

# MARKKINAKATSAUS

toukokuu 2019



# SIJOITUSMARKKINAT NYT

## POIMINTAMME TALOUDEN TILANTEESTA



### PÄÄKIRJOITUS

Kauppakiistat ja tullit kasvattavat epävarmuutta ..... 3



### TALOUSTILANNE YHDYSVALLOISSA

Talouskasvussa odotettavissa maltillistumista ..... 4



### TALOUSTILANNE EUROOPASSA

Talouskasvussa odotettavissa hidastumista ..... 5



### OSAKEMARKKINAT

Osakemarkkinoilla pientä hermoilua..... 6



### KORKOMARKKINAT

Valtionlainojen toukokuu ..... 7



### SIJOITUSTEN ALLOKAATIO

Osakeriskiä hieman pienemmäksi..... 8



### KUUKAUDEN RAHASTO

Ratkaisurahastot ..... 9



# KAUPPAKIISTAT JA TULLIT KASVATTAVAT EPÄVARMUUTTA

**Hyvän** alkuvuoden jälkeen toukokuu tuotti sijoitusmarkkinoille ikävän yllätyksen, kun Yhdysvaltojen ja Kiinan väliset kauppaneuvottelut kariutuivat. Markkinoilla kummankin osapuolen oletettiin haluavan sopimuksen syntymistä ja maat olivat lisäksi neuvottelujen loppuvaiheessa antaneet tahoillansa positiivisia kommentteja neuvotteluiden edistymisestä. Niinpä sopimuksen mahdollinen syntyminen oli jo hinnoiteltu arvopapereihin. Neuvotteluiden katkeaminen ja sen seurauksena tullimaksujen korotukset tarkoittivat sijoitusmarkkinoille pakoa riskistä ja sijoitusrahan hakeutumista turvasatamina pidettyihin paremman riskiluokan valtionlainoihin.

**Kauppaneuvotteluiden** jatko on auki. Trump ja Xi tapaavat mahdollisesti kesäkuun lopulla G20 -maiden kokouksessa, jolloin heille tarjoutuu tilaisuus sopia jatkosta. Tällä hetkellä näyttää kuitenkin siltä, että maiden väliset kauppajännitteet häiritsevät markkinoita vielä pitkään.

**Täysimittaisella** ja pitkittyneellä kauppasodalla on maailman talouskasvua hidastava vaikutus. Se vaikuttaa sekä kiistakumppaneihin että kolmansiin osapuoliin. Yhdysvallat, jonka talouskasvu perustuu pitkälti kotimarkkinoihin, selviäisi pienemmällä kasvun hidastumisella. Kiinan talouskasvun arvioidaan hidastuvan enemmän. Myös euroalueen ja muiden viennistä riippuvaisten maiden talousnäkyvät heikentyisivät.

**Markkinakorkojen** aleneminen kiihtyi ja osakekurssit lasivat, kun Yhdysvaltojen presidentti uhkasi asettaa ensin 5 %:n ja korkeimmillaan 25 %:n tullit kaikille Meksikosta tuotaville tuotteille, ellei maa estä Yhdysvaltoihin kohdistuvaa siirtolaisvirtaa. Maiden välinen kauppa on niin mittavaa, että näillä tulleilla on Yhdysvalloille suurempi talouskasvua hidastava vaikutus kuin Kiinan tulleilla.

**Kohonnut** markkinaepävarmuus, laskevat pörssikurssit ja hidastuva talouskasvu ovat muuttaneet kuukauden aikana voimakkaasti markkinoiden odotuksia Yhdysvaltojen

keskuspankin korkopolitiikasta. Keskuspankin odotetaan leikkaavan ohjaukorkoansa hyvin suurella todennäköisyydellä viimeistään syyskuussa.

**Kauppajännitteiden** kärjistyminen kohdensi sijoituksia toukokuussa euroalueen valmiiksi matalatuottoisiin valtionlainoihin. Saksan valtion kymmenen vuoden lainan korko laski toukokuun lopulla tasolle -0,20 %. Myös reuna- ja valtioiden markkinakorot laskivat lainojen voimakkaan kysynnän seurauksena. Sijoitusrahan hakeutuminen valtionlainoihin teki niistä toukokuussa parhaiten tuottaneen sijoitusluokan 1,1 prosentin tuotolla. Jos valtionlainojen tuottonäkyvät pitkällä aikavälillä olivat jo aikaisemmin huonot, niin nyt ne ovat vielä huonommat. Markkinaepävarmuus ja euroalueen vaimeat kasvunäkymät pitävät markkinakorot matalina.

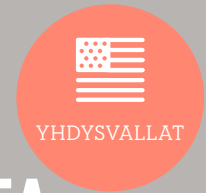
**Markkinaepävarmuus** nosti riskillisiltä yritysainoilta vaa-dittavia tuottolisiä ja laski niiden arvoa. Tuottolisät nousivat, vaikka yritysainojen maksuhäiriöt ovat edelleen hyvin alhaisilla tasoilla. Arvonlasku teki huonomman riskiluokan yritysainoista toukokuussa huonoiten tuottaneen korkoluokan.

**Markkinoiden** heilunnasta huolimatta pitkäaikainen sijoittaja voi istua salkkunsaa kanssa ilman suurempia huolia. Keskuspankkien kevyt rahapolitiikka rauhoittaa markkinoita, kauppajännitteistä huolimatta taloudet kasvavat maltillisesti, eikä taantuman uhkaa ole näköpiirissä.



**Ilkka Laru** CEFA  
korkosalkunhoitaja

# TALOUSKASVUSSA ODOTETTAVISSA MALTILLISTUMISTA



**Toukokuun** aikana saatiin tarkennusta Yhdysvaltojen talouden ensimmäisen vuosineljänneksen kasvuvauhdista. Alustavaa lukua tarkistettiin hieman alaspäin (-0,1 %) ja uusi kasvuluku on nyt 3,1 %. Talouskasvun ei odoteta jatkuvan samalla tahdilla jatkossa. Veroleikkausten ja julkisen kulutuksen positiivisten vaikutusten vähenemisen lisäksi kauppasotajännitteet ja hidastuva maailman talouskasvu hidastavat Yhdysvaltojen talouskasvua. Taantumaa ei kuitenkaan ole odotettavissa.

**Toukokuun** teollisuuden ostopäälliköiden indeksi (ISM) laski odotuksia enemmän huhtikuusta ja alhaisimmalle tasolleen runsaaseen kahteen vuoteen (toukokuu 52,1). Vaikka osa indeksin osatekijöistä, kuten uudet tilaukset ja uudet vientitilaukset nousivat, voi indeksin viestiä pitää teollisuussektorin kannalta negatiivisena. Indeksillä odotetaan laskevan jatkossakin kauppajännitteiden kasvaessa ja globaalien kysynnän hidastuessa.

**Palvelusektorin** ostopäälliköiden indeksi (56,9) yllätti sen sijaan toukokuussa positiivisesti. Toukokuun luku kertoo vakaasta kotimaisen aktiviteetin kasvusta, mikä osaltaan korvaa teollisuuden hidastunutta kasvua. Palvelusektori ei ole ollut täysin immuuni kauppajännitteille uusien vientitilauksien laskiessa. Sektorin kasvun odotetaan kuitenkin jatkuvan ainakin kesän yli.

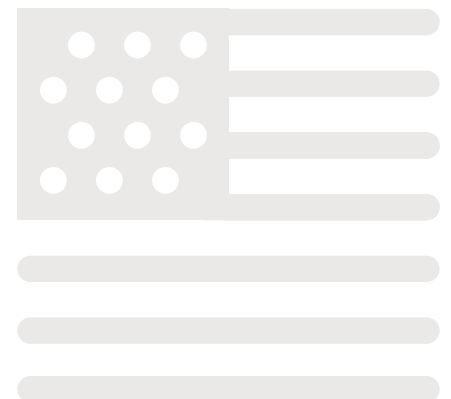
**Kansainvälisen** taloussympäristön pehmentyessä kuluttajien luottamus on hyvällä tasolla. Luottamusta mittaava Conference Board -indeksi nousi toukokuussa odotuksia enemmän huhtikuusta vahvan työmarkkinan tukemana. Kuluttajien positiiviset näkemykset sekä nykyhetkestä että tulevaisuudesta nostivat indeksia.

**Luottamus** näkyy myös kulutuskysynnässä. Toukokuun lopulla julkaistut luvut huhtikuun yksityisestä kulutuksesta ja tuloista olivat hyvällä tasolla. Odotuksia enemmän kasvaneet tulot tukevat kulutuskysyntää ja näyttäisi siltä, että kulutuskysyntä ylläpitää talouskasvua kuluvalla vuosinel-

jänneksellä markkinoiden epävarmuudesta huolimatta.

**Yhdysvaltojen** keskuspankin avomarkkinakomitea jätti heti toukokuun alussa pidetyssä kokouksessa ohjauskonsensa ennalleen. Ohjauskoron vaihteluväli on edelleen 2,25 % - 2,50 %. Kokouksesta myöhemmin toukokuussa julkaistu muistio ei tuonut markkinoille uutta tietoa. Keivään aikana ennen kauppajännitteiden kasvua julkaistut positiiviset talousluvut heijastuivat keskuspankin parantuneessa talouden kasvunäkymässä. Matalan inflaation taustalla pankki näkee väliaikaiset tekijät, joiden pitäisi heiketä vuoden loppuun mennessä. Tämän näkemyksen mukaan keskuspankin kahden prosentin inflaatiotavoite on saavutettavissa keskipitkällä aikavälillä. Joidenkin avomarkkinakomitean jäsenten mukaan on olemassa riski, että inflaatiouauhti voi myös hidastua. Komitea oli kuitenkin yksimielinen siitä, että seuraavan korkomuutoksen kanssa ei ole kiirettä.

**Markkinoilla** on käyty keskustelua keskuspankin seuraavan korkoliikkeen suunnasta. Hyvä talouskasvu ja keskuspankin positiivinen näkemys taloudesta olivat aikaisemmin siirtäneet markkinoiden odotuksia ohjauskoron muutoksesta ensi vuoden puolelle. Myös korkoliikkeen suunnasta käytiin keskustelua. Toukokuussa julkaistut pehmeämmät talousluvut ja kauppajännitteiden paluu ovat kasvattaneet markkinaepävarmuutta ja johtaneet tilanteeseen, jossa markkinoilla odotetaan keskuspankin leikkaavan ohjauskorkoa jo ennen kuluvan vuoden loppua. Pankin seuraava korkopäätös julkistetaan 19.6.2019.



# TALOUSKASVUSSA ODOTETTAVISSA HIDASTUMISTA



**Euroalueen** kasvuvauhdiksi ensimmäisen vuosineljänneksen osalta vahvistui 0,4 % edellisestä vuosineljänneksestä. Kasvun taustalla oli pääasiassa yksityisen kulutuksen kasvu, jonka lisäksi yritysten investoinnit ja pieni nettoviennin lisäys tukivat kasvua. Julkisen kulutuksen kasvu sen sijaan hidastui. Meneillään olevan toisen vuosineljänneksen osalta euroalueen talouskasvu on julkistettujen lukujen ja kyselyiden perusteella hitaampaa.

**Hyvän** alun jälkeen euroalueen talouskasvunäkymiä varjostaa Yhdysvaltojen ja Kiinan välisten kauppaneuvotteluiden yllättävä katkeaminen ja kauppasotajännitteiden kasvu toukokuussa. Lisäksi Yhdysvaltojen ja EU:n väliset kauppaneuvottelut ovat vasta alkamassa. On hyvin todennäköistä, että Yhdysvallat asettaa eurooppalaisille autoille tuontitullit, jotka heikentävät autoteollisuuden näkymiä.

**Hidastuva** kasvu näkyy euroalueen teollisuuden ostopäälliköiden indekseissä, jonka lukema toukokuussa oli 47,7. Aktiviteetti euroalueen palvelusektorin osalta oli odotettua hieman parempi, mikä tuki ostopäälliköiden yhdistettyä indeksiä toukokuussa (51,8) vielä toistaiseksi. Epävarmuus teollisuuden osalta näkyy yritysten vähentyneessä halukkuudesta palkata lisää työvoimaa. Työllisyyskehityksen hidastumisella voi olla kulutuskysyntää vähentävä vaikutus ja näkyä sitä kautta talouskasvussa.

**Euroalueen** kokonaisinflaatio laski toukokuussa odotuksia hieman enemmän (toukokuu 1,2 %, huhtikuu 1,7 %) öljyn hinnan laskiessa voimakkaasti. Pohjainflaatio laski odotetusti huhtikuusta (toukokuu 0,8 %, huhtikuu 1,3 %), kun pääsääntöisesti johtunut palveluiden hintojen kausiluontoinen kallistuminen normalisoitui toukokuussa. Euroalueen työllisyyskehitys jatkaa hidasta paranemistaan. Tuore työttömyysluku huhtikuulle laski hieman maaliskuusta ja oli 7,6 %. Euroalueen työttömyys on nyt laskenut tasaisesti vuodesta 2013 ja uusin luku on alhaisin sitten syyskuun 2008.

**Euroopan** keskuspankki ei kokoustanut toukokuussa. Neuvoston huhtikuudesta kokouksesta julkaistu muistio ei tuonut markkinoille uutta tietoa. Neuvoston mukaan euroalueen talouskasvun riskit ovat edelleen alaspäin. Vientivetoisena avoimena taloutena euroalue on altis maailmantalouden heilahteluille. Erityisinä uhkina nähdään tällä hetkellä kasvanut protektionismi, Kiinan talouden kasvuvauhdin hidastuminen ja Brexit. Uhkien realisointi tarkoittaisi keskuspankin kannalta lisätoimenpiteitä markkinoiden tukemiseksi. Keskuspankki on kuitenkin vaikeassa tilanteessa, kun se ei ole voinut normalisoida rahapolitiikkaansa Yhdysvaltojen keskuspankin tavoin. Markkinoilla odotetaan mielenkiinnolla tietoa pankeille kohdennetun ja syksyllä alkavan uuden rahoitusoperaation tarkemmista ehdoista. Seuraava korkopäätös julkaistaan 6.6.2019.



# OSAKEMARKKINOILLA PIENTÄ HERMOILUA

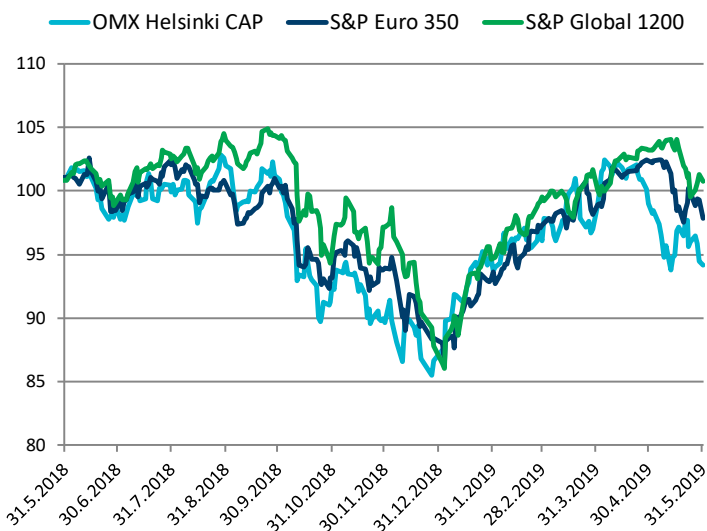


**Osakekurssit** korjasivat alaspäin toukokuussa vahvan alkuvuoden jälkeen. Osakkeiden hinnat laskivat n. 4 % - 7 % laajalla rintamalla niin paikallisessa valuutassa kuin euroissakin mitattuna. Päällimmäisin syy kasvaneelle epävarmuudelle oli takapakki Yhdysvaltojen ja Kiinan välisissä kauppaneuvotteluissa. Maiden toisilleen asettamat kaupanesteet ovat osaltaan jo tässä vaiheessa vaikuttaneet negatiivisesti globaaliin talouskasvuun, ja nyt kiistan päättävä sopu on jälleen luisunut kauemmas.

**Tilanteen** eskaloituminen käynnistyi Donald Trumpin twiiteistä, mutta sen jälkeen maiden suhteet ovat entisestään kärjistyneet ja mukaan kiistaan on tempaistu suur-yrityksiä meren molemmilta puolilta. Markkinat ovat reagoineet tähän voimakkaasti senkin takia, että kauppasota näytti jo liikkuvan kohti ratkaisua. Nyt ratkaisun sijaan kiistan on auennut uusia rintamalinjoja, kun Trump määräsi toukokuun lopussa tuontitullit myös Meksikolle. Tilanteen rauhoittuminen vaatisi nyt selkeitä askeleita kohti sopimuksen kättelyä, mutta juuri tällä hetkellä tahto niiden ottamiseen näyttäisi olevan heikkoa.

**Kuluvan** vuoden ensimmäinen tuloskausi sujui odotuksia hieman paremmin ja sijoittajien pahimmat pelot vältettiin. Pelko tuloskasvun hiipumisesta ja jopa kääntymisestä negatiiviseksi ei kuitenkaan vuoden 2019 osalta vielä hellelläntänyt, vaan katseet siirtyivät välittömästi vuoden jäljellä oleviin kvartaaleihin. Yhtiöiden omista linjauksista näkyi selkeä painotus vuoden jälkimmäiselle puoliskolle, jossa monen yrityksen osalta merkittävä osa vuoden tuloksesta pitäisi syntyä. Analyttikoiden tulosennustukset ovat jatkaneet tasaista laskuaan, ja esimerkiksi Yhdysvalloissa odotetaan tällä hetkellä noin 4 % tuloskasvua kuluvalla vuodelle. Suuri ennustaja ei tarvitse olla, jos veikkaa tuon luvun vielä laskevan ennen kuin vuosi on ohi.

**Pieni** korjausliike hinnoissa helpotti osakkeiden pahimpia arvostuspaineita, mutta arvostusympäristö on edelleen tiukka ja tulee sellaisenaan varmasti myös jatkumaan. Taloudellisen toimeliaisuuden globaali hiljentyminen näyttää olevan selviö ja se näkyy ennen pitkää myös yritysten tuloksentelemissä. Kurssiheilunta tulee pysyttelemään korkealla tasolla ja lyhyen aikavälin epävarmuus jatkuu.



Lähde: Bloomberg & Säästöpankkien Varainhoito



**Tatu Paasimaa**

osakesalkunhoitaja



# VALTIONLAINOJEN TOUKOKUU

**Tunnelma** muuttui rajusti markkinoilla toukokuussa hienon alkuvuoden jälkeen. Pääasiallinen syy tunnelman heikentymiseen oli kauppasotaan liittyvät uhkakuvat. Globaalin talouskasvun heikkeneminen on jälleen puheenaiheena ja taantumien todennäköisyyden hinnoittelu on noussut. Osakkeet laskivat noin 3-6 % maailmalla.

**Korkomarkkinoilla** turvasatamiin hakeutui rahaa ja euroalueen valtiolainat tuottivat 1,1 %, kun pitkät korot laskivat. Esim. Saksan 10 vuoden korko laski yhdestä korkopisteestä miinus kahteenkymmeneen korkopisteeseen, + 0,01 %  $\rightarrow$  -0,20 % ja Yhdysvaltojen 10 vuoden korko laski 38 korkopistettä, 2,50 %  $\rightarrow$  -2,12 %. Euroalueella ainoastaan Italian korot nousivat, kun riitaisen hallituksen ristiriitaiset lausunnot Italian talouden tilasta ja velkaantumisesta hermostuttivat markkinaa.

**Inflaatio** on jatkanut selvästi tavoitetasoa alempana euroalueella ja inflaatio-odotukset ovat laskeneet jo useamman kuukauden, myös Yhdysvalloissa. Euroopan keskuspankilta on jo jonkin aikaa odotettu lisätoimia inflaatio tavoitteen saavuttamiseksi ja nyt niitä odotetaan myös Fediltä.

**Markkinat** hinnoittelevat kirjoitushetkellä ohjauskoron laskun todennäköisyydeksi 98 % loppuvuodelle. Näin ollen korkotaso pysyy hyvin matalana vielä useamman vuoden. Yrityslainojen riskipreemiot nousivat (21 korkopistettä IG ja 58 HY). Hyvälaatuisten yrityslainojen riskilisien noususta johtuen yrityslainojen keskimäärin tuotto jäi lievästi negatiiviseksi (-0,15 %).



Lähde: Bloomberg & Säästöpankkien Varainhoito



**Mikko Rautiainen**

korkosalkunhoitaja

# OSAKERISKIÄ HIEMAN PIENEMMÄKSI



**Toukokuun** sijoituskokouksessa laskimme kehittyvien maiden osakkeiden painoa 2,5 prosenttiyksikköä ja nostimme valtionlainojen painoa 2,5 prosenttiyksikköä.

**Kiinan** ja Yhdysvaltojen kauppaneuvottelut eivät ole edenneet ja tältä osin negatiivisten vaikutusten riski on kasvanut. Toukokuussa nähty osakemarkkinoiden lasku on pitkälti seurausta kauppapoliittisten riskien noususta. Osakemarkkinoilla odotetaan edelleen korkeampaa tuloskasvua vuoden loppua kohti ja tältä osin negatiivisten riskien toteutumista ei vielä olla täysin hinnoiteltu. Näkemyksemme on, että neuvottelut pitkittyvät ja aiheuttavat epävarmuutta erityisesti kehittyvillä markkinoilla.

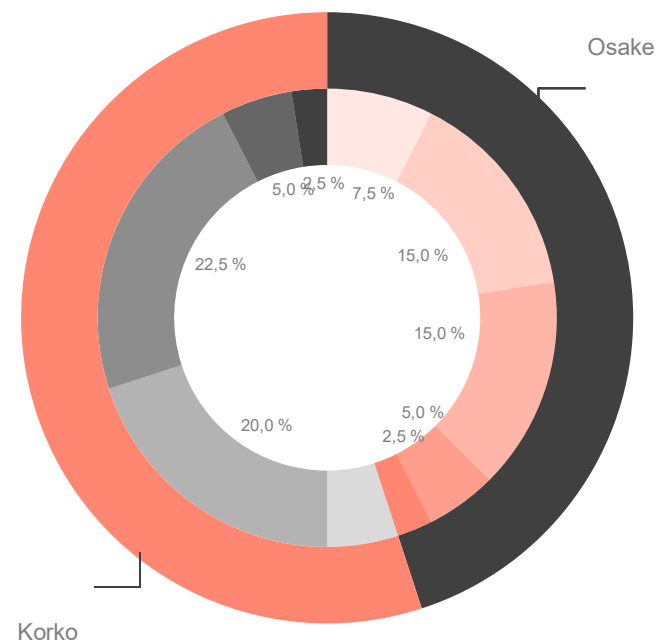
**Hidastuva** talouskasvu ja kasvanut epävarmuus lisäävät valtionlainojen kysyntää, vaikka odotettu tuotto on lähellä nollaa. Yrityslainojen osalta viimeaikainen riskipreemioi-

den nousu on seurausta epävarmuuden kasvusta markkinoilla. Yritysten rahoituksen saatavuuden ja velanhoitokyvyn odotetaan pysyvän hyvällä tasolla.

**Osakesijoitukset** ovat alipainossa. Osakesijoitusten sisällä alipainotamme eurooppalaisia osakkeita ja nyt myös kehittyvien maiden osakkeita. Suomalaiset, Yhdysvaltalaiset ja Aasia-Tyynimeri -alueen osakkeet ovat neutraalipainossa.

**Korkosijoituksissa** paremman riskiluokan yrityslainojen tuottonäkymät ovat nykyisessä keskuspankkien markkinoita tukevassa korkoympäristössä edelleen suhteellisen hyvät ja nämä ovat sijoitussalkussa ylipainossa. Rahamarkkinasijoitukset, valtionlainat ja huonomman riskiluokan yrityslainat ovat neutraalipainossa. Kehittyvien markkinoiden korkosijoitukset ovat alipainossa.

Osake		Suosittelava paino
	Suomi	7,5 %
	Eurooppa	15,0 %
	Pohjois-Amerikka	15,0 %
	Aasia-Tyynimeri	5,0 %
	Kehittyvät markkinat	2,5 %
Korko		Suosittelava paino
	Rahamarkkina	5,0 %
	Valtionlainat	20,0 %
	Yrityslainat (IG)	22,5 %
	Yrityslainat (HY)	5,0 %
	Kehittyvien maiden lainat	2,5 %



Lähde: Sp-Varainhoito





# RATKAISURAHASTOT

**Tahdotko** sijoittaa jo kertynyttä varallisuuttasi tai aloittaa säännöllisen säästämisen, mutta et tiedä mistä aloittaa? Me Säästöpankissa lanseerasimme toukokuussa uuden ratkaisurahastoperheen, joka tarjoaa vaivattoman ratkaisun jokaisen säästäjän tarpeisiin. Ratkaisurahastoja on kolme, joista voit valita oman riskinsietokykyysi mukaan parhaan vaihtoehdon.

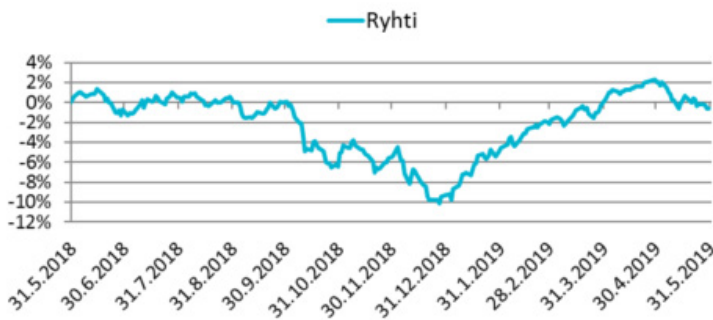
**Säästöpankki** Maltti on korkopainotteinen rahasto, joka sopii varovaiselle sijoittajalle. Rahaston sijoituksista sijoitetaan viidennes osakkeisiin maailmanlaajuisesti ja loput hajautetaan korkomarkkinoille.

**Säästöpankki** Ryhti puolestaan hajauttaa sijoitukset tasapainoisesti osake- ja korkomarkkinoiden välillä. Rahasto sopii hyvin sijoittajalle, joka sietää hieman riskiä ja saa vastaavasti korkeamman tuotto-odotuksen.

**Säästöpankki** Kantti sopii sijoittajalle, joka on valmis ottamaan korkeampaa osakeriskiä. Rahaston sijoituksista 80 prosenttia sijoitetaan osakemarkkinoille maailmanlaajuisesti ja 20 prosenttia hajautetaan korkomarkkinoille tasamaan salkun markkina-arvon heilahteluja.

**Rahastojen** sijoitukset toteutetaan palkintoja voittaneiden Säästöpankki -rahastojen ja pörssilistattujen ETF -rahastojen avulla. Salkuissa yhdistyy aktiivisen ja passiivisen sijoittamisen parhaat puolet. Säästöpankki -rahastojen noudattama laatuystiöstrategia tuottaa todistetusti ylituottoa pitkällä aikavälillä ja passiivisilla rahastoilla sijoittaja saa täyden markkinatuoton.

## Säästöpankki Ryhti



Lähde: Sp-Varainhoito

Tämä esitys on laadittu yksinomaan informaatiotarkoituksessa. Esityksen sisältöä ei sen vuoksi tule pitää tarjouksena tai hyväksyntänä. Esityksessä ei oteta huomioon yksittäisen henkilön taloudellista asemaa, sijoituskokemusta ja -tietämystä tai muita seikkoja. Siinä ei myöskään oteta huomioon rahoitusvälineen soveltuvuutta tai tarkoituksenmukaisuutta yksittäiselle henkilölle. Esityksen sisältämiä tietoja ei sen vuoksi tule pitää yksilöllisenä sijoitusneuvontana. Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta tuotosta. Esitys on laadittu Sp-Rahastoyhtiön omista lähteistä ja julkisista lähteistä saatujen tietojen perusteella ja kohtuullisiin toimepiteisiin on ryhdytty sen varmistamiseksi, että tiedot ovat todenperäisiä ja että ne eivät ole harhaanjohtavia. Esityksen laadinnassa ei kuitenkaan ole otettu huomioon pankkivalaisuuden piiriin kuuluvia tietoja, jotka ovat saattaneet olla rahastoyhtiön tai sen palveluksessa olevien käytettävissä. Emme vastaa esitykseen sisältyneen virheellisen tai epätäydellisen tiedon aiheuttamasta vahingosta. Koska kaikkeen arvopaperikaupankäyntiin liittyy riskejä, emme myöskään vastaa vahingosta, joka on aiheutunut jollekin sen johdosta, että hän on käynyt kauppaa pitäen lähtökohtanaan tämän esityksen sisältämiä suosituksia tai ennusteita. Tätä esitystä ei saa jäljentää tai muulla tavoin monistaa ilman Sp-Rahastoyhtiön etukäteistä kirjallista lupaa.

**Lassi Kallio**  
salkunhoitaja



# TAHDO ENEMMÄN, ME AUTAMME.

