

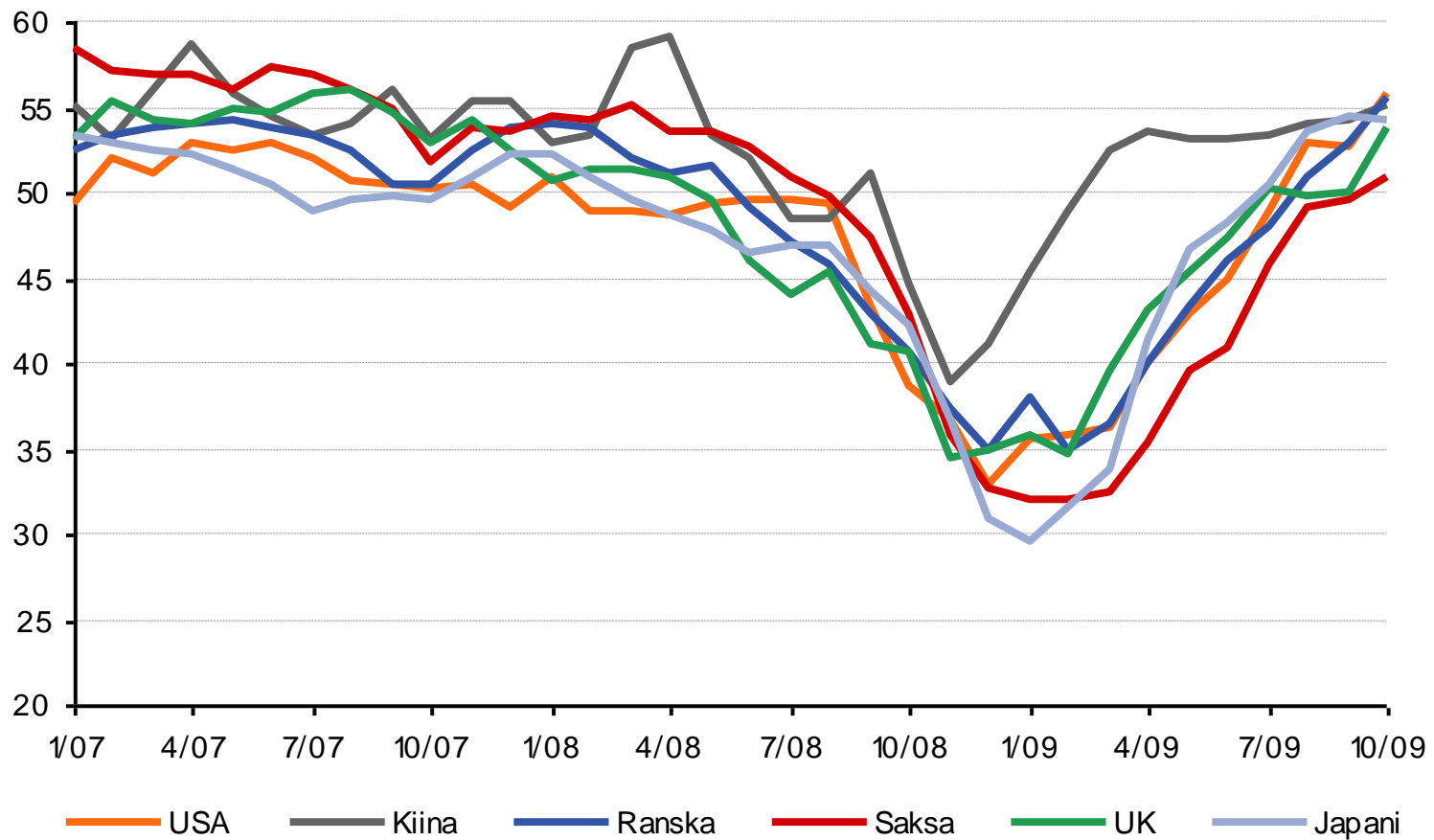


Sijoittaja,
mitä
seuraavaksi?

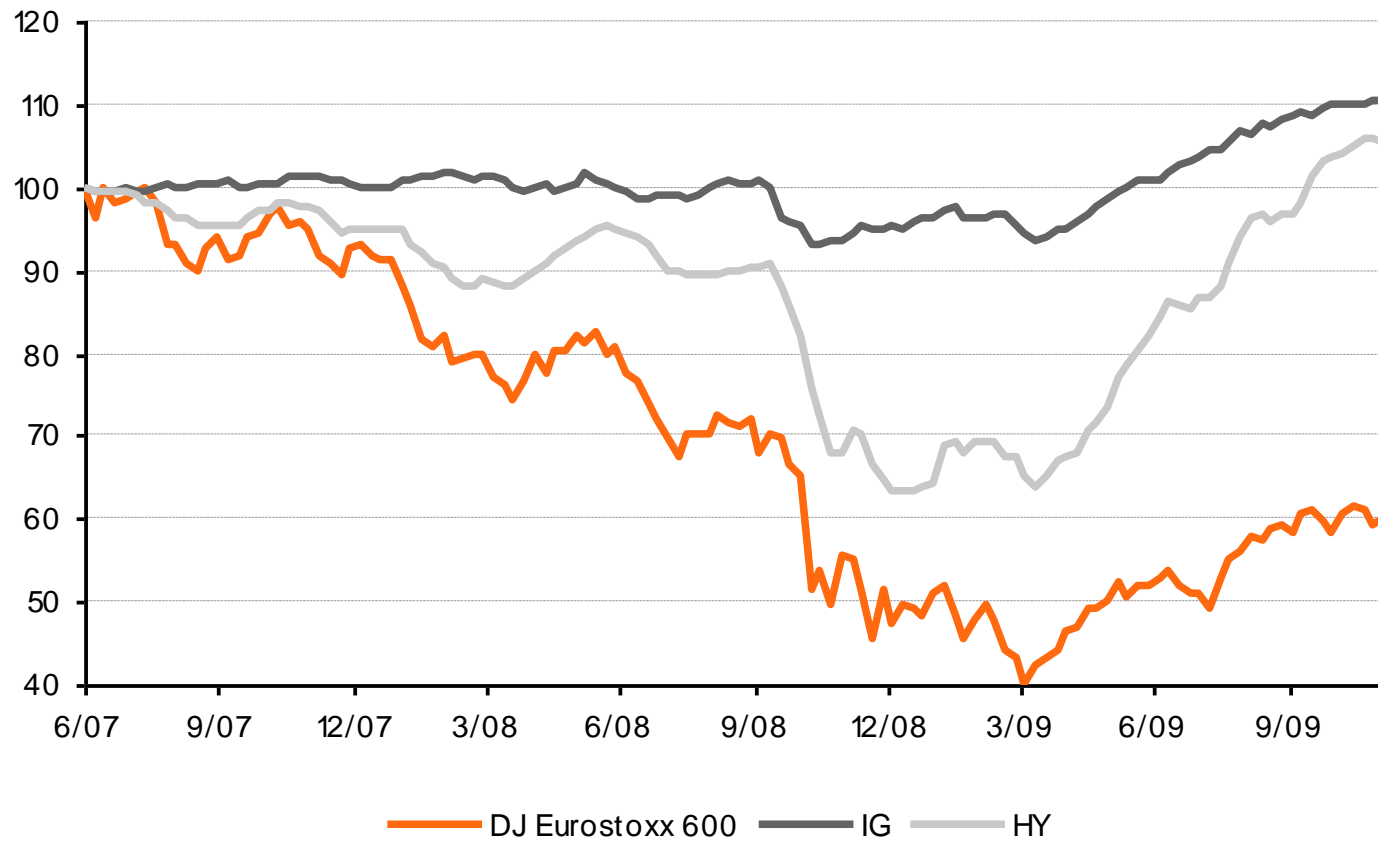
Keskuspankkiirien likviditeettiansa ?

Pohjola Tutkimus
Jussi Hyöty

Talouden optimismi, ostopäälliköt

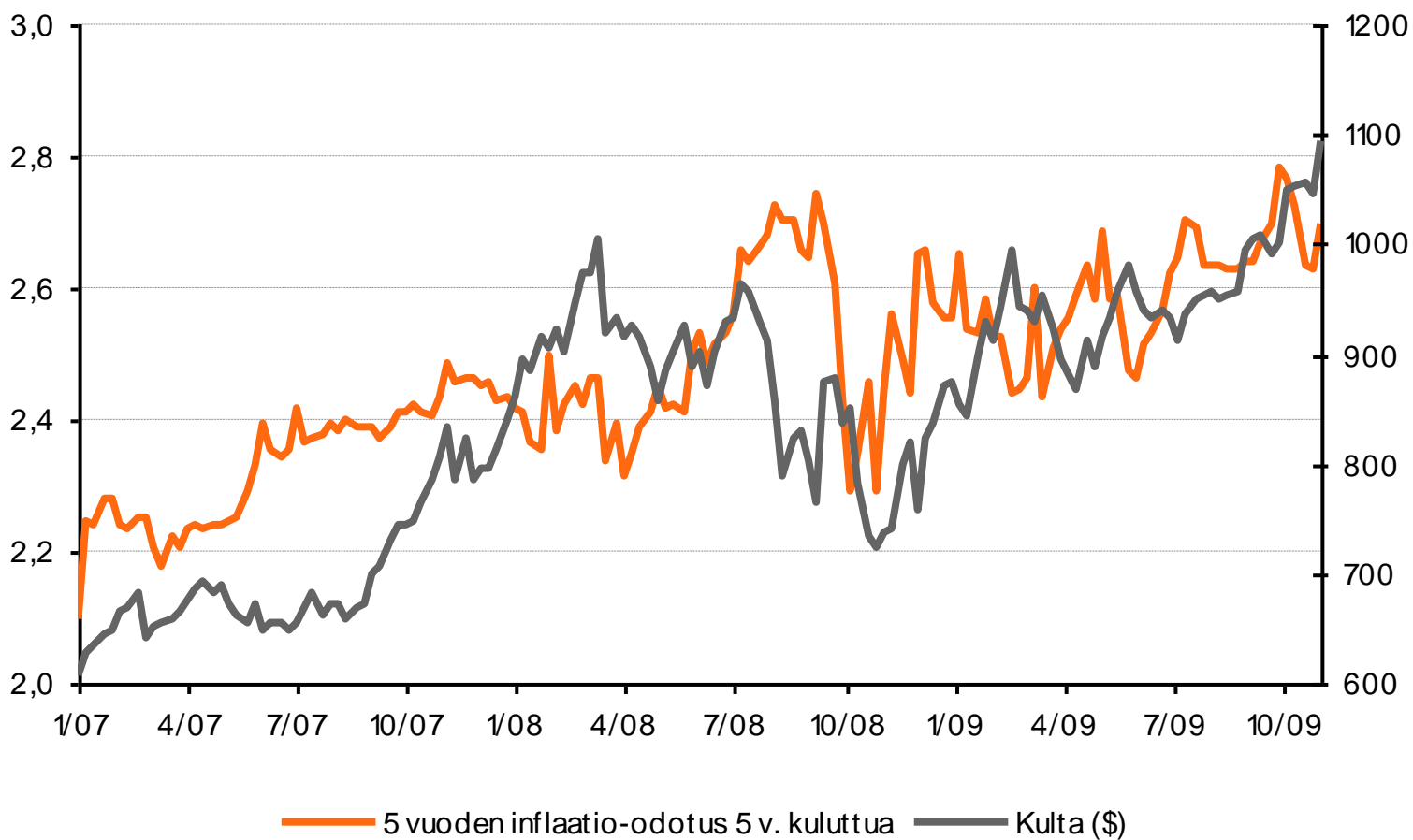


Markkinoiden optimismi, osakkeet ja lainat

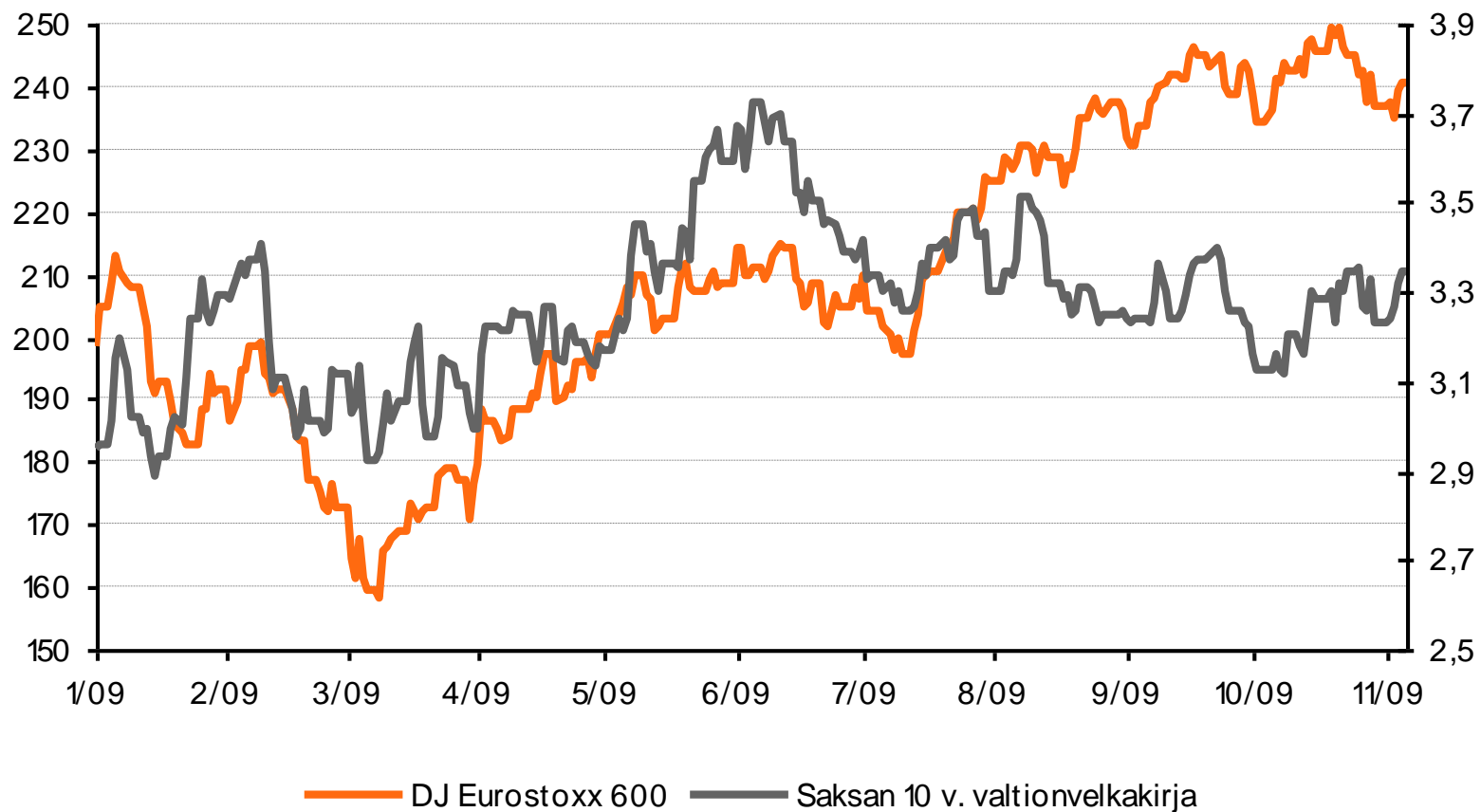


Onnistuiko elvytys ?

Inflaatio-odotukset ja kulta oireilevat



Jarrusta kiihdyttimeksi – ”Conundrumin paluu”



Vai menikö se pieleen ?

Tarjosivatko keskuspankkiirit markkinoille ilmaisen lounaan
eli riskittömän karhumarkkinarallin ?

Tasapainoilu kestävän kasvun ja markkinoiden kuplan muodostumisen välillä käynnissä

- (1) Valtioilta loppuvat ammukset, joten niiden on onnistuttava kerralla
- (2) Mitä suurempi on elvytys sitä suurempi on takaisin veto ja vieroitus
- (3) Kriisi 2008, Elvytys/Kupla 2009, Takaisin veto/Järkytys 2010,
Normalisoituminen 2011- ?

Huono 2011: Omaisuusarvojen inflaatio purkautuu takaisin vedossa
hintojen deflaatioksi

Hyvä 2011: Talouden käynnistys onnistuu ja takaisin veto tapahtuu
pehmeästi

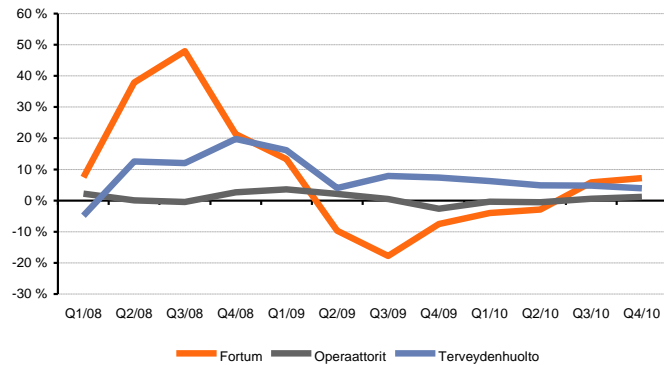
Läpinäkyvä strategia

- osakkeet ylipainoon defensiivisillä osakkeilla

Lisätuottoa ilman lisäriskiä – onko se mahdollista ?

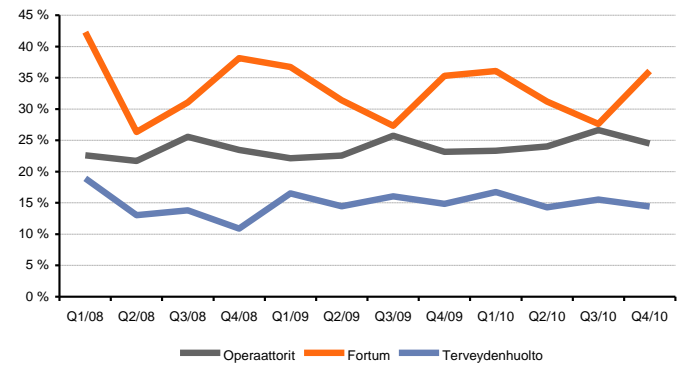
Kaksi omaisuusluokkaa: HY osakkeet (sykliset) ja IG osakkeet (defensiiviset)

Liikevahidon kehitys



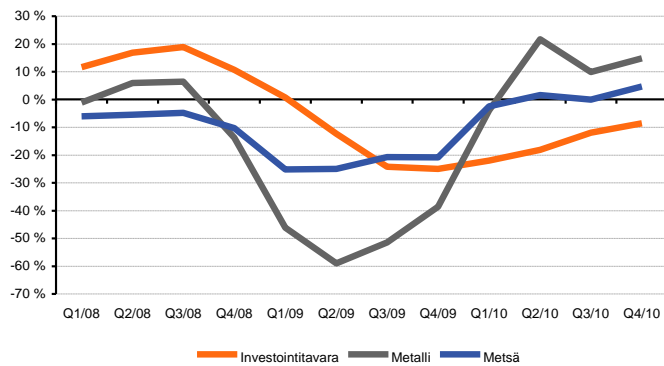
Lähde: Pohjola Pankki

Marginaalin kehitys



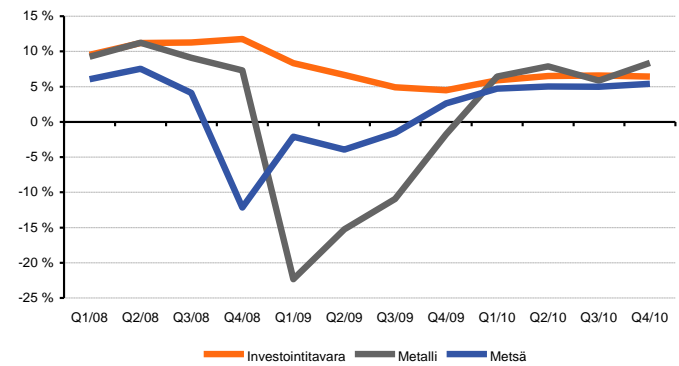
Lähde: Pohjola Pankki

Liikevahidon kehitys



Lähde: Pohjola Pankki

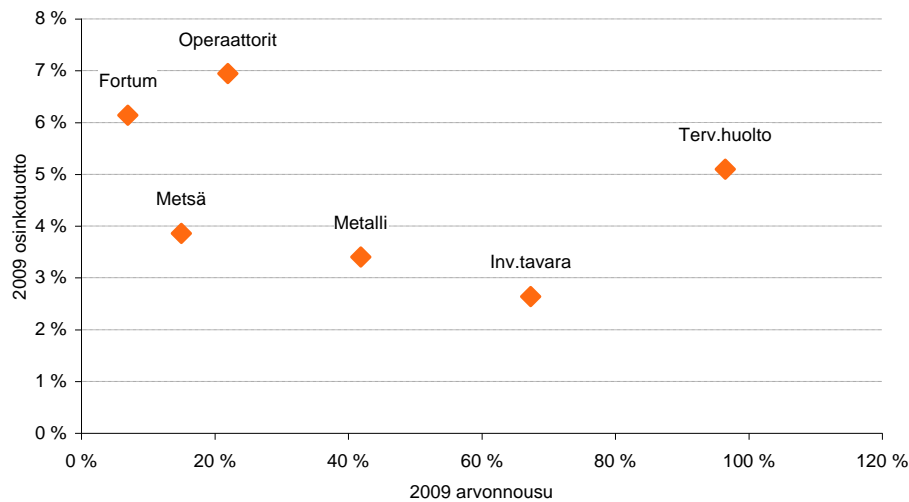
Marginaalin kehitys



Lähde: Pohjola Pankki

Osakkeiden kaksi eri tuottomekanismia ja riskiä: osinkoja tai arvonnousua

Arvonnousu vs. osinkotuotto



Lähde: Pohjola Pankki

Korkeimmat ennustetut osinkotuotot

	Osinko 2009, e	Osinkotuotto 2009
Elisa	1,30	9,8 %
Orion B	1,05	8,1 %
Fortum	1,00	6,2 %
Sampo	1,00	6,1 %
Aspo	0,35	5,8 %
Lännen Tehtaat	0,85	5,7 %
Sanoma	0,65	5,2 %
Panostaja	0,07	5,1 %
UPM-Kymmene	0,40	4,9 %
Citycon	0,14	4,7 %
Scanfil	0,12	4,6 %
F-Secure	0,11	4,5 %
TeliaSonera	0,20	4,5 %
Tecnotree	0,04	4,3 %
Huhtamäki	0,38	4,1 %

Lähde: Pohjola Pankki, 2.11.2009

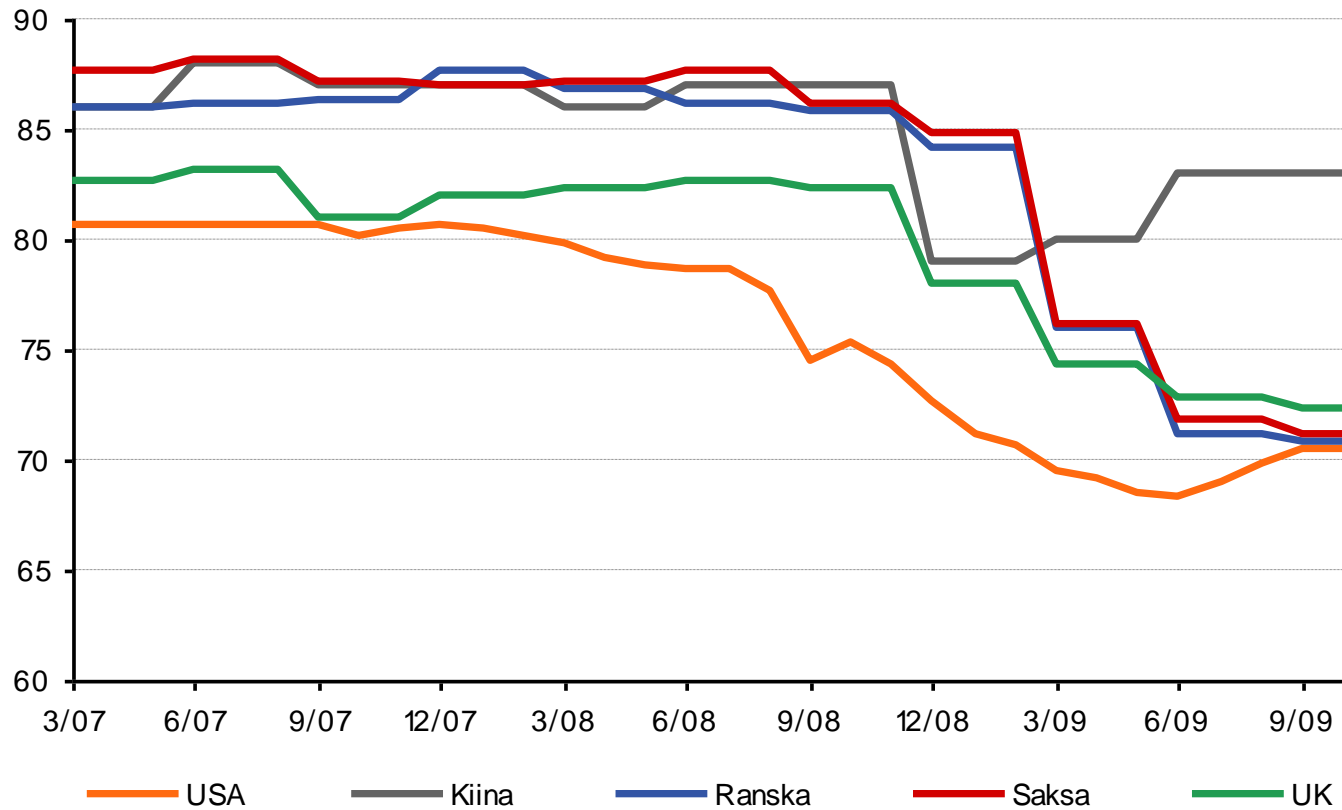
Alennettu neliöjuuri – riskin karttajan painajainen



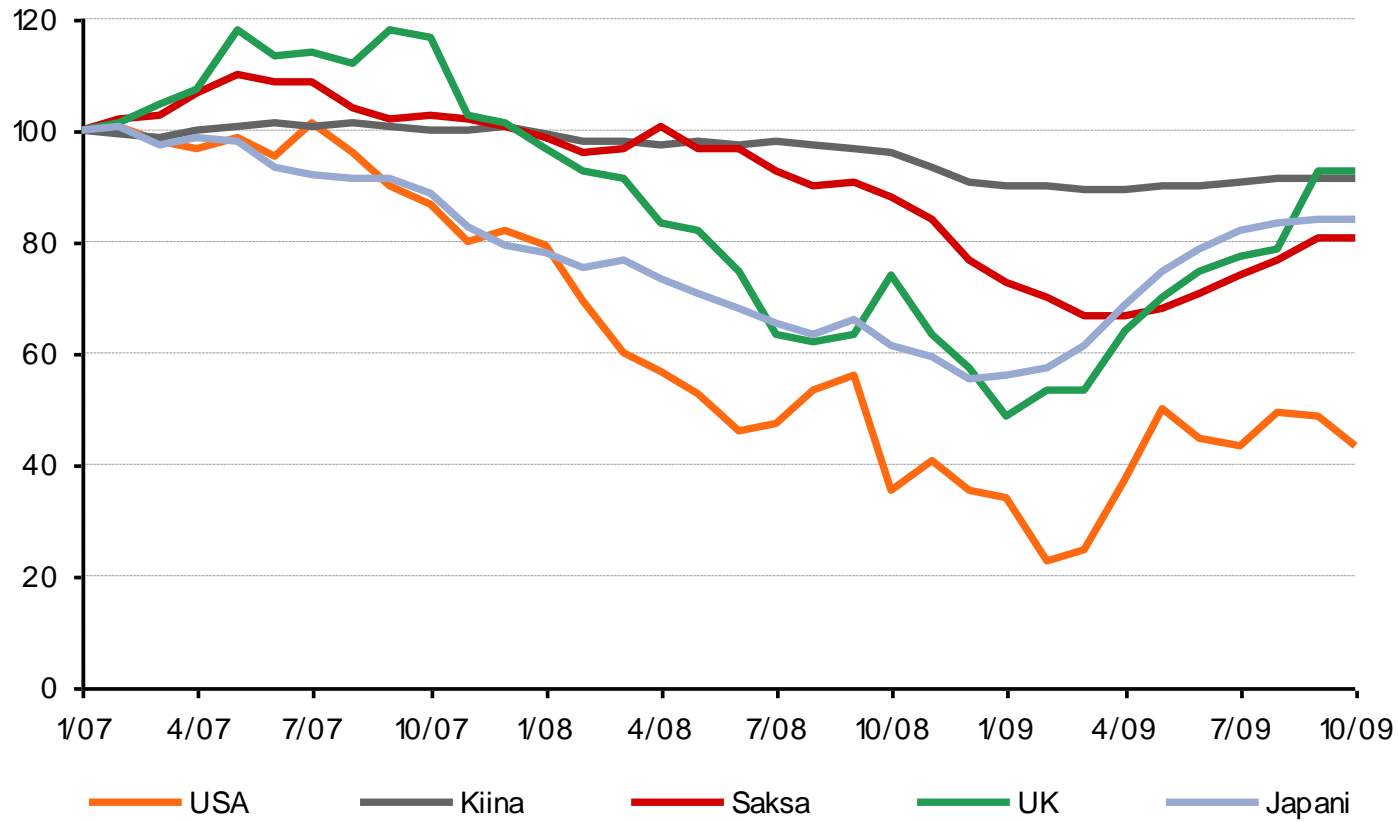
Kaikkien aikojen riskitön karhumarkkinaralli käynnissä - elvytys valuu markkinoille

- (1) Minkä kokoisella elvytyksellä ammuttiin ja mitä ?
- (2) Kriisin kustannukset ylittäneet Yhdysvalloissa selvästi toisen maailmansodan kustannukset
- (3) Mitä suurempi on elvytys sitä suurempi on takaisin veto ja vieroitus
- (4) Kilpajuoksu kestävän kasvun ja markkinoiden kuplan muodostumisen välillä käynnissä
- (5) Kriisi 2008, Elvytys 2009, Takaisin veto 2010, Normalisoituminen 2011

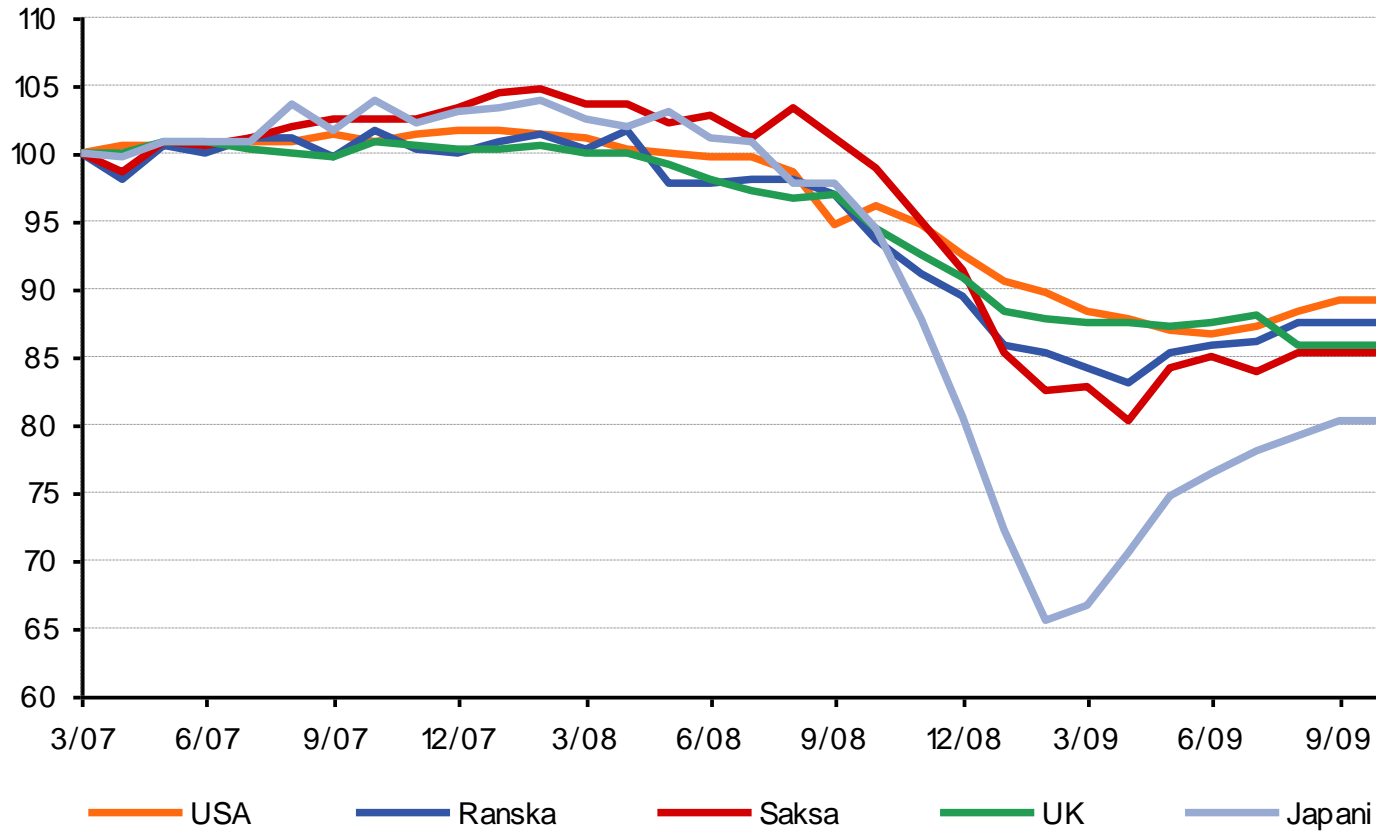
Teollisuuden käyttöaste



Kuluttajan luottamus



Teollisuustuotanto



Mallisalkku

Pohjolan mallisalkku											
	Suositus	Tavoite- hinta (€)	Liikevaihdon kasvu (%)		EBIT (%)		P/E		EV/EBIT		Osinko- tuotto (%)
			09e	10e	09e	10e	09e	10e	09e	10e	09e
Elisa	LISÄÄ	15,50	-4,3	-0,5	19,0	20,4	11,4	10,6	10,4	9,6	9,7
Fortum	OSTA	22,00	-5,0	1,3	33,3	33,3	11,4	11,3	10,8	10,5	6,2
Kemira	LISÄÄ	13,00	-13,0	1,0	6,5	7,3	14,7	14,4	13,8	12,0	2,8
Nokia	OSTA	12,00	-20,3	7,0	2,4	9,1	65,5	11,4	28,9	6,2	0,5
Raisio	OSTA	3,00	-23,8	0,8	5,3	7,0	27,5	19,9	12,1	8,9	3,1
Sampo	LISÄÄ	18,50	-	-	-	-	14,3	13,5	-	-	6,1
Stockmann	LISÄÄ	20,00	-9,1	3,8	5,0	6,6	21,2	17,3	20,9	15,1	2,6
TeliaSonera	LISÄÄ	5,00	5,8	0,9	27,8	28,9	11,3	10,4	8,6	8,0	4,4
UPM-Kymmene	LISÄÄ	10,00	-20,9	0,5	2,5	5,9	-	20,7	42,8	17,6	4,9
YIT	LISÄÄ	15,00	-14,4	3,0	4,7	6,1	27,0	13,7	14,0	10,6	2,3

Lähde: Pohjola Pankki

Osakemarkkinat

Kiinnitä huomio osinkotuottoon nykyisessä inflaatioympäristössä

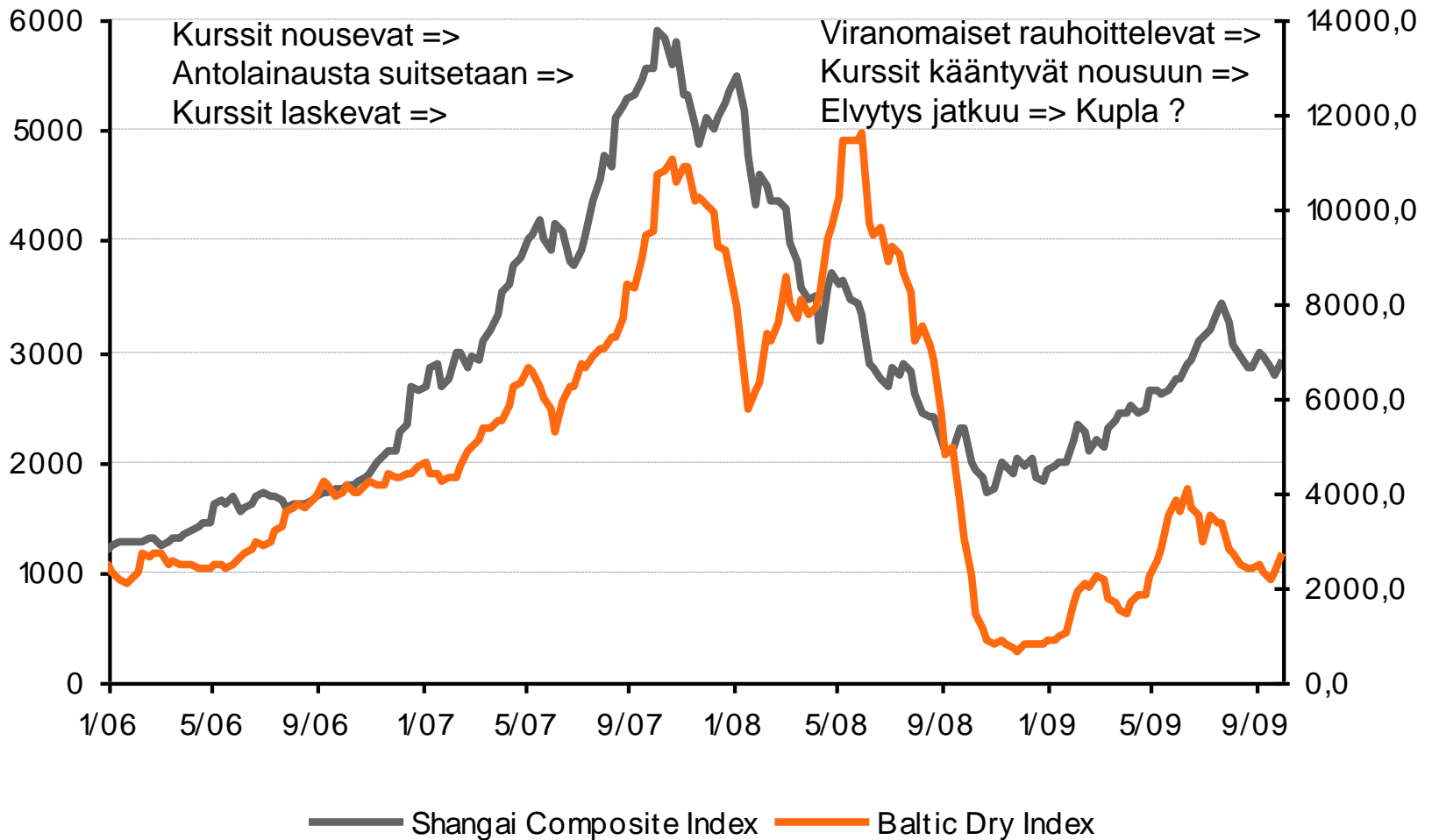
Korkeimmat ennustetut osinkotuotot

	Osinko 2009, e	Osinkotuotto 2009
Elisa	1,30	9,3 %
Orion B	0,95	7,8 %
Lännen Tehtaat	0,85	5,8 %
Aspo	0,35	5,7 %
Fortum	1,00	5,7 %
Citycon	0,14	5,2 %
Panostaja	0,07	5,1 %
Sampo	0,80	4,8 %
Huhtamäki	0,38	4,7 %
UPM-Kymmene	0,40	4,6 %
TeliaSonera	0,20	4,6 %
Scanfil	0,12	4,4 %
Sanoma	0,65	4,4 %
F-Secure	0,11	4,1 %
StoraEnso R	0,20	4,0 %

Lähde: Pohjola Pankki, 14.9.2009

Sijoitusstrategia

Esimakua Kiinasta – Koira ja sen häntä



Onko markkinoiden järkyttyminen väistämätöntä?

- Hyvät uutiset ovat huonoja ?

Voittaako elvytys jälkisykliset jarrut

Positiiviset tekijät, väliaikaisia

Stimulus vahvimmillaan

Vahvistuva varastosykli

Raaka-ainespekulaatio

Suosi

Kotimarkkinayritykset

Kuluttajayritykset

Kiinassa toimivat

Negatiiviset tekijät, kestäviä

Työttömyys kasvaa

Luottotappiot kasvavat

Valtioiden budjettialijäämät kasvavat

Vältä

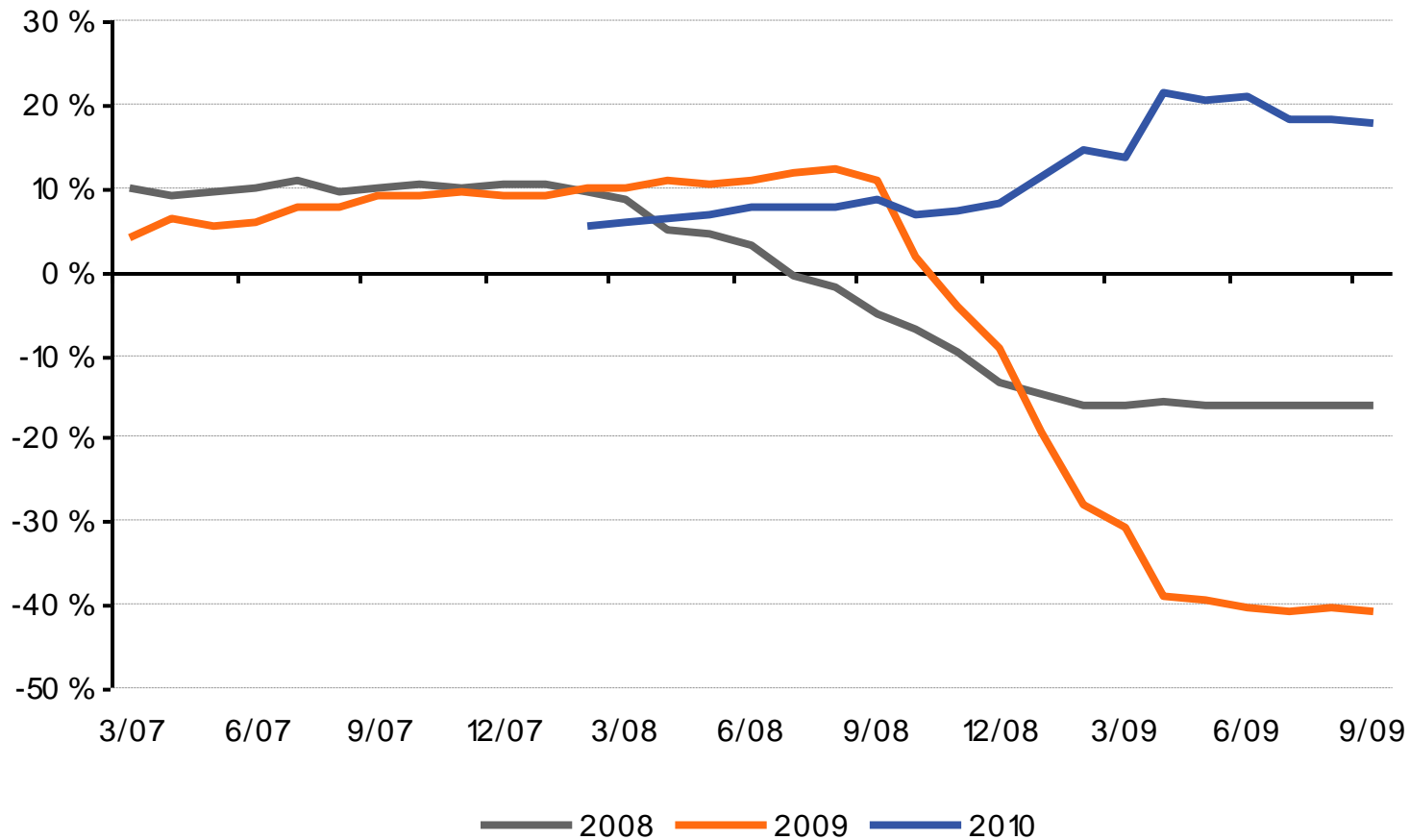
Vientiyritykset

Investointitavarayritykset

Lännessä toimivat

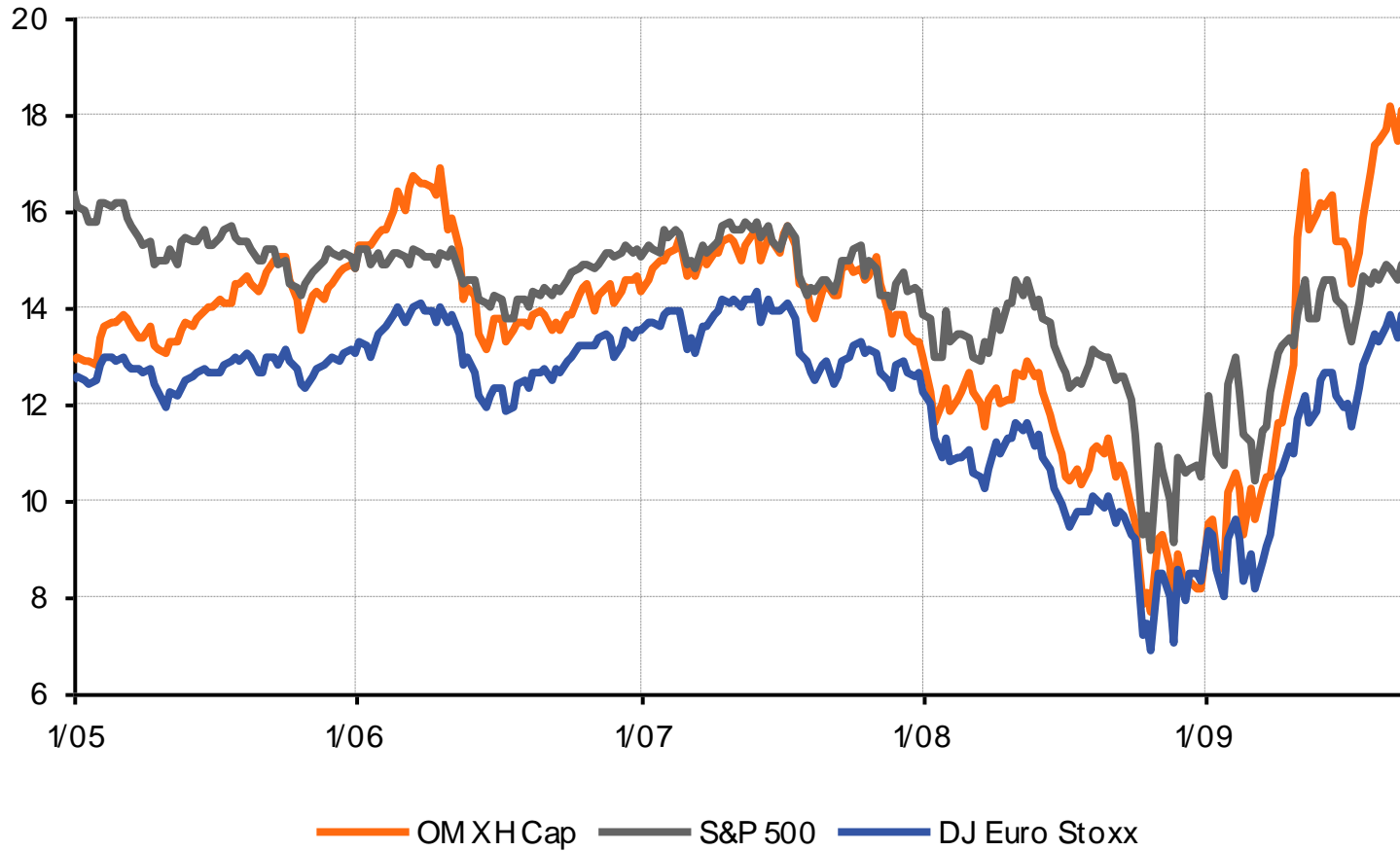
Osakemarkkinat

OMXH Cap tuloskasvu – Tulosodotukset stabiloituneet

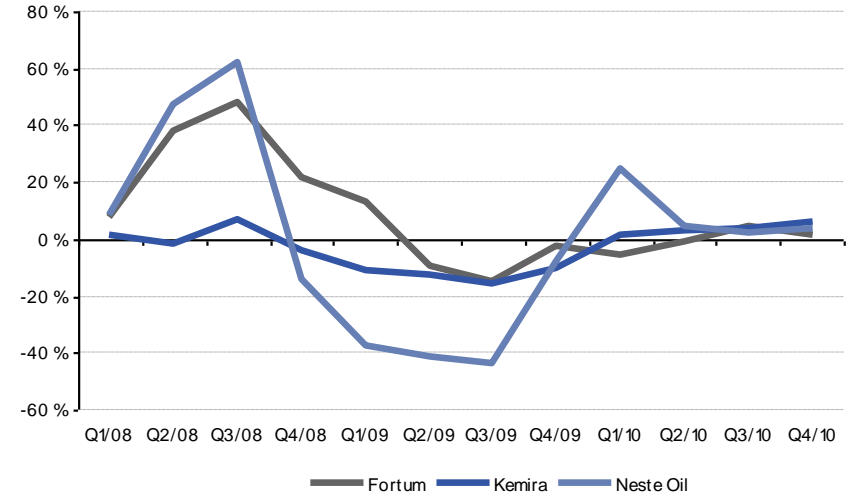
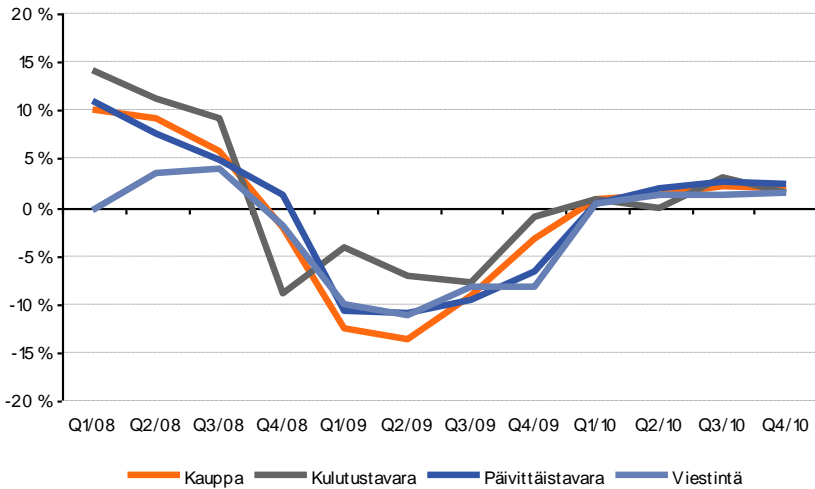
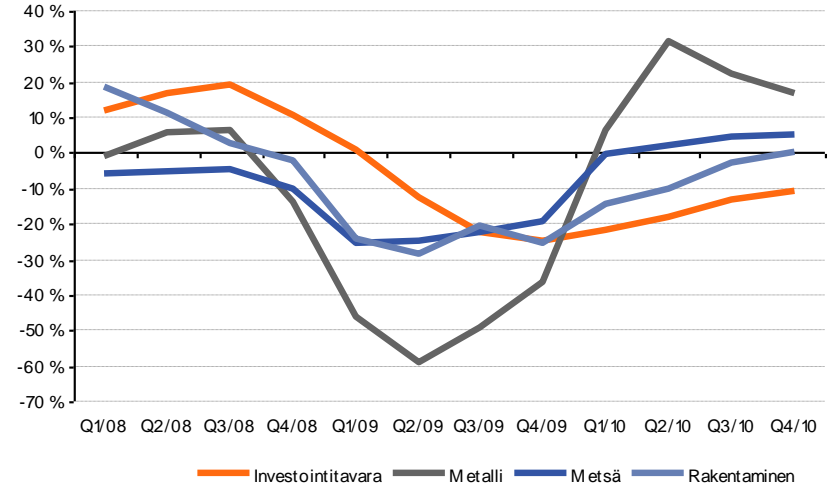
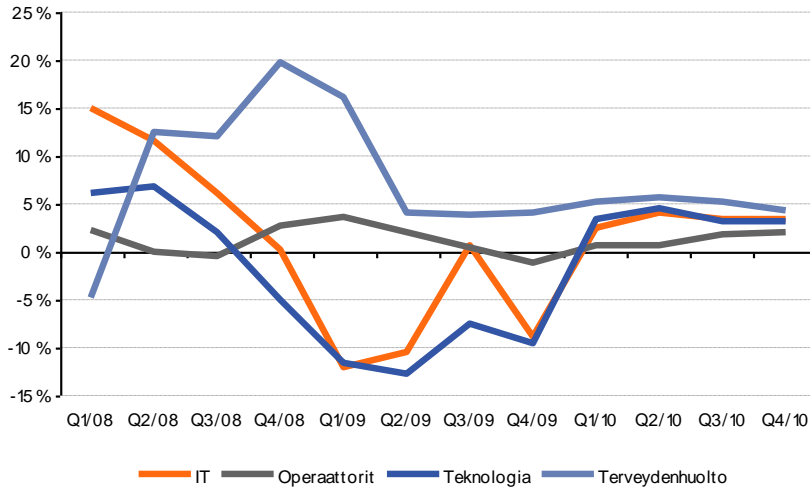


Osakemarkkinat

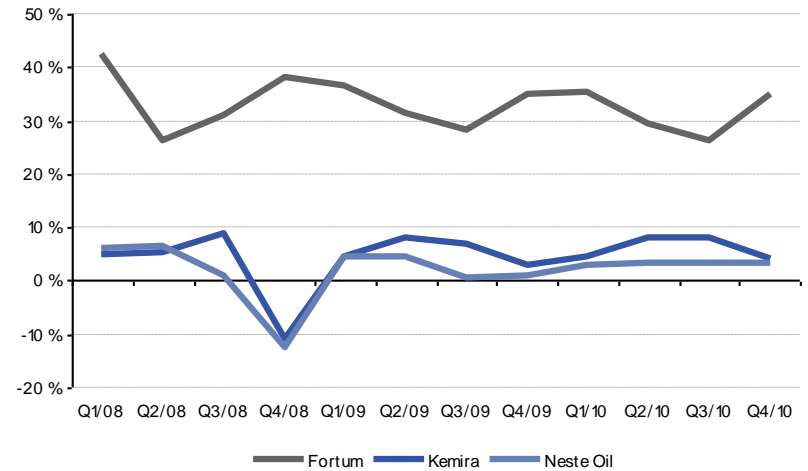
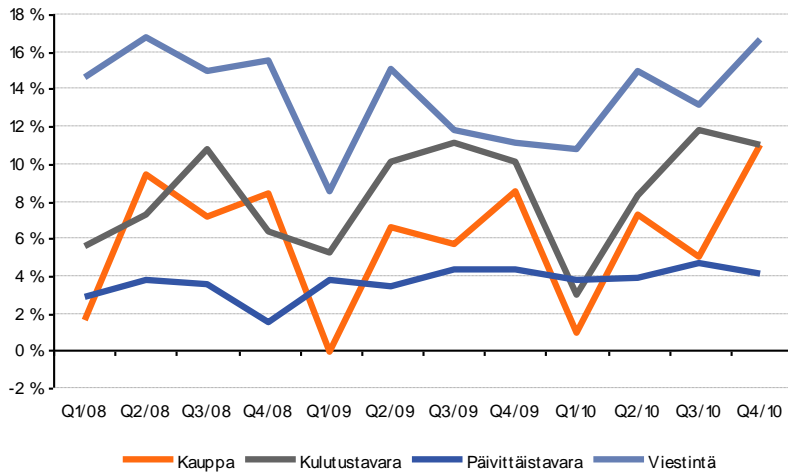
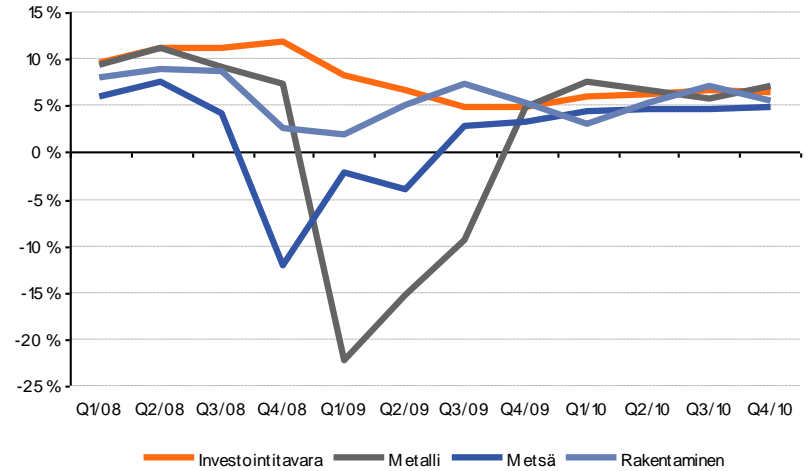
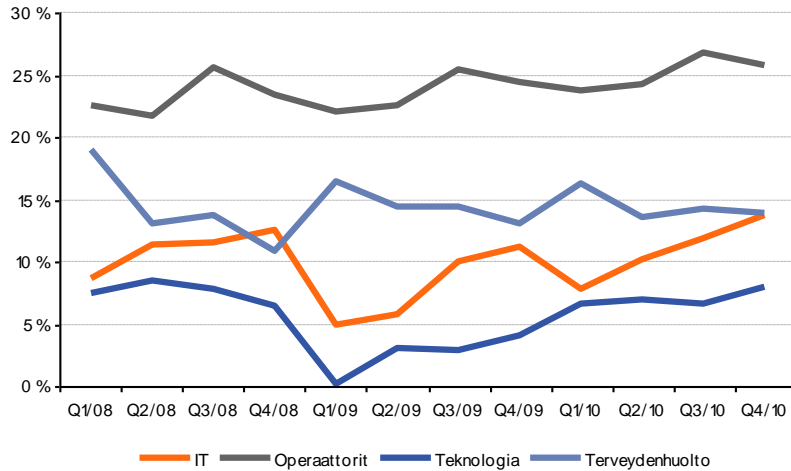
Indeksien P/E tasot (12 kk)



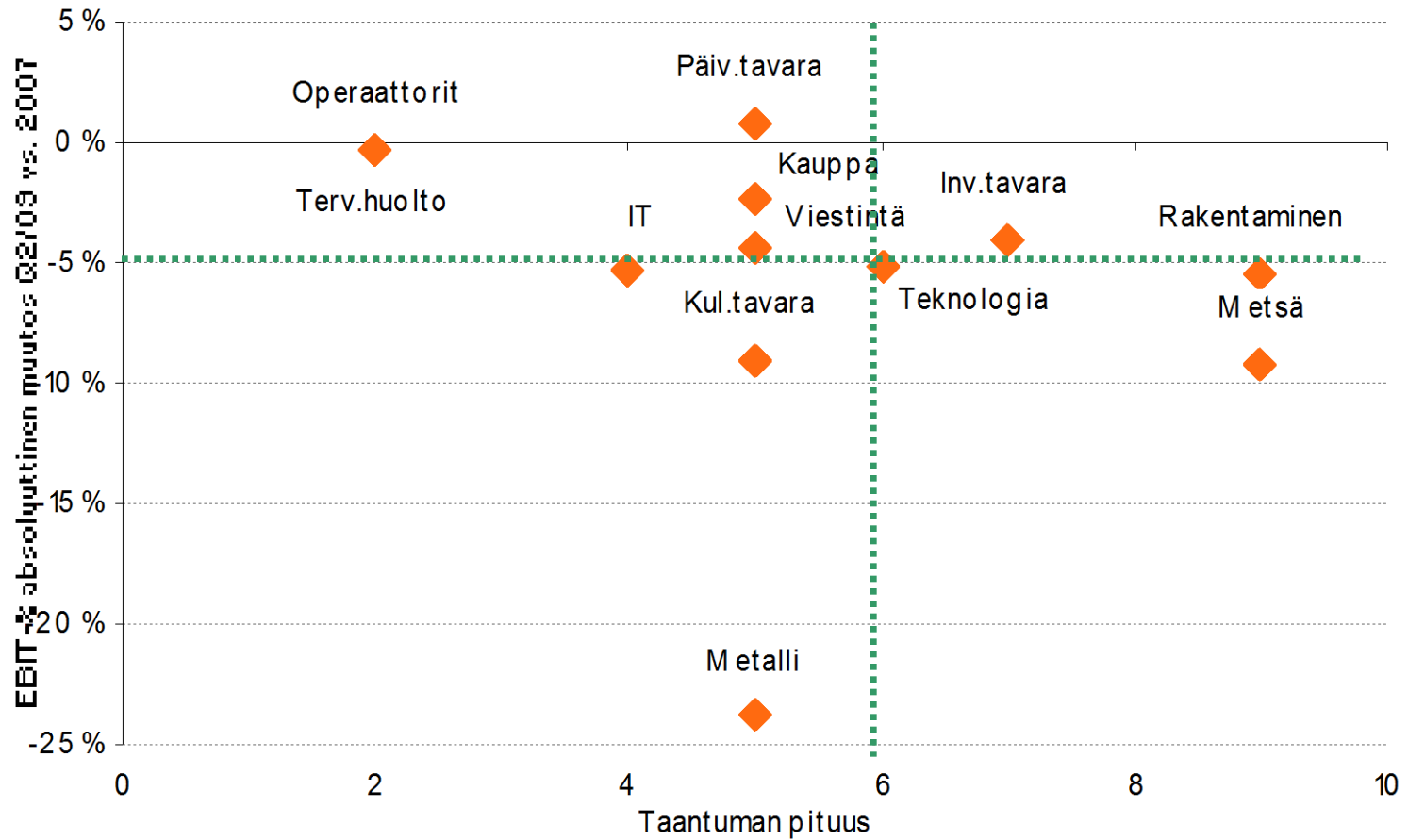
Liikevaihdon kehitys



Kannattavuuden kehitys



Taantuman pituus ja syvyys – toimialojen profiilit



Sijoitusstrategia

Osakkeet ylipainoon defensiiviset sektorit edellä

- **Allokaatiosuositus**

- | | |
|------------------------|----------|
| • Osakkeet | Ylipaino |
| • Lyhyet korot | Alipaino |
| • Pitkät korot | Alipaino |
| • Investment grade | Ylipaino |
| • High Yield | Alipaino |
| • Kehittyvät markkinat | Alipaino |

Sijoitusstrategia

Lisätuottoja ilman lisäriskiä - osakkeet ylipainoon defensiivisillä osakkeilla

Pohjolan mallisalkku											
	Suositus	Tavoite- hinta (€)	Liikevaihdon kasvu (%)		EBIT (%)		P/E		EV/EBIT		Osinko- tuotto (%)
			09e	10e	09e	10e	09e	10e	09e	10e	09e
Elisa	LISÄÄ	15,00	-4,2	0,3	18,9	19,5	11,0	10,6	9,9	9,5	10,1
Fortum	OSTA	22,00	-2,9	1,2	33,4	32,8	11,8	12,0	10,9	10,8	5,9
Kemira	LISÄÄ	13,00	-12,3	3,7	5,7	6,3	19,9	15,5	15,8	13,4	2,6
Nokia	OSTA	13,00	-19,7	7,0	5,6	11,2	19,7	9,3	12,8	5,1	1,8
Outokumpu	LISÄÄ	15,00	-50,8	50,3	-13,6	7,2	-	13,4	-9,4	12,3	2,9
Raisio	OSTA	3,00	-23,8	0,7	5,3	7,0	22,8	16,4	8,7	6,4	3,8
Sampo	LISÄÄ	18,50	-	-	-	-	13,9	13,1	-	-	6,3
TeliaSonera	LISÄÄ	4,90	5,6	1,2	27,7	28,7	10,8	10,0	8,3	7,7	4,6
UPM-Kymmene	LISÄÄ	9,00	-21,8	3,4	1,1	4,8	-	34,5	101,8	22,2	5,0
YIT	LISÄÄ	15,00	-14,4	2,8	4,3	5,8	19,5	9,7	11,8	8,6	3,4

Lähde: Pohjola Pankki

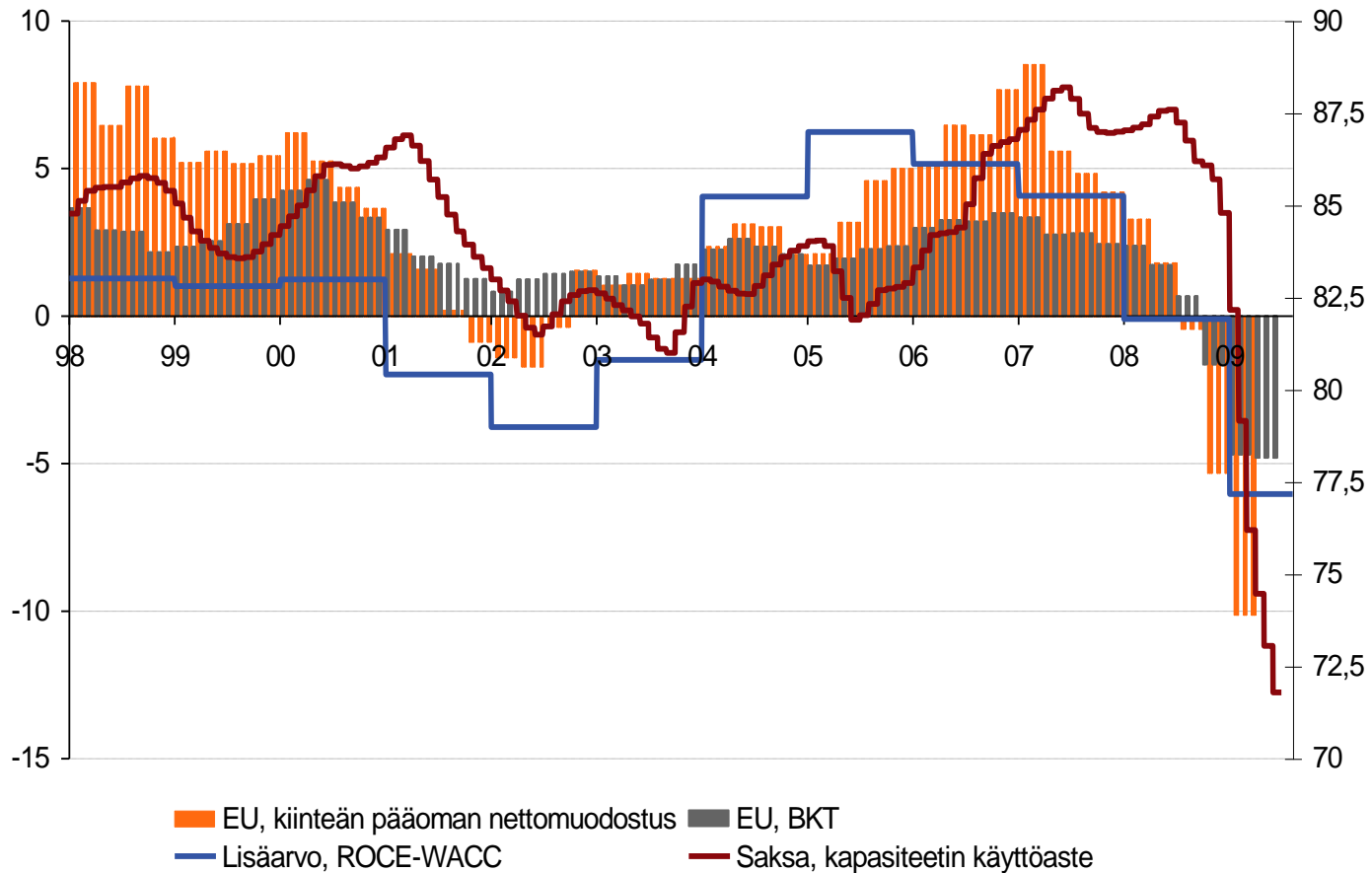
Kiinan ihmeellinen tarina – kommunismien ja yritteliäisyyden liitto

- On top of the world – lännen kiinniotto
 - Chinese dream
 - ei vain valtava väestö vaan myös ihmisten ”spirit”
 - johtava valtio myös ympäristöasioissa 20 vuodessa
 - kansalaisten avautuminen vs. Facebook
- Valtava teollisuuden rakennemuutos
 - Shenzhen johtaa muutosta
 - tuotannosta ja viennistä suunnitteluun, luovaan teollisuuteen, palveluihin ja kotimaiseen kulutukseen
- Valtio on kaikkialla
 - valtio omistaa maan
 - valtion yritykset menestyvät
 - valtio avaa ovia Afrikkaan ja raaka-ainehuoltoon
- Valtava elvytys ja runsaasti likviditeettiä
 - kasvudynamiikassa ei ollut ongelmaa ennen kriisiä
 - infrastruktuurin rakennus, pitkän aikavälin menestystekijä
 - asuntomarkkinat ja pörssit jo kuumentuneet, mutta valtion, yritysten ja kotitalouksien puskurit ovat kunnossa
 - varautuminen likviditeetti kuivaamiseen on alkanut

Finanssikriisi oli (Yhdysvaltain) velkakriisi –
julkisen sektorin velkaantuminen vuorossa

15

Heikko kysyntä, rahan hinta ja alhainen kapasiteetin käyttöaste hidastavat investointeja



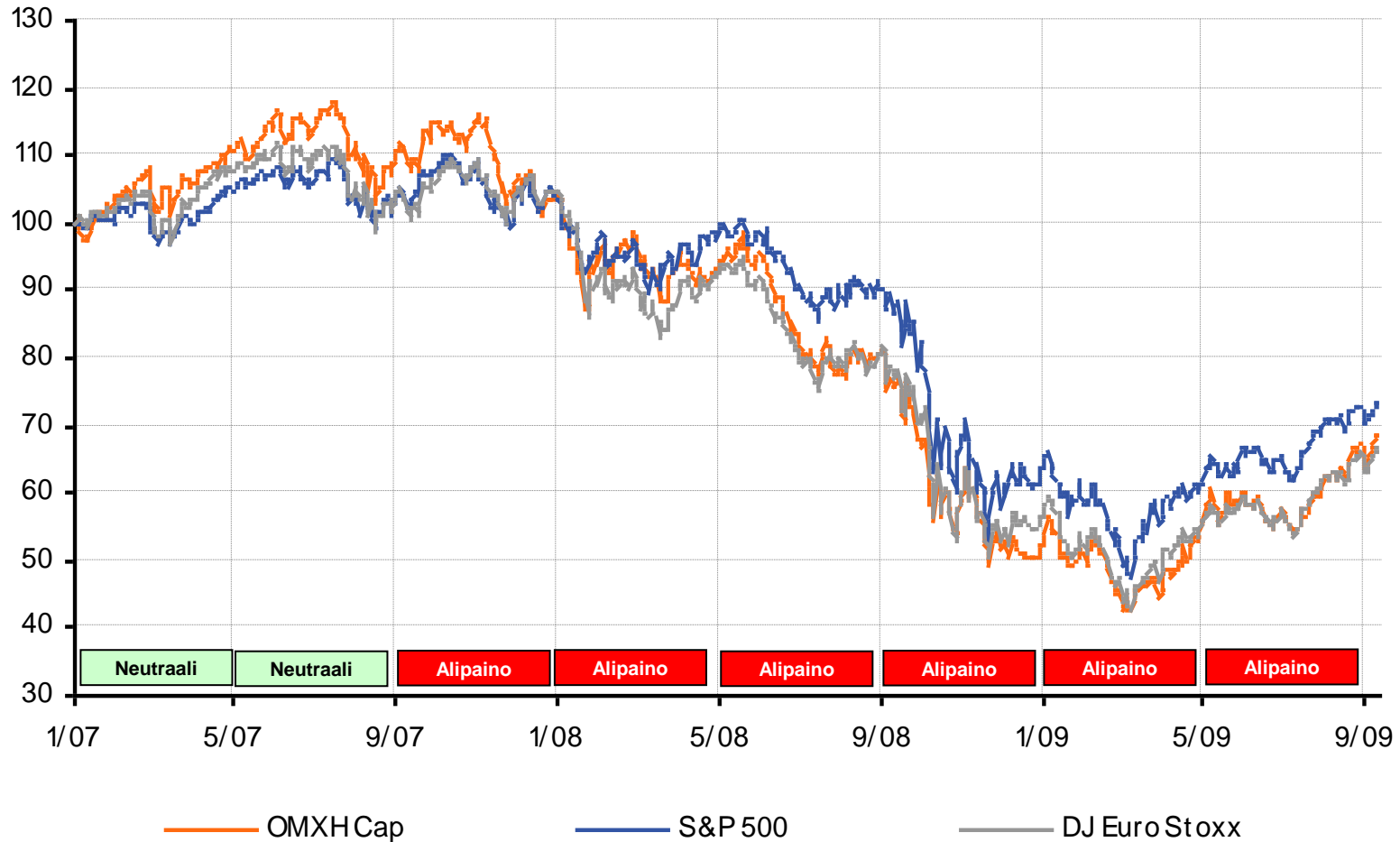
Osakemarkkinat

Toimialat - Suosimme edelleen defensiivisiä toimialoja

Painota	Vältä
Energia	Investointitavara
Teleoperaattorit	Kauppa
Terveydenhuolto	Metsäteollisuus
Teknologia (Nokia)	Rakentaminen

Sijoitusstrategia

Osakkeiden alipaino selkeästi liian varovainen kesäkuukausiksi



Osakemarkkinat

Yhtiösuosikit ja vältettävät

Suosikit	Vältettävät
Nokia (Tavoitehinta 13 €)	Stora Enso (3 €)
Fortum (22 €)	Kesko (16 €)
Elisa (15 €)	Stockmann (15 €)
Kemira (13 €)	Nordea (6,3 €)
Sampo (18,5 €)	Wärtsilä (22 €)

Korko- ja yrityslainamarkkinat

Korko- ja yrityslainamarkkinat

Korkoennuste

EUROALUE/SAKSA	16.9.	Q309	Q409	Q110	Q210
Refi-korko	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
3 kk (Euribor)	0,77	0,85	0,90	1,20	1,40
12 kk (Euribor)	1,25	1,30	1,50	1,70	1,80
2 vuotta	1,23	1,30	1,60	1,80	2,00
10 vuotta	3,27	3,30	3,40	3,50	3,60
korkoero (10V - 2V)	2,04	2,00	1,80	1,70	1,60

USA	16.9.	Q309	Q409	Q110	Q210
Fed funds -korko	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25
3 kk (Libor)	0,29	0,35	0,40	0,50	0,60
12 kk (Libor)	1,26	1,35	1,50	1,60	1,60
2 vuotta	0,90	1,00	1,20	1,40	1,50
10 vuotta	3,41	3,40	3,50	3,60	3,70
korkoero (10V - 2V)	2,51	2,40	2,30	2,20	2,20

Lähde: Pohjola Pankki

Korko- ja yrityslainamarkkinat

Ohjauskorot pitkään matalina

Korko- ja yrityslainamarkkinat

Riskien kokonaisvaltainen purku

Korko- ja yrityslainamarkkinat

Pankit aktiivisina govie-markkinoilla

Korko- ja yrityslainamarkkinat

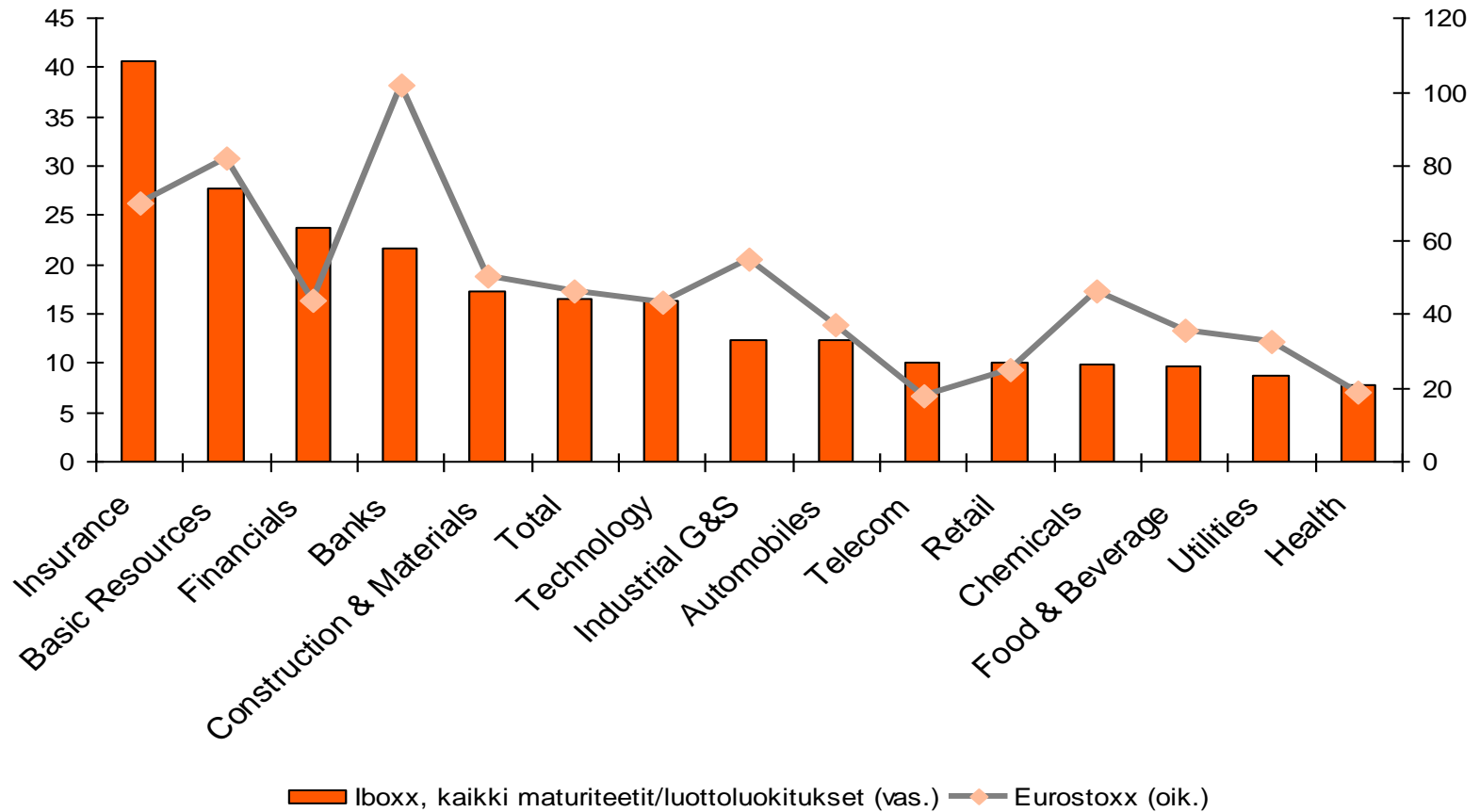
Yrityslainojen ja osakemarkkinan tuotot

Korko- ja yrityslainamarkkinat

Riskipreemiot ja maksuhäiriöt

Korko- ja yrityslainamarkkinat

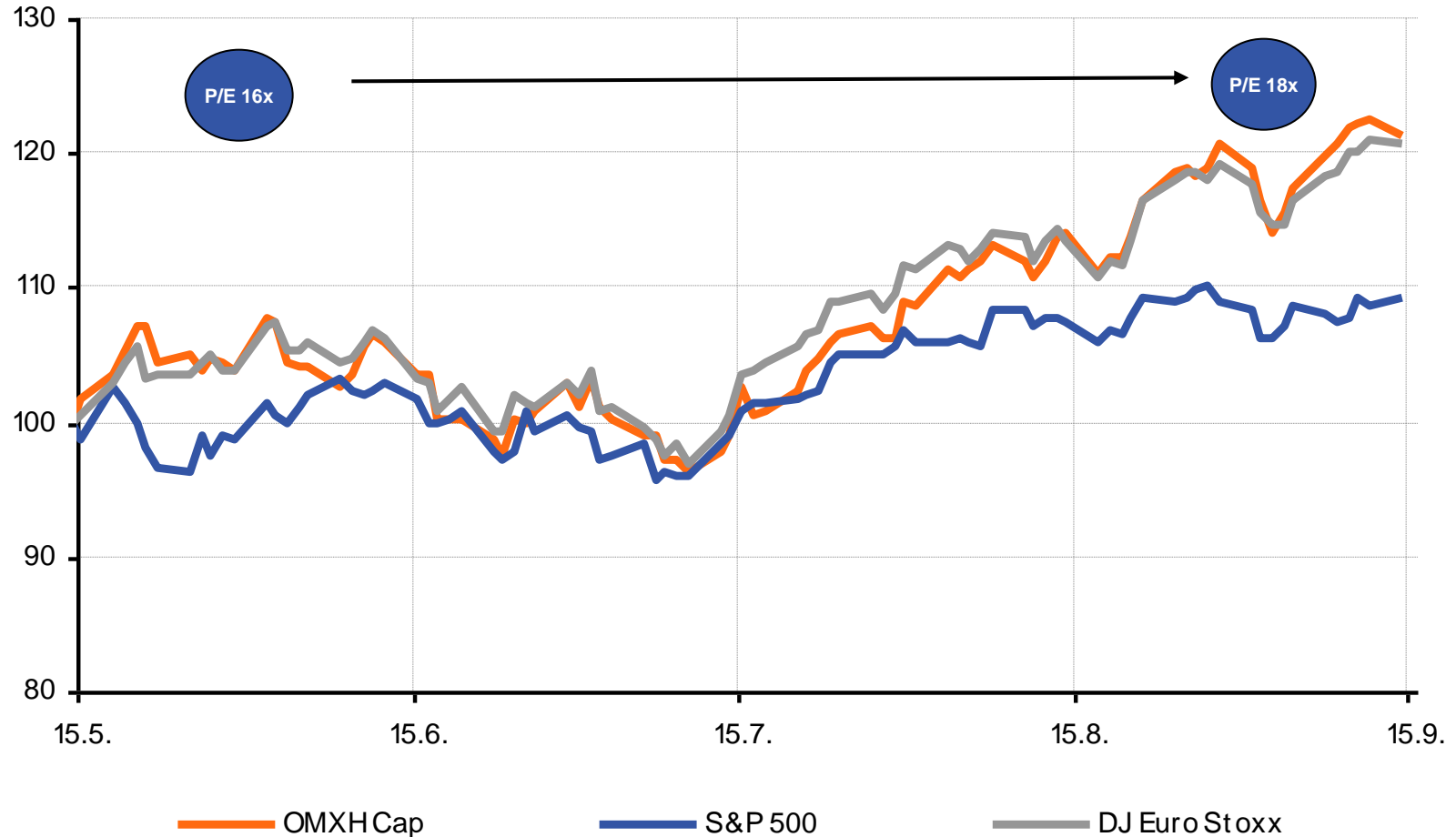
Sektorikohtaiset tuotot 9.3 - 11.9



Osakemarkkinat

Osakemarkkinat

Markkinoiden arvostustaso noussut



Sijoitusstrategia

Sampo ja Fortum nostivat eniten indeksiä

OMX Helsinki Cap - indeksi 14.5. - 15.9.2009

Suurin positiivinen vaikutus

Sampo +70

Fortum +43

Metso +37

UPM-Kymmene +35

Kone +34

Nokia +31

Sanoma +28

Nordea +28

Pohjola Pankki +28

Teliasonera +25

Suurin negatiivinen vaikutus

Finnair -1

Kesko A -1

Vaisala -0.5

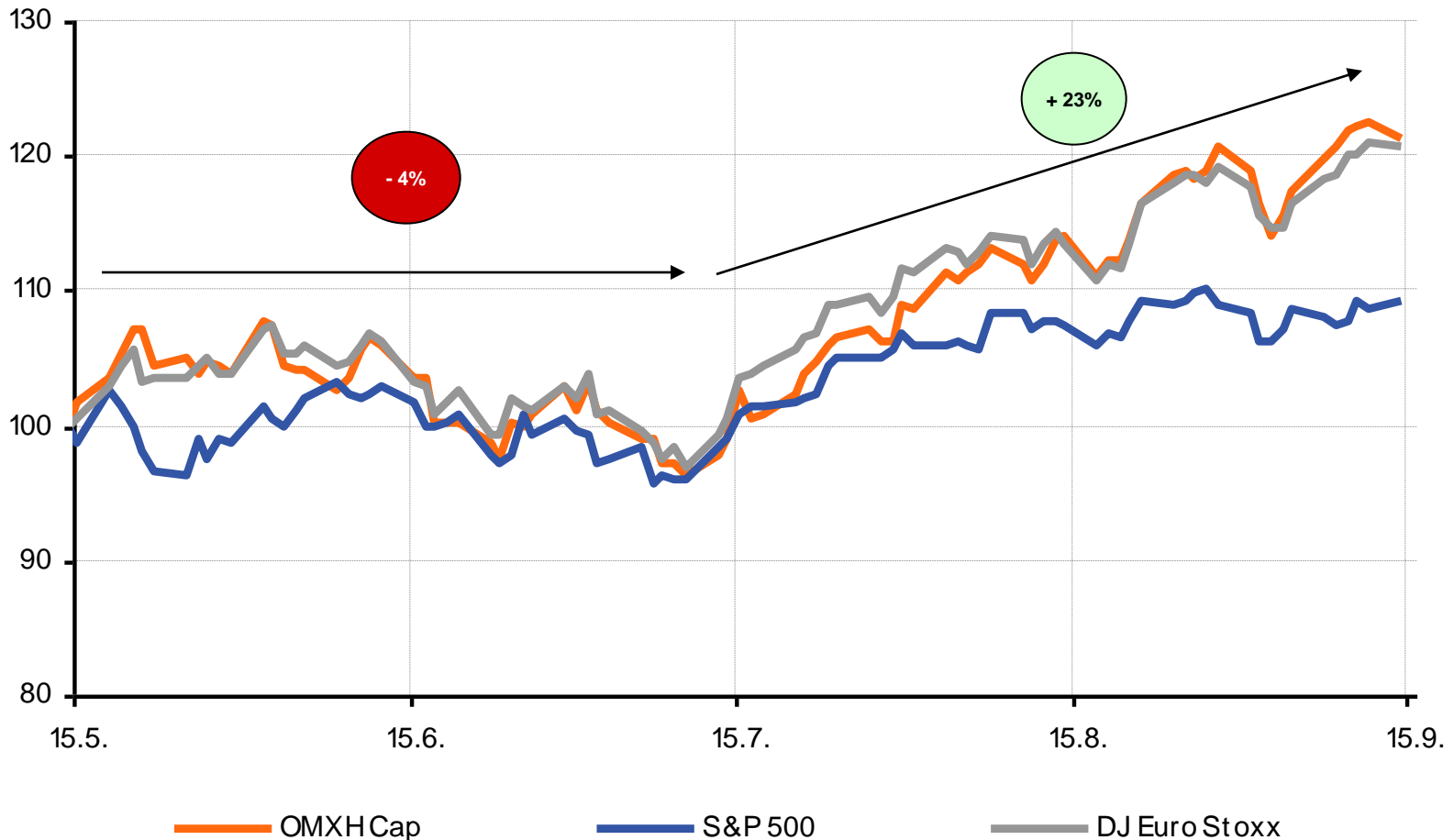
Amer Sports -0.2

Sijat 4-10: vaikutus minimaalinen

*Indeksi +741 pistettä / +25,0 %

Sijoitusstrategia

Tunnelma kääntyi heinäkuussa – yhtiöiden vahva kulusopeutus tuki trendiä



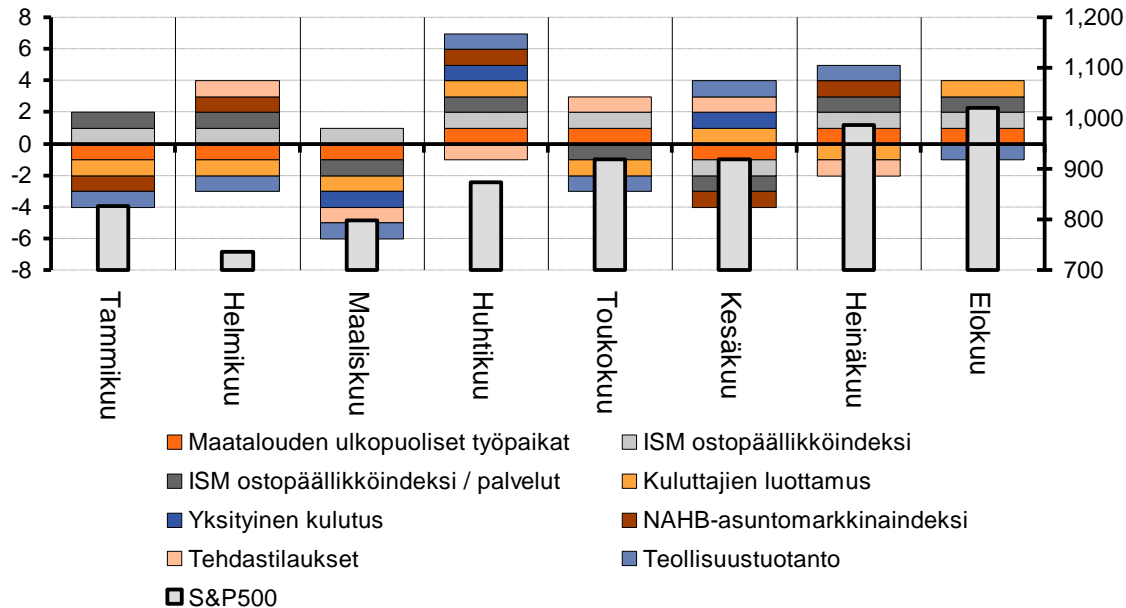
Osakemarkkinat

Osakemarkkinanäkemys loppuvuodelle 2009

- Loppuvuoden aikana saadaan yhä vahvempia merkkejä talouskäänteestä. Taloudella on kyky jatkaa elpymistä elvytyksen ja varastokierron normalisoiduttua. Luottotappiot ja työllisyystilanteen heikkeneminen säilyvät otsikoissa.
- Keskuspankit liikkuvat ainakin verbaalisesti yhä lähemmäksi hetkeä, jolloin likviditeetin kuivaaminen aloitetaan.
- Yhtiötason uutisvirta on sävyltään neutraalia – Q4-tulokset ovat kova testin paikka siirtymäprosessissa viime vuosineljänneksiä korkeammalle tulostasolle.
- Defensiiviset sektorit/yhtiöt ovat suhteellisia voittajia syklisiin yhtiöihin nähden. Korkean osinkotuoton ja keskimääräistä paremman näkyvyyden omaavien yhtiöiden houkuttelevuus suhteessa korkotasoon on poikkeuksellisen hyvä nykyisen alhaisen inflaation oloissa.
- Markkina on edelleen valmis hyväksymään korkeampia arvostustasoja kuin yli syklin osakemarkkinasta maksetaan. Vuoden loppupuolella nähdään tulosennusteiden tarkastuksia ylöspäin vuosille 2010 ja 2011.

Osakemarkkinat

Makrotilastot ja S&P500-indeksi



Lähde: Pohjola Pankki

Kuvassa on esitetty valikoitujen makrotilastojen kehitys Yhdysvalloissa alkuvuoden aikana. Jos makrotilasto on ollut odotettua parempi, saa muuttuja arvon 1 ja jos odotettua heikompi, saa muuttuja arvon -1. Toisella akselilla on kuvattu S&P500-indeksin pisteluvut kunkin kuukauden viimeisenä päivänä.

Kuvaa tulkitessa on hyvä muistaa, että tilastoinnissa on viivettä, joten makrotilastojen mahdollinen vaikutus osakemarkkinoille näkyy viiveellä. Kuvasta voi tehdä ainakin varovaisen johtopäätöksen, että osakemarkkinat ovat reagoineet positiivisesti odotettua vahvempiin makrotilastoihin.

Osakemarkkinat

Toimialojen sisällä selkeitä eroja

Toimiala	Suosikki	Vältä
Energia	Fortum	Neste Oil
Teleoperaattorit	Elisa	-
Terveydenhuolto	Orion ja Oriola-KD	-
Päivittäistavara	Atria	-
Kauppa		Kesko ja Stockmann

Osakemarkkinat

Toimialojen sisällä selkeitä eroja

Toimiala	Suosikki	Vältä
Investointitavara		Wärtsilä
Metallin jalostus	Outokumpu ja Rautaruukki	Outotec
Metsäteollisuus	UPM-Kymmene	Stora Enso, M-Real
Teknologia	Nokia	Ericsson
Informaatioteknologia	F-Secure	Aldata
Rakentaminen	YIT ja Uponor	Cramo ja Ramirent
Kulutustavara	Nokian Renkaat	Fiskars
Finanssi	Sampo	Nordea
Media	Alma Media	Ilkka
Sijoitus	Panostaja	Kiinteistösijoitusyhtiöt

Osakemarkkinat

Mallisalkku

Yhtiö	Suositus	Kurssi	Kpl	Arvo	Paino %	Indeksi- paino %	Ed. transaktio	Vola (250pv)	Voitto/ Tappio	Voitto/ Tappio %	Voitto/ Tappio% p.a.
Elisa Oyj	Lisää	13.99	1,000	13,990	6.1	2.2	20.11.08	48.7	2,810	23.9	28.6
F-Secure Oyj	Lisää	2.79	6,100	17,019	7.5	0.4	04.05.09	43	3,111	22.4	59.6
Fortum Oyj	Osta	18.2	1,684	30,649	13.5	10	14.05.09	54.2	1,527	4.6	1.7
Nokia Oyj	Osta	10.68	2,437	26,027	11.4	10	17.07.09	58.9	-12,023	-31.1	-12.5
Oriola-Kd Corporation B	Lisää	3.67	7,400	27,158	11.9	0.5	14.05.09	57.1	10,286	61	175.6
Outokumpu Oyj	Lisää	14.73	1,518	22,360	9.8	2.6	24.07.09	71.5	2,353	11.8	78.4
Raisio Oyj Vaihto-osake	Lisää	2.45	9,969	24,424	10.7	0.3	27.08.09	36.8	2,891	13.4	241.7
Sampo Oyj A	Lisää	16.98	1,524	25,878	11.4	9.3	19.06.07	53.7	-1,995	-6.2	-2.3
TeliaSonera AB	Lisää	4.46	4,994	22,273	9.8	3.9	20.11.08	47.6	1,859	8.8	7.5
YIT Oyj	Lisää	12.38	1,455	18,013	7.9	1.2	08.09.09	64.9	2,619	17	765.6
Osakkeet				227,791	100						
Käteinen				14,559							
Yhteensä				242,350				43			
Vertailuindeksi				7,211				38.1			
Performance	1 day	1 week	1 month	3 months	12 months						
Mallisalkku	0.8	2.2	8.3	19.2	1.3						
Vertailuindeksi	0.9	1.7	7.7	18.8	-3.2						

Osakemarkkinat

Mallisalkku

Pohjolan mallisalkku

	Suositus	Tavoite- hinta (€)	Liikevaihdon kasvu (%)		EBIT (%)		P/E		EV/EBIT		Osinko- tuotto (%)
			09e	10e	09e	10e	09e	10e	09e	10e	09e
Elisa	LISÄÄ	15,00	-4,2	0,3	18,9	19,5	12,0	11,6	10,6	10,1	9,3
Fortum	OSTA	22,00	-2,9	1,2	33,4	32,8	12,6	12,8	11,4	11,3	5,5
F-Secure	LISÄÄ	2,80	14,9	14,5	21,2	20,3	19,6	17,7	14,1	12,4	3,9
Nokia	OSTA	13,00	-19,7	7,0	5,6	12,3	23,4	10,1	14,9	5,8	1,5
Oriola-KD	LISÄÄ	4,00	5,1	4,1	3,4	3,3	13,3	13,7	10,6	10,5	2,2
Outokumpu	LISÄÄ	15,00	-50,8	50,3	-13,6	7,2	-	14,1	-9,8	12,8	3,4
Raisio	LISÄÄ	2,40	-23,8	1,8	5,2	6,1	27,1	21,6	11,6	9,6	3,3
Sampo	LISÄÄ	18,50	-	-	-	-	14,6	13,8	-	-	6,0
TeliaSonera	LISÄÄ	4,90	5,9	1,3	27,9	28,9	11,1	10,3	8,3	7,7	4,5
YIT	LISÄÄ	12,00	-14,8	-0,7	4,3	5,2	26,8	15,2	14,8	12,5	2,5

Lähde: Pohjola Pankki

Pohjola Tutkimuksen tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Tämä materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön ja sen levittäminen ilman Pohjola Pankki Oyj:n kirjallista lupaa ei ole sallittua. Pohjola Tutkimuksen tuottamaa materiaalia ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehotuksena yksittäisen sijoituksen toteuttamiseen. Raportit ja näiltä sivuilta saatava informaatio perustuvat julkisiin lähteisiin ja informaatioon, jota Pohjola Pankki Oyj pitää luotettavana. Tämä ei kuitenkaan sulje pois mahdollisuutta, että esitetyt tiedot eivät kaikilta osin olisi täydellisiä ja virheettömiä. Pohjola Pankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta eivät vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita Pohjola Pankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöstensä taloudellisesta tuloksesta.

Pohjola Pankki Oyj on luottolaitostoiminnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Finanssivalvonta. Pohjola Pankki Oyj:n Pankki- ja sijoituspalvelutoimintaan kuuluvalla Pääomamarkkinat -liiketoiminta-alueella voidaan käydä omaan lukuun arvo-paperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueella voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emissioitaakamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty Tutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista Finanssivalvonnan edellyttämällä tavalla sekä fyysisesti että operatiivisen toiminnan osalta erillisiin yhtiöihin. Pohjola Pankki Oyj noudattaa Finanssivalvonnan määräysten perusteella laadittua eturistiriitapolitiikkaa.