkön hinnan nousua varten rahaa *kaikille* sähkölaskun saajille ja ylimääräisen lapsilisän *kaikille* lapsellisille.

Samaa tehdään ympäri Eurooppaa. Ja kun keskuspankit yrittävät samaan aikaan hillitä inflaatiota korkoja nostamalla, niin väkisinkin tulee mieleen vanha vertaus veden äyskäröinnistä vuotavasta veneestä.

## Kysyntä heräämässä?

Korkomarkkinoiden toiminnan toinen puoli on velan kysyntä eli korkosijoittajat. Puutteellisten tilastojen mukaan Suomen valtionvelasta noin 70 % on kansainvälisten sijoittajien taseissa, mutta ihan tarkkaa tietoa asiasta ei ole saatavilla. Asiallisesti ottaen oikea luku lienee joka tapauksessa reilusti yli 90 %, sillä yli nel-



jännes velasta on parkkeerattu EKP:n elvyttävien osto-ohjelmien (2014 julkisen sektorin osto-ohjelma ja 2020 pandemiaan liittyvä osto-ohjelma) vuoksi Suomen Pankkiin. Kun elvytyksestä ollaan hiljalleen kääntymässä kiristyksen puolelle, pitäisi tällekin velalle, jota on noin 35 mrd €, löytää jostain uusi koti.

Katseet kääntyvät helposti suomalaisten suursijoittajien eli työeläkeyhtiöiden puoleen. Automaattista kysyntää ei sieltä puolelta tosin voida odottaa, sillä ainakin juuri nyt puhutaan varsin vaatimattomista määristä. Eläkeyhtiöiden lähes 55 miljardin euron korkosijoituksista vain 3,6 miljardia on sijoitettuna Suomen valtion joukkolainoihin.

Ehkä hyvä niin. Onhan se nimittäin rakenteellisesti mielenkiintoista, että eläkeyhtiöt sijoittavat palkkatuloista ja yhtiöiltä perittäviä eläkemaksuja oman valtion joukkolainoihin, joiden korot ja lyhennykset maksetaan sitten kansalaisten ja yritysten verotuloista.

Pitkään jatkuneiden matalien ja lopulta nollakorkojen maailmassa korkosijoitusten osuus on monessa salakassa jäänyt aivan marginaaliin, mikä on toki ollut täysin rationaalista. Kysyntää on ollut vähemmän, kun tarjolle on tuotu pääosin korotonta riskiä ja korkosijoittamisen syyt on pitänyt etsiä muualta kuin perinteisistä tasaisen tuoton argumenteista.

Inflaation hillintä ja elvytyskierrosten yhteisvaikutus on kuitenkin nyt vihdoin ja viimein johtanut sekä ohjaus- että markkinakorkojen nousuun, ja taantumapelot lisäävät samalla painetta yrityslainojen luottopremioiden levenemiseen.

Monien korkosijoituksia pitkään karttaneiden kiinnostus alkaakin pikku hiljaa herätä. On mielenkiintoista nähdä riittääkö tarjonnan kasvuun nähden tarpeeksi sijoittajia, jotka näkevät vaelluksen velkavuorelle houkuttelevaksi reitiksi eteenpäin.

## Perusasioiden äärellä

Korkopuolen houkutusta lisänee toki ekonomistien melko yhdenmukainen näkemys inflaation ja mitä ilmeisimmin tulossa olevan taantumän tilapäisyydestä. Jos osakemarkkinan molli-vire kuitenkin pitkittyisi, lisäksi se melko varmasti vaakaata ja nimellistä tuottoa tarjoavien korkosijoitusten suosiota siitä huolimatta että inflaation ylittävää reaali-tuottoa ei vielä olla lähelläkään.

Monet sijoittajat, sekä isot instituutit että yksityishenkilöt, pohtivat parhaillaan korkoalokaation peruskysymyksiä. Kohoavatko korkotasot vielä nykyisestä? Ja jos, niin kuinka pitkään ja kuinka korkealle? Levenevätkö yrityslainojen luottopremiot? Julkisen sektorin velkaemissioista ei varmaan tule jatkossakaan olemaan puutetta, mutta näkyykö tämä jo täysimääräisesti nykyisessä korkotasossa?

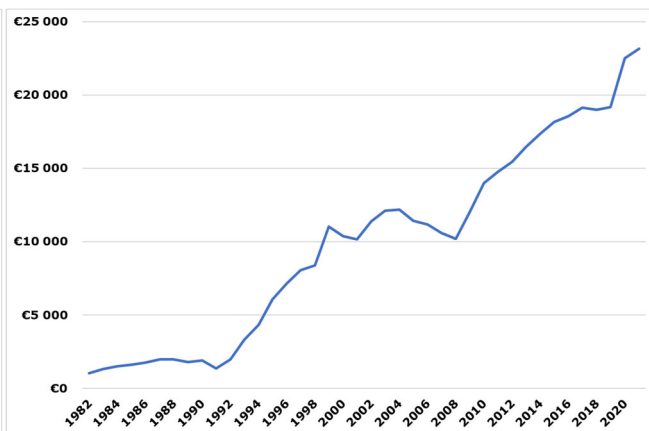
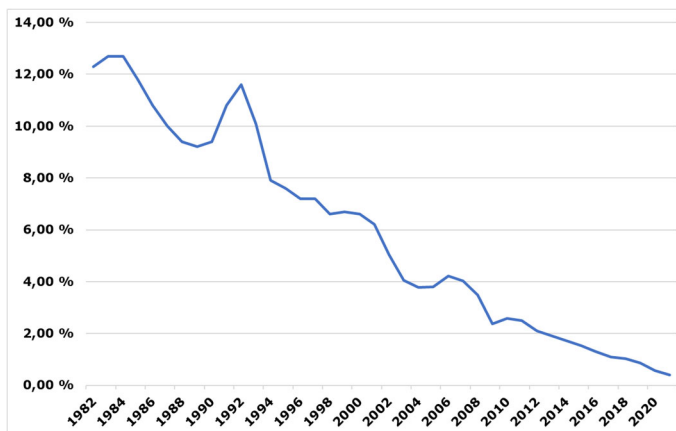
Oikea vastaus tiedetään varmuudella vasta jälkikäteen. Siksi kannattaa jälleen kerran lähteä pohdinnoissa liikkeelle omasta sijoitussuunnitelmasta ja sovittaa mahdollinen korkosijoitusten painon lisäys sen antamaan kehikkoon. Ja ehkä edetä maltillisin askelin. Nopeat liikkeet alokaatorajojen laidalta toisella voivat olla paikallaan joskus, mutta yleensä varovaisuus on riskienhallinnan kannalta valttia.



Jarkko Niemi  
Varainhoitaja  
jarkko.niemi@seligson.fi

1 Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) ovat osa eurojärjestelmän pankeille tarjoamaa ei-pysyvää pidempiaikaista rahoitusta. Sitä on ollut tarjolla alkaen vuodesta 2014, jolloin EKP painoi pankkien varantalletusten korot negatiivisiksi. TLTRO on toteutettu kolmessa erässä ja niistä viimeisimmän (2019) lainat erääntyvät vuonna 2024.

2 Kyseisen strategian ytimeen on vaikea julkisista lähteistä perehtyä. Suosittelem kuitenkin tutustumista Valtiontalouden tarkastusviraston lausuntoon valtion velan hallinnasta 24.6.2021.



**Tilaisuus tekee velanottajan?** Valtion velanhoidon kustannus elää sekä Suomen luottokelpoisuuden että kansainvälisen korkotason mukaan. Kun korkotaso on pitkään laskenut, ovat hoitokustannukset pysyneet kohtuullisina suhteessa bruttokansantuotteen, vaikka velan määrä on kasvanut. Kuinka jatkossa, jos korkotaso nousee?

**Kaaviossa vasemmalla:** Suomen valtion 10 vuoden mittaisen viitelainan korko 1982 - 2022.

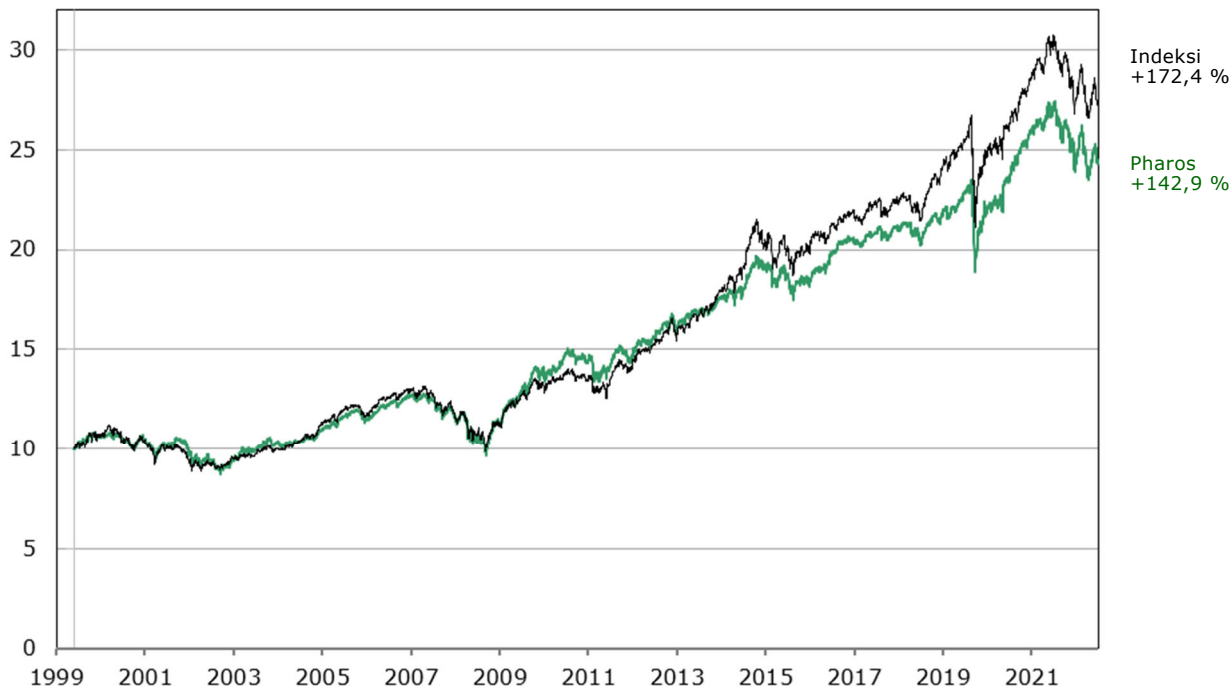
**Kaaviossa oikealla:** Suomen valtion velan kehitys per kansanlainen 1982-2022. Euromääriä ei ole inflaatiokorjattu, mutta väkiluku on ko. aikana noussut ja kokonaismäärää kasvattaa myös muu kuin valtion ottama julkinen velka. *Lähde: Valtiokonttori*

## VARAINHOITORAHASTO PHAROS 31.12.2022

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille.

### PHAROS JA VERTAILUINDEKSI 24.11.1999 – 31.12.2022

Euro



#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	95,5
Vertailuindeksi	Osakkeet: DJ Sustainability World 50 %, DJ Sustainability Europe, 10 %; korot: iBoxx Eur Non-Financials TRI, 15 %, iBoxx EUR Eurozone TRI, 15 % ja 3 kk euriborindeksi, 10 %
Hallinnointipalkkio	0,45 % + enintään 0,85 % p.a. Pharoksen sijoituskohteina olevista Seligson & Co:n rahastoista ei peritä erillistä hallinnointipalkkiota
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,74 %	9,35 %	1,97 %	8,47 %
Vuoden alusta	-11,13 %	9,91 %	-11,22 %	8,78 %
3 v	6,24 %	9,33 %	7,37 %	10,55 %
5 v	16,63 %	7,71 %	22,47 %	8,94 %
10 v	56,39 %	6,53 %	79,34 %	7,97 %
Aloituspäivästä	142,85 %	6,93 %	172,38 %	7,80 %
Aloituspäivästä p.a.	3,91 %		4,43 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2022– 31.12.2022

Juoksevat kulut	0,55 %*
Kaupankäyntikulut, kokonaiskulut (TKA)	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Salkun kiertonopeus	-4,31 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,01 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus (31.12.2022)	0,16 %

OSAKESIJOITUKSET	Osuus sijoituksista	ALLOKAATIO
Seligson & Co Eurooppa Indeksirahasto	17,8 %	Osakesijoitukset
Seligson & Co Pohjois-Am. Indeksirahasto	17,3 %	
Seligson & Co Global Top 25 Brands	8,0 %	64,3 %
Seligson & Co Aasia Indeksirahasto	7,7 %	Korkosijoitukset
iShares Core MSCI EM IMI UCITS ETF (Acc.)	5,6 %	
Dimensional U.S Small Companies Fund (Acc.)	4,3 %	35,7 %
Dimensional European Small Companies Fund (Acc.)	3,5 %	(duraatio 5,26)
KORKOSIJOITUKSET		
Pitkät korkosijoitukset > 1v	22,65 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	13,05 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

\* Juoksevat kulut 31.12.2022 päättyneelle 12 kk jaksolle, sisältää mahdolliset alennukset kohderahastoista. PRIIP-asetuksen mukaiset kulut löytyvät avaintietoasiakirjasta.

Pharos-osuuden tuotto oli vuoden viimeisen neljänneksen aikana +2,7 %. Pharoksen tunnuslukuja vertaamme osakkeista ja koroista koostuvaan indeksiin, jonka tuotto samaan aikaan oli +2,0 %. Pharoksen koko vuoden tuotto oli -11,1 % ja rahaston raportoinnissa käytettävän indeksin tuotto oli -11,2 %.

Vuoden viimeisen neljänneksen aikana lähes kaikkien Pharoksen sijoituskohteiden euromääräiset realisoituneet tuotot kipusivat edes jotenkuten plussan puolelle. Tappiota tuli ainoastaan eurooppalaisiin valtionlainoihin sijoittavasta Seligson & Co Euro-obligaatio-rahastosta (-1,8 %) ja Seligson & Co Pohjois-Amerikka Indeksirahastosta (-0,8 %).\*

Korkeimmat tuotot tulivat eurooppalaisiin pienyhtiöihin sijoittavasta Dimensional European Small Companies -rahastosta, jonka tuotto neljänneksen aikana oli +14,7 %. Toiseksi korkeimpaan tuottoon ylsi suurempiin eurooppalaisiin yhtiöihin sijoittava Seligson & Co Eurooppa Indeksirahasto (+9,7 %).

Koko vuotta tarkastellessa eivät luvut olleet yhtä positiivisia, vaan *kaikkien* sijoituskohteiden koko vuoden tuotot jäivät negatiivisiksi.

Perinteisesti korkosijoitukset ovat tarjonneet suojaa osakemarkkinoiden heiluntaa vastaan, mutta kulunut vuosi oli kokonaisuudessaankin heikko myös korkorahastojen osuudenomistajille.

Yli kymmenen vuoden mittainen matalien korkojen ajanjakso päättyi, ja korkomarkkinoiden liikkeet olivat voimakkaampia kuin mitä euroaikana on aiemmin nähty. Nousevat korot laskivat korkosijoitusten arvoja ja varsinkin pitkiin korkoihin liittyvä korkoriski toteutui varsin karulla tavalla.

Tämä näkyi muun muassa siinä, että koko vuoden tappiokärjessä oli Seligson & Co Euro-obligaatio-rahasto (-18,6 %). Seuraavaksi eniten miinusta tuli viimeisen neljänneksen voittajalta eli Dimensional European Small Companies -rahastosta (-17,0 %).

Parhaiten vuoden aikana selvisi Seligson & Co Raha-markkinarahasto (-0,04 %). Vähätappioisuuden hopeiselle palkintokorokkeelle kipusi Seligson & Co Aasia Indeksirahasto (-6,8 %).

## Luvut perspektiiviin

Negatiiviset tuotot ovat tietenkin aina pettymys lähtökohtaisesti positiivista tuottoa tavoitteleville sijoittajille. Vaikka vuosi voi uutisia seuratessa tuntua varsin pitkältä ajalta, on se varallisuuden kasvua tavoittelevan sijoittajan näkökulmasta hyvin lyhyt aika. Siksi voi olla hyvä katsoa asioita pidemmän aikasarjan valossa paremman perspektiivin saamiseksi.

Kun Pharoksen kuluneen vuoden tuottoa tarkastellaan suhteessa rahaston kaikkiin historiallisiin 12 kuukauden jaksoihin, käy selväksi, ettei mennyt vuosi tuottoa ajatellen ollut mitenkään poikkeuksellinen tai ennätysvuono. Pharoksen historiaan mahtuu kaikkiaan 266 rullaavaa 12 kuukauden ajanjaksoa, joista viimeisin oli edellinen kalenterivuosi kokonaisuudessaan. Näistä aiemmista ajanjaksoista kymmenen aikana tuotto on ollut enemmän negatiivinen kuin menneen vuoden tuotto.

Kaiken kaikkiaan negatiivisia 12 kuukauden jaksoja on ollut Pharoksen historian aikana 73 kappaletta (siis 27 % kaikista jaksoista). Positiivisia 12 kuukauden jaksoja on ollut yhteensä 193 (73 % kaikista jaksoista). Negatiivisia jaksoja on siis ollut reilusti vähemmän kuin positiivisia. Lisäksi negatiivisten jaksojen tuotot ovat olleet vähemmän negatiivisia kuin positiivisten jaksojen positiiviset tuotot.

Hyvähermoisuus laskumarkkinoilla on siis kannattanut tähän asti ja jatkossakin odotamme positiivista tuottoa pitkällä aikavälillä sekä osake- että korkomarkkinoilta.

Korkojen noustessa juokseva tuotto kasvaa, mutta toteutuva kokonaistuotto, siis mukaan lukien markkinaliikkeet, on tietenkin vielä oma lukunsa. Siksi korkorahaston tuotto voi korkeammista juoksevista tuotoista huolimatta jäädä negatiiviseksi.

Ajoittain voimakaskin arvovaihtelu on kuitenkin molempien markkinoiden normaalia dynamiikkaa ja negatiivisia tuottoja voi tulla pitkiäkin jaksoja peräjäkeen. Ja sitten taas nousee.

Pharoksen tavoitteena on varallisuuden kasvu pitkällä aikavälillä. Pharos sijoittaa enemmän osakkeisiin kuin korkoihin, koska osakkeiden tuotto-odotus pitkällä tähtäimellä on korkeampi kuin korkosijoitusten. Vuoden lopussa osakesijoitusten osuus Pharoksesta oli 64,4 % ja korkosijoitusten osuus vastaavasti 35,6 %.

Pharoksen osakesijoitusten maantieteellinen ja toimialakohtainen prosenttijakauma 31.12.2022							
	Eurooppa	Pohjois-Amerikka	Japani & Oseania	Kehittyvät markkinat	Pharos	Indeksi	
Kulutustavarat	10	10	3	2	25	14	
Terveys	7	6	1	0	14	26	
Rahoitus	6	5	3	2	16	13	
Teknologia	6	13	2	2	23	27	
Teollisuus	9	7	3	2	21	18	
Muut	1	0	0	0	1	2	
<b>Pharos</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>100</b>		
Indeksi	42	45	7	6		100	



Jonathan Aalto  
jonathan.aalto@seligson.fi

\* Pharoksen katsauksessa esitetyt Seligson & Co -rahastojen tuottoluvut eivät välttämättä ole aina samoja kuin näiden rahastojen omisssa katsauksissa, koska Pharos ei maksa hallinnointipalkkiota sijoituksista Seligson & Co -rahastoihin.

**PERHEYHTIÖT JA VERTAILUINDEKSI**  
 25.9.2000– 31.12.2022



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	40,0
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointipalkkio	1,25 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	1,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,29 %
Salkun kiertonopeus	1,37 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	9,55 %
Sijoituskohteita	45
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	3,98 %

**TUOTTO JA VOLATIILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	6,97 %	12,77 %	0,66 %	14,80 %
Vuoden alusta	-4,48 %	14,31 %	-13,19 %	17,21 %
3 v	18,34 %	16,51 %	18,77 %	19,73 %
5 v	17,47 %	14,77 %	45,02 %	17,15 %
10 v	99,72 %	14,74 %	169,01 %	15,10 %
Aloituspäivästä	252,08 %	17,02 %	143,88 %	16,60 %
Aloituspäivästä p.a.	5,81 %		4,08 %	

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Maa

Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
HACI OMER SABANCI HOLDING AS	Turkki	5,6 %
HAFNIA LTD	Bermuda	4,2 %
FAIRFAX FINANCIAL HOLDINGS LTD	Kanada	4,2 %
BERKSHIRE HATHAWAY INC	Yhdysvallat	3,3 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	3,3 %
KRONES AG	Saksa	3,1 %
AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	3,1 %
IPSEN SA	Ranska	3,0 %
ACS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIO	Espanja	2,9 %
POWER CORP OF CANADA	Kanada	2,8 %

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



**Ahlström Investin katsaus ja yhtiöesittelyt**

Vuosi 2022 ei jää historiankirjoihin sijoittajien kannalta loistavana. Keskuspankkien myöhästynyt, mutta inflaation hillitsemiseksi välttämätön korkojen nosto vaimensi kaikkien listattujen varallisuuserien tuottoja. Aiemmin vallinnut lähes kaikkien omaisuusluokkien kupla alkoi pikku hiljaa pihistä pienemmäksi.

Osakemarkkinat ovat laskeneet noin 10-30 %, mutta erikoisempaa on korkosijoitusten arvonlasku samaan aikaan. Mielialat eri markkinoilla ovat synkentyneet ja talouden taantumassa taidamme jo ollakin.

Vaihtoehtoiset sijoituskohteet *näyttäisivät* pärjänneen paremmin kuin julkiset markkinat, mutta vielä emme tiedä onko kyse todellisesta tulokunnosta vai enemmän optimismista arvostusten suhteen. Hieman kummastuksen kulmakarvaa kyllä kohottaa se, että listamattomat osakkeet ovat kallistuneet samalla kun listatut ovat sukeltaneet. Sama kehitys eri suuntiin on nähty kiinteistömarkkinoillakin.

Jonkinlaisia ”markkinanäkemyksiä” vaihtoehtoisten sijoitusten arvostuksista saadaan mutkien kautta, esimerkiksi pääomarahastojen osuuksien jälkimarkkinoilta, jotka tosin ovat selvästi julkisia markkinoita vähemmän likvidejä. Osuuksia kaupataan nyt noin 20 % alennuksella arvonlaskenta-arvoihin nähden.

Pelkäänpä, että jos julkiset markkinat eivät pikapuoliin toivu, voi vaihtoehtopuolella olla edessä kovia aikoja. Arvostusten ero on saanut vaihtoehtoisten sijoitusten suhteellisen osuuden nousemaan monien instituutiosijoittajien salkuissa jo lähelle sääntelyn sallimia ylärajoja. Tämä voi johtaa pakkomyynnteihin, mistä näimme ikävän esimerkin Iso-Britannian syyskuun markkinapaniikissa.

Suurin osa tarkkailijoista olettaa taantumasta tulevan lievän. Siinäkin on riskinsä, koska taantumaa ei juurikaan lasketa mukaan arvostustasoihin, etenkin Yhdysvalloissa. Kiristytävä rahapolitiikka ja eri omaisuusluokkien jatkuva halpeneminen voivat saada aikaan kierteen alaspäin ja siksi näen nyt selvästi enemmän riskejä kuin nopean nousun mahdollisuuksia. Tämä koskee erityisesti kasvuosakkeita, vaikka niiden arvostukset ovat jo tulleet ryminällä alas. Teslan -65 % kurssipudotus on tästä hyvä esimerkki.

Toisaalta talous on monin osin ollut odotettua vahvempi. Tämä yhdistettynä lieväksi jäävään taantumaaan voi vihdoinkin suosia nyt alhaisesti arvostettuja perinteisiä toimialoja, kuten pankkeja ja syklisempiä teollisuusyrityksiä. Korkojen kohotessa on tämän päivän kassavirtojen arvo suhteessa tulevaisuudessa odotettuihin noussut dramaattisesti. Tämä tulee pikkuhiljaa näkymään myös kurssissa.

Monia yllätti se, että Eurooppa menestyi vuonna 2022 USA:ta paremmin sekä yleisen talouskehityksen että osakemarkkinoiden puolesta. Tärkeä osatekijä tälle on se investointibuumi, jota olemme näissäkin katsauksissa jo moneen kertaan ennakoineet.

**Perheyhtiöt -rahaston salkku**

Seligson & Co Perheyhtiöt -rahastoa hoitaa rahastoyhtiön salkunhoitotiimi. Salkunhoidon tueksi hankimme tutkimustietoa perheyhtiöistä hollantilaiselta Ahlström Investiltä, jonka toimitusjohtaja on Peter Seligson. Hän kirjoittaa meille myös katsauksen markkinoihin ja esittelee kussakin katsauksessa pari yhtiötä hieman tarkemmin.

Perheyhtiöt -rahaston osuuden arvo nousi vuoden viimeisellä neljänneksellä +7,0 % ja vertailukohta eli MSCI All Country World -indeksi +0,7 %. Vuoden alusta rahastosuuden arvo on laskenut -4,5 % ja indeksi -13,2 %.

Neljännellä kvartaalilla lisäsimme hieman omistuksiamme Corticeira Amorimin, China Hongqianon, Paramountin ja Veonin osalta ja kevensimme Hafniaa ja Vnetia.

*Seligson & Co:n salkunhoitotiimin puolesta*

*Aleksi Härämä*

*aleksi.härmä@seligson.fi*

Euroopassa on isoja investointivajeita ja logistiikkaketjujen ongelmat sekä sota Ukrainassa ovat saaneet vauhtia päätöksiin. Olemme viime kuukausina nähneet suuria aurinko- ja sekä maa- että merituulivoiman kehityshankkeita sekä panostusta akkujen, puolijohteiden ja jopa vähäpäästöisemmän teräksen tuotantoon.

Epävarmoina aikoina sijoittajan parhaita tovereita ovat pätevä johto ja hyvät kanssaomistajat. Tällaisina aikoina perheyhtiöt pärjäävät usein toimialojensa verrokkeja paremmin. Viime katsauksessa esittelemäni turkkilainen Sabancı Holding on tästä hyvä esimerkki. Hyperinflaatiosta ja valuuttakurssikaakoksesta huolimatta se oli vuoden 2022 parhaiten menestyneitä osakkeitamme.



China Hongqiao Group Limited  
中國宏橋集團有限公司

**China Hongqiao Group** on maailman toiseksi suurin alumiinin tuottaja. Vuonna 2020 Hongqiao tuotti 6,2 miljoonaa tonnia alumiinituotteita. Tästä suurin osa, noin 70 %, oli sulatettua alumiiniseosta, 15 % alumiinioksidia, 14 % alumiiniharkkoja ja prosentti verran höyryä. Yhtiöllä on tuotantoa Shandongin ja Yunnanin provinseissa Kiinassa sekä Indonesiassa ja Guineassa. Myynti hoidetaan Kiinasta ja Indonesiasta käsin.

Yhtiön juuret ovat kuitenkin aivan toisella toimialalla. Shi Ping Zhang osoitettiin 18-vuotiaana töihin valtion puuvillan siemenistä öljyä tekeväälle tehtaalle. Hän eteni nopeasti urallaan ja nimitettiin tehtaan pääjohtajaksi jo 35-vuotiaana. Kiinan markkinamieliset uudistukset saivat hänet ryhtymään yrittäjäksi ja vuonna 1994 hän perusti Shandong Hongqiao -yhtiön valmistamaan ja tukkumyymään mm. farkkua ja värjättyä puuvillalankaa.

Vuonna 2002 Zhang muutti yhtiön suunnan alumiinin tuotantoon ja neljä vuotta myöhemmin nimeksi tuli China Hongqiao Group. Yhtiön nopea ja menestyksellinen laajeneminen toi Zhangille lempinimen ”alumiinikuningas”. Kuollessaan vuonna 2019 Zhangin omaisuuden arvoksi

arvioitiin noin viisi miljardia euroa ja hän oli Kiinan 36:ksi rikkain.

China Hongqiao Groupin osakkeet on listattu Hongkongissa vuodesta 2011 alkaen. Perheellä on edelleen 65,1 % osakkeista sijoitusyhtiönsä Shandong Weiqiao Pioneering Groupin kautta. Wieqiaolla on alumiinin lisäksi omistuksia myös tekstiiliteollisuudessa, painotuotannossa ja voimaloissa.

Kun Shi Ping Zhang jäi pois yrityksen johdosta vuonna 2018, otti Weiqiaon ohjat hänen poikansa Bo Zhang, joka oli sitä ennen ollut Hongqiaon johdossa. Shi Pingin tytär Hongxia Zhang, joka aiemmin vastasi ryhmän tekstiilitoiminnoista, on nyt Weiqiaon kommunistisen puolueen osastonjohtaja. Tätä positioita pidetään yleensä kiinalaisten yritysten toiseksi tärkeimpänä.

Viisi vuotta sitten, 2017, Hongqiaon liikevaihto oli 107,6 miljardia Hongkongin dollaria (HKD, silloin n. 0,1 euroa), liikevoitto 14,4 mrd HKD ja velkaa 55,7 mrd HKD. Sen rahoitusasema on kuitenkin tasaisesti parantunut. Vuoden 2022 puolivälissä viimeisimmän 12 kuukauden liikevaihto oli 153 mrd HKD (HKD n. 0,12 euroa), liikevoitto 25,1 mrd HKD ja velkaa enää 8,6 mrd HKD.

Viimeisimmän viiden vuoden aikana yhtiön oma pääoma on noussut 63,8 miljardista Hongkongin dollarista tasolle 109,1 mrd HKD. Osakkeen hinta on tänä aikana pysynyt enimmäkseen noin seitsemässä HKD:ssa. Alimmillaan se oli 3,06 HKD koronakriisin aikana ja nousi maailmanmarkkinoiden myötä 13,7 HKD:in toukokuussa 2021. Nyt olemme taas takaisin hieman yli seitsemässä Hongkongin dollarissa.

Arvostus oli korkeimmillaan p/e 15,8x ja ev/ebitda 8,1x. Nyt kertoimet ovat p/e 3,5x ja ev/ebitda 2,6x. Vuoden 2011 pörssinoteerauksesta lukien osake osinkoineen on tuottanut +46 %.

Hongqiao on osoittanut pystyvänsä kasvamaan kannattavasti, myös sen jälkeen kun perustaja Zhang luopui ohjaksista. Jo tämä yhdistettynä alhaiseen arvostukseen tekee siitä mielenkiintoisen sijoituskohteen ja houkutusta vain lisää erityisesti kiinalaiselle yhtiölle korkea osinkotuotto, noin 12 %.



**PACCARin Peterbilt-rekat** kuuluvat amerikkalaisen highway-romantiikan symboleihin. Nimi tulee konkurssin partaalla olleen yhtiön 1930-luvulla pelastaneelta sahayrittäjältä Al Petermanilta.

(... eli ei siitä, että tämän katsauksen kirjoittaja olisi osallistunut rekkojen rakentamiseen, toim. huom.)  
Kuva: Pixabay

**PACCAR** on maailman johtavia rekkayhtiöitä. Vuoden 2022 aikana 72 % sen liikevaihdoista tuli eri brändeillä myydyistä rekoista, 21 % niiden lisälaitteista ja -tarvikkeista sekä 7 % rahoituspalveluista. Rekkoja tuotettiin yli 150 000 kappaletta ja yhtiöllä oli yhteensä 28 000 työntekijää.

PACCARin pääkonttori on USA:ssa, mutta yli 40 % myynnistä tulee muualta. Tärkeimmistä rekkamerkeistä Kenworth ja Peterbilt on suunnattu pääosin kotimarkkinoille ja DAF lähinnä Eurooppaan.

PACCARin tarina alkaa vuodesta 1905, jolloin William Pigott perusti Seattle Car Manufacturing Companyn valmistamaan rautatie- ja metsätyölaitteita. Vuonna 1917 se sulautui Twohy Brothers -yhtiön kanssa ja otti uudeksi nimekseen Pacific Car and Foundry Company, mistä saatiin lyhennys PACCAR.

Rekkabuseineen tultiin ostamalla Kenworth Motor Truck Company vuonna 1945 ja vuonna 1958 hankittiin mukaan yksi pääkilpailijoista, Peterbilt Motors Company. Vuonna 1996 PACCAR osti hollantilaisen DAF Trucksin yli puolen miljardin dollarin kauppalla.

PACCAR on ollut listattuna NASDAQ:issa vuodesta 1972. Pigottin perheellä on osakkeista enää noin 6 %. Perheestä suurin omistaja on neljättä sukupolvea edustava Mark Pigott, joka toimi isänsä Charlesin jälkeen PACCARin toimitusjohtajana vuoteen 2014 asti. Toiseksi suurin on Markin veli John Pigott, joka kuuluu PACCARin hallitukseen.

Vuonna 2017 PACCARin liikevaihto oli 18,1 mrd dollaria ja sillä oli 3,6 mrd dollarin kassavarat. Viime vuoden liikevaihdoksi yhtiö raportoi 26,9 mrd USD, tulokseksi 2,8 mrd USD ja kassaksi 5,9 mrd USD. Viimeisimmän kymmenen vuoden aikana osinkotuotto on ollut keskimäärin 3,5 % ja osinkoja on maksettu yhteensä 8,9 miljardilla dollarilla.

Yhtiön oma pääoma on viimeisimmän viiden vuoden aikana noussut 8,1 miljardista 12,9 miljardiin dollariin. Osakkeen kurssi on tänä aikana noussut 32 %, 75:stä dollarista 99:een. PACCARin kurssi oli alimmillaan pandemiapölytyksessä maaliskuussa 2020, silloin 52 USD, ja korkeimmillaan nyt joulukuussa 2022, käväisten aina 105 dollarissa asti. Kirjoitushetkellä, vuoden 2023 alussa, ollaan hieman alle sadassa dollarissa.

Korkeimmillaan yhtiön arvostustaso on ollut p/e 25,7x ja ev/ebitda 15,4x. Nykyinen taso on p/e 12,2x ja ev/ebitda 8,8x. Vuoden 1972 noteerauksesta alkaen osake osinkoineen on tuottanut 14,2 % vuodessa eli yli 4 %-yksikköä vuodessa enemmän kuin S&P500.

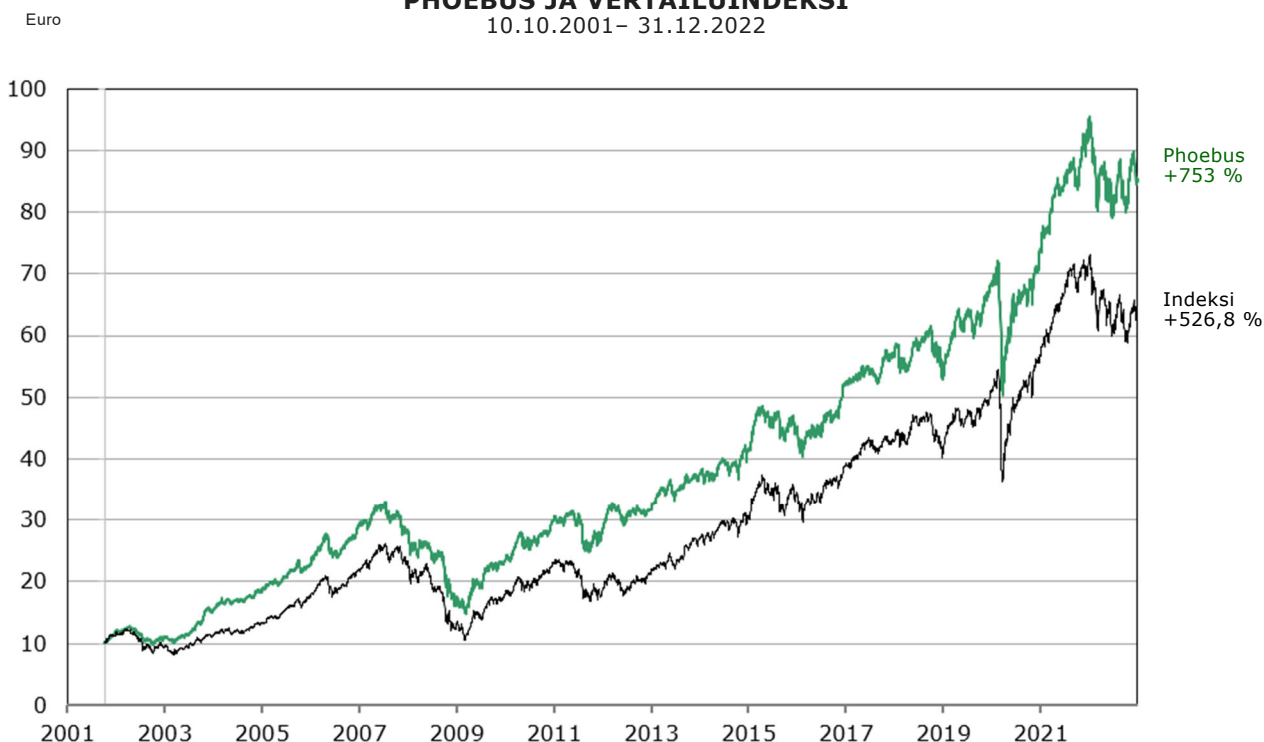
Pigottin perhe on vuosien varrella tehnyt erinomaisia työtä omistaja-arvon kasvattamiseksi. Yhtiön vahva rahoitusasema ja johtava markkina-asema luovat hyvän perustan pitkällekin ajomatalle sen kyydissä.

Peter Seligson, toimitusjohtaja  
Ahlström Invest BV  
peter.seligson@ahlstrominvest.com

**PHOEBUS**  
**31.12.2022**

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

**PHOEBUS JA VERTAILUINDEKSI**  
10.10.2001– 31.12.2022



**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	106,5
Vertailuindeksi	60 % OMX Helsinki Cap GI, 40 % MSCI AC World NDR (31.12.2014 asti 75 % / 25 %)
Hallinnointipalkkio	0,94 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (1 % jos sijoitusaika alle 360 pv)
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	0,95 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,00 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,96 %
Salkun kiertonopeus	1,16 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	7,49 %
Sijoituskohteita	27
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	6,62 %

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,23 %	13,74 %	6,08 %	12,54 %
Vuoden alusta	-9,85 %	16,10 %	-12,84 %	15,78 %
3 v	25,16 %	16,20 %	23,49 %	16,06 %
5 v	50,58 %	14,13 %	46,05 %	13,95 %
10 v	169,99 %	12,68 %	197,25 %	12,90 %
Aloituspäivästä	752,98 %	14,03 %	526,77 %	15,43 %
Aloituspäivästä p.a.	10,62 %		9,03 %	

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Maa

Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
AIR LIQUIDE SA	Ranska	8,0 %
O'REILLY AUTOMOTIVE INC	Yhdysvallat	6,8 %
SVENSKA HANDELSBANKEN AB	Ruotsi	5,9 %
FASTENAL CO	Yhdysvallat	5,6 %
COSTCO WHOLESALE CORP	Yhdysvallat	5,2 %
AUTOMATIC DATA PROCESSING INC	Yhdysvallat	4,9 %
DEERE & CO	Yhdysvallat	4,7 %
TRACTOR SUPPLY CO	Yhdysvallat	4,6 %
PROGRESSIVE CORP/THE	Yhdysvallat	4,5 %
TIETOEVRVY OYJ	Suomi	4,0 %

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

Kovin erikoinen vuosi 2022 sotineen, inflaatioineen ja koronnousuineen loppui aikamoiseen kurssiralliin. Ehkä siksi, että pitkät korot eivät syyskuun lopun jälkeen enää juuri nousseet, lyhyiden korkojen noususta huolimatta. Vertailuindeksimme nousi vuoden viimeisellä neljänneksellä +6,1 % ja Phoebus +6,2 %.

Vuoden aikana indeksi laski -12,8 % ja rahasto -9,8 %. Phoebus pärjäsi hyvin siitä huolimatta, että Nokian Renkaiden tuotto oli vuoden alusta osinkoineen -69 % ja Fortumin tuotto -38 %. Kumpikin kärsi paljon Venäjä-riskeistään ja näiden kahden vaikutus Phoebuksen tuottoon oli -5,2 % eli yli puolet rahaston arvosta.

Rahaston aloituksesta Phoebus on tuottanut +753,0 % ja vertailuindeksimme +526,8 %. Pysin 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

Ostin viimeisellä neljänneksellä lisää kuuden yhtiöidemme osakkeita, yhteensä 1,0 m€ arvosta. Ostojen suuruusjärjestyksessä ne olivat Nokian Renkaat, Givaudan, Fastenal, Novozymes, Sandvik ja Orkla.

Osinkoja saimme 0,1 m€ ja omistajat sijoittivat rahastoon nettona uutta rahaa 1,0 m€. Kassamme suhteellinen osuus laski hieman kurssien nousun myötä ja oli vuoden lopussa 3,8 % rahaston arvosta, joka on aika normaali taso.

Jakson aikana en myynyt mitään, mutta muutamien amerikkalaisten yhtiöidemme kurssinousun takia Phoebus on taas aika lähellä hajautusrajojaan, joten myynnit voivat olla lähiaikoina tarpeen. Kun joudun myymään parhaita osakkeitamme hajautussääntöjen takia teen sen itkien.

### Erinomainen pääomistaja

Painotan usein Phoebuksen yhtiövalinnossa yhtiön johdon laatua. Tarkoitin yleensä toimivaa johtoa tai hallitusta, mutta kulunut kvartaali sai minut entistä enemmän miettimään myös yhtiöidemme pääomistajien laatua.

Tanskalainen teollisuusentsyymien valmistajamme Novozymes kertoi joulukuussa ostavansa tanskalaisen mikrobien valmistajan Chr. Hansenin. Kyseessä ovat siis bakteerit, kuten Chr. Hansenin vuonna 2016 Valiolta 73 miljoonalla eurolla ostamassa Gefilus-liiketoiminnassakin. Yrityskauppa oli Phoebuksen salkkuyhtiöiden viime vuoden merkittävin.

Novozymesille kauppa on iso, se kasvattaa Novozymesia puolella, mutta myös looginen. Kumpikin yhtiö on toimialansa huippuja bioteknologiassa, yhtä kannattavia ja panostavat paljon tuotekehitykseen. Iso kauppa on aina riski, mutta pidän tätä ostoa paljon strategisesti fiksumpana kuin Novozymesin viime aikojen pienempiä yritysostoja.

Erikoinen piirre kaupassa oli, että tanskalainen Novosäätiö on molempien yhtiöiden suurin omistaja. Novozymesin osakkeista se omistaa 25,5 % mutta käyttää 72,6 % äänivaltaa listaamattomien A-osakkeiden kautta. Chr. Hansenin osakkeista ja äänistä se omistaa 22,0 %. Joku voisi ehkä siksi pitää säätiötä hieman jäävinä kaupan järjestelijänä.

Tavallaan se tuntui niin ajattelevan itsekin. Säätiö päätti nimittäin ottaa itselleen sulautumisvastikkeena kolmanneksen vähemmän uusia Novozymesin B-osakkeita kuin muut Chr. Hansenin osakkaat saavat.

Käytännössä säätiö siis jäväsi itsensä siltä 50 % yritys-kauppapreemiolta, jonka kauppa tarjosi pienemmille omistajille. Lisäksi se kertoi, että omistuksen nyt liudentuessa tulee se ostamaan osakkeita lisää pörssistä, jotta sen omistus ei laskisi alle 25,5% uudesta yhtiöstä.

Säätiö perustelee päätöstään sillä, että pitkäjänteisenä omistajana se tukee kauppaa ja näkee siinä paljon potentiaalia niin liiketoiminnallisesti, strategisesti kuin pitkän aikavälin arvonkehityksen kannalta ja suostuu siksi vähemmän edulliseen vaihtosuhteeseen.

### Yhtiökumppaneilla on väliä

Olen toiminut osakeanalytikkona ja salkunhoitajana 34 vuotta, enkä ole aiemmin nähnyt yhtä suoraa selkärankaa yhdenkään yhtiön pääomistajalta. Tällaisten omistajien kanssa on ilo olla yhtiökumppani.

Suomen valtio voisi ottaa tästä oppia. Se sai ansaitusti paljon kritiikkiä ryöstäessään marraskuussa itselleen prosentin Fortumista vähemmistöomistajien kustannuksella, vaikka se oli jäävempi kuin Novo-säätiö. Olen aiemmin myös kritisoinut niitä pääomistajia, jotka ovat keplotelleet itselleen preemion äänivaltaisista osakkeista eri osakesarjoja yhdistettäessä.

Kyynisemmin tarkasteltuna voisi kai tätä Novozymesinkin kauppaa miettiä niin, että Novo-säätiö hankkii A-osakkeidensa avulla valta-aseman nyt myös Chr. Hansenissa, sen muilta osakkailta. Mutta siinäkin tapauksessa transaktio on tehty reilulla tavalla: vallan menetyksestä saa asiallisen korvauksen.

Pääomistajia on siis kovin erilaisia, mutta miksi sillä on meille merkitystä? Vähemmistöomistajina emme voi päättää yhtiöidemme asioista, vaan meidän pitää luottaa siihen, että pääomistaja kohtelee meitä reilusti.

Toiset niin tekevät, jotkut taas eivät. Lienee selvää, että ensin mainittujen kanssa on mukavampaa, reilumpaa ja kannattavampaa olla samassa veneessä pitkällä matkalla. Novo-säätiön kanssa on ainakin helppoa ja selkeää olla yhtiökumppani, ajatteli nyt tehdyn järjestelyn motiiveja sitten mitä kautta tahansa.





Kun muistamme miten vaikea koronatilanne Pohjois-Italiassa oli keväällä 2020, on melkoinen ihme, että italialainen autojen ja moottori-  
pyörien jarrujen valmistajamme Brembo on kehittynyt niin hyvin sen jälkeen kun viimeksi esittelin sen katsauksessamme 3/2019.

Vuodesta 2019 Brembon liikevaihto on kasvanut +34 %, liiketulos +15 % ja osakekohtainen tulos +22 %. Osake on osinkoineen tuottanut +23 % samalla kun Phoebus on tuottanut +35 % ja vertailuindeksimme +30 %. Aivan indeksin tuottoon Brembo ei siis ole yltänyt, mutta olosuhteet huomioiden saavutus on erinomainen.

Pahimmillaan vuonna 2020 liikevaihto ehti jo laskea -15 %, liiketulos -43 % ja osakekohtainen tulos -41 %. Toipuminen tästä kahdessa vuodessa on siis ollut erittäin ripeää. Se on minusta hyvä osoitus siitä, että alansa johtavat yhtiöt hyötyvät usein eniten, kun markkinoilla on vaikeaa ja kilpailijat kärsivät.

Brembo onkin viime vuosina voittanut merkittävästi markkinaosuuksia. Sen henkilöautojen jarrujen myynti kasvoi vuonna 2021 +22 % ja vuoden 2022 tammi-syyskuussa +33 %, vaikka autojen myynti globaalisti kasvoi vuoden 2021 aikana vain +5 % ja laski vuonna 2022 -2 %. Moottori-  
pyörien jarruissa Brembon osuus on myös kasvanut sekä orgaanisesti että yritysostoin.

Pääsyy menestykseen on nähdäkseni siinä, että Brembo on toimialan selvänä teknologiajohtajana keskittynyt kalliiden autojen ja moottori-  
pyörien jarruihin, eikä juuri harjoita bulkkiliiketoimintaa. Minulta on kysytty, miten Brembo pärjää, kun sähköautot yleistyvät? Parin viime vuoden menestys on hyvin lupaava siinä suhteessa. Kalliiden autojen markkinasta on suurempi osuus siirtynyt sähköiseksi kuin perusautojen kohdalla.

En juuri ymmärrä teknologiaa, mutta Brembo vaikuttaa olevan hyvin innoissaan uudesta jarrukonseptistaan nimeltä Sensify, joka lanseerataan vuonna 2024. Se tulee digitaalisesti optimoimaan jarrutehon kullekin pyörälle erikseen, mikä lisää turvallisuutta ja vähentää päästöjä. Brembo näkee sen ABS:n kaltaisena innovaationa. Kuten innovaatiot yleensä, se tuotaneen kalleimpiin autoihin ensin ja niissä Brembo on vahvin.

Vuonna 2021 yhtiön pitkäaikainen hallituksen puheenjohtaja Alberto Bombassei jätti paikkansa väylylleen Matteo Tiraboschille. Se vaikuttaa hyvin valmistellulta ratkaisulta, päätösvalta säilyy perheen piirissä, kuten perheyhtiössä kuuluu olla.

Edellisen katsausesitykseni jälkeen Brembon kurssi on noussut hieman tulokasvua vähemmän, joten p/e-luku on enää 12,1x laskettuna edellisen 12 kuukauden tulokselle. Se on minusta tämän laatuluokan yhtiölle poikkeuksellisen vähän (kollegani Peter Seligson kutsui sitä ”ryöstöksi”).

Yhtiön paino salkussamme on 2,5 %, eikä sen minusta pidä olla ainakaan pienempi. Mutta kun kyseessä on kuitenkin alihankkija, niin ei ehkä paljon suurempikaan.

Jos yhtiöllä on kaksi hyvin kannattavaa liiketoimintaa ja kuusi vähemmän kannattavaa, joista se ei halua luopua, niin voiko se silti olla ”laatu-yhtiö”?



Se on ehkä ydinkysymys Lassila & Tikanojan suhteen. Esittelin yhtiön viimeksi katsauksessamme 2/2019.

Minusta L&T:n ympäristöliiketoiminta ja teollisuuden huoltotoiminta ovat aivan erinomaisia. Ne edustavat yli puolta liikevaihdosta ja liiketuloksesta yli 90 %. Niiden vuoksi yhtiö on ollut salkussamme rahaston alusta asti, siis jo 21 vuoden ajan. Alun perin ostin itse Säkki-välineen osakkeita jo 1980-luvulla, kun se irrotettiin paperiyhtiö Rosenlewistä.

Sen sijaan L&T:n siivoustoiminta Suomessa ja Ruotsissa, kiinteistöhuolto Suomessa, kiinteistötekniikka Suomessa ja Ruotsissa sekä uusiutuvien polttoaineiden logistiikkatoiminta Suomessa eivät ole kovin erikoisia liiketoimintoja.

Joskus jokin niistä tuottaa ihan kohtuullisesti, mutta enimmäkseen ei. Pääsyy lienee se, että niillä ei ole juuri pitkäjänteisiä kilpailuetuja ja on vaikea nähdä mistä sellaisia näillä toimialoilla tulisi.

Olen siksi odottanut jo vuosia, että johto, johon kuuluu mielestäni Suomen parhaita ammattilaisia, laittaisi yhtiön kuntoon. Pidän sekä ex-puheenjohtajaa Heikki Bergholmia, toimitusjohtajaa Eero Hautaniemeä että ex-kollegaani varapuheenjohtajaa Sakari Lassilaa erittäin fiksuina. He ymmärtävät kyllä miten hyvä liiketoiminta eroaa huonommasta.

Kolmessa ja puolessa vuodessa L&T on osinkoineen tuottanut -13 % samalla kun Phoebus on tuottanut +35 % ja vertailuindeksimme +34 %. Kun tuotto edellisellä kolmivuotisjaksolla oli vain +2 % ja ero noin +40 % rahaston ja indeksin hyväksi, on sijoitus pitkään ollut keho.

Se ei ehkä ole yllätys, kun sekä L&T:n liikevoitto että markkina-arvo ovat tänään hieman alempia kuin vuonna 2003 (!) eikä yhtiö ole siis 19 vuoteen tuottanut kuin osingot. Miksi sitten edelleen omistamme Lassila & Tikanojaa?

Koska näen siinä edelleen paljon potentiaalia - ehkä jopa entistä enemmän, kun ydintoiminnot ovat kehittyneet hyvin - jos vain yhtiön rakenne saadaan kuntoon ja kilpailuedut hyödynnettyä. Arvostus on laskenut ja on ev/ebit -kertoimella enää 12,3x, mikä ei ole kovin vaativa taso. Siksi odotan mielelläni vielä vähän aikaa.

L&T:n paino salkussamme on kurssilaskun jälkeen enää 3,2 % ja potentiaali on minusta paljon suurempi kuin riski. Erityisesti, jos yhtiö keskittyisi ydinosuutensa. Ja vaikka olisin yhtiön suhteen vieläkin väärässä, ei se olisi meille katastrofi.

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



## RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

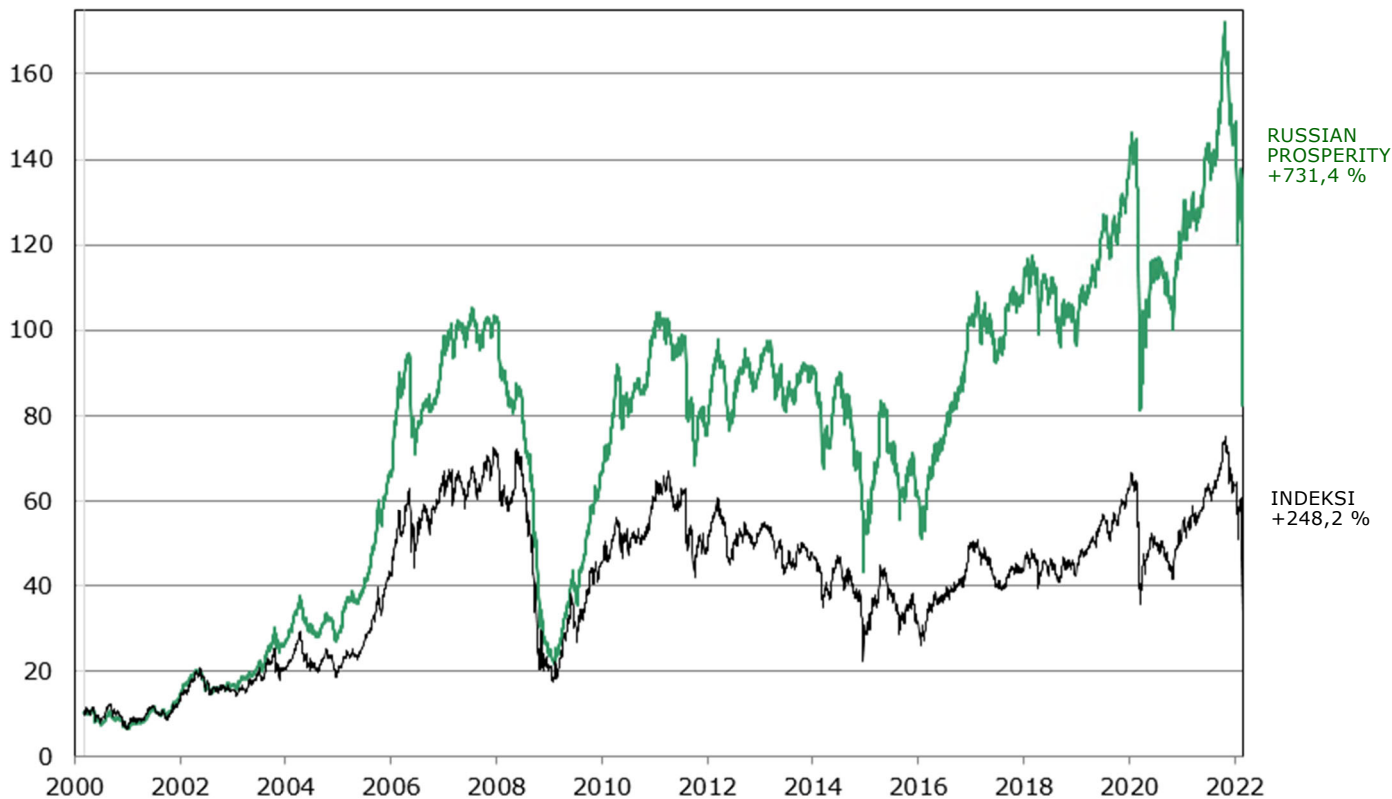
25.2.2022

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

Euro

### RUSSIAN PROSPERITY JA VERTAILUINDEKSI

8.3.2000 – 25.2.2022



#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakerahasto (syöttörahasto), Venäjä & lähialueet
Rahaston koko (milj. euroa)	18,6
Vertailuindeksi	RTS-index (huom! hintaindeksi)
Hallinnointipalkkio	1,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 180 pv; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-43,27 %	74,43 %	-45,35 %	86,39 %
1 v	-35,01 %	38,92 %	-38,33 %	45,08 %
3 v	-24,09 %	31,13 %	-29,09 %	35,86 %
5 v	-20,38 %	27,15 %	-27,10 %	31,29 %
10 v	-9,63 %	25,77 %	-37,24 %	31,35 %
Aloituspäivästä	731,36 %	24,32 %	248,16 %	33,97 %
Aloituspäivästä p.a.	10,11 %		5,84 %	

\* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2022-25.2.2022

Juoksevat kulut	2,25 % *
Tuottosidonnainen palkkio	-
Indeksi-poikkeama (tracking error)	7,31 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 25.2.2022	1,15 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) ei julkaista, koska niitä ei ole saatavilla rahastosta, johon syöttörahastona toimiva Russian Prosperity Fund Euro sijoittaa.	

\* Laskettu 1.1.2022 voimaan tulleella hallinnointipalkkiolla.

#### SUURIMMAT OMISTUKSET\*

	Maa	Osuus rahastosta
LUKOIL	Venäjä	9,9 %
MHP	Ukraina	9,3 %
GAZPROM	Venäjä	8,5 %
ROSHNEFT OIL COMPANY	Venäjä	6,0 %
MD MED GROUP INV	Venäjä	5,3 %
PETROPAVLOVSK	Venäjä	4,6 %
SBERBANK	Venäjä	3,6 %
SURGUTNEFTEGAS PUBLIC	Venäjä	3,4 %
LENTA	Venäjä	3,2 %
HALYK SAVINGS BK KAZAK.-GDR SPONS.-	Kazakstan	3,2 %

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

Venäjä hyökkäsi Ukrainaan 24. helmikuuta 2022 ja Moskovan pörssi sulkeutui ulkomaisilta sijoittajilta helmi-kuun 25. päivänä. Samalla myös Venäjälle sijoittaneet osakerahastot oli pakko sulkea merkinnöiltä ja lunastuksilta, koska rahastojen toimeksiantoja ei voitu toteuttaa.

Tilanne ei ole sen jälkeen olennaisesti muuttunut. Russian Prosperity Fund Euro -rahastomme on edelleen suljettu, eikä sen arvoa ole voitu laskea 25. helmikuuta jälkeen. Russian Prosperity Fund Euro on niin sanottu syöttörahas- to, joka sijoittaa Venäjälle kohderahastonsa Russian Prosperity Fund Luxembourgien kautta. Rahastomme voi siten olla avoinna vain silloin, kun sen kohderahastokin on.

Monet rahastoyhtiöt ilmoittivat viime vuonna Venäjä-rahastojensa lopullisesta sulkemisesta. Kohderahastomme salkunhoidosta vastaavan Prosperity Capital Managementin (PCM) mukaan lopettaminen ei kuitenkaan olisi osuudenomistajien edun mukaista. Pitämällä rahaston toiminnassa varmistamme sen sijoittajille mahdollisuuden olla mukana, jos tilanne Venäjällä muuttuu.

### Nollaus raporteilla

Vuodenvaihteessa merkitsimme rahaston arvon toistaiseksi nollassa *raporteillamme*, koska sijoittajat eivät pysty realisoimaan varojaan. Näin raportit näyttävät vain lunastettavissa olevat varat. Russian Prosperity -osuuden todellista arvoa ei kuitenkaan pystytä millään luotettavalla tavalla määrittämään.

Venäläiset yritykset ovat toistaiseksi selvinneet pakotteista ja heikentyvästä kysynnästä, mutta kansainvälisten sijoittajien ja yritysten joukkopako on tuonut mukanaan haasteita. Sijoittajille oleellista olisi normaali kaupankäynti Venäjän pörssissä sekä varojen siirto maahan ja sieltä pois.

Kumpikaan ei nyt toimi, joten varojamme ei voida realisoida, vaikka monilla rahaston yrityksistä menee odotettua paremmin eikä sen omistuksia ole kansallistettu tai muutoin lopullisesti menetetty. PCM uskoo Moskovan pörssin avaavan markkinat ulkomaisille sijoittajille jossain vaiheessa, mutta pitää varojen kotiuttamista aivan lähitulevaisuudessa hyvin epätodennäköisenä.

Pientä edistystä nähtiin kun Moskovan pörssi avasi joukkovelkakirjamarkkinansa uudelleen ulkomaisille sijoittajille niistä maista, jotka Venäjän mukaan eivät ole sille vihamielisiä. Suunnitelmissa on myös ollut Moskovan pörssin kaupankäynnin jakaminen kahteen osaan, ulkomaalaiseen ja paikalliseen, mutta tämä ei ole aina- kaan vielä toteutunut.

### Valtionalous

Venäjän valtionalouden kehitys oli vuoden aikana laskusuuntaista, mutta olosuhteisiin nähden maltillisesti. Sodan puhkeamisen jälkeen odotettiin noin 10–20 % laskua, mutta Venäjän talousministeriön syksyn ennusteissa bkt:n odotetaan nyt supistuneen 3–5 % vuonna 2022, ja saman verran lisää tänä vuonna.

**Huom!** Vuonna 2023 emme enää julkaise erillistä Russian Prosperity -rahaston katsausta, mikäli uutta kerrottavaa ei ole. Seuraamme tilannetta aktiivisesti ja tiedotamme rahaston omistajille heti, kun/jos saamme uutta relevanttia tietoa.

Talouselinkehitystä painoi lähinnä heikko kulutus. Inflaatio kiihtyi rajusti heti sodan alussa ja iski kotitalouksien ostovoimaan. Osittainen liikekannallepano vähensi työvoimaa, kun työikäisiä miehiä alettiin lähettää rintamalle ja moni pakeni maasta.

Venäjän teollisuus on monien muiden maiden tavoin riippuvaista ulkomailta tuotavista tuotteista ja esimerkiksi autoteollisuus on kansainvälisten pakotteiden ja länsiyhtiöiden vetäytymisen seurauksena kärsinyt komponenttipulasta ja tuotantoketjuista on tullut monimutkaisempia ja hitaampia.

Venäjän valtio käynnisti sodan takia erilaisia elvytys- ohjelmia ja on tukenut taloutta monin keinoin. Eurooppalaisia öljytuloja korvattiin viennillä uusille markkinoille, mm. Kiinaan ja Intiaan. Valtion omistamia yhtiöitä verotettiin rankasti. Esimerkiksi öljy- ja kaasuyhtiö Gazpromilta perittiin valtava ylimääräinen tuotantovero, joka vastasi noin 0,8 % koko vuoden bkt:stä. Pakotteista huolimatta juuri öljy- ja kaasutu- lot pitivät Venäjän taloutta yllä myös vuonna 2022.

### Elinkeinoelämä

Pakotteiden vaikutus on kahtalainen: suuret energia- yhtiöt ovat pääosin hyötynneet raaka-aineiden korkeista hinnoista, kun taas kotimarkkinoilla toimivat yhtiöt ovat kärsineet inflaatiosta.

Venäjän pankkisektori taas on lähtökohtaisesti hyvin pääomitettu ja luottotappioiden määrä on toistaiseksi ollut vähäistä. Nykyinen rahoitusympäristö on kuitenkin sodan takia hankala, etenkin Venäjän ulkopuolella. Venäjän suurin pankki Sberbank vetäytyi Euroopan markkinoilta jouduttuaan länsimaiden pakotteiden kohteeksi.

Kohderahastomme salkussa on myös ukrainalainen siipikarjayhtiö MHP, joka on onnistunut sodasta huolimatta toimimaan yli odotusten. Tuotanto saatiin viime syksyn aikana nostettua noin 90 prosentiin kapasiteetista. Yhtiön onneksi suurin osa kanaloista sijaitsee nykyisten sota-alueiden ulkopuolella.

Vaikka Venäjän talous on toistaiseksi pysynyt jotta- kuinkin tasapainossa, tulevat pakotteiden vaikutukset näkymään pidemmällä aikavälillä. Tämän vuoden kasvumahdollisuuksia heikentävät erityisesti EU:n asettamat öljyn tuontikiellot sekä jatkuvat inflaatiopaineet. Pakotteet vievät Venäjältä mahdollisuuden uusimman teknologian hyödyntämiseen sekä ulko- maisten erikoisosajien käyttämiseen.

*Prosperity Capital Managementin  
raporttien pohjalta,*



Jonathan Aalto  
jonathan.aalto@seligson.fi

## SELIGSON & CO TROPICO LATAM

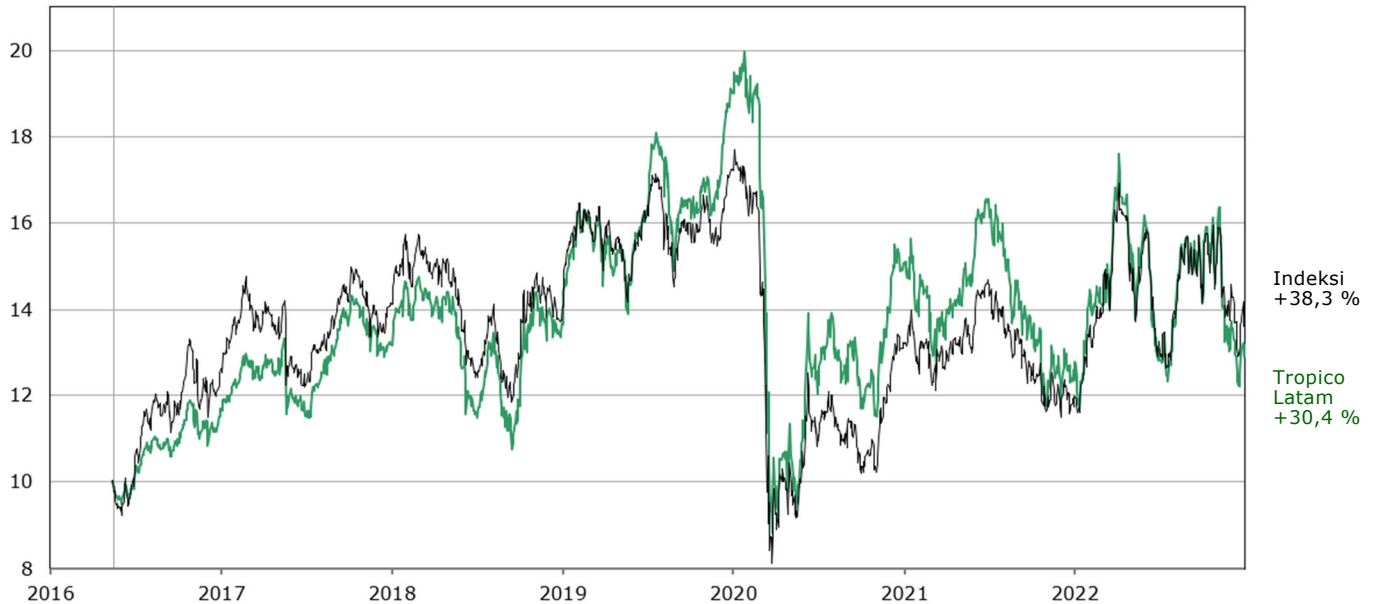
31.12.2022

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

### TROPICO LATAM JA VERTAILUINDEKSI

12.5.2016 – 31.12.2022

Euro



#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	12.5.2016
Tyyppi	Osakerahasto: Brasilia, Chile, Kolumbia, Peru
Rahaston koko (milj. euroa)	6,7
Vertailuindeksi	90 % STOXX Brazil Total Market NR 10 % S&P Dow Jones Mila Andean 40 NTR (30.11.2022 saakka 70 % STOXX Brazil 30 % S&P Dow Jones Mila Andean)
Hallinnointipalkkio	1,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 180 pv)
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö
Neuvonantaja	Tropico Latin America Investments

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	1,75 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,79 %
Salkun kiertonopeus	19,41 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	10,31 %
Sijoituskohteita	39
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	1,56 %

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-7,71 %	38,86 %	-2,27 %	36,76 %
Vuoden alusta	1,94 %	33,43 %	15,55 %	30,12 %
3 v	-31,45 %	38,55 %	-19,72 %	34,95 %
5 v	-1,31 %	33,60 %	-2,34 %	30,70 %
Aloituspäivästä	30,37 %	30,54 %	38,33 %	29,10 %
Aloituspäivästä p.a.	4,08 %		5,01 %	

#### SUURIMMAT OSAKEOMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
VALE SA	Brasilia	8,6 %
BEMOBI MOBILE TECH SA	Brasilia	5,9 %
DESKTOP - SIGMANET COMUNICACAO	Brasilia	4,6 %
SUZANO SA	Brasilia	4,4 %
ALIANSC SONAE SHOPPING CENTER	Brasilia	4,3 %
3R PETROLEUM OLEO E GAS SA	Brasilia	3,8 %
ITAU UNIBANCO HOLDING SA	Brasilia	3,8 %
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES SA	Brasilia	3,6 %
SIMPAR SA	Brasilia	3,6 %
ITAU CORPBANCA CHILE SA	Chile	3,5 %

Tropico LatAm -rahastomme osuuden arvo laski vuoden viimeisen neljänneksen aikana -7,7 % ja rahaston vertailuindeksi -2,3 %. Koko vuoden luvut olivat +1,9 % rahastolle ja +15,5 % vertailuindeksille.

Vuosi 2022 oli Latinalaiseen Amerikkaan sijoittavalle kaksijakoinen. Raaka-ainehintojen ja yleisen talousoptimismin vetämänä alue oli alkuvuoden parhaita. Myös maataloustuotteiden kohonneet hinnat nostivat kurseja, mutta keväällä tapahtui käänne ja alueen osakemarkkinat laskivat muun maailman tavoin, kohonneen inflaation ja heikomman kysynnän seurauksena. Lisää kylmää vettä sijoittajien niskaan lisäsivät valuuttoja heikentäneet Yhdysvaltojen koronnostot.

Turbulenssista huolimatta Latinalaisen Amerikan osakemarkkinat tarjosivat vuoden aikana euroissa mitattuna positiivisen tuoton. Rahastomme pärjasi kuitenkin selvästi huonommin kuin sen vertailuindeksi. Suurin syy oli ylipainomme pienissä yhtiöissä. Niiden tuotot jäivät tällä jaksolla selvästi yleismarkkinan ja suurten yritysten kehityksestä.

Brasiliassa sijoittajat olivat lähtökohtaisesti optimistisiä maan presidenttivaalien lopputuloksesta, vaikka voittaja oli vasemmistolainen Luiz Inácio Lula da Silva. Hän palasi niukalla enemmistöllä presidentiksi yli vuosikymmenen tauon jälkeen.

Lula muistetaan Brasiliassa yhä maan talouden kultaajan presidenttinä. Silloin 2000-luvun raaka-ainebuumi ja Lulan hallinnon politiikka nostivat miljoonia ihmisiä köyhyydestä. Lula kampanjoi nytkin lupauksilla tasa-arvoisemmasta yhteiskunnasta, työpaikoista ja nälänhädän selättämisestä. Ympäristöpolitiikkaa ollaan viemässä uudelleen ilmastonmuutosta hillitsevään suuntaan.

Talouspolitiikan suhteen presidentinvaihdosta ei pidetä kovin dramaattisena, vaikka Lulan talouslinja on vielä melko epäselvä. Haasteita kuitenkin riittää. Suurin osa budjetista kuluu lakisääteisiin pakollisiin menoihin kuten valtion työntekijöiden palkkoihin ja eläkkeisiin. Samaan aikaan tarpeet infrastruktuuri-investointeihin ovat todella suuria.

Rahastomme kohdemaista Peru ajautui joulukuussa poliittiseen kriisiin, kun maan eduskunta äänesti presidentti Pedro Castillon erottamisen puolesta. Castillo yritti ennen sitä pelastaa asemansa ilmoittamalla hajottavansa parlamentin. Castilloa vastaan oli tätä ennen nostettu useita eri korruptiotutkintoja.

Uudeksi presidentiksi nousi varapresidentti Dina Boluarte, joka on laajojen mielenosoitusten tukahduttamiseksi vaatinut eduskuntaa aikaistamaan vuoden 2026 presidentinvaaleja. Perussa omistamme osuuden Creditcorpista, maan suurimmasta pankista.

Chilessä maan uusin perustuslakiehdotus äänestettiin syyskuun kansanäänestyksessä kumoon. Chileläiset ovat hyvinkin yksimielisiä uudistuksien tarpeesta mutta sisällöstä taas eivät. Näkymät vuoden 2023 kehitykseen asian suhteen ovat jokseenkin sumeat.

## Rahaston salkku ja indeksimuutos

Rahastossamme oli vuoden lopussa 38 yhtiön osaketta ja likviditeetin hallintaa varten neljä pientä rahastosi-joitusta. Maajako ei ole vuoden aikana juuri muuttunut: brasilialaisyhtiöiden osuus on pysynyt noin 90 prosentin tuntumassa jo pitkään.

Päätimme siksi päivittää rahaston tunnuslukujen raportoinnissa käytettävää vertailuindeksiä niin, että vertailukohtana on jatkossa yhdistelmä, jossa on 90 % Brasilian osakemarkkinoita kuvaavaa indeksiä ja 10 % Brasilian lähimarkkinoita kuvaavaa indeksiä. Vanha jako oli Brasilia 70 % ja lähimaat 30 %. Muutoksen jälkeen vertailuindeksi vastaa paremmin rahaston tosiasiallista maajakoa.

Salkun suurimmat sijoitukset pysyivät vuoden aikana melko ennallaan. Kaivosyhtiö Vale, kauppakeskusoperaattori Aliansce Sonaes, mobiilisovelluksia kehittävä Bemobi Mobile Tech ja selluyhtiö Suzano olivat viime vuodenvaihteessa viiden suurimman sijoituksen joukossa ja muodostivat yhä yli viidenneksen rahastosta.

Vuoden viimeisen neljänneksen aikana salkkuun tuli mukaan mainospalveluja tarjoava Eletromida, öljy-yhtiö Petroreconcavo, sijoitusyhtiö Cosan, öljy-yhtiö Petro Rio sekä São Paulossa sijaitseva pörssi Brasil Bolsa Balcao. Myyntiin meni lihantuottaja JBS sekä valokuituyhtiö Oi.

Vuoden aikana kasvatimme myös omistustamme Latinalaisen Amerikan "Amazonissa" eli verkkokauppayhtiö MercadoLibressä. Yhtiö toimii lähinnä kolmansien osapuolten kaupankäyntipaikkana, missä yritykset ja yksityishenkilöt voivat listata ja myydä tuotteitaan.

MercadoLibren liikevaihto oli viime vuonna noin 10 miljardia euroa ja myyntikate +48 %. Viime vuosien investointeihin on kuulunut oman rahoitusyhtiön perustaminen, tarkoituksena lainata rahaa markkina-alustan käyttäjille. Neuvonantajamme Trópico Investmentsin mukaan yhtiön logistiikkaverkosto ja johtava markkina-asema tarjoaa sille hyvät kasvumahdollisuudet.

Salkkumme paras sijoitus viime vuonna oli chileläinen marjatuottajamme Hortifrut, jonka euromääräinen osakekurssi nousi yli +60 %, kun kanadalainen eläkesäätiö PSP Investments teki yhtiöstä ostotarjouksen. PSP Investments omistaa Hortifrutista jo nyt vajaat 5 % ja tarkoitus on nostaa osuutta vajaaseen 50 prosenttiin niin, että nykyiset perheomistajat pysyvät enemmistössä. Mikäli tarjous hyväksytään, tulee Hortifrutista listaamaton yhtiö ja rahastomme joutuu valitettavasti etsimään uusia yhtä hyviä kohteita myynnistä saataville varoille.

*Neuvonantaja Trópico Latin American Investmentsin raporttien pohjalta,*



Jonathan Aalto  
jonathan.aalto@seligson.fi

# INDEKSIRAHASTOJEN VUOSI 2022

Vuosi sitten iloitsimme Pohjois-Amerikka Indeksirahaston historian parhaasta vuodesta 2021. Vuonna 2022 markkinat tarjosivat hieman kylmempää kyytiä: -13,0 %. Laskua hieman pehmensi dollarin noin kymmenen prosentin vahvistuminen euroon nähden.

Eniten tippuivat teknologiaosakkeet. Ne aiheuttivat rahastolle noin -10 % laskun ja pelkästään Microsoft, Nvidia ja Alphabet vastasivat kuudesta prosenttiyksiköstä. Nyt rahaston sijoituksista on 42 % tekno-osakkeissa; vuosi sitten niiden osuus oli lähes puolet.

Aasia ja Eurooppa Indeksirahastojen toimialajakauma on edelleen tasaisempi kuin Pohjois-Amerikka Indeksirahastossa, mutta niissäkin näkyi sama teknolaskun trendi. Eurooppa Indeksirahaston arvo laski yhteensä -9,2 %, josta noin kolmasosa selittyy teknoyhtiöiden laskulla. Aasia Indeksirahasto tippui -7,2 % ja teknoyhtiöiden tekosia oli tästä yli puolet eli -4 %.

Suomi Indeksirahasto jatkaa erittäin teollisuusvetoisena, niitä on yli puolet rahastosta. Arvonlaskua tuli viime vuonna -8,8 %. Teollisuusyhtiöiden kehitys aiheutti laskua noin -3,5 %, teknoyhtiöiden noin -2,5 %.

Monena aiempänä vuonna olemme valitelleet rahastojen käteisen aiheuttaneen nousumarkkinassa sen, että ne ovat jääneet indeksistään yli hallinnointipalkkionsa määrän. Nyt oli toisin: markkinoiden laskiessa käteinen loivensi rahastojen arvon laskua sen verran, että indeksilleen palkkiota enemmän jäi vain Pohjois-Amerikka Indeksirahasto. Sen osalta tuottovajeen saivat aikaan osinkojen lähdeverot, joita ei huomioida indeksissä, vaikka rahasto ne joutuu maksamaan.

Osakelainauksella ei myöskään vuonna 2022 saatu rahastoille lisätuottoja, mutta jos kohonneet ohjaukset laskevat hyvälaatuisten vakuuslainojen käyttökynnyksiä, voidaan niitä ehkä tulevaisuudessa taas nähdä.

## Global Top 25 Pharmaceuticals ja Brands

Teimme Global Top 25 -rahastojemme yhtiövalintaprosessiin pienen lisäyksen. Huomioimme jatkossa yhtiöiden ympäristöön ja yhteiskuntaan vaikuttavia ominaisuuksia.

Tästä ei aiheudu perustavanlaatuisia muutoksia rahastojen sijoituspolitiikkaan, vaan Brands-rahaston yhtiövalintojen tärkein tekijä on jatkossakin arvio yhtiöiden brändiarvosta verrattuna markkina-arvoon. Vastaavasti Pharmaceuticals-rahaston yhtiövalinnoissa oleellista on edelleen yhtiöiden koko, tutkimus- ja tuotekehityspainostusten osuus, sekä hajautettu tuoteportfolio.

Pharmaceuticals-rahaston yhtiövalintatarkastelun kautta emme päätyneet tekemään yhtään muutosta rahaston salkkuun. Loppuvuodesta toteutimme kerran vuodessa tehtävät sijoitusten uudelleentasapainotukset.

Brands-rahastoon nousi uutena yhtiönä yhdysvaltalainen verkkokauppajätti Amazon. Verkkokaupan lisäksi se tuottaa pilvipalveluja (AWS) ja viihdettä sekä myy omia tuotteitaan. Niistä kuluttajille tutuimpia lienevät Kindle-lukulaitteet, Fire-tabletit, Alexa-älylaitteet sekä suoratoistopalvelu Amazon Prime Video. Tilaa Amazonille teki verkkokauppayhtiö eBay.

## Korkorahastot

Indeksejä mallintavat pitkän koron rahastomme painuivat vuoden aikana rajusti pakkaselle: Euro Corporate Bond -14,0 % ja Euro-obligaatio -18,7 %. Vaikka juoksevat tuotot ovat korkotason nousun myötä kohonneet 3 %:n tuntumaan, jäädyään vielä selvästi inflaatiosta eli reaalin korkotuotto on yhä negatiivinen.

Alle vuoden viitekorot nousivat myös voimakkaasti. Esimerkiksi 3kk euribor oli vuoden alussa -0,57 % ja vuoden lopussa päädyttiin tasolle 2,13 %. Tätä voidaan pitää myös Rahamarkkinarahastomme suuntaa antavana tuottotasona, vaikka toteutuneeseen tuottoon vaikuttavat toki muutkin asiat.

Pankkien selvästi hidastellessa talletuskorkojensa nostoja, voi Rahamarkkinan houkuttelevuus kassanhallinnassa lisääntyä positiivisen nominaalisen tuotto-odotuksen kautta.

*Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa*

indeksirahastojen salkunhoitajat  
etunimi.sukunimi@seligson.fi

	Juoksevat kulut		Osakevälityspalkkiot	Lähdeverot vs. indeksi	Osakelainaus-tuotot	Rahaston saamat kaupankäyntipalkkiot	Muut (esim. spreadit, käteisen vaihtokustannus)	Rahaston ero indeksiin
	Hallinnointipalkkio	Säilytys, kauppajen selvitys						
OMX Helsinki 25 ETF	-0,15 %	-	-0,04 %	-	0,00 %	-	0,02 %	-0,17 %
Suomi Indeksirahasto	-0,45 %	±0,00 %	-0,02 %	-	0,00 %	0,02 %	0,05 %	-0,40 %
Eurooppa Indeksirahasto	-0,44 %	-0,01 %	-0,07 %	0,22 %	0,00 %	0,02 %	0,07 %	-0,19 %
Pohjois-Amerikka Indeksir.	-0,42 %	-0,01 %	-0,01 %	-0,26 %	-	0,02 %	0,14 %	-0,54 %
Aasia Indeksirahasto	-0,43 %	-0,03 %	-0,02 %	0,09 %	-	0,01 %	-0,03 %	-0,41 %

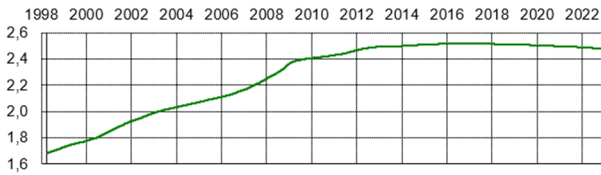
**Indeksirahastojen erot indekseihin, vaikuttavia tekijöitä 2022.** Euroopan ja Aasian osalta on maksettu vähemmän lähdeveroja kuin indeksinlaskija on arvioinut niiden osuudeksi. Pohjois-Amerikka Indeksirahaston seuraamassa indeksissä taas ei lähdeveroja huomioida lainkaan eli kaikki maksetut lähdeverot ovat negatiivisia. Lähdeveron palautukset on huomioitu positiivisina "muut" sarakkeessa, koska niitä ei huomioida vertailuindekseissä, näitä palautuksia saatu etenkin EU-maista. Sarakkeen "muut" ero tulee lähinnä osake- ja valuuttakauppojen **spreadikustannuksista** sekä rahaston käteisvaroista. **Käteinen** koostuu mm. rahastojen vastaanottamista sijoittamattomista merkintävaroista, osinkosaamisista sekä muista rahaston toimintaan liittyvistä välttämättömistä käteisvaroista.

**Kaupankäyntikuluissa** on mukana mm. mahdolliset osakekaupan leimaverot. Indeksien laskentaa on synkronoitu rahastojen arvonlaskennan kanssa siten, että valuuttakonversioissa käytetään samoja kellonaikoja. OMX Helsinki pörssinoteeratusta rahastossa säilytys sisältyy hallinnointipalkkioon, toisin kuin muissa rahastoissa. Taulukon kohdat "±0,00" tarkoittavat sitä, että luku on positiivinen/negatiivinen, mutta kahdella desimaalilla ilmaistuna nolla. Taulukko perustuu keskimääräisiin rahastopääomiin. Koska rahastopääoma vaihtelee vuoden mittaan niin esimerkiksi tuhannen euron kuluerän prosenttimääräinen vaikutus riippuu rahaston kulloisestakin koosta.



**RAHAMARKKINARAHASTO**  
31.12.2022

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Rahamarkkinarahasto sijoittaa lyhyisiin euromääräisiin korkoinstrumentteihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Rahamarkkinainstrumentit, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	179,6
Raportoinnissa käytettävä indeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointipalkkio	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä- / lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Indeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,24 %	0,15 %	0,20 %	0,11 %
Vuoden alusta	-0,21 %	0,13 %	-0,36 %	0,10 %
3 v	-0,77 %	0,08 %	-1,28 %	0,06 %
5 v	-1,21 %	0,07 %	-1,94 %	0,05 %
10 v	-0,33 %	0,05 %	-2,00 %	0,04 %
Aloituspäivästä	47,70 %	0,14 %	48,11 %	0,16 %
Aloituspäivästä p.a.	1,59 %		1,60 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kokonaiskulut (TKA)	0,18 %
Salkun kiertonopeus	55,07 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,29
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,10 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,68 %

**Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina**

Maa Osuus rahastosta

Nordea	Suomi	14,6 %
Handelsbanken	Suomi	14,5 %
Oma Säästöpankki	Suomi	13,9 %
AsuntoHypoPankki	Suomi	13,4 %
Säästöpankkiryhmä	Suomi	12,1 %

**Suurimmat yksittäiset omistukset**

Maa Osuus rahastosta

Nordea -tilisopimus	Suomi	14,6 %
Handelsbanken -tilisopimus	Suomi	14,5 %
Sijoitustodistus Aktia 14.09.2023	Suomi	3,3 %
Määräaikainen talletus Oma Säästöpankki 29.09.2023	Suomi	2,8 %
Määräaikainen talletus AsuntoHypoPankki 21.06.2023	Suomi	2,8 %
Määräaikainen talletus Oma Säästöpankki 04.01.2023	Suomi	2,8 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 23.01.2023	Suomi	2,8 %

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

**EURO-OBLIGAATIO**  
31.12.2022

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Euro-obligaatio mallintaa euroalueen valtioiden euromääräisten lainojen indeksia.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	71,2
Mallinnettava indeksi	Rahasto mallintaa euromääräisten valtioiden joukkolainojen kehitystä kuvaavan indeksin ominaisuuksia. Tällä hetkellä käytettävä indeksi on iBoxx EUR Eurozone TRI *
Hallinnointipalkkio	0,27 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 90 pv)
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

\* 30.6.2017 asti EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Y  
30.6.2018 asti ICE BofAML Euro Government

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Indeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,86 %	9,82 %	-2,06 %	9,82 %
Vuoden alusta	-18,71 %	9,09 %	-18,44 %	8,72 %
3 v	-17,96 %	6,51 %	-17,30 %	6,20 %
5 v	-12,59 %	5,44 %	-10,88 %	5,28 %
10 v	5,73 %	4,62 %	8,94 %	4,56 %
Aloituspäivästä	107,03 %	4,16 %	112,67 %	4,10 %
Aloituspäivästä p.a.	3,05 %		3,16 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kokonaiskulut (TKA)	0,28 %
Salkun kiertonopeus	-8,33 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 23,8%, AA 36,6%, A 15,3%, BBB 24,3%
Salkun korkoriski (duraatio)	7,08
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,34 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,00 %

**Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina**

Maa Osuus rahastosta

Ranskan valtio	Ranska	24,43 %
Italian valtio	Italia	21,85 %
Saksan valtio	Saksa	19,13 %
Espanjan valtio	Espanja	14,42 %
Belgian valtio	Belgia	5,52 %

**Suurimmat yksittäiset omistukset**

Maa Osuus rahastosta

Ranskan valtion obligaatio 5,5% 25.4.2029	Ranska	5,2 %
Ranskan valtion obligaatio 5,75% 25.10.2032	Ranska	5,1 %
Ranskan valtion obligaatio 3,5% 25.4.2026	Ranska	5,0 %
Italian valtion obligaatio 2% 1.12.2025	Italia	4,9 %
Italian valtion obligaatio 6,5% 1.11.2027	Italia	4,6 %
Saksan valtion obligaatio 5,625% 4.1.2028	Saksa	4,1 %
Espanjan valtion obligaatio 4,65% 30.7.2025	Espanja	3,9 %

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

## EURO CORPORATE BOND

31.12.2022

### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro Corporate Bond mallintaa euromääräisten yrityslainojen indeksiä.

### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	51,4
Mallinnettava indeksi	Rahasto mallintaa euromääräisten yrityslainojen kehitystä kuvaavan indeksin ominaisuuksia. Tällä hetkellä käytettävä indeksi on iBoxx EUR Non-Financials TRI *
Hallinnointipalkkio	0,32 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 90 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

\* 1.7.2018 asti The BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,87 %	6,81 %	1,12 %	6,33 %
Vuoden alusta	-14,04 %	6,59 %	-14,77 %	6,11 %
3 v	-13,70 %	4,50 %	-13,39 %	4,43 %
5 v	-10,14 %	3,68 %	-8,82 %	3,64 %
10 v	1,90 %	3,05 %	7,56 %	3,05 %
Aloituspäivästä	81,24 %	3,11 %	105,81 %	3,02 %
Aloituspäivästä p.a.	2,83 %		3,45 %	
	2,83 %		3,45 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	0,34 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kokonaiskulut (TKA)	0,34 %
Salkun kiertonopeus	-6,44 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 0,3%, AA 7,2%, A 39,9%, BBB 52,6%
Salkun korkoriski (duraatio)	4,70
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,18 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,01 %

### Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa Osuus rahastosta

VOLKSWAGEN AG	Saksa	3,8 %
TOTALENERGIES SE	Ranska	2,0 %
DAIMLER AG	Saksa	2,0 %
ORANGE SA	Ranska	1,9 %
ENEL FINANCE INTERNATIONAL NV	Alankomaat	1,9 %

### Suurimmat yksittäiset omistukset

Maa Osuus rahastosta

Volkswagen Intfn 1,875% 30.3.2027	Saksa	1,4 %
Enel Fin Intl Nv 1% 16.9.2024	Italia	1,3 %
Volkswagen Leas 2,625% 15.1.2024	Saksa	1,2 %
Siemens Finan 2,875% 10.3.2028	Alankomaat	1,2 %
Total Cap Intl 1,375% 19.3.2025	Ranska	1,1 %
France Telecom 8,125% 28.1.2033	Ranska	1,1 %
Ab Inbev Sa/Nv 1,5% 18.4.2030	Belgia	1,0 %

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

## SUOMI INDEKSIRAHASTO

31.12.2022

### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	174,8
Vertailuindeksi	OMX Sustainability Finland*
Hallinnointipalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

\* Hinta-indeksi 30.6.2005 asti, 1.7.2005 alk. Helsinki Benchmark Cap -tuotoindeksi 28.2.2011 saakka ja 1.3.2011 alkaen OMX Sustainability Finland Index.

### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	11,93 %	17,28 %	12,09 %	17,28 %
Vuoden alusta	-8,84 %	22,11 %	-8,44 %	22,13 %
3 v	25,95 %	22,41 %	27,95 %	22,44 %
5 v	45,18 %	19,46 %	48,71 %	19,49 %
10 v	203,69 %	18,13 %	217,35 %	18,16 %
Aloituspäivästä	579,53 %	22,86 %	508,57 %	23,06 %
Aloituspäivästä p.a.	8,05 %		7,56 %	
	8,05 %		7,56 %	

### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,47 %
Salkun kiertonopeus	11,70 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,16 %
Sijoituskohteita	40
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,18 %

### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

SAMPO OYJ	Suomi	10,2 %
NORDEA BANK ABP	Suomi	10,2 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	10,0 %
KONE OYJ	Suomi	9,7 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,4 %
NESTE OYJ	Suomi	8,8 %
STORA ENSO OYJ	Suomi	5,2 %
KESKO OYJ	Suomi	4,3 %
ORION OYJ	Suomi	3,8 %
ELISA OYJ	Suomi	3,8 %

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

## PASSIIVISET RAHASTOT

### OMX HELSINKI 25 PÖRSSINOTEERATTU RAHASTO

31.12.2022

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	392,7
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, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto			Indeksi	
	Osuuden arvonnekehitys	Voitonjako-korjattu tuotto *	Volatili-teetti	Tuotto	Volatili-teetti
3 kk	10,22 %	10,22 %	16,56 %	10,27 %	16,57 %
Vuoden alusta	-10,20 %	-10,20 %	22,36 %	-10,03 %	22,37 %
3 v	26,09 %	26,09 %	22,24 %	26,90 %	22,25 %
5 v	47,56 %	47,56 %	19,57 %	49,07 %	19,57 %
10 v	193,71 %	218,53 %	18,33 %	196,94 %	18,55 %
Aloituspäivästä	314,23 %	592,54 %	21,29 %	318,89 %	21,51 %
Aloituspäiv. p.a.	7,04 %	9,70 %		7,09 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	0,15 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	9,80 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,09 % **
Sijoituskohteita	25
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,00 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

KONE OYJ	Suomi	11,1 %
SAMPO OYJ	Suomi	10,1 %
NORDEA BANK ABP	Suomi	9,9 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,8 %
NESTE OYJ	Suomi	9,3 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,2 %
STORA ENSO OYJ	Suomi	5,1 %
ELISA OYJ	Suomi	4,7 %
METSO OUTOTEC OYJ	Suomi	4,3 %
FORTUM OYJ	Suomi	4,3 %

\* Huom! Voitonjakokorjattu tuotto on laskettu 27.2.2015 asti ottaen huomioon rahastosta jaetut tuotonmaksut; tämä kuvaa paremmin sijoittajan saamaa tuottoa. Sen jälkeen rahastossa on vain kasvuosuuksia eikä korjausta tarvita. Myös vertailuindeksi on hintaindeksi 27.2.2015 asti.

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

### EUROOPPA INDEKSIRAHASTO

31.12.2022

#### ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Eurooppalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	197,4
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe *
Hallinnointipalkkio	0,44 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

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

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi*	
	Tuotto	Volatili-teetti	Tuotto	Volatili-teetti
3 kk	9,57 %	14,67 %	9,80 %	14,68 %
Vuoden alusta	-9,22 %	17,33 %	-9,02 %	17,38 %
3 v	6,22 %	19,56 %	6,92 %	19,54 %
5 v	25,74 %	16,57 %	27,01 %	16,64 %
10 v	95,49 %	16,18 %	99,77 %	16,21 %
Aloituspäivästä	119,22 %	20,30 %	154,52 %	20,50 %
Aloituspäivästä p.a.	3,25 %		3,88 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,53 %
Salkun kiertonopeus	27,50 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,20 %
Sijoituskohteita	151
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,14 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

ROCHE HOLDING AG	Sveitsi	5,6 %
ASML HOLDING NV	Alankomaat	5,5 %
NOVARTIS AG	Sveitsi	5,5 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	5,2 %
TOTALENERGIES SE	Ranska	3,9 %
UNILEVER PLC	Iso-Britannia	3,3 %
SAP SE	Saksa	2,8 %
SANOFI	Ranska	2,8 %
SIEMENS AG	Saksa	2,6 %
DIAGEO PLC	Iso-Britannia	2,6 %

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

**Ajankohtakorjatut indeksiluvut.** Aasian, Euroopan ja Pohjois-Amerikan indeksipoikkeamien laskennassa korjataan valuuttakurssien ja pörsien eri sulkemisajankohtien aikaansaamia eroja laskemalla julkaistuja indeksejä uudelleen rahastojen arvonalaskentahetken mukaan. Rahastojen virallisissa vuosikertomuksissa julkaistaan myös korjaamattomat luvut.

**AASIA INDEKSIRAHASTO**

31.12.2022

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**

Tyynenmeren alueen osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	101,4
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific *
Hallinnointipalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

\* 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Indeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,82 %	15,57 %	6,23 %	16,19 %
Vuoden alusta	-7,22 %	15,80 %	-6,82 %	16,67 %
3 v	8,54 %	16,91 %	10,21 %	17,55 %
5 v	14,89 %	14,87 %	17,90 %	15,73 %
10 v	71,87 %	15,24 %	81,59 %	16,32 %
Aloituspäivästä	-33,50 %	19,81 %	-22,56 %	20,83 %
Aloituspäivästä p.a.	-1,76 %		-1,10 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	0,47 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,49 %
Salkun kiertonopeus	11,85 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,32 %
Sijoituskohteita	156
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,20 %

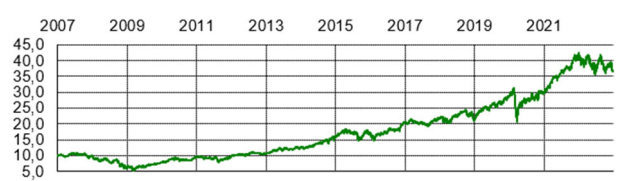
**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Maa Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	5,6 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	3,1 %
DAIICHI SANKYO CO LTD	Japani	3,0 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	2,6 %
RECRUIT HOLDINGS CO LTD	Japani	2,6 %
HONG KONG EXCHANGES & CLEARING	Hongkong	2,4 %
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	Japani	2,3 %
AUSTRALIA & NEW ZEALAND BANKIN	Australia	2,3 %
MITSUI & CO LTD	Japani	2,2 %
TOKYO ELECTRON LTD	Japani	2,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi)**POHJOIS-AMERIKA INDEKSIRAHASTO**

31.12.2022

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**

Pohjoisamerikkalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	259,7
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America *
Hallinnointipalkkio	0,42 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

\* 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Indeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,87 %	19,74 %	-0,70 %	19,82 %
Vuoden alusta	-12,99 %	20,16 %	-12,45 %	20,22 %
3 v	27,92 %	20,58 %	30,80 %	20,70 %
5 v	68,67 %	18,24 %	75,31 %	18,33 %
10 v	253,27 %	16,43 %	284,00 %	16,56 %
Aloituspäivästä	264,63 %	18,96 %	312,02 %	19,28 %
Aloituspäivästä p.a.	8,41 %		9,24 %	

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	0,43 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,00 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,44 %
Salkun kiertonopeus	20,18 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,15 %
Sijoituskohteita	155
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,15 %

**SUURIMMAT OMISTUKSET**

Maa Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	10,0 %
ALPHABET INC	Yhdysvallat	4,2 %
UNITEDHEALTH GROUP INC	Yhdysvallat	4,0 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	2,9 %
NVIDIA CORP	Yhdysvallat	2,9 %
VISA INC	Yhdysvallat	2,8 %
MASTERCARD INC	Yhdysvallat	2,4 %
ELI LILLY & CO	Yhdysvallat	2,3 %
ABBVIE INC	Yhdysvallat	2,3 %
MERCK & CO INC	Yhdysvallat	2,3 %

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

## PASSIIVISET RAHASTOT

### GLOBAL TOP 25 BRANDS

31.12.2022

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	547,3
Raportoinnissa käytettävä indeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointipalkkio	0,59 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,40 %	15,31 %	-3,59 %	13,09 %
Vuoden alusta	-10,15 %	16,86 %	-14,31 %	17,37 %
3 v	24,99 %	18,96 %	19,79 %	22,40 %
5 v	66,06 %	16,63 %	58,19 %	19,03 %
10 v	263,40 %	14,87 %	216,13 %	16,16 %
Aloituspäivästä	710,69 %	16,92 %	460,72 %	16,59 %
Aloituspäivästä p.a.	8,90 %		7,27 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2022-31.12.2022

Juoksevat kulut	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,62 %
Salkun kiertonopeus	14,49 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,47 %
Sijoituskohteita	25
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,08 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

NESTLE SA	Sveitsi	6,7 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,6 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,6 %
ALPHABET INC	Yhdysvallat	6,6 %
APPLE INC	Yhdysvallat	6,5 %
BURBERRY GROUP PLC	Iso-Britannia	3,5 %
PRADA SPA	Italia	3,5 %
CIE FINANCIERE RICHEMONT SA	Sveitsi	3,4 %
L'OREAL SA	Ranska	3,4 %
NIKE INC	Yhdysvallat	3,3 %

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

### GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS

31.12.2022

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

#### RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	327,5
Raportoinnissa käytettävä indeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointipalkkio	0,59 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Juuso Jokinen, Kare Hallamaa

#### TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Indeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,43 %	13,37 %	4,86 %	12,72 %
Vuoden alusta	14,15 %	14,45 %	5,21 %	15,30 %
3 v	38,93 %	15,91 %	36,63 %	17,31 %
5 v	74,48 %	14,88 %	77,69 %	15,91 %
10 v	229,40 %	14,75 %	248,82 %	15,44 %
Aloituspäivästä	347,55 %	15,43 %	306,63 %	16,90 %
Aloituspäivästä p.a.	6,74 %		6,30 %	

#### KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.1.2022- 31.12.2022

Juoksevat kulut	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,66 %
Salkun kiertonopeus	35,97 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	6,89 %
Sijoituskohteita	25
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,07 %

#### SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

NOVARTIS AG	Sveitsi	6,7 %
ROCHE HOLDING AG	Sveitsi	6,7 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,7 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,6 %
MERCK & CO INC	Yhdysvallat	6,6 %
BAYER AG	Saksa	3,4 %
MERCK KGAA	Saksa	3,4 %
NOVO NORDISK A/S	Tanska	3,4 %
DAIICHI SANKYO CO LTD	Japani	3,4 %
REGENERON PHARMACEUTICALS INC	Yhdysvallat	3,3 %

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



**KEHITTYVÄT MARKKINAT**

31.12.2022

**ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)**



Rahastojen rahasto, sijoittaa kehittyville markkinoille sijoitaviin osakerahastoihin.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	3.9.2010
Tyyppi	Rahastojen rahasto (osake), kehittyvät markkinat
Rahaston koko (milj. euroa)	49,1
Raportoinnissa käytettävä indeksi	MSCI Emerging Markets Index
Hallinnointipalkkio	0,34 % + kohderahastot 0,30 % -0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntikorvaus lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

**TUOTTO JA VOLATILITEETTI**

	Rahasto		Indeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,80 %	12,84 %	0,70 %	20,93 %
Vuoden alusta	-11,94 %	13,92 %	-14,85 %	19,23 %
3 v	-0,85 %	14,70 %	-3,10 %	19,37 %
5 v	3,49 %	13,14 %	4,88 %	17,26 %
10 v	38,23 %	13,27 %	42,46 %	16,53 %
Aloituspäivästä	35,37 %	14,08 %	54,45 %	16,37 %
Aloituspäivästä p.a.	2,49 %		3,59 %	

\* Rahasto toimi 1.9.2014 asti syöttörahastona sijoittaen DFA:n Emerging Markets Value -rahastoon. Silloin raportoinnissa käytettävä indeksi oli MSCI Emerging Markets Value Index. Tässä taulukossa kuitenkin nykyisen indeksin luvut koko ajalta.

**KULUT JA TUNNUSLUVUT**

1.1.2022 31.12.2022

Juoksevat kulut	0,64 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Salkun kiertonopeus	-13,71 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	6,30 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Lähipiirin omistusosuus 31.12.2022	0,23 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme julkaise. Niitä ei ole kaikista kohderahastoista ajantasaisesti saatavilla.	

**RAHASTON OMISTUKSET**

Osuus rahastosta

Dimensional Emerging Markets Value Fund (Acc.)	17,3 %
iShares Core MSCI EM IMI UCITS ETF (Acc.)	16,8 %
DFA EMERGING MARKETS LARGE CAP CORE-EUR Acc	16,6 %
ISHARES MSCI EM IMI ESG SCRNI	16,4 %
VANGUARD EMERGING MARKETS STOCK INDEX FUND EUR ACC	16,1 %
VANGUARD FTSE EMERGING MARKE	15,9 %
Käteinen	0,8 %

**RAHASTOJEN TUNNUSLUKIJEN MÄÄRITELMIÄ**

**Volatiliteetti / standardipoikkeama (% vuodessa)**

Kuvaa rahaston arvon heilahtelua. Käytetään riskimitarina, mutta ei mitenkään välttämättä kerro tulevista riskeistä, sillä epäjatkuvuuttakin markkinoilla esiintyy.

**Salkun kiertonopeus (% vuodessa)**

Kuvaa rahaston arvopapereiden vaihtuvuutta. Ostojen ja myyntien summasta vähennetään merkintöiden ja lunastusten yhteismäärä (summa1). Kiertonopeus on summa1:n suhde keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esim. kiertonopeus 200 % tarkoittaa, että jakson aikana on myyty kaikki arvopaperit ja ostettu tilalle uudet. *Negatiivinen kiertonopeus*: salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyymi on ollut pienempi kuin merkintöiden ja lunastusten.

**Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski, %vuodessa)**

Mittaa kuinka tarkasti rahaston tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Suuri luku merkitsee, 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 viikkohavainnoilla.

**Kaupankäyntikulut (% vuodessa)**

Rahastolta veloittavat arvopapereiden kaupankäynnin välityspalkkiot. Prosenttiluku *keskimääräisestä* pääomasta edeltävällä 12 kk:na. (Alan sisäisen suosituksen mukaan kaupankäyntikulut tulisi laskea jakamalla euromääräinen kulu edeltävän 12 kk:n korkeimmalla rahastopääomalla. Tämä laskentapa tuottaa mielestämme liian alhaisen tuloksen ja käytämme sitä vain rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosiraportteissa.)

**Juoksevat kulut (ongoing charges)**

Rahaston kulujen %-osuus keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Sisältää rahastolta veloittavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut. *Juoksevat kulut* ei sisällä esim. kaupankäyntikuluja. Raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut. Pharoksen luku sisältää myös kohderahastojen kulut. PRIIP-asetuksen mukaiset kulut löytyvät rahastojen avaintietoasiakirjoista.

**Kokonaiskulut (TKA eli totalcostnadsandel)**

Kaikki rahastolta veloittavat kulut (juoksevat kulut + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Edes TKA ei sisällä mahdollisia rahaston maksettavaksi koituvien lähdeverojen ja transaktioverojen kustannuksia.

**Välityspalkkiot lähipiirille (% vuodessa)**

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujakson välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan konsolidointiryhmään kuuluvalla yritykselle tai luottolaitokselle. Meillä ei tällaisia ole, mutta julkaisemme tiedon tuodaksemme ko. mahdollisuuden esille.

**P/E-luku**

P/E -luku (price / earnings) eli osakkeen hinnan suhde yhtiön osakekohtaiseen voittoon on käytetyimpiä osakkeiden arvostustason mittareita ja vilahtee teksteissämme usein. Emme kuitenkaan julkaise niitä rahastoillemme, varsinkaan tällaisena poikkeusaikana, kun markkinoiden katse suuntautuu tiukasti tulevaisuuteen. Tarkemmin täältä: [https://www.seligson.fi/sco/suomi/kysymys\\_vastaus/107/](https://www.seligson.fi/sco/suomi/kysymys_vastaus/107/)

**Osakepoimijan markkina**

Mitähän tämä oikeasti tarkoittaa? Kaikilla ajanjaksoilla, siis aina, jotkut osakkeet menestyvät selvästi toisia paremmin ja siinä mielessä myös osakepoimijan markkina on aina. Ko. sanonnalla tarkoitetaan kuitenkin sitä, että arvioija olettaa jonkin tietyn markkinan laskevan indeksitasolla, mutta joidenkin yksittäisten osakkeiden kehittyvän hyvin. Varmaan, joo. Arvion arvoa liudentaa se, että tiedämme kerrasta toiseen onnistuvan osakepoiminnan olevan lähes mahdotonta ja yleismarkkinoiden nousujen ja laskujen ennustamisen vielä hankalampaa. Aiheesta lisää sivulla 3.

**Lähipiiri**

Tunnuksessa "lähipiirin omistus" tarkoitetaan tässä lähipiirillä henkilö-kuntaa, hallitusta, heidän kanssaan samassa taloudessa asuvia sekä heidän vaikutus- ja määräysvalta-yhtiöitään. "Välityspalkkiot lähipiirille" kattaa myös LähiTapiola -ryhmän yhtiöt.

**Korkoriski (duraatio)**

Duraatio ilmaisee korkoriskin (vähän yksinkertaistettuna rahaston korkosijoitusten jäljellä olevaan laina-aikaan liittyvän riskin) yhtenä lukuna. Käytännössä: markkina-arvon herkkyyys korkotason muutokselle. Laskeetaan joukkolainan kassavirtojen (vuotuiset kupongit ja lainan pääoman takaisinmaksu erääntymisessä) pituuskien pääomilla painotettuna keskiarvona. Kun korkotaso muuttuu (+/-) x prosenttiyksikköä, niin joukkolainan arvo muuttuu (-/+) duraatio \*x %.

**Sijoituskohteita + numero**

Sijoituskohteiden lukumäärä ilmoitetaan niille rahastoille, jotka sijoittavat pääosin suoraan arvopapereihin, mutta ei esimerkiksi yhdistelmärahastoille. Jos yhtiöillä on niin sanottu kirjanpidollinen konserniyhteys, katsotaan ne tässä yhdeksi sijoituskohteeksi. Sijoituskohteiden lukumäärä kertoo aina *jotain* rahaston hajautuksesta, mutta suurikaan määrä erillisiä sijoituskohteita ei poista esimerkiksi toimiala- tai maarisästä.

# FÖRVÄNTADE AVKASTNINGAR

En typisk placerare funderar ofta på vilka aktier det lönar sig att placera i för att få bästa avkastning utan att markant behöva öka risken i portföljen. Är det möjligt att hos ett bolag identifiera karaktärsdrag som i framtiden ger dess aktie en högre eller lägre avkastning än aktier i genomsnitt under samma tidsperiod?

Eftersom jag är professor i finansiell ekonomi och särskilt har specialiserat mig på förväntade avkastningar får jag ofta denna fråga. När jag träffar en ny bekantskap och berättar att jag studerar aktiemarknader och försöker förstå mig på placeringarnas avkastningar, blir jag alltid tillfrågad om investeringstips, vilka aktier det lönar sig att investera i osv. Precis som läkare alltid lär få frågor om sjukdomar.

Men vilka svar kan då modern akademisk forskning inom finansiell ekonomi ge på dessa frågor? Om jag var trettio år äldre och hade diskuterat dessa frågeställningar på 90-talet, hade svaret varit enkelt. Jag hade nämnt teorin om effektiva marknader som innebär att det inte finns några fria luncher, att aktiemarknadsrörelser är så gott som omöjliga att förutspå och att högre förväntade avkastningar inte uppnås "gratis". De kan betraktas som kompensation för den högre systematiska risken som försök att bygga en portfölj med högre avkastning innebär.<sup>1</sup>

Jag hade troligtvis gett en pedantisk förklaring om att risken mäts med något som kallas marknadsbeta och i synnerhet hade jag poängterat vikten av att diversifiera och sprida kapitalet på många olika placeringar.

Det som jag beskriver ovan är uttryck för det *klassiska synsättet* inom finansiell ekonomi. Denna uppfattning byggde på forskningen fram till 1990-talets början. Den *moderna akademiska synen*, baserad på både klassisk och modern forskning, avviker en del från synen hos den tidigare generationen av forskare.

Begrepp såsom *effektiva marknader*, *diversifiering* och *systematisk risk* har fortfarande en central roll inom vår vetenskap. Men både teoretisk och empirisk forskning har visat att även på effektiva marknader kan det finnas en viss mån av förutsägbarhet i marknadsavkastningar, så länge som vår förmåga att prognosticera aktiemarknadens tidsvarierande avkastningsförväntningar baserar sig på vår förmåga att modellera förändringar i den mängd risk som ekonomin är utsatt för. Men den största avvikelser från det klassiska synsättet ligger i vår syn på hur man borde modellera aktiespecifika förväntade avkastningar.

## Förväntningar i olika dimensioner

Länge var den dominerande uppfattningen, en uppfattning som tyvärr fortfarande undervisas i många grundkurser i finansiell ekonomi, att förväntade avkastningar är *endimensionella*. Det fanns en mätare för systematisk risk, marknadsbeta, och en aktie eller portfölj med hög marknadsbeta antogs ha en hög förväntad avkastning. Samtidigt ansåg man att avkastningsförväntningarna inte varierade särskilt mycket mellan olika aktier.

Denna syn står i stark kontrast till resultaten från den moderna forskningen som visar att förväntade avkastningar inte alls är endimensionella utan *flerdimensionella* och verkar vara förknippade med ett antal observerbara variabler. Dessutom har de förutspåbara skillnaderna i avkastningsförväntningarna för ett till tre år framåt i tiden visat sig vara mycket större än vad man tidigare kunnat ana.

Ett stort antal företagsspecifika variabler verkar vara förknippade med skillnader i aktiers avkastningsförväntningar utan att direkt vara förknippade med skillnader i de traditionella måtten av investeringsrisk.

Bland de bäst kända av dem är företagets book-to-market värde (BE/ME, företagets bokförda värde på eget kapital i förhållande till dess börsvärde). Aktier i så kallade värdeföretag, value firms, som kännetecknas av ett högt BE/ME - tal, har historiskt avkastat bättre än aktier i så kallade tillväxtföretag.<sup>2</sup>

Andra välkända exempel på liknande variabler är:

- aktiens avkastning under de gångna 6-12 månaderna, dvs. "momentum", aktier som erbjudit höga avkastningar under denna tids horisont brukar under det följande året uppvisa högre avkastningar än aktier med låg historisk avkastning);<sup>3</sup>
- företagets marknadsvärde (småbolag har avkastat bättre än större bolag, även om denna effekt verkar ha försvunnit från datamaterialet efter 1990-talet);<sup>4</sup>
- företagets investeringar (företag som har investerat mycket för att utvidga sin verksamhet brukar ha synnerligen låga avkastningar i framtiden);<sup>5</sup>
- företagets bruttolönsamhet (för tillfället lönsamma företag brukar avkasta bättre i framtiden, särskilt då man kombinerar detta mönster med en värdeinvesteringsstrategi).<sup>6</sup>

Genom att ge större portföljvikter åt bolag vars företagsspecifika variabler förutspår högre framtida avkastning kan man skapa så kallade faktorstrategier.

Den akademiska litteraturen har upptäckt mer än 300 olika variabler som kan, åtminstone till synes, sammankopplas med skillnader i avkastningsförväntningar och således användas i faktorstrategier.<sup>7</sup>

Mängden variabler är alltså väldigt stor! Ett aktivt forskningsfält inom finansiell ekonomi försöker skapa mer klarhet i denna variabeldjungel. Hur många av dessa variabler uppvisar pålitlig förmåga att förutspå avkastningar, i den mån att de kan användas i framtiden också?

Hur många är så kallade *false discoveries*, variabler som bara på grund av slumpen, och inte av någon riktig orsak, har verkat vara förknippade med framtida avkastningar i det historiska datamaterialet? Vilka av dessa variabler är sådana som vi borde basera våra investeringsbeslut på?



**Peter Nyberg** är professor i finansiell ekonomi vid Aalto Universitetet och gör även konsultering för professionella placerare.

Och, den viktigaste frågan, vilka är de *ekonomiska förklaringarna* till att en mängd variabler har ett samband med variationen i avkastningsförväntningar? *Varför* har de en förmåga att förutspå höga eller låga avkastningar i framtiden?

### Tidsdimensionen då?

Då vi försöker beskriva variationen i aktiernas förväntade avkastningar måste vi dock vara noga med att specificera tidshorisonten vi jobbar med. Även om förväntade avkastningar varierar mycket mellan aktier under en kortare tidsperiod på ett till tre år, visar jag och två av mina forskarkollegor i en färsk publikation att denna variation försvinner nästan helt då investeringshorisonten förlängs till över tre år.<sup>8</sup>

Om vi utgår från denna tidpunkt och försöker förutspå skillnader i aktiernas avkastningar under de kommande femton åren, är den säkraste prognosen att de alla i praktiken har identiska avkastningsförväntningar. Den praktiska innebörden är att ifall man vill dra nytta av faktorstrategier förknippade med förutspåbarheten i avkastningar, måste man vara relativt aktiv i att köpa och sälja aktier då man tar hand om sin portfölj. I praktiken förorsakar all handel kostnader, vilket sällan beaktas i forskningen.

### Frågor & svar

För att återgå till frågorna i början, vad skulle jag svara åt någon som vill veta mer om förutspåbarheten i kommande avkastningar? Med risk för en antiklimax erbjuder jag några allmänna tankar som försäkrar att jag inte kan bli beskyddad för att ha gett alltför konkreta investeringstips!

*Är det möjligt att identifiera vilka aktier som kommer att ha högre avkastningar i framtiden än andra?*

Ja, troligen i viss mån. Men "förutspåbarhet" i dessa sammanhang betyder inte säkerhet, våra prognoser slår inte alltid rätt. Det handlar om en skala: vi har förutspåbarhet i datamaterialet ifall forskarnas prognoser om framtiden ur statistisk synvinkel har bättre träffsäkerhet än vad en slumpmässig prognos skulle ha. Detta gäller även ifall skillnaden mellan dessa två prognosmetoder skulle råka sig vara ytterst liten.

Då det gäller aktieavkastningar är prognosförmågan relativt svag: förutspåbarheten träder fram då man tillämpar prognosmodellerna på ett stort antal aktier och upprepar prognoserna under tillräckligt många tidsperioder.

*Vilka företagsspecifika variabler borde jag koncentrera mig på då jag fattar mina investeringsbeslut?*

Det här är en svårare fråga och litteraturen har inte (ännu!) kommit fram till starka slutsatser om ämnet. Jag har nog mina egna tankar om ämnet, men det hör till forskarens etik att inte uttala sig alltför kraftigt om saker vilka det inte ännu finns tillräckligt starka vetenskapliga bevis för.

*Om jag beslutar mig för att ta dessa variabler i beaktande då jag köper eller säljer aktier, borde jag då fortfarande diversifiera eller räcker det att jag investerar i bara ett fåtal aktier?*

Lätt fråga! Diversifiering är fortfarande huvudregeln. De avkastningsmönster vi har talat om handlar om avkastningarnas genomsnittliga beteende. Du blir inte en momentum- eller värdeinvestorare ifall du bara köper ett fåtal aktier med höga historiska avkastningar eller höga BE/ME-värden. De aktiespecifika riskerna är så stora att upp- och nedgångarna i värdet på din portfölj ingenting har att göra med momentum- eller värdeeffekten. Mönstren i förväntade avkastningar träder fram bara då du diversifierar dina positioner och investerar i flera tiotal momentum- eller värdebolag och följer dessa strategier under loppet av flera år.

*Kan jag skapa min portfölj på basis av dessa variabler idag och sedan hålla samma portfölj i många års tid?*

Tyvärr inte. Såsom det nämdes ovan, är prognoskraften i de upptäckta variablerna relativt kortlivad. Detta innebär att du måste uppdatera innehållet i din portfölj med jämna mellanrum.

Då man beaktar alla dessa synpunkter är mitt konservativa råd till en genomsnittlig aktieplacering att inte fästa alltför stor vikt vid försöken att optimera förväntade avkastning. Detta gäller särskilt om man har en lång placeringshorisont. I stället lönar det sig fortfarande att vara möjligast passiv och med tiden skapa en alltmer väldiversifierad placeringsportfölj, antingen direkt eller via breda kostnadseffektiva fonder.

Jag vet att det där lät välbekant och tråkigt. Men det finns en stor sanning i det att de bästa investeringsstrategierna nästan alltid är tråkiga, så även i ljuset av den senaste forskningen!

**Peter Nyberg**  
peter.nyberg@aalto.fi

1 Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.

2 Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.

3 Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91.

4 Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.

5 Cooper, M. J., Gulen, H., & Schill, M. J. (2008). Asset growth and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 63(4), 1609-1651.

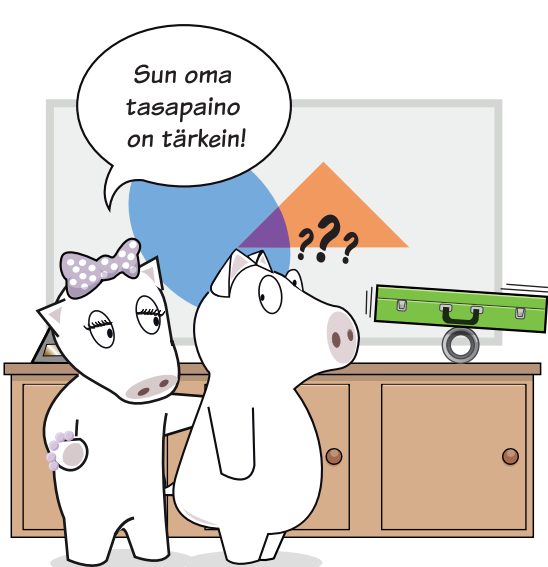
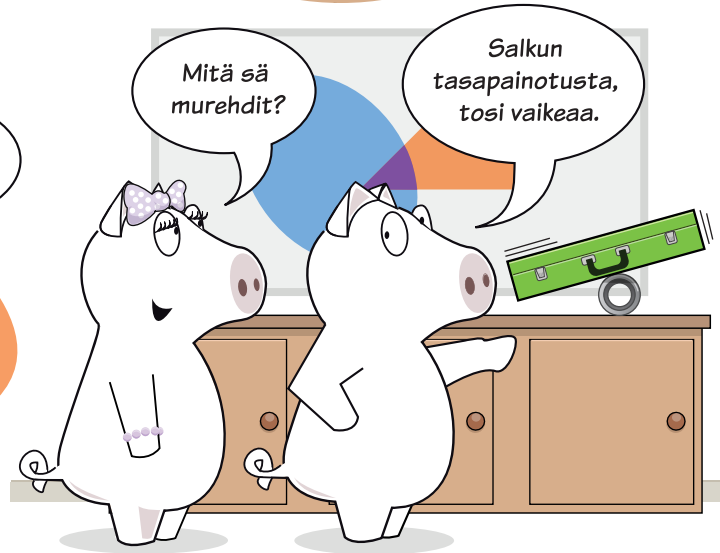
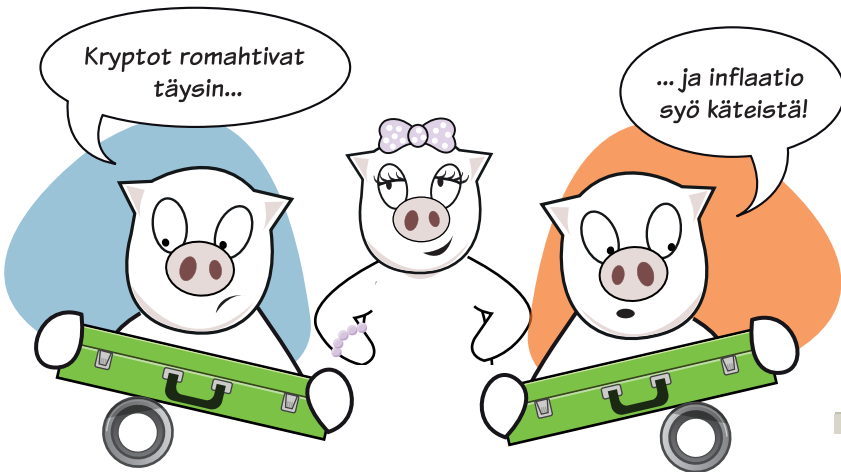
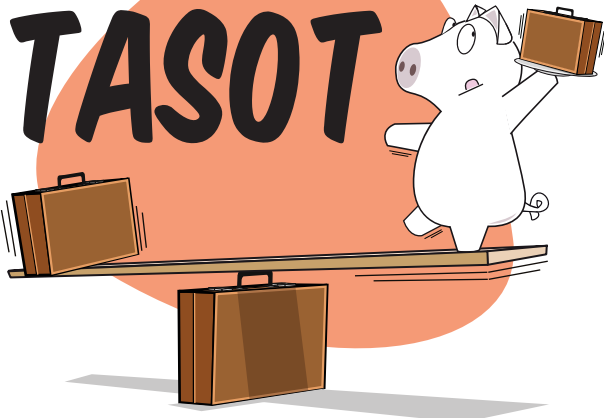
6 Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 1-28.

7 Harvey, C. R., Liu, Y., & Zhu, H. (2016). ... and the cross-section of expected returns. *The Review of Financial Studies*, 29(1), 5-68.

8 Keloharju, M., Linnainmaa, J. T., & Nyberg, P. (2021). Long-term discount rates do not vary across firms. *Journal of Financial Economics*, 141(3), 946-967.

**OBS!** Ungefär samma sakinnehåll finns på engelska som video: *Expected Returns*, Peter Nyberg, <https://youtu.be/RNstHLFUUE8> - rekommenderas!

# TASAPAINOTUKSEN TASOT



## SELIGSON & CO

Seligson & Co on LähiTapiola-ryhmään kuuluva rahastoyhtiö, joka perustettiin vuonna 1997 tuottamaan kustannustehokkaita nykyaikaisia sijoituspalveluja pitkäjänteisille sijoittajille. Palvelemme sekä instituutioita että yksityissijoittajia pääosin Suomessa ja Ruotsissa.

Lähtökohtanamme on aidosti asiakkaan etu: tuotteet ja palvelut, joita on helppo ymmärtää ja joiden avulla sijoittajan pitkän aikavälin tuotto on mahdollisimman hyvä.

Pyrimme minimoimaan tuottoa rasittavia kustannuksia. Keskitymme pelkästään rahastojen hoitoon ja olemme riippumattomia esimerkiksi arvopaperivälittäjistä.

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

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

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

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

Asiakkaidemme käytettävissä on myös laaja valikoima **LähiTapiola-rahastoja**.

## YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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

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

Yksinkertainen on tehokasta, kustannuksilla on merkitystä!



**SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ**

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

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