

Business as usual sittenkin?

Viimeisten vuosien aikana on tapahtunut niin monia mullistaviakin käännteitä taloudessa, geopolitiikassa ja vaikkamissä, että allekirjoittanut ei takuulla ole ainoa, jolla on välillä ollut vähän epätoivoinen olo lähitulevaisuuden ennustamisen suhteen. On tapahtunut niin paljon käännteitä, jotka eivät ole etukäteen olleet markkinoiden tutkassa lainkaan. Esimerkiksi markkinakorot (12 kk euribor) ovat viimeisen vuoden aikana nousseet noin 4 %. Lähes 15 vuoden matalien korkojen aikajakson voidaan siten katsoa päättyneen, kuin seinään. Näin nopean muutoksen seurauksena sopii odottaa, että matalien korkojen aiheuttamat valuviat talousrakenteissa alkavat tulla näkyviin. Maaliskuussa näin tapahtuikin. Esimerkiksi kiinteistömarkkinoilla koron noususta johtuva jännite tuli kaikille näkyviin, kun Blackstone jätti maksamatta reaalivakuudellisen lainan liittyen Spondan oston vuonna 2018. Vielä pahempaa tuli julki runsas viikko myöhemmin, kun nopeasti kasvanut Silicon Valley Bank romahti 36 tunnissa valtavan talletuspaon seurauksena. Sijoittajat heräsivät laajamittaisen pankkikriisin mahdollisuuteen, niin kuin vuosina 2008–2009. Sen jälkeen osakemarkkinat ovat pääasiallisesti sykkineet pankkikriisikenaarion mukaan. Loistavan tammikuun ansiosta markkinat osoittivat kuitenkin alkuvuonna pääsääntöisesti pientä nousua, vaikka maaliskuu olikin välillä vaikea.

USA:n ja Euroopan Keskuspankit nostivat vielä ohjaukorkoan orastavan pankkikriisimahdollisuuden tultua julki maaliskuussa. Saattaa kuitenkin olla, että jatkossa koronnostoista luovutaan, tai ainakin niistä tulee pienempiä ja niitä nähdään harvemmin kuin viimeisen vuoden aikana. Jos luotamus pankkeihin horjuu, kuten vuonna 2007–

2008 tapahtui, mitä vaan voi tapahtua ketjureaktion seurauksena. Tuskin keskuspankit haluavat ottaa sellaista riskiä tällä hetkellä.

Vaikka monet markkinoilla tuntuvat nyt odottavan jonkinlaista taloustaantumaa, sellaisesta on toistaiseksi vielä ollut aika vähän merkkejä yritystasolla. Sijoituskohteet tekivät enimmäkseen odotetun hyviä vuosituloksia vuonna 2022. Samoin näkymät vuodelle 2023 ovat enimmäkseen edelleen aivan myönteiset, keskimääräiset tulosparannukset analyttikkojen konsensusennusteiden mukaan (lähde Bloomberg) lienevät 10 % paikkeilla allekirjoittaneen sijoitusmaailmassa. Yleensä on ollut aika hyvä hetki lisätä sijoituksiaan, kun markkinoilla on vallinnut merkittävää epävarmuutta.

(Mikael Wahlström)

Nyt tulee rahaa

Otsikon lausahdus on kuultu varmasti Aasian pankeissa viime kuukausina/viikkoina, kun esimerkiksi China Banking News raportoi maaliskuun lopulla, että kiinalaista rahaa on länsimaista virrannut Hong Kongiin ja Singaporeen 240 miljardin taalan arvosta. Kyseisistä varoista 76 miljardia on tullut USA:sta ja 165 miljardia Sveitsistä. Tämän rahavirran takia Hong Kongissa pankkikonttoreita on jouduttu pitämään auki myös viikonloppuisin, joka on sattunut nyt samaan aikaan, kun kiinalaiset turistit ovat palanneet Hong Kongin katuvaan. Kiinalaista, muuta aasialaista ja arabimaiden rahaa on siis isoja summia länsimaissa, mikä on nähty turvallisimpana paikkana säilyttää omaisuutta vahvojen instituutioiden ja lakien noudattamisen suhteen. Valuuttavarojen ja

Fourton Rahastoyhtiö

KÄYNTIOSOITE / POSTIOSOITE
Itälahdenkatu 15-17, 2. krs
00210 Helsinki

PUHELIN 09 4393 780

Fourton Fondbolag

BESÖRSADRESS / POSTADRESS
Österviksgatan 15-17, 2. vån.
00210 Helsingfors

TELEFON +358 9 4393 780

Fourton Fund Management Company

Y-TUNNUS / FO-NUMMER / BUSINESS ID
3141731-9
KOTIPAIKKA / HEMORT / DOMICILE
Helsinki / Helsingfors

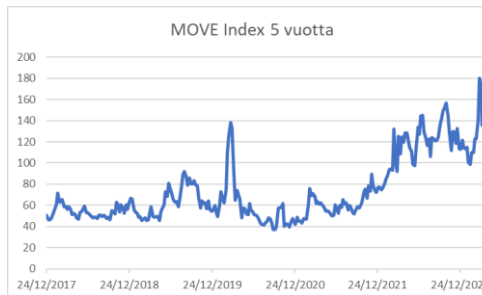
www.fourton.fi

FOURTON

Fourton Markkinakatsaus 2/2023
12.4.2023

omaisuuden konfiskointi ja jäädyttäminen Ukrainan sodan seurauksena saattoi olla yksi vedenjakaja tälle länsimaiden turvasatama statukselle, josta China Banking News nyt vuosi sanktioiden asettamisen jälkeen epäsuorasti raportoi. USA:n Treasurit ovat myöskin olleet yksi maailman luotettavimmista turvasatamista, mutta kuluvan vuoden "minipankkikriisien" ja "säätömuutosten" aikana ei Treasureihinkaan ole turvauduttu ja dollarin kehitys on ollut heikkenevää. Koska Yhdysvallat on ollut viimeisten vuosikymmenien aikana innokkain sanktiopolitiikan harjoittaja, vaikuttaa siltä, että USA tulee olemamaan myös tämän sanktiopolitiikan seurannaisvaikutusten suurin kärsijä (ns. Angell Paradox) sen kautta, että dollarin käyttöä kaupankäynnissä ja reservivaluuttana ovat monet länsimaiden ulkopuoliset tahot enenevästi vähentämässä.

Vajeilla ei ole väliä, kunnes niillä on väliä



Yllä: MOVE indeksi eli Treasurimarkkinan VIX-indeksi mitataa Treasurien volatiliiteettia, ja sen nykyinen nousu kertoo siitä, että Treasureille eli maailman turvallisimmalle omaisuusluokalle ei juurikaan löydy ulkomaalaisia isoja ostajia. Tämä osaksi siitä syystä, että Treasurien reaalikorkotuotto on edelleen vahvasti negatiivinen ja toiseksi sen takia, että USA:n vajeitilanne alkaa olla niin hälyttävä, että sekin alkaa vaikuttaa mahdollisiin Treasurien ostajatahoihin. Toisin sanoen USA:n talouden rahoittajat ovat käymässä vähiin, joten Fed joutuu loppupeleissä ostamaan Treasureita. Lähde: Bloomberg, Fourton

Tämä Aasiaan palaava rahavirta ei välttämättä ole länsimaiden "turvattomuuden" takia, osaksi on syynä Kiinan ja Aasian eri kohdissa olevat taloussykli. Pois lukien hyvin viennitvetoiset Korea ja Taiwan, muu osa Aasian kohdemarkkinostamme on syklin siinä vaiheessa, missä kasvu on kiihtymässä ja tulostenusteita ollaan nostamassa. Näin ollen Aasiaan palautuva raha tulee mitä luultavimmin säteilemään myös alueen osakemarkkinoille positiivisena seikkana.

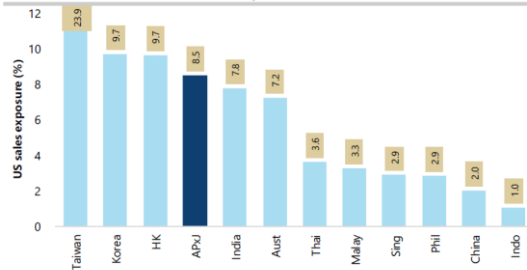
China and US facing a different economic cycle



Source: Jefferies, FactSet

Yllä: Kiinan kasvu kiihtyy, mutta esimerkiksi Indonesiassa, Filippiineillä, Vietnamissa ja Intiassa PMI teollisuustuotantolukemat ovat selkeästi myös kasvun puolella. Lähde: Jefferies, Bloomberg, Fourton.

Exhibit 39: MSCI APxJ markets – Sales exposure to US



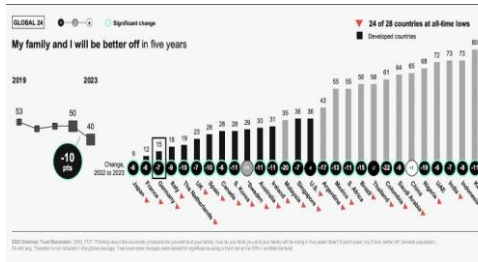
Note: Based on FactSet's Geoview data. Source: Jefferies, FactSet

Yllä: MSCI Asia (ilm. Japania) Indeksien yhtiöiden (1187 kpl) USA:n osuus näiden myynnistä. Vaikka on hyvin tiedossa Indonesian kotimarkkinavetoisuus (1 % myynnistä USA:han), monille voi olla yllättävää, että indeksin kiinalaisten yhtiöiden (674 kpl) myynnistä ainoastaan 2 % suuntautuu Yhdysvaltoihin. Kokonaisuudessaan indeksin yhtiöiden myynnistä Yhdysvaltoihin tulee 8,5 %. Kuvan lähde: Jefferies

FOURTON

Fourton Markkinakatsaus 2/2023
12.4.2023

Maailmantalouden blokkiutuminen on myös selkeästi jatkumassa. Länsimaissa keskitytään parhaillaan sotilasliittojen vahvistamiseen (NATO, AUKUS), kun taas muualla maailmassa liittoutumat ovat toistaiseksi enimmäkseen taloudellisia (SCO, BRICS+ jne). Myös Kiinan huomattavan vahva rooli Lähi-idässä sai lisää tuulta alleen, kun Iranin ja Saudi-Arabian suhteiden palautuminen nähtiin Kiinan sovittelun ansiona. Yllättävää on ollut myös se, että monet maat ovat lähikuukausina ilmaisseet julkisesti haluavansa päästä dollari-riippuvaisuudesta eroon, joten parhaillaan olemme isojen tapahtumien keskellä.



Yllä: Edelman Trust kyselyn mukaan kehittyvien maiden perheet näkevät tulevaisuutensa valoisimpana seuraavan viiden vuoden tähtäimellä. Indonesian sijoitus on listan toinen ja Kiinan perheiden osalta tilanne on parantunut edellisen vuoden tilanteesta eniten. Lähde: 2023 Edelman Trust Barometer

(Juuso Mykkänen)

Pankkitaseita

Runsaassa vuorokaudessa kaatuneen Silicon Valley Bankin (SVB Financial Group) vuodenvaihteen tase arvo-paperiviranomaiselle (SEC) jätetyn tilinpäätöksen mukaan näytti seuraavalta:

SVB FINANCIAL GROUP AND SUBSIDIARIES CONSOLIDATED BALANCE SHEETS		
December 31,		
(Dollars in millions, except per value and share data)	2022	2021
Assets		
Cash and cash equivalents	\$ 13,803	\$ 14,585
Available-for-sale securities, at fair value (cost of \$28,602 and \$27,376, respectively, including \$530 and \$61 pledged as collateral, respectively)	26,969	27,221
Held-to-maturity securities, at amortized cost and net of allowance for credit losses of \$6 and \$7 (fair value of \$7,110 and \$97,227, respectively)	11,121	98,195
Non-marketable and other equity securities	2,664	2,543
Total investment securities	120,054	127,959
Loans, amortized cost	74,250	66,276
Allowance for credit losses: loans	(839)	(622)
Net loans	73,411	65,654
Premises and equipment, net of accumulated depreciation and amortization	104	170
Goodwill	375	375
Other intangible assets, net	136	160
Lease right-of-use assets	315	313
Accrued interest receivable and other assets	3,082	1,791
Total assets	\$ 211,793	\$ 211,308
Liabilities and total equity		
Liabilities		
Noninterest-bearing demand deposits	\$ 80,753	\$ 125,851
Interest-bearing deposits	82,356	63,952
Total deposits	163,109	189,803
Short-term borrowings	13,565	71
Lease liabilities	413	388
Other liabilities	3,041	2,467
Long-term debt	5,370	2,370
Total liabilities	195,498	194,699
Commitments and contingencies (Note 21 and Note 26)		
SVBFC stockholders' equity		
Preferred stock, \$0.001 par value, 20,000,000 shares authorized; 88,500 and 183,500 shares issued and outstanding, respectively	3,646	3,646
Common stock, \$0.001 par value, 150,000,000 shares authorized; 59,171,883 and 58,748,469 shares issued and outstanding, respectively	—	—
Additional paid-in capital	5,318	5,137
Retained earnings	8,951	7,442
Accumulated other comprehensive income (loss)	(3,911)	(6)
Total SVBFC stockholders' equity	16,004	16,206
Noncontrolling interests	291	173
Total equity	16,295	16,609
Total liabilities and total equity	\$ 211,793	\$ 211,308

Talletusten nosto => velkakirjatappioiden realisointi
=> game over

Erityisesti kolme asiaa teki pankin tilanteen haavoittuvaiseksi: taseen loppusummaan nähden valtava ja keskittynyt 173 miljardin talletuskanta, tähän nähden vähäiset kassavarat sekä taseen huomattavan kokoinen velkakirjasalkun "Held-to-maturity"-osasto, jonka korkotason noususta johtunut realisoitumaton arvonalasku (76 mrd \cdot 91 mrd = \cdot 15 mrd) oli iso suhteessa pankin 16 miljardin omiin pääomiin.

Salamannopeasti isoksi kasvanut talletuspako pakotti pankin realisoimaan bondisalkun tappiot ja sitten tilanne olikin jo ohi. Taseluvuista yllä huomaamme, että joukkovelkakirjasalkun kirjanpitoarvon ja tilinpäätöshetken markkina-arvon ero on esitetty tilinpäätöksen lukijalle kiitettävän selvästi.

Koska näin on asian laita myös suuren osan muiden jenkkiurpankkien kohdalla voimme seuraavaksi verrata SVB:n vuodenvaihteen tilannetta USA:n toiseksi suurimman pankin Bank of Americanin taseeseen:

FOURTON

Fourton Markkinakatsaus 2/2023
12.4.2023

Bank of America

Bank of America		Tase 31.12.2022	
Kassavast	505 036	1 930 341	Talletukset
likvidit varot	30 334	640 745	ei korkoa maksavat
talletuksia Fed ja muissa pankissa	207 128	1 182 590	korkoa maksavat
Reverse Repo-talletuksia	267 574	107 006	ei US-konttorit
(Federal Funds tai arvopaperita ostettu, velvollisuudella myydä takaisin)		195 635	Repo velka (Federal funds tai arvopaperit myyty, velvollisuudella ostaa takaisin)
Kaupankäyntiätku	296 108	652 202	Muu vieraan pääoman rahoitus
Johdannaiset	48 942	80 399	Kaupankäyntisalkun velka
Joukkovelkakirjajohdotukset:	862 819	44 816	Johdannaiset
Arvostettu markkina-arvoon	229 994	224 073	Siirtovelat
"held-to-maturity" ja arvostettu hankintahintaan	632 825	26 932	Muu velka, lyhyt
(markkina-arvon ja hankintahinta-arvon ero) (-108 568)		275 982	Pitkäaikainen velka
Lainakanta	1 045 747	273 197	Oma pääoma
/ Luottotappiovaraukset	-12 682		
Lainakanta, netto	1 033 065		
Kaikki muu	305 705		
AKTIIVA	3 051 976	3 051 976	PASSIIVA

Tärkeimmät ja samalla oletettavasti (ja toivottavasti) ratkaisevat erot ovat BofA:n talletuksiin nähden mitta-luokkaa suuremmat käteis- tai lähellä käteisvarojen määrä 'Held-to-maturity'-salkun yläpuolella. Melko paljon pitänee tapahtua ennen kuin BofA joutuisi reali-soimaan oman, sinänsä heidänkin tapauksessaan huomattavan bondisalkun arvonlaskun. Keskeinen ero SVB:hen lienee myös melkoisella varmuudella jättipankin hyvin hajautunut tallettajakunta.

Pohjoismaiset suurpankit

Alla vertailuna taulukko pohjoismaalaisten suurpankien taseiden pääriveistä zenostock.com-palvelun yksinkertaistetun ryhmittelyn mukaan per 31.12.2022 ('investments'-rivi voisi myös olla nimeltään 'velkakirja-salkku').

Henkilötyö	Nordea	DNB	SEB	SHB	Svebank	Danica Bank	SUM
Cash	61 815	27 140	33 745	42 490	32 679	23 513	221 386
Loans	345 743	168 550	188 011	206 874	166 864	245 608	1 321 651
Investments	81 448	66 889	55 061	18 795	25 153	159 773	407 219
Other	105 838	20 776	38 622	40 223	30 214	76 546	312 219
Assets	594 844	283 356	315 444	308 381	254 911	505 440	2 262 375
Deposits	293 109	122 278	150 861	118 238	115 923	157 438	957 846
Other funding	270 311	139 822	148 320	177 640	123 367	326 468	1 178 849
Equity	31 404	21 256	18 262	17 503	15 721	21 534	125 679
Liabilities	594 844	283 356	315 444	308 381	254 911	505 440	2 262 375
MCAP	36 777	24 955	20 890	16 760	17 554	15 962	132 898

Voidaan todeta, että pohjoismaalaisilla pankeilla (ja eurooppalaisilla pankeilla yleisesti) on absoluuttisesti ja myös omaan historiaansa nähden hyvä likviditeettitalanne ja tietysti myös hyvin hajautunut tallettajakunta. SVB-tapaus ei oikeastaan liity näihin järin paljon.

Pankkitalletuksista tuli mieleen. Mihin näitä pankkitalletusvaroja pitäisi sitten siirtää? Ostaako esimerkiksi velkakirjan, joka erääntyy vuoden parin päästä? Erääntyy mihin? Aivan oikein, pankkitilille.

(Petter Langenskiöld)

Asiakkaat – Ne kaikista tärkeimmät

Ajattelin, että työskenneltyäni kohta 20 vuotta Fourtonin palveluksessa toimenkuvanani vastata Asiakkaiden hankinnasta ja hoitamisesta, toisin sanoen myynnistä, markkinoinnista, raportoinnista, viihdyttämisestä ja kiihdyttämisestä, olisi ehkä aika laittaa muutama sana paperille ja raottaa ajatuksiani hieman myös pöydän tältä puolelta.

Ilman loistavia salkunhoitajia ja rahastoja, ei minulla ole mitään myytävää. Ilman pääomia rahastoissa ei loistavilla salkunhoitajilla ole omien varojensa lisäksi juuri hoidettavaa. Tässä symbioosissa on äärimmäisen tärkeää, että luottamus ja toisen työn arvostus ovat aina läsnä ja toimintoja pyritään kehittämään jatkuvasti kohti omaa parasta. Tässä tapauksessa se tarkoittaa erinomaisia tuottoja, laadukasta asiakaspalvelua ja raportointia. Luottamusta ja uskoa omaan tekemiseen työmme on kulluneet 20 vuotta ollutkin.

Ensimmäiset 17 vuotta Fourton keskittyi hyvin pitkälle eurooppalaisiin yhtiöihin. Lähes jokaisella on selkeä kuva, esimerkiksi saksassa toimivasta DIY-kaupasta. Liiketoimintaa, Asiakkaita ja toimintaympäristöä on hyvin helppo Suomestakin katsottuna ymmärtää. Yhdisty-tyämme JOM Rahastoyhtiön kanssa muutama vuosi sitten, portfoliomme tuli hyvin "Fourtonilaisen" toimintatavan omaava salkunhoitaja Aasia rahastoinen. Kiitos siitä!

On ollut äärimmäisen mielenkiintoista tavata aasialaisia yhtiöitä, viedä sijoittajiamme tapaamaan kyseisiä yhtiöitä, kuulla minkälaisia kysymyksiä Suomen suurimmat sijoittajat kysyvät esimerkiksi Indonesian johtavilta

FOURTON

Fourton Markkinakatsaus 2/2023
12.4.2023

yhtiöiltä. Nähdä WOW-efektejä sijoittajien ymmärtäessä esimerkiksi markkinoiden koon tai demografian, BKT:n kasvun tai vaikkapa äärimmäisen edullisen arvostustason. Tai nähdä vaikkapa kauan sitten ennakkoon muodostettu käsitys kehittyvistä markkinoista, jota ei ole päivitetty, eikä välttämättä ole ollut kiinnostusta edes päivittää. Tai kuinka vaikea on rätäsateissa Helsingissä kertoa Indonesian tilanteesta niin, että viesti resonoi kuulijassa. Maailma muuttuu kovaa vauhtia ja itse asiassa Eurooppa ja USA eivät tunnu olevan kovinkaan paljon stabiilimpia sijoitusympäristöjä, kuin esimerkiksi kehittyvä Aasia. Melkein päin päin.

Jos jo Euroopan aikaan totesimme Asiakkaillemme usein, että tämä on kovaa työtä, josta on glamour kaukana, lisäksi Aasian kohdalla vielä eteen ”erittäin” adjektiivin. Matkat ovat pidempiä, aikaerorasitus kova ja ihan esimerkkinä vaikkapa analyytikoiden kattavuus yhtiöistä on huomattavasti heikompaa. Se tarkoittaa sitä, että salkunhoitajan on tehtävä enemmän työtä yhtiöiden tilanteiden selvittämiseksi ja toisaalta sitä, että ns. piilotettuja jalokiviä voi kovan pohjatyön ansiosta löytyä helpommin. Tähän työhön löysimme Aasian salkunhoidon tueksi mielestämme loistavan kaverin, joka aloittaa työssään pikapuoliin.

Minun työni taas on hyvin pitkälle samaa, kuin se on ollut edelliset 20 vuottakin. Mietin päivittäin (ja usein öisin) kuka voisi olla potentiaalinen sijoittaja rahastossamme, ketä rahastojemme tarinat voisivat kiinnostaa ja minkä tahon ehdottomasti haluaisimme mukaan. Sen jälkeen alustavaa tausta- ja pohjatyötä. Sitten koetan saada aikaan tapaamisen, jotta pääsisimme kertomaan tarinaamme. Tämän jälkeen ollaan yleensä vasta puolimatkassa merkinnästä. Ja kyllä, saan edelleen valtavia onnen väristyksiä, kun tapaamisen lopussa tulee hetki, jota kutsun ”Fazerin siniseksi” hetkeksi. Se on se hetki, kun olen kysynyt Asiakkaalta, että voisiko tämä rahasto sopia teille? Sen jälkeen tulee hetken hiljaisuus, jonka jälkeen hyvässä skenaariossa kuulen sijoitettavan summan ja rahaston nimen. Niin paljon työtäni rakastan, että

uskon ja toivon loppu työuranikin jatkuvan Fourton rahastojen ilosanomaa levittäen ja merkittävää lisäarvoa Asiakkaille tuottaen.

Ja kyllä, kirjoitin Asiakkaan isolla aivan tarkoituksella. Minulle Asiakas on aina ykkönen. Ilman teitä ei ole meitä. Ja olen kovin kiitollinen siitä.

(Matti Ollikainen)

Loppusanat

Lopuksi haluamme toivottaa lukijoillemme aurinkoista kevättä!

Helsingissä, 12.4.2023

Fourton Oy

Juuso Mykkänen, Mikael Wahlström ja Matti Ollikainen

Zenito Oy

Petter Langenskiöld