

Rotaatiomallista raaka-ainemalliin

- 1970-luvulla raaka-aineiden hintojen nousu perustui öljyn tuotantoshokkiin, mutta vuosien 2008 ja 2010 raaka-aineiden hintojen nousut perustuvat kysynnän kasvuun. Viimeisen vuosikymmenen raaka-aineiden hintojen reaalinousu on poikkeus sadan vuoden historiassa, mikä on vakuuttava merkki pullonkauloista raaka-ainetuotannossa.
- Kun taloudessa ei ole pullonkauloja markkinoiden suhdanteen odotetaan etenevän normaalisti etusyklisistä, sykliisiin, myöhäissykliisiin ja defensiivisiin. Kun taloudessa on raaka-aineisiin perustuvia pullonkauloja, raaka-aineiden hintakehitys muuttaa suhdannekiertoa. Raaka-ainetaloudessa yritykset voidaan ryhmitellä (pullonkaulojen) ratkaisijoihin, tuottajiin, riippumattomiin ja (hintojen) raskaisiin sekä keveisiin siirtäjiin. Esitän normaalin toimialojen rotaatiomallin rinnalle raaka-aineiden hintojen trendin nousuun tai sekulaarisuhdanteeseen perustuvan mallin. Raaka-ainemallia on jo hinnoiteltu markkinoilla, mutta malli voi auttaa valitsemaan osakkeita seuraavassa kuopassa.
- Taloudessa on menossa pehmeämpi kohta samaan aikaan, kun rahapolitiikkaa ollaan kiristämässä globaalisti ja Euroopan reunavaltioiden riskiä hinnoitellaan entistä voimakkaammin, joten jatkamme defensiivisellä linjalla vaikkakin osakkeita suosien. Reunavaltioiden riskit nousevat pintaan aika-ajoin, mutta markkinat ovat tyypillisesti rauhoittuneet muutaman riskisemmän päivän jälkeen, joten reunavaltion lainoihin liittyvän häntärisikin toteutumisen ei näytä edelleenkaan todennäköiseltä.
- Perusallokaatiossamme HY-yrityslainat ja DM-osakkeet ovat ylipainossa. Osakkeissa suosimme erityisesti vahvan taseen defensiivisiä yrityksiä sekä Yhdysvaltain markkinoita suhdannesyistä ja Saksaa rakennesyistä. Kehittyvien talouksien kiristävä korkopolitiikka ei ole vielä valmis. Näissä talouksissa pehmeän laskun sijaan pomppuinen lasku on mahdollinen, joten laskemme hyödykkeiden painoa ja pidämme kehittyvät markkinat neutraalissa painossa. Hidastuva talouskasvu on nostanut valtion lainojen korkoa, mutta uskomme pidemmällä aikavälillä korkojen nousun olevan päätrendi, joten pidämme valtion lainat alipainossa.

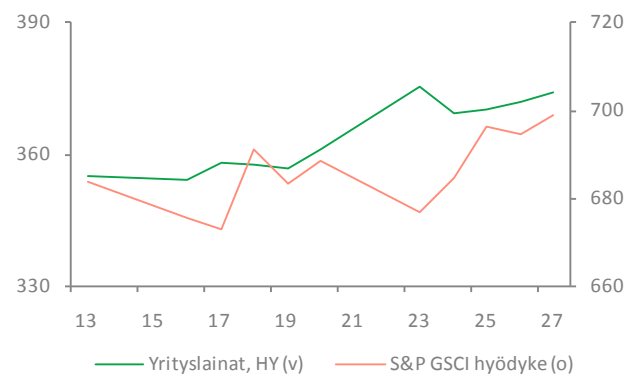
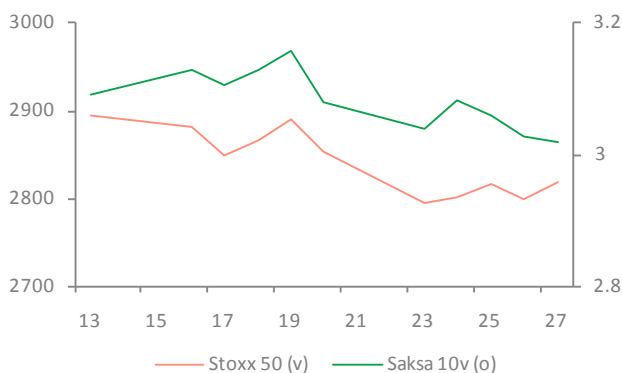
Osakeindeksit	Spot	1vko
OMX Helsinki	7,347.0	-2.3 %
STOXX 600	281.3	-0.9 %
S&P 500	1,340.2	-1.7 %
Nikkei 225	9,859.2	1.9 %
Shanghai	19,336.4	-2.5 %
Hang Seng	2,863.9	-0.8 %

Yrityslainat	Spot	1vko
iTRAXX CDS Europe	96.1	0
iTRAXX CDS X-over	353.8	1
Senior financials	132.9	3

Valtionlainat	Spot	1vko
Germany 2y	1.76 %	-0.01%
Germany 10y	3.17 %	-0.07%
USA 2y	0.55 %	-0.05%
USA 10y	3.15 %	-0.14%

Raaka-aineet	Spot	1vko
Brent oil	109.1	-13.3 %
Gold	1,495.6	-4.4 %

Lähde: Bloomberg markkinadata 27.5.2011



Suhdannerotaatiosta raaka-ainetrendiin

Klassinen tapa jakaa toimialat suhdanteen mukaan on: etusykliset, sykliset, jälkisykliset ja defensiiviset. Lähes koko toimialavalintaprosessi lähtee liikkeelle siitä, että toimialojen suhteellinen aktiviteetti vaihtelee suhdannekierron tahdissa. Perinteisesti odotetaan, että suhdannekierrat ovat samanlaisia kuin historiassa ja markkinoilla ensin menestyvät etusykliset, jonka jälkeen sykliset ja sen jälkeen myöhäissykliset ja suhdanteen käännyttyä laskuun defensiiviset.

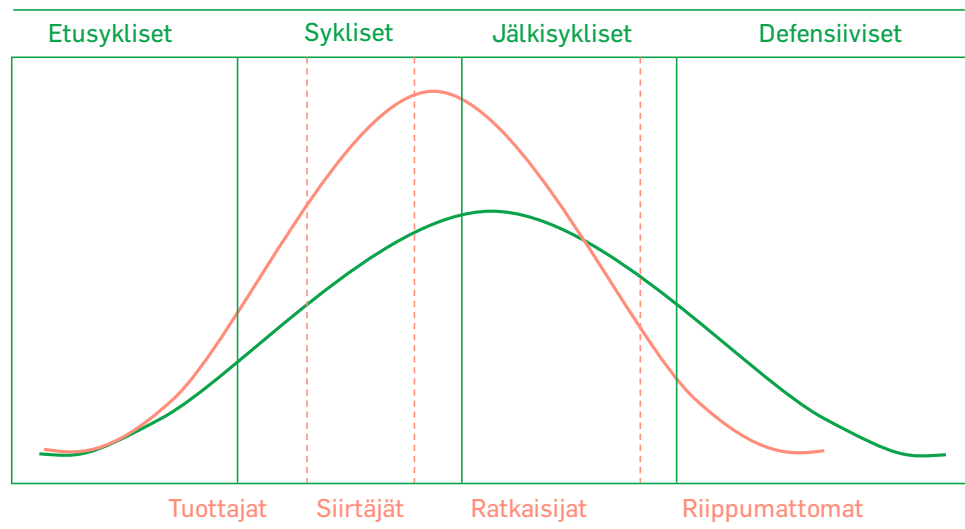
Edellisessä katsauksessa näytin, miten nykyinen suhdanne poikkeaa edellisistä voimakkaan elvytyksen, asuntomarkkinoiden eritahtisuuden, kuluttajien velkaisuuden ja inflaation takia. Viimeisen vuosikymmenen yksi suurimmista taloudellisista muutoksista on se, että hyödykkeiden reaali hinnat ovat kääntyneet nousuun Kiinan ja Intian voimakkaan kysynnän takia. Koska kehittyvien talouksien koko suhteessa väestöön on edelleen alhainen, raaka-aineiden kysynnän voi ennustaa jatkuvan vahvana.

Perinteisen toimialojen suhdannekierron rinnalle on siten tullut raaka-aineriippuvuustrendi, joka jakaa yritystalouden erilaisiin sektoreihin. Olen jakanut sektorit raaka-aineriippuvuuden suhteen tuottajiin, ratkaisijoihin, raskaisiin siirtäjiin, keveisiin siirtäjiin ja riippumattomiin. Jo vuosikymmenen jatkunut raaka-aineiden hintojen nousu kaikissa raaka-aineluokissa sekä raaka-aineinflaatiot ensin vuonna 2008 ja nyt vuonna 2011 kertovat taloudessa olevan merkittäviä pullonkauloja raaka-aineiden saatavuudessa.

Raaka-ainetalouden pullonkaulat hidastavat kasvua ja nostavat riskiä. Raaka-aineiden hintojen nousu tulee normaalia aikaisemmin ja herkemmin, mikä lyhentää ja kärjistää suhdanteita. Lisäksi raaka-aineiden korkea hinta aiheuttaa uutta vaihtelevuutta markkinoilla, joka voidaan tulkita kasvaneeksi spekulatioksi tai kysyntä-tarjontatasapainon muutoksiksi.

Raaka-aineiden niukkuus johtaa inflaatioon, mikä johtaa korkojen nousuun ja edelleen lähes väistämättä tuottovaatimuksen nousuun, mikä laskee osakkeiden arvostusta. Kasvaneella vaihtelevuudella ja korkeammilla koroilla on investointeja hidastava vaikutus. Osakemarkkinoilla pullonkaulat kohtelevat yrityksiä eri tavoin niin riskin kuin kasvunkin suhteen, joten uudella dynamiikalla on vaikutusta osakkeiden arvostuksiin. Globaalin talouden kriittisimmäksi tehtäväksi onkin nousemassa raaka-aineiden pullonkaulojen ratkaiseminen.

Suhdannemalli ja rinnakkainen raaka-ainemalli



Ratkaisijoiden kasvu- ja riskinäkymät paranevat

Taloudessa on huutava tarve teknologioille, jotka laskevat raaka-aineiden tuotantokustannuksia. Kymmenen vuoden raaka-aineiden hintojen nousutrendi kertoo ratkaisijoiden hyvistä pitkän aikavälin kasvunäkymistä. Kun suhdanteiden pituus lyhenee, ratkaisijoiden toimitusajat ovat pitkiä eikä kapasiteetti pysy tilausten tahdissa, niin tilauksia uskalletaan tehdä myös laskusuhdanteessa ja ratkaisijoiden suhdanneriski pienenee. Tällaisia yrityksiä Suomessa ovat esimerkiksi Outotec, Metso ja Pöyry.

Tuottajien kasvunäkymät paranevat

Raaka-aineiden tuottajat hyötyvät raaka-aineiden hinnan noususta, mutta ne pystyvät myös parantamaan tuottavuuttaan ja luomaan lisäarvoa. Näiden yritysten osakkeiden hinta reagoi raaka-aineiden hintojen muutoksiin, mutta lisäarvontuottokyvyn, raaka-ainereservien ja mahdollisen velkavivun takia näiden yritysten osakkeiden tuotto on pääsääntöisesti parempi kuin suoraan raaka-aineissa. Toisaalta tuottajien riskit nousevat, koska tuotantokustannukset nousevat, teknologia monimutkaistuu ja raaka-aineiden hintojen vaihtelevuus kasvaa. Tyypillisiä tähän joukkoon kuuluvia suomalaisia tällaisia yrityksiä ovat Talvivaara ja vesivoiman osalta Fortum.

Riippumattomien vakaus korostuu

Raaka-aine riippumattomien, tietointensiivisten, yritysten kasvu- ja riskinäkymät ovat vakaat, koska näiden yritysten menestys riippuu ennen kaikkea aineettomasta omaisuudesta ja henkilöstöstä. Jos markkinoiden yleinen riski kasvaa ja riippumattomien ei muutu, näiden osakkeiden suhteellinen riski pienenee. Riippumattomat yritykset voidaan jakaa karkeasti teknologia- ja kuluttajariippumattomiin. Koska kuluttajien ostovoima heikkenee ja paineet nostaa tuottavuutta uuden teknologian avulla kasvavat, riippumattomien kuluttajayhtiöiden kasvunäkymät heikkenevät ja teknologia-yhtiöiden paranevat. Tyypillisiä tällaisia yrityksiä ovat TietoEnator (Informaatioteknologia), Elisa (Tietoliikenne), Orion (Terveystieteet) ja Nokia (Teknologia).

Siirtäjien kasvu- ja riskinäkymät heikkenevät

Siirtäjät ovat hyvin erilaisissa asemassa keskenään, koska suurin osa yrityksistä voidaan luokitella tähän joukkoon. Laajan kirjon takia siirtäjät voidaan jakaa kevyisiin ja raskaisiin siirtäjiin. Raskaat siirtäjät kohtaavat kohonneen kustannuspaineen nopeasti ja suurella paineella ja kevyet siirtäjät viiveellä ja laimennettuna. Mitä alempana arvoketjussa ja mitä lähempänä tuotantoa yritys on, sitä suurempi paino raaka-aineilla on kustannusrakenteessa.

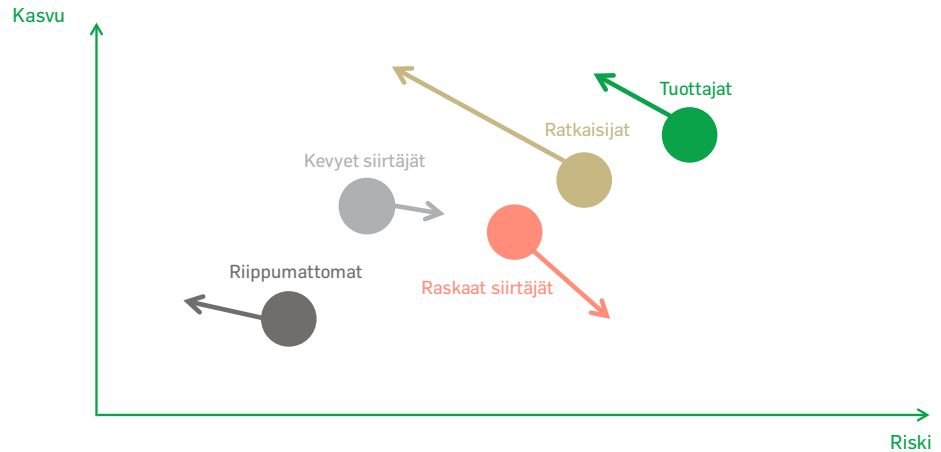
Kohonneet raaka-aineiden hinnat ja niiden vaihtelevuus sekä nostavat riskiä että hidastavat siirtäjien kasvua. Ongelmia syntyy erityisesti pienille hyvin raaka-aineriippuvaisille yhtiöille, koska näiden yhtiöiden neuvotteluvoima raaka-aineen hankinnassa on heikko. Nousevat raaka-aineiden hinnat houkuttelevat markkinoille myös korvaavia tuotteita, mikä laukaisee substituutioilmion. Raskaita siirtäjiä ovat Finnair (Lentoliikenne), Outokumpu (Perusteollisuus), Stora-Enso (Paperiteollisuus), Atria (Ruokateollisuus) ja tietyin osin myös Kemira (Kemia), YIT (Rakentaminen) ja Nokian Renkaat (Autoteollisuus).

Suomalaiset konepajat ovat siirtyneet tuotteiden myynnistä ratkaisuihin, joten niiden riippuvuus raaka-aineista on pienentynyt enemmän kuin raaka-aineiden hinnat ovat nousseet. Tällaisia yhtiöitä ovat Kone, Konecranes, Wärtsilä ja Cargotec. Samaa siirtymää on tehnyt



Ruukki. Näiden yhtiöiden strategista liikettä on ohjannut tavoite nousta arvoketjussa ylös päin, mutta samalla viime vuosikymmenen raaka-aineiden hintojen nousutrendi on entisestään tukenut valittua strategista suuntaa. Samantyyppisiin yrityksiin voidaan luokitella kestokulutushyödykkeiden ja päivittäistavaroiden myyjät.

Raaka-ainetrendissä arvostukset (kasvu- ja riskinäkömät) muuttuvat



Vaikutukset yritystalouteen

Nousevaan raaka-ainetrendiin siirtyminen tarkoittaa yritystaloudessa kasvavaa tarvetta nousta arvoketjussa ylöspäin, lisäpanostuksia tuotekehitykseen, jatkuvaa tehostamista, hinnoitteluvoiman kasvattamista, toimialojen keskittymistä ja vertikaali-integraatiota.

Ongelmallisimmassa asemassa ovat raskaat siirtäjät, jotka joutuvat raaka-aineiden hintojen nousun takia tehostamaan tuotantoaan ja nousemaan arvoketjussa. Yritysten ensimmäinen valinta on nousta arvoketjussa panostamalla tuotekehitykseen, mutta jos se ei onnistu, valitaan kustannusstrategia, joka tarkoittaa jatkuvaa tehostamista.

Raaka-aineinflaation ollessa pysyvämpi ilmiö yhä suurempi osa kuluttajan tuloista menee välttämättömyyksiensä hankintaan, jolloin kuluttajien ostovoima heikkenee muiden tavaroiden osalta. Kustannuspaineiden kasvaessa neuvotteluvoiman merkitys kasvaa niin ostoissa kuin myynissä (pass through), mikä kiihdyttää kustannusstrategiaa tukevien ja neuvotteluvoimaa kasvattavien yrityskauppojen määrää.

Niukkuus raaka-ainesta voi johtaa raaka-aineiden saannin turvaamiseen. Korean valtiollinen energiayhtiö perusteli kanadalaisen öljy-yhtiön yrityskauppaansa kiristyneellä kilpailulla raaka-aineista. Kiinan valtio on lähtenyt turvaamaan tuotantovetoisen teollisuuteensa raaka-ainesaatavuutta ostamalla raaka-ainereservejä omistavia yhtiöitä. Esimerkki osoittaa, miten markkinataloudessa oleva maa reagoi suunnittelutaloudessa olevan maan toimintaan. Listattujen raaka-ainereservejä omistavien yritysten arvot nousevat reippaasti, jos valtiot lähtevät ostamaan tällaisia yhtiöitä oman maan raaka-ainehuollon turvaamiseksi, mikä olisi ilmeinen ongelma vapaalle markkinamallille.

Tarve turvata raaka-aineiden saatavuus näkyy myös vertikaali-integraatioon perustuvissa yrityskaupoissa, joissa esimerkiksi suuri teräksen tuottaja ostaa kaivoksia, metsäyhtiö puuplantaaseja tai tekstiilivalmistaja puuvillan tuottajia. Lähtökohtaisesti toimialojen rakenteen kehitys kulkee kilpailun kiristyessä kohti pilkkoutumista, horisontalisaatiota, mutta suunta kohti raaka-ainetalotta lisää vertikaali-integraatiota arvoketjun alkupään suuntaan.



Sijoitusstrategia – pehmeä kohta menossa

Vaikka raaka-aineiden hinnat ovat laajasti ottaen laskeneet viime viikkoina, pitkän aikavälin näkemys raaka-aineiden hinnannoususta tuskin on muuttunut. Kymmenen vuoden reaalihintatrendi on vakuuttava. Esittämäni mallin ajatusta on varmasti jo hinnoiteltu markkinoilla, mutta todennäköisesti seuraavassa isommassa kuopassa raaka-ainetrendistä hyötyvien yritysten riskiä hinnoitellaan liikaa, joten tuolloin malli voi auttaa valitsemaan oikeita osakkeita.

Pehmeys on tullut globaalisti: niin Euro-alueen ostopäällikköjen indeksi kuin Kiinan ja Yhdysvaltain alueelliset indeksit ovat laskeneet. Yleisesti talousdata on ollut viimeiset viikot kallellaan heikompaan suuntaan samaan tapaan kuin viime vuonna tähän aikaan. Osa heikommasta kehityksestä voidaan laittaa Japanin tsunamin piikkiin, mutta osaa ei voi laittaa. Koska talouslukuihin vaikuttavia tekijöitä ei voi eritellä, markkinat näkevät yleisen pehmeämmän kohdan taloudessa. Heikentyneet kasvunäkymät ovat nostaneet riskejä, joiden realisoitumisen välttäminen edellyttää kasvun jatkumista. Valtioiden mahdollisuudet elvyttää tällä kertaa, jos kasvu hiipuu ja riskit uhkaavat kärjistyä, ovat QE:n varassa.

Rahapolitiikan kiristäminen on laajalla rintamalla edessä. Inflaatioprosentit ovat Yhdysvalloissa 3,2 %, Britanniassa 4,5 %, Euroopassa 2,8 %, Kiinassa 5,3 % ja Intiassa 8,8 %, joten inflaatiot ovat karanneet globaalisti yli tavoitteen. Kaikille keskuspankeille yläriivin inflaatio ei ole ongelma, koska se ei kerro rajoitteista tuotantokapasiteetissa vaan raaka-ainetuotannossa. Yläriivin inflaatio on kuitenkin ongelma kuluttajalle, koska kuluttaja voi säästää vain rajoitetusti välttämättömissä, ruuassa ja energiassa.

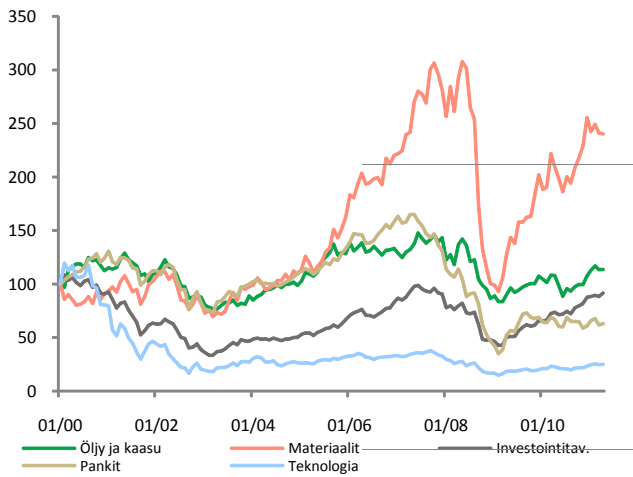
Olemme edelleen koroissa alipainossa, vaikka heikentynyt talousdata voi edelleen laskea korkoja. Uskomme korkojen kuitenkin nousevan pidemmällä aikavälillä nykyisessä inflaatioympäristössä. Koska riskit ovat nousseet osakemarkkinoilla ja yrityslainojen odotettu tuotto on hyvällä tasolla, olemme nostaneet HY-yrityslainojen painoa.

Koska kehittyvien markkinoiden kiristävä rahapolitiikka hidastaa kasvua ja laskee hyödykkeiden kysyntää, olemme laskeneet hyödykkeiden painoa ja jatkamme neutraalilla painolla EM-osakkeissa. Ylipainotamme suhdannesyistä Yhdysvaltain markkinoita ja rakennesyistä Saksan markkinoita. Yhdysvalloissa elvytys jatkuu vielä kaikilla rintamalla, vaikkakin QE on lähestymässä loppuaan. Saksassa asuntomarkkinat ovat terveellä pohjalla, kilpailukyky kunnossa ja kauppatase ylijäämäinen. Jäljempänä on viiden sivun kuvakollaasi toimialoista, joista toimialoina nousevat esiin terveydenhuolto, öljy ja kaasu, sähkö ja telepalvelut.

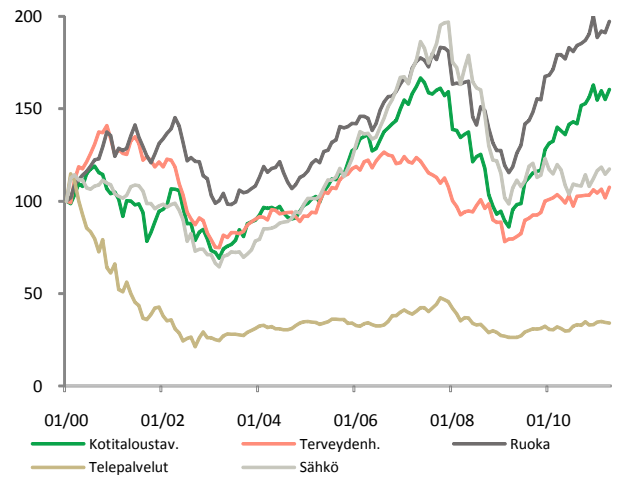
	--	-	0	+	++	Muutos
Valtionlainat						15%
Yrityslainat						
Korkea riski (HY)				>		20% ▲ +5%
Matala riski (IG)						5%
Osakkeet						
Kehittyvät						15%
Kehittyneet				>		35% ▲ +5%
Hyödykkeet						
			<			5% ▲ -5%
Käteinen						
			<			5% ▲ -5%



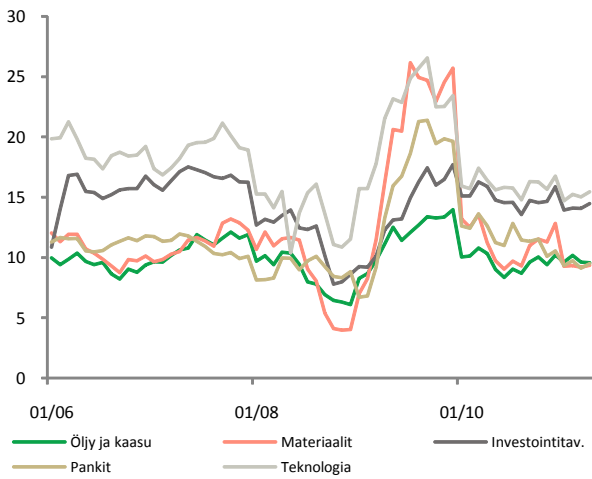
Osakkeiden hinnat (Eurooppa/Sykliset)



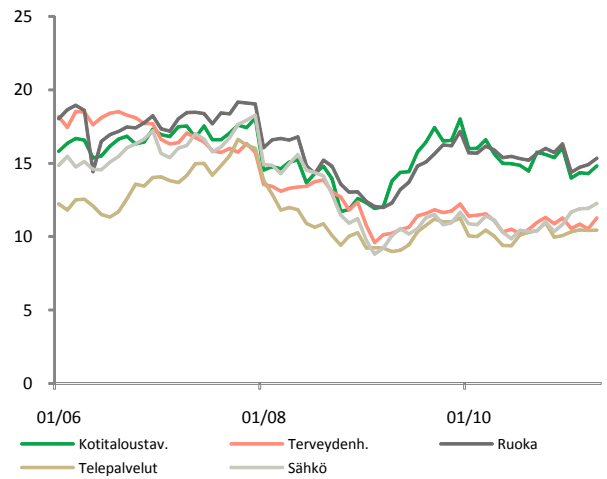
Osakkeiden hinnat (Eurooppa/Defensiiviset)



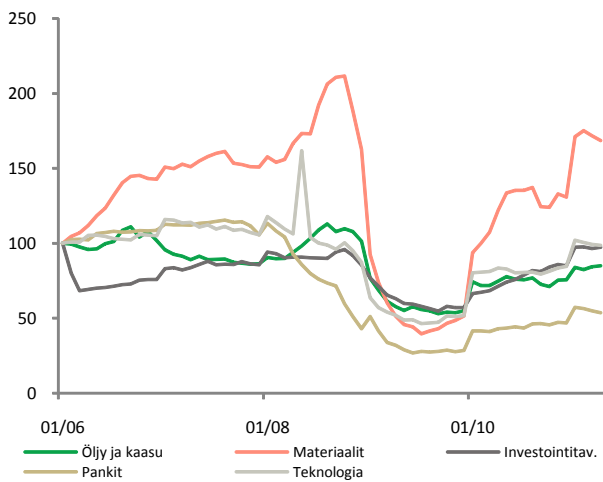
Arvostustasot (Eurooppa/Sykliset)



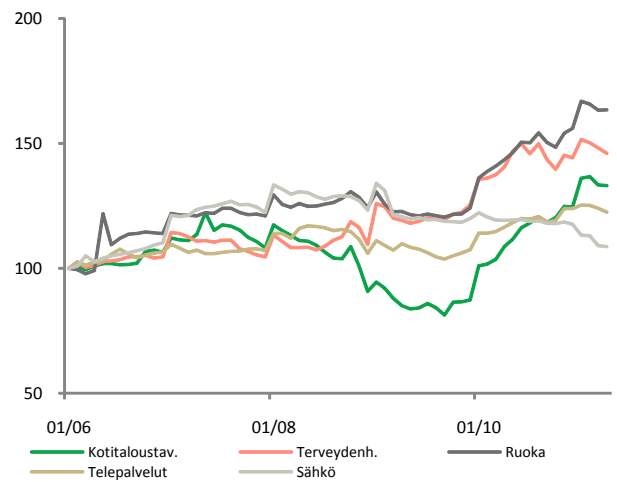
Arvostustasot (Eurooppa/Defensiiviset)



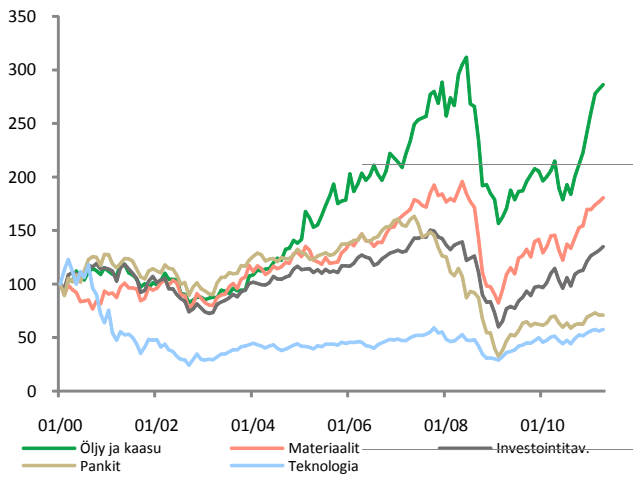
Yritysten tulokset (Eurooppa/Sykliset)



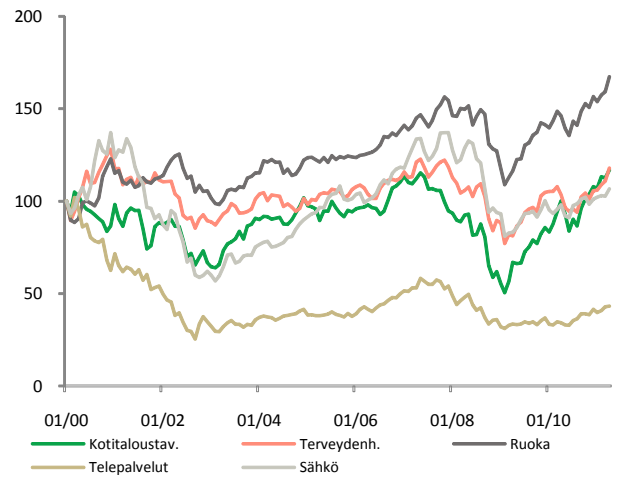
Yritysten tulokset (Eurooppa/Defensiiviset)



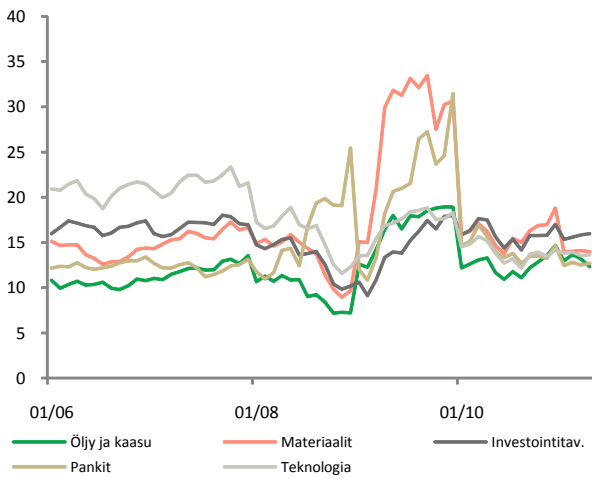
Osakkeiden hinnat (USA/Sykliset)



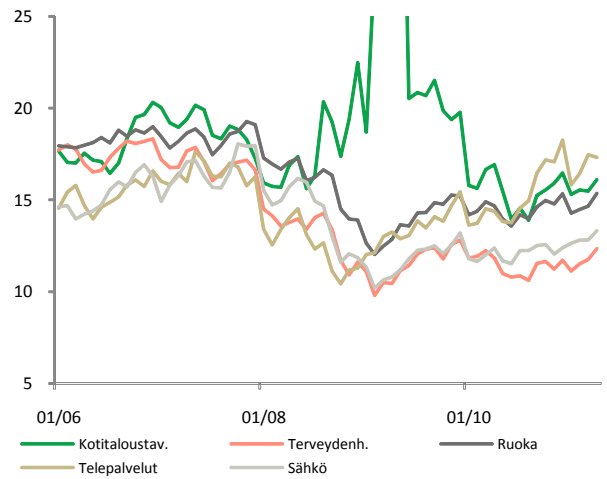
Osakkeiden hinnat (USA/Defensiiviset)



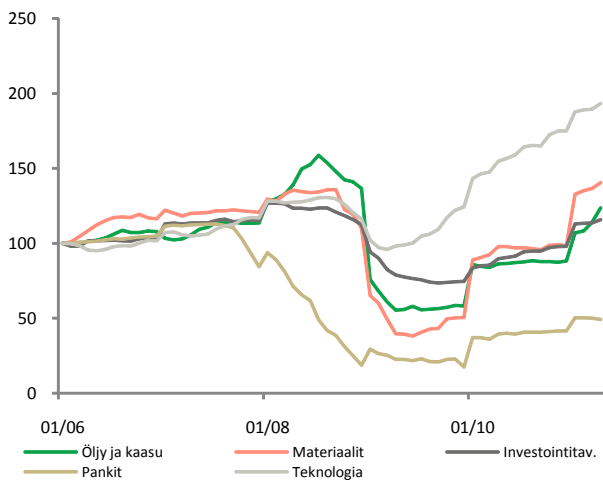
Arvostustasot (USA/Sykliset)



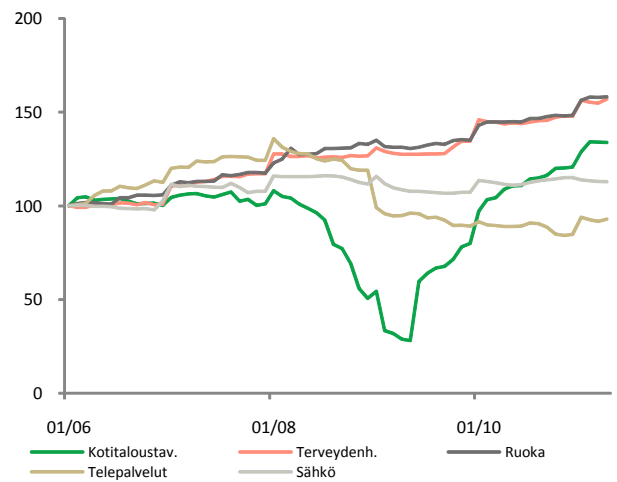
Arvostustasot (USA/Defensiiviset)



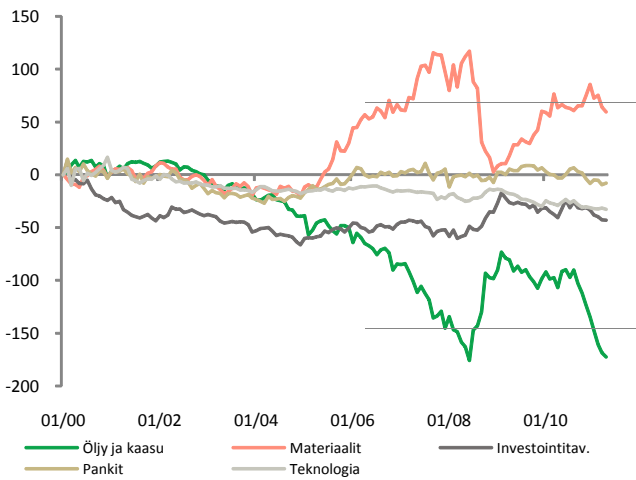
Yritysten tulokset (USA/Sykliset)



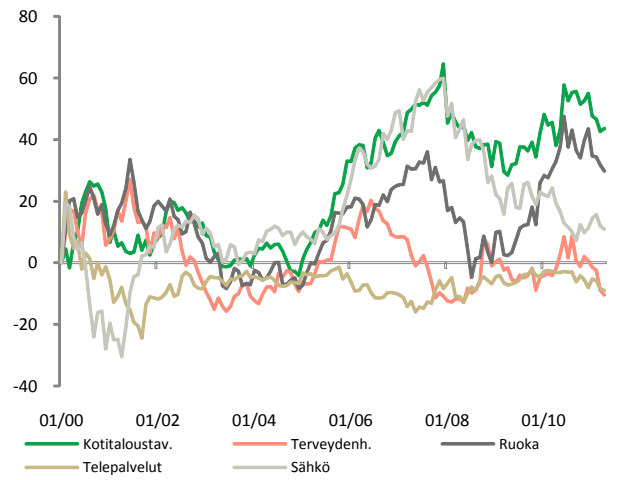
Yritysten tulokset (USA/Defensiiviset)



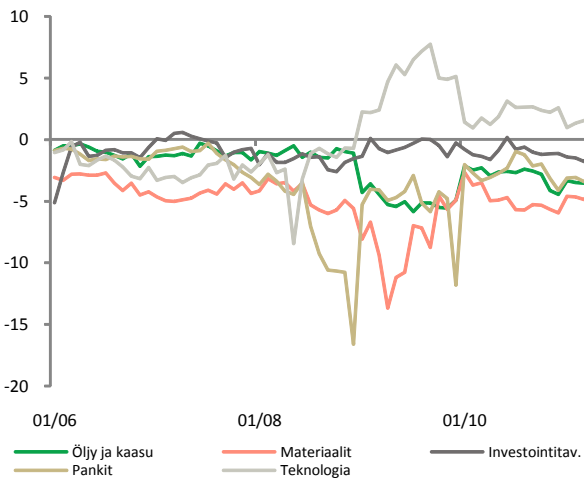
Osakkeiden hinnat (Eurooppa/Sykliset - USA/Sykliset)



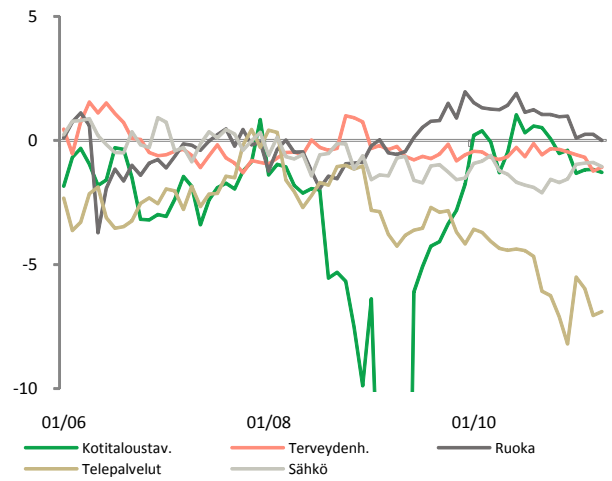
Osakkeiden hinnat (Eurooppa/Defensiiviset - USA/Defensiiviset)



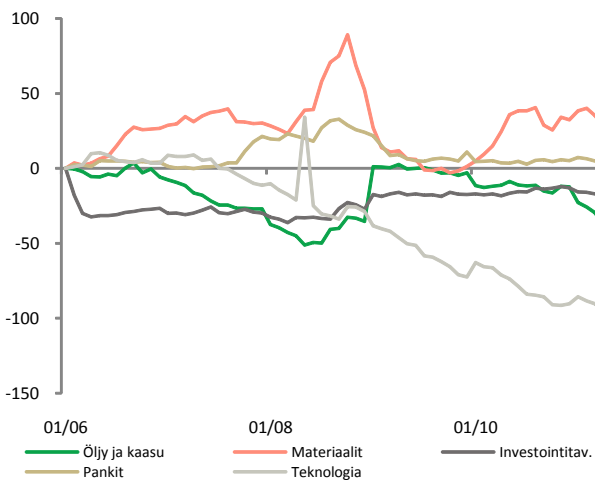
Arvostustasot (Eurooppa/Sykliset - USA/Sykliset)



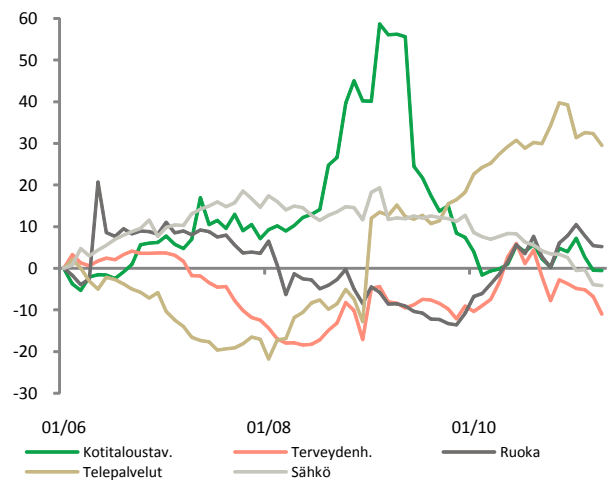
Arvostustasot (Eurooppa/Defensiiviset - USA/Defensiiviset)



Yritysten tulokset (Eurooppa/Sykliset - USA/Sykliset)



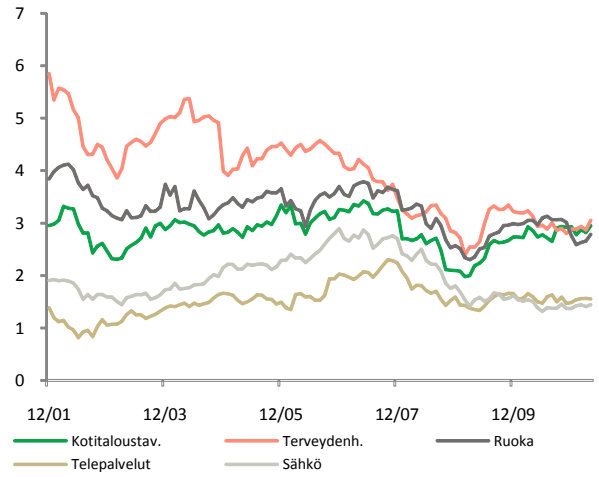
Yritysten tulokset (Eurooppa/Defensiiviset - USA/Defensiiviset)



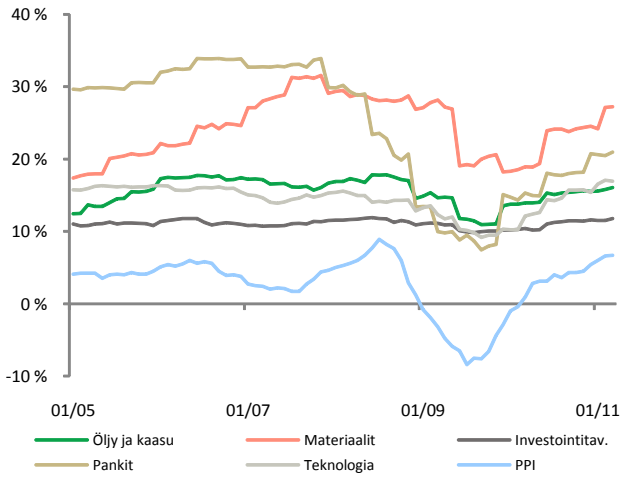
Yritysten P/B -luvut (Eurooppa/Sykliset)



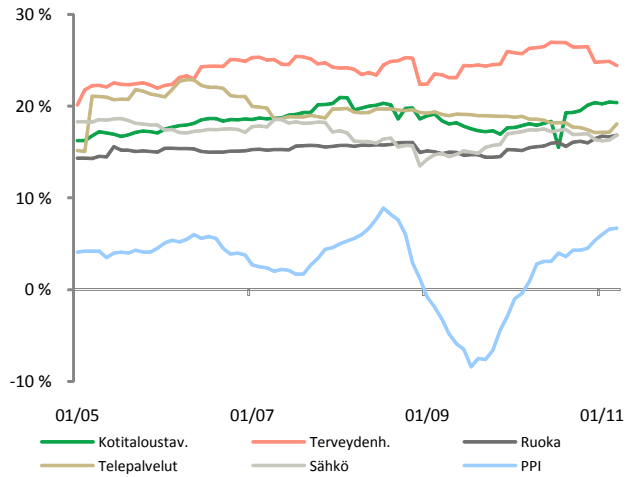
Yritysten P/B -luvut (Eurooppa/Defensiiviset)



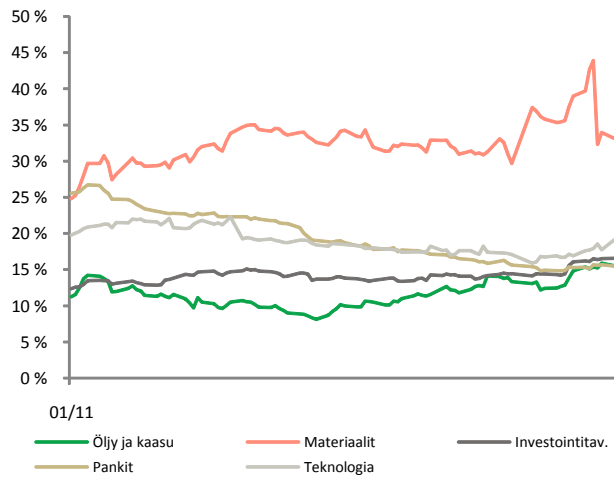
Yritysten marginaalit (Eurooppa/Sykliset) ja PPI



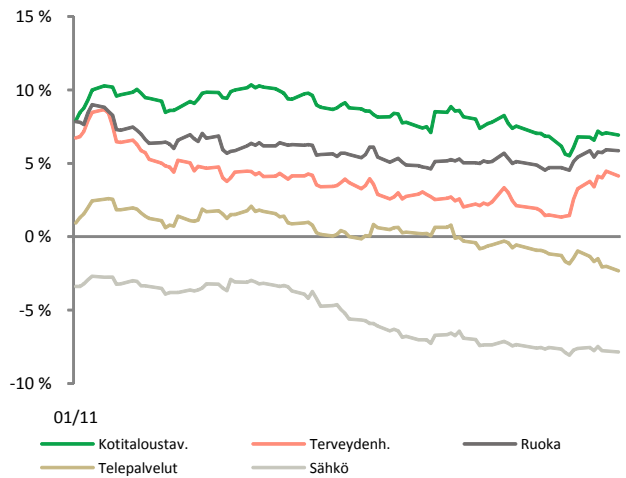
Yritysten marginaalit (Eurooppa/Defensiiviset) ja PPI



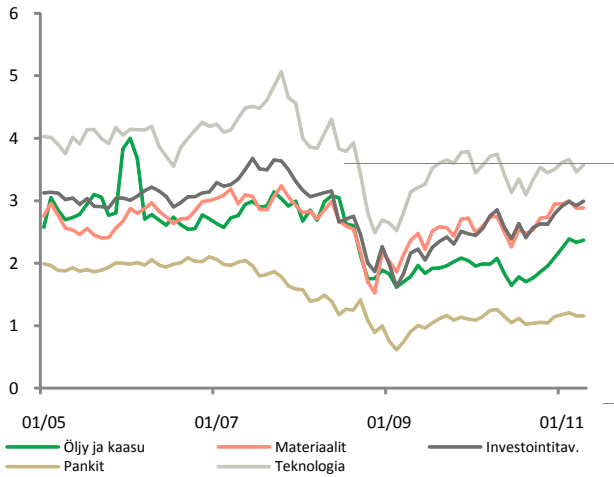
Vuoden 2011 tulosennuste (Eurooppa/Sykliset)



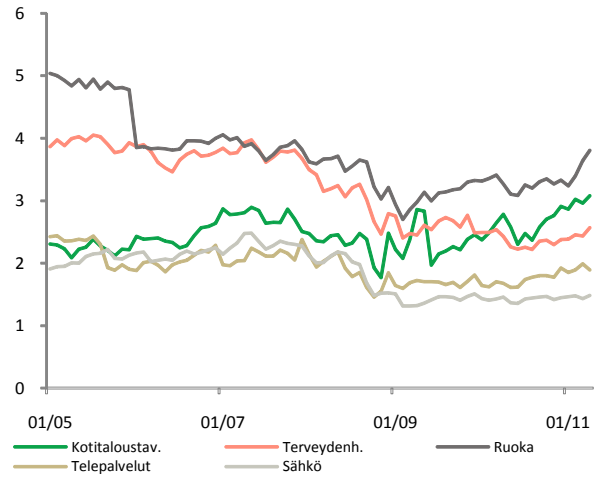
Vuoden 2011 tulosennuste (Eurooppa/Defensiiviset)



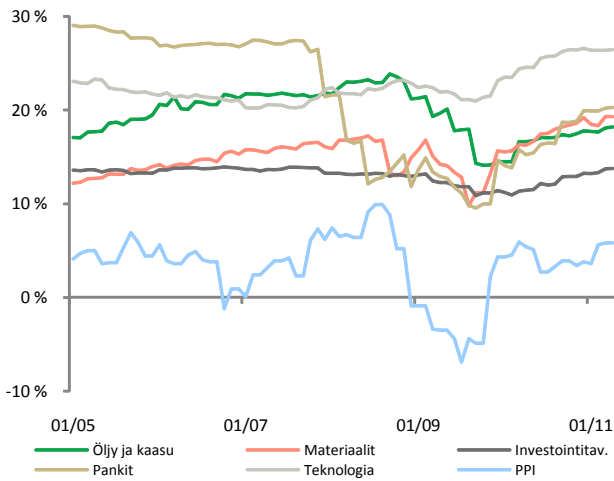
Yritysten P/B -luvut (USA/Sykliset)



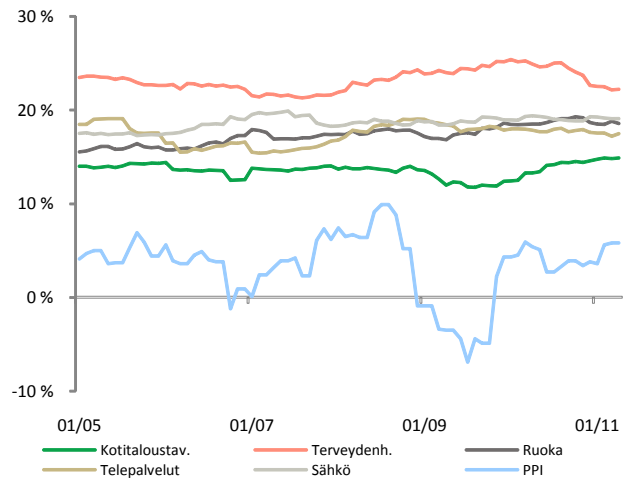
Yritysten P/B -luvut (USA/Defensiiviset)



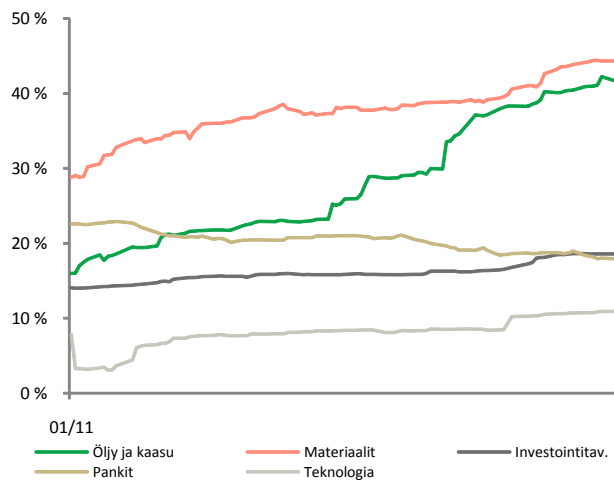
Yritysten marginaalit (USA/Sykliset) ja PPI



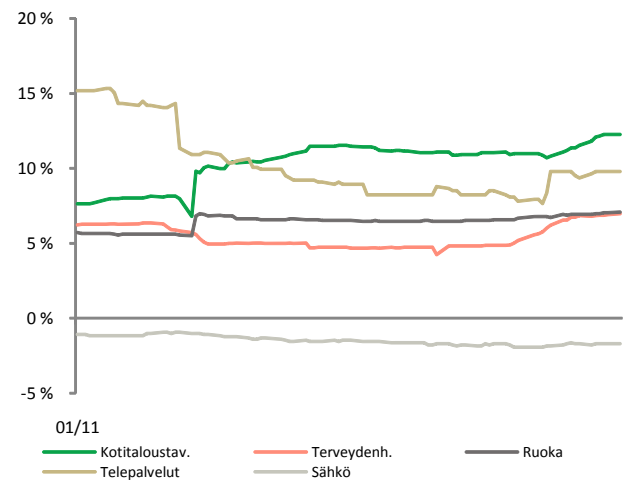
Yritysten marginaalit (USA/Defensiiviset) ja PPI



Vuoden 2011 tulosennuste (USA/Sykliset)



Vuoden 2011 tulosennuste (USA/Defensiiviset)



Tämän viikkoraportin kuvaajien tiedot

Tässä Frontin viikkoraportissa seurataan viikoittain tärkeimpien sijoittamiseen vaikuttavien markkinoiden liikkeitä ja talousindikaattoreita.

Mittava määrä tietoja esitetään havainnollisuuden parantamiseksi graafisina kuvaajina. Tarkastelujakso on viimeiset kaksi viikkoa niin, että viimeinen havaintopäivä on edellisen viikon perjantai ja ensimmäinen perjantaista 10 työpäivää taaksepäin.

Tarkemmat selosteet ja käytetyt lähteet kuvaajissa käytetyistä tiedoista on esitelty erillisellä liitesivulla, joka löytyy myös kotisivuiltamme osoitteesta www.front.fi/tarkeaa/viikkokatsaus.

Tässä viikkoraportissa kuvaajat on jaettu kahdelle sivulle, joista ensimmäinen kuvaa eri keskeisten omaisuuslajien – osakkeet, luottoriski, raaka-aineet - kehittymistä. Osakeindeksien kehitystä tutkitaan maantieteellisesti ja toimialoittain sekä verrataan Euroopan ja Yhdysvaltojen välistä kehitystä toisiinsa.

Toisen kuvaajasivun tarkoituksena on antaa yleiskuvaa markkinoista tai sellaisista muuttujista joissa voidaan nähdä markkinasuuntaa tai esimerkiksi hermostuneisuutta. Tällä sivulla esitetään tärkeimmät korot ja korkoerot, valuutat ja valtioiden luottoriskien suojauskustannukset, kulta ja inflaatio-odotukset sekä keskeisten osakemarkkinoiden kurssivaihteluja kuvaavat volatilititeettitasot.



Tämä julkaisu on tarkoitettu ainoastaan asiakkaan yksityiseen käyttöön. Esitetyt tiedot perustuvat lähteisiin, joita Front Capital Oy pitää luotettavina. Front Capital Oy ei takaa tietojen oikeellisuutta eikä vastaa esitetyn aineiston virheellisyydestä, puutteellisuudesta tai soveltumattomuudesta. Mikään julkaisussa esitetty aineisto ei ole sitova tarjous ostaa tai myydä arvopapereita eikä kehoitus ryhtyä muuhun sijoitustoimintaan. Tehdessään sijoituspäätöksiä sijoittajan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimuksensa ja arvioonsa sijoituskohteesta ja siihen liittyvistä riskeistä. Tätä julkaisua tai sen osaa ei saa kopioida, jakaa tai julkaista ilman Front Capital Oy:n etukäteen antamaa kirjallista lupaa. Kaikki oikeudet pidätetään.

Front Capital Oy
Aleksanterinkatu 48 A
00100 Helsinki
Finland

Puh: (09) 6829 800
Faksi: (09) 6829 8010
etunimi.sukunimi@front.fi
www.front.fi

Front Capital Oy on sijoituspalveluyritys, jonka toimintaa valvoo Finanssivalvonta, Snellmaninkatu 6 ja Mikonkatu 8, PL 103, 00101 Helsinki, puhelin 010 831 51, www.finanssivalvonta.fi. Front Capital Oy on Sijoittajien Korvausrahaston jäsen. Lisää tietoa Front Capital Oy palveluntarjoajana löytyy Internet-sivuilta www.front.fi.

Front  Capital