

02/23

Aktia Pankki Oyj:n tuottama markkinakatsaus

Sijoitus- näkemys

Aktia

Lainattaessa tai kopioitaessa tätä julkaisua tulee aina mainita lähde.

03 Johdanto

Sijoitusmarkkinoiden suuri normalisoituminen palautti allokaatiosijoittajan yöunet

04 Makronäkemys

Pankkihuolet uusi riski kasvulle

07 Markkinakatsaus

Sijoitusmarkkinat ovat olleet alkuvuoden kohtuullisen hyvässä vedossa

09 Osakkeet

Osakemarkkinoilla paranevien näkymien vuosi

12 Korot

Korkohuippu ohitettu, näkymät houkuttelevat

15 Allokaatio

Pelikirja maltillisen positiiviselle sijoitusvuodelle on ennallaan

18 Vaihtoehtoiset

Vaihtoehtoiset sijoitukset edelleen varteenotettava vaihtoehto salkun hajautukseen

21 Markkinatuotot

JULKAISIJA: Aktia Pankki Oyj, Arkadiankatu 4-6, PL 207, 00101 Helsinki.
TOIMITUS: Tämä julkaisu on Aktia Pankki Oyj:n julkaisu. Sisältö kuvaa asiantuntijoidemme ja salkunhoitajiemme näkemystä markkinatilanteesta.
ASIAKASPALVELU: 010 247 010 (Kiinteästä linjasta ja matkapuhelimesta 8,35 snt/puhelu + 16,69 snt/min.)

© Aktia Pankki Oyj, 2023.



Samu Lang
Sijoitusjohtaja

Johdanto

Sijoitusmarkkinoiden suuri normalisoituminen palautti allokaatiosijoittajan yöunet

Vuosi 2022 oli allokaatiosijoittajalle historiallisen heikko. Perspektiiviä asioihin saamme, kun katsomme 115 vuotta ajassa taaksepäin ja tarkastelemme markkinakehitystä kuvitteellisen allokaatiosalkun näkökulmasta. Salkku koostuu kahdesta maailman suurimmasta markkinasegmentistä tasapainoin: Yhdysvaltojen valtionlainat ja osakemarkkinat (10 vuoden viitelaina ja S&P 500 -osakeindeksi).

Vuoden 2022 aikana edellä mainitun salkun tuottokehitys oli historiallisen heikko (-18,5 %). Vastaavia tuottoja on nähty ainoastaan vuosina 1931 (-22,5 %), 1917 (-16,5 %) ja 1907 (-17 %). Finanssikriisin syövereissä vuonna 2008 tuotto oli jo selvästi parempi (-10 %), koska osakemarkkinan romahdusta (-40 %) pehmensi valtionlainojen (+20 %) vahva kehitys.

Shokkihoidosta normalisoitumiseen

Markkinakorkojen terävä nousu vuonna 2022 rasitti etenkin korkopainotteisten sijoitussalkkujen tuottokehitystä. Tuoton ja riskin suhde kääntyi pääläelleen. Perinteiset riskiä hajauttavat ja tuottojen heiluntaa tasoittavat sijoituslajit, kuten valtionlainat ja hyvälaatuiset yrityslainat, painuivat huomattavasti enemmän pakkaselle kuin riskillisemmiksi mielletyt sijoituslajit.

Vuoden 2022 kolmen ensimmäisen neljänneksen shokkihoidon seurannut tuottojen näkökulmasta sijoitusympäristön suuri normalisoituminen. Tämä on todennäköisesti osin seurausta markkinakorkojen nopean ja trendinomaisen nousun päättymisestä lokakuussa niin Yhdysvalloissa kuin Euroopassakin. Siitä lähtien eri sijoituslajien tuoton ja riskin (volatiilitietin) suhde on ollut kauniin lineaarinen näihin päiviin asti.

Positiiviset, mutta matalammat tuotot on saatu valtionlainoista ja hyvälaatuisista yrityslainoista, astetta paremmat tuotot High Yield -lainoista ja kehittyvien markkinoiden lainoista ja parhaat tuotot osakemarkkinoilta. Tuotto ja riski ovat kulkeneet käsi kädessä, kuten pitääkin.

Seuraavan 10 vuoden sijoitusympäristö voi olla ihanan tavallinen – ainakin teoriassa

Eri omaisuuslajeja sijoitustoiminnassaan hyödyntävälle allokaatiosijoittajalle markkinaympäristö on muuttunut miellyttävämmäksi kuin kertaakaan viimeisten 10 vuoden aikana. Korokojen tuottotasojen noustua selvästi sijoittajan ei enää ole

pakko ottaa riskejä tai ylipainottaa sijoituslajeja, joita normaaliolosuhteissa ei haluaisi. Osakkeet, korkosijoitukset ja vaihtoehtoiset sijoituslajit ovat pitkää aikaa tasavertaisessa asemassa. Sijoittaja voi miettiä objektiivisesti tuoton ja riskin näkökulmasta optimaalisia painotuksia näiden omaisuusluokkien välillä, ilman markkinaympäristön synnyttämää ylimääräistä painetta.

Seuraavan 10 vuoden sijoitustuotot voivat rahoitusteorian näkökulmasta olla normaalimpia kuin pitkään aikaan, ja samanaikaisesti aktiivisella salkunhoidolla on huomattavasti enemmän mahdollisuuksia tuottaa lisäarvoa, kun tuottoajurit normalisoituvat.

Inflaatiopeloista kasvupelkoihin – epävarmuus on edelleen suurta

Vaikka keskuspankkikorkojen ja markkinakorkojen terävän nousu on todennäköisesti ohi, epävarmuus tulevasta on edelleen suuri. Inflaation osalta pahin on takanapäin, kun tuotannon tekijöiden hintapaineet helpottavat ja kokonaiskysyntä hiipuu. Kasvupelot ovat kuitenkin nousseet uudeksi teemaksi.

Luotonannon hidastuminen ja pankkisektorin ongelmat yhdistettynä epäsuhtaan, joka on markkinoiden odottaman rahapolitiikan ja keskuspankkien viestinnän välillä, ylläpitävät epävarmuutta vielä jonkin aikaa. Seuraavassa pyrimme antamaan näkemyksemme mielestämme olennaisimmista sijoitusteemoista. Toivottavasti saat niistä ajatuksia omaa sijoitustoimintaasi varten.

Pankkihuolet uusi riski kasvulle



Teksti: Lasse Corin, pääekonomisti

Globaalin kasvun ennustetaan hidastuvan tänä vuonna, mutta kiihtyvän taas 2024. Kuluttajien luottamus on vahvistunut, vaikka inflaatio syö ostovoimaa ja säästöjä, ja heikentää kulutusmahdollisuuksia. Pankkisektorien epävarmuus heijastuu jo voimakkaasti lainojen kysyntään, mikä luo uuden riskin talouskasvulle. Suomalaiset säästäjät ovat poikkeuksellisen varovaisia.

Kehittyvät taloudet repivät kasvueroa

Kansainvälinen valuuttarahasto IMF julkaisi uusimman talousennusteensa huhtikuussa. Globaalin talouskasvun ennustetaan hidastuvan vuonna 2023 2,8 prosenttiin ja kiihtyvän vuonna 2024 maltillisesti 3,0 prosenttiin. Kehittyvien maiden kasvun (4,2 prosenttia) odotetaan olevan selvästi nopeampaa kuin kehittyneiden maiden (1,4).

Geopoliittiset riskit tekevät Aasian pitkän ajan kasvukuvasta vähintäänkin mielenkiintoisen. Kiina-riippuvuudesta halutaan eroon siirtämällä tuotantoa muihin maihin. The Economist havainnollisti tätä ajatusta Altasia-maaryhmällä, johon kuuluu 14 Kiinan naapurimaata. Näitä ovat esimerkiksi Intia, Japani ja Vietnam. Tuotantokapasiteetin siirto Kiinasta kestää vuosikausia, joten nopeaa kasvuvuustia siitä ei synny. Pitkällä aikavälillä Kiinan roolin pieneneminen avaa hyviä kasvumahdollisuuksia muille Aasian maille.

Kuluttajat vähän vähemmän huolissaan

Kuluttajaluottamus on vahvistunut selvästi viimeisen puolen vuoden aikana. OECD+6-maiden keskimääräinen kuluttajaluottamus kävi mittaushistorian pohjilla viime vuoden heinäkuussa. Sen jälkeen luottamus on vahvistunut tasaisesti, joskin indeksin taso on vielä selvästi alle pitkän ajan keskiarvon. Kuluttajien varaan ei enää tässä ympäristössä kannata laskea liikaa. Ostovoima on heikentynyt nopean inflaation seurauksena, ja samalla korona-ajoilta peräisin olevia säästöjä on käytetty ahkerasti. Tämä on johtanut siihen, että kotitalouksien säästöt hupenevat Atlantin molemmin puolin. Kun huomioidaan hintojen nousu, eli rahan arvon heikkeneminen, kotitalouksien säästöjen negatiivinen muutos on vieläkin suurempi.

Epävarmuus näkyy pankkisektorilla

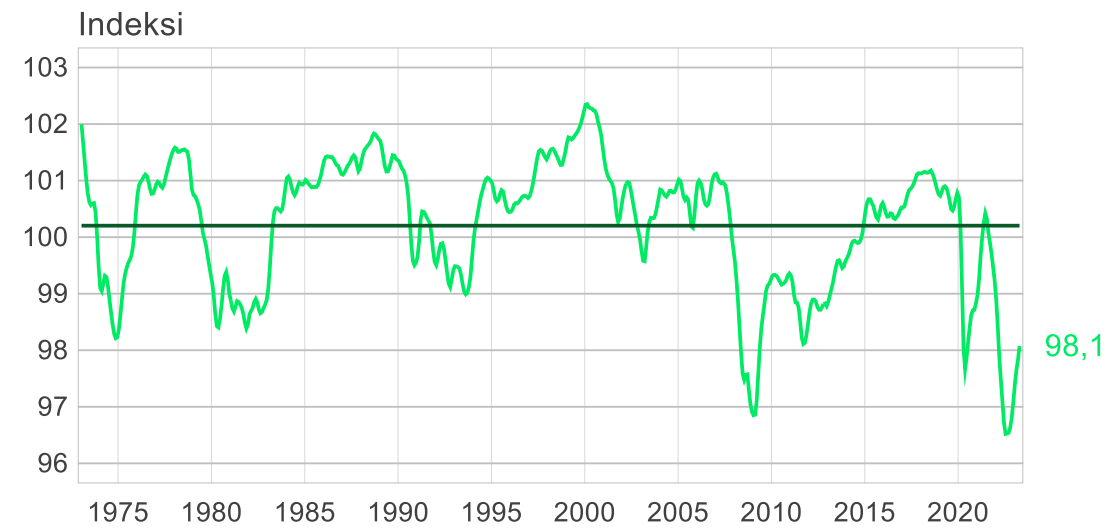
Pankeissa kuohuu jälleen. Yhdysvalloissa useita pankkeja on kaatunut viranomaisten avittamana toisen pankin syliin. Euroopassakin yksi pankki eli Credit Suisse on kokenut saman kohtalon. Vaikka pankit ovat yleisesti paljon paremmassa kunnossa kuin 15 vuotta sitten finanssikriisin aikaan, nykyinen epävarmuus vaikuttaa myös pankkeihin ja etenkin lainojen kysyntään.

Euroalueella lainojen kysyntä on käytännössä tyrehtynyt. Kehitykseen vaikuttavat sekä pankkien lisääntynyt varovaisuus että asiakkaiden kasvanut haluttomuus nostaa lainoja. Yhdysvalloissa kehitys on ollut saman suuntaista.

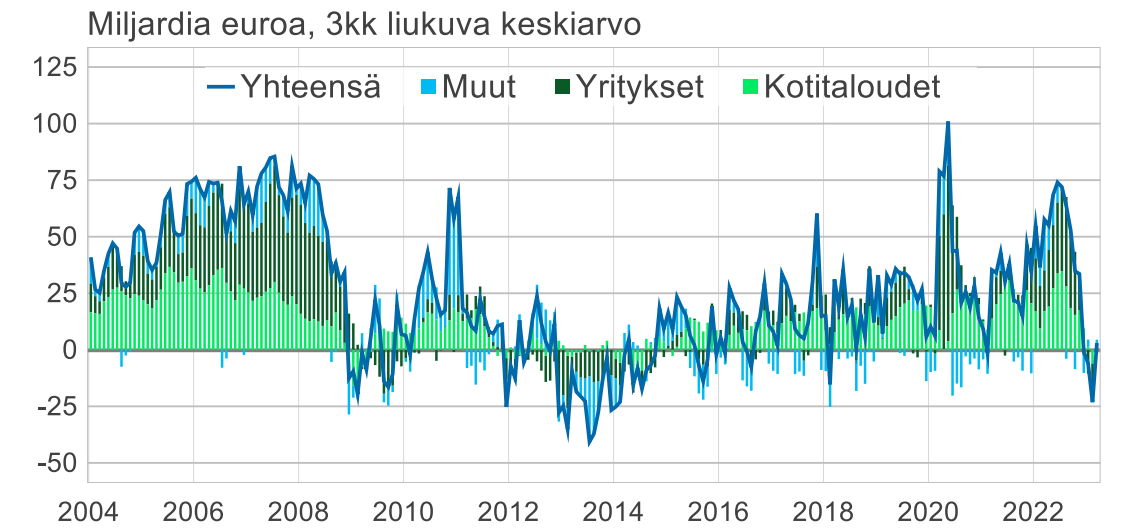
Nopealla tarkastelulla lainojen kysynnän heikkeneminen vaikuttaa erittäin huonolta uutiselta. Asia on kuitenkin kaksijakoinen. Asiakkaiden haluttomuus nostaa uusia lainoja kertoo siitä, että keskuspankkien rahapolitiikan kiristäminen, eli korkojen nostot, vaikuttaa talouteen. Tämä on hyvä uutinen. Lainakysynnän heikkeneminen vähentää kulutusta ja investointeja, mikä puolestaan pienentää kokonaiskysyntää ja hidastaa inflaatiota.

Talouden kaksi välitöntä haastetta ovat inflaation taittaminen ja kasvun kiihdyttäminen. Näistä inflaatio on kriittisempi. Kun se on saatu kuriin, voidaan keskittyä kasvuun.

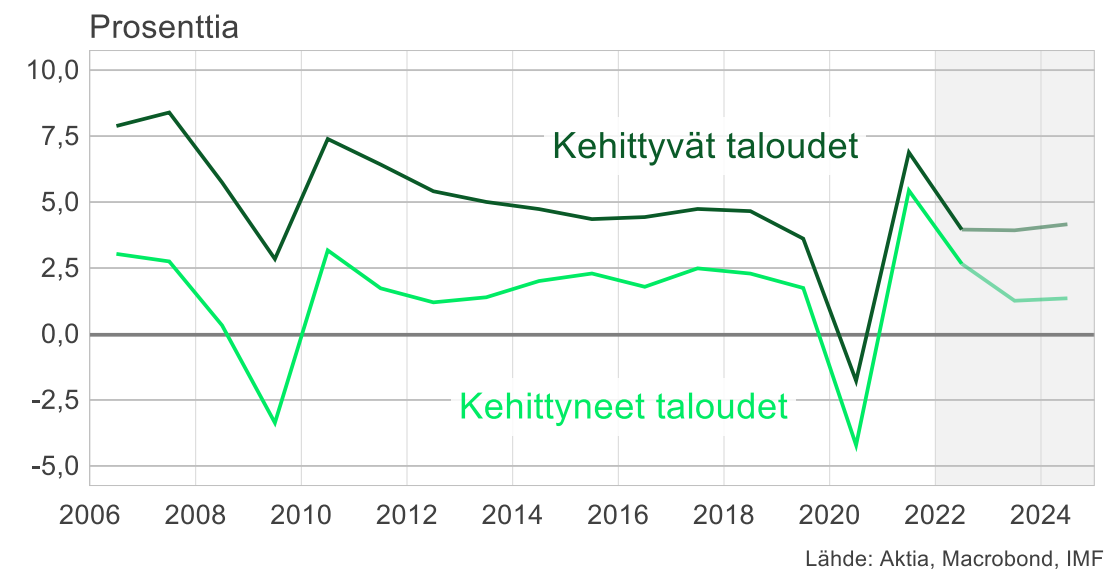
Kuluttajaluottamus, OECD+6-maat



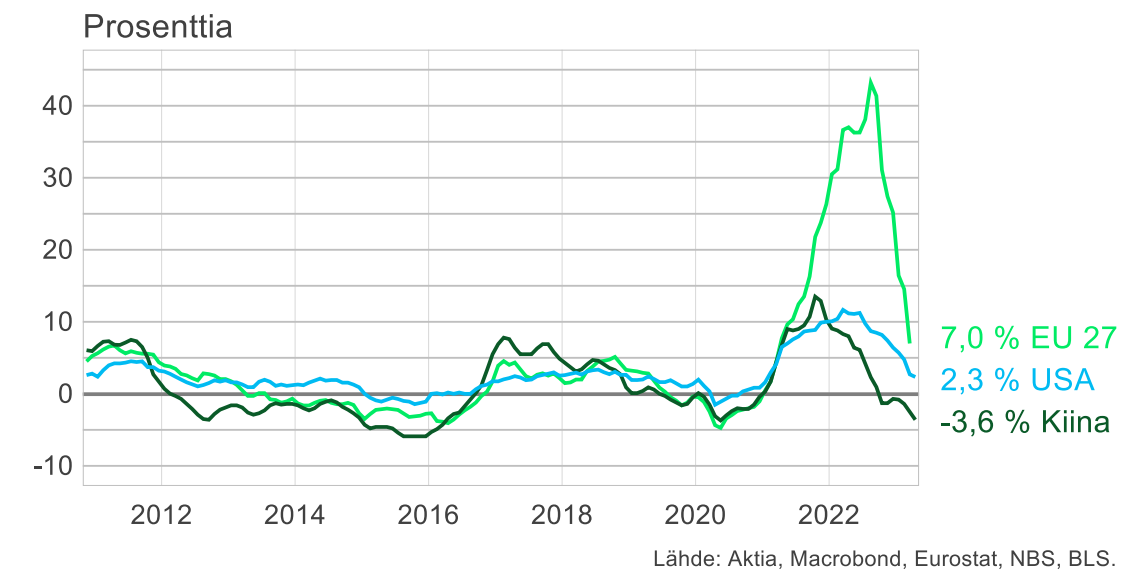
Euroalue, pankkirahoituksen transaktiot



Taloukasvu kehittyneet ja kehittyvät taloudet



Tuottajahintojen vuosimuutos



Suomi, kuluttajaluottamus, otollinen aika säästää



Lähde: Aktia, Macrobond, StatFin.

Tuottajahinnat ennustavat inflaation jatkavan hidastumista

Inflaatiouutiset ovat nykyään päivittäisiä. Moni ehti viime vuosina julistaa inflaation kuolleeksi, mutta täällä se taas on. Yleisessä keskustelussa inflaatiolla viitataan kuluttajahintojen vuosimuutokseen eli niiden tuotteiden ja palveluiden hintojen muutokseen, joita kuluttajat ostavat. Näihin luokituvat esimerkiksi maito, sohvut tai ravintolailalliset.

Pienemmälle huomiolle jäävät tuottajahinnat. Tuottajahinnat mittaavat, mitä tavaroiden ja palveluiden tuottajat tuotoksistaan saavat. Toisin sanoen, paljonko meijeri saa maitolitrasta, sohva-tehdas sohvaista jne. Tuottajahinnat ennakoivat yleensä kuluttajahintojen kehitystä. Jos sohvan hinta tehtaalla laskee, se laskee todennäköisesti myös sohvia myyvässä liikkeessä.

Tuottajahintojen vuosimuutos on hidastunut selvästi suurilla talousalueilla. Kiinassa tuottajahintojen vuosimuutos on ollut jopa negatiivinen viime kuukaudet. Tämä enteilee pysyvämpää käännettä myös kuluttajahintojen nousuun.

Suomalaiset varovaisia säästämään

Talouden epävarmuus ja ostovoiman heikkeneminen näkyvät suomalaisten säästämiskäyttäytymisessä. Kuluttajaluottamuskyseissä vastaajien näkemys säästämisen mahdollisuuksista on ollut poikkeuksellisen heikko. Tämä ei sinänsä ole yllätys, sillä ovathan esimerkiksi monien asuntovelallisten korkokulut nousseet merkittävästi. Näinä aikoina on kuitenkin hyvä muistaa, että säästäminen on pitkäjänteistä toimintaa. On tärkeää säästää myös epävarmoina aikoina, toki omien mahdollisuuksien mukaan.



Tuottajahinnat ennakoivat yleensä kuluttajahintojen kehitystä. Jos sohvan hinta tehtaalla laskee, se laskee todennäköisesti myös sohvia myyvässä liikkeessä.

Sijoitusmarkkinat ovat olleet alkuvuoden kohtuullisen hyvässä vedossa



Teksti: Tommi Tähtinen, allokaatiojohtaja

Alkuvuosi 2023 on sujunut sekä korko- että osakemarkkinoilla varovaisen myönteisesti. Talouskasvu on toistaiseksi pitänyt pintansa odotettua paremmin.

Vuosi 2023 alkoi sijoitusmarkkinoilla vahvasti osakemarkkinoiden noustessa ja korkojen laskiessa. Globaalit osakemarkkinat nousivat tammikuussa euroissa mitattuna yli 5 prosenttia ja korkomarkkinoilla tuotot olivat 2–4 prosentin haarukassa. Tammikuun rallin takana oli inflaation yllättäminen alakanttiin, ja sitä seurannut keskuspankkien koronnosto-odotusten lasku. Tämä ajoi korot laskuun ja osakekurssit nousuun. Positiivista tunnelmaa pitivät yllä myös Kiinan avautuminen koronapolitiikan muutoksen seurauksena ja leuto talvi, jonka ansiosta energian hinnan vaikutukset varsinkin Euroopan talouteen jäivät odotettua pienemmiksi.

Voittajat ja häviäjät

Osakemarkkinoilla sektorituotoissa on myös nähty merkittävä muutos. Viime vuoden suhteelliset voittajat eli energiassektori ja defensiiviset toiminnot, kuten yhdyskuntapalvelut, terveydenhuolto ja päivittäistavarat, ovat olleet tämän vuoden häviäjiä. Vastaavasti kasvuosakepainotteiset sektorit, kuten informaatioteknologia, telekommunikaatio ja kestokulutustavarat, ovat olleet tämän vuoden voittajia.

Tammikuun alkuinnostuksen jälkeen meno on kuitenkin rauhoittunut ja sekä osake- että korkomarkkinat ovat olleet sivuttaisliikkeessä ilman selvää suuntaa. Inflaatio, varsinkin pohjainflaatio, ei kevään aikana ole hidastunut yhtä nopeasti kuin odotuksissa oli, joten keskuspankkien koronnosto-odotuksia on jälleen nostettu. Lisäksi USA:sta alkanut ”minipankkikriisi” on lisännyt huomattavasti epävarmuutta ja hermoilua markkinoilla.

Keskuspankkien rahapolitiikan kirstymisen vaikutukset alkavat näkyä

Keskuspankit ovat nostaneet ohjauskorkojaan viimeisen vuoden aika poikkeuksellisen nopeasti ja aggressiivisesti saadakseen korkealla laukkaavaan inflaation hallintaan. Rahapolitiikan kirstymisen vaikutukset näkyvät selvimmin pankkisektorilla. Vaikka korkojen reipas nousu on pankeille periaatteessa hyvä asia korkokatteen parantumisen kautta, sillä on ollut myös selviä negatiivisia vaikutuksia. Korkojen nousu on vaikuttanut negatiivisesti pankkien taseissa olevien pitkien korkosijoitusten arvoihin.

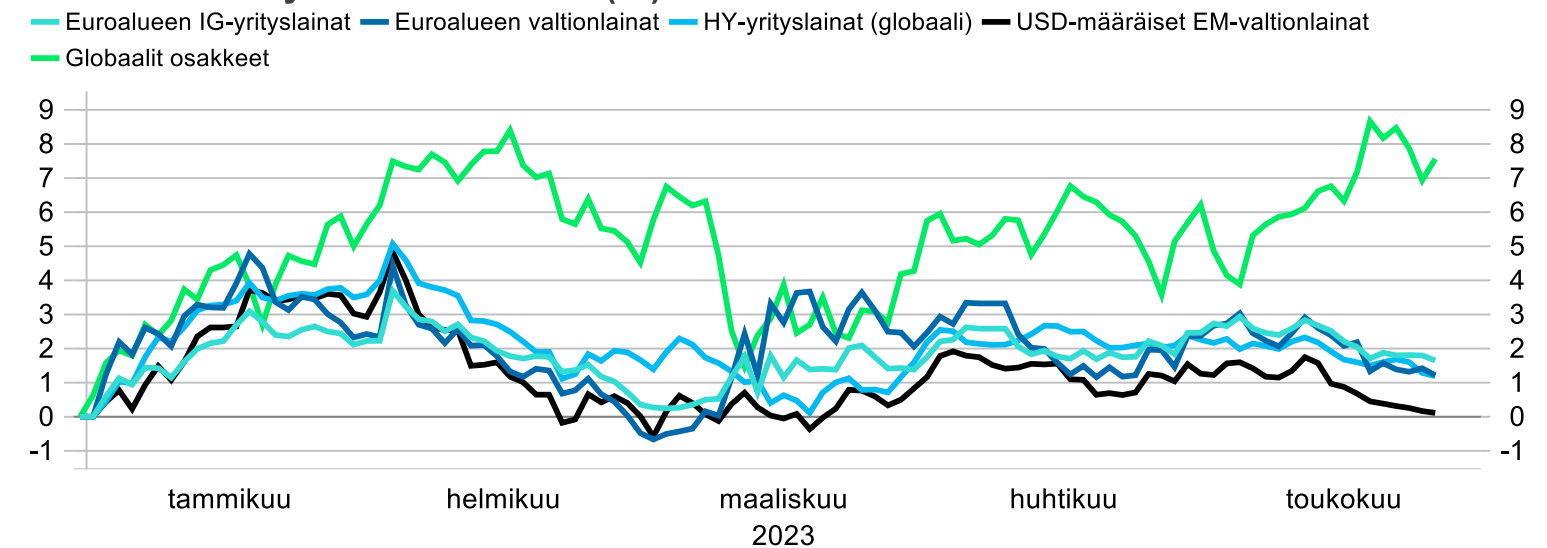
” Keskuspankit ovat nostaneet ohjauskorkojaan poikkeuksellisen nopeasti ja aggressiivisesti saadakseen korkealla laukkaavaan inflaation hallintaan.

USA:ssa vaikeuksissa olevia pankkeja yhdistää se, että niissä korkoriskienhallinta on pettänyt ja ne ovat tehneet korkosijoituksillaan isoja tappioita. Tämä puolestaan on johtanut epäluottamukseen kasvuun ja talletusten ulosvirtaan, mikä on vaikeuttanut tilannetta entisestään ja johtanut USA:ssa jo neljän pankin kaatumiseen ja Euroopassa Credit Suissen ajautumiseen UBS:n syyliin. Kriisi ei suinkaan ole vielä ohi vaan hermoilu jatkuu.

Pankkikriisillä ja korkojen nousulla on ollut selviä vaikutuksia myös lainanantoon ja -kysyntään. Lainananto on tyrehtynyt sekä pankkien lainaehdojen kirstymisen että rahoituskustannusten nousun aiheuttaman lainojen kysynnän laskun myötä.

Keskuspankkien koronnostosykli on jo pitkällä, ja korkohuippu nähtäneen kevään ja kesän aikana. Markkinoiden fokus tulee olemaan jatkossa talouskasvussa ja yritysten tuloskasvussa. Taantumapelot eivät ole poistuneet, vaikka alkuvuoden kehitys onkin ollut odotettua parempaa. On selvää, että luotonannon tyrehtyminen vaikuttaa talouskasvuun negatiivisesti.

Markkinakehitys vuoden alusta (%)



Lähteet: Aktia, Bloomberg, J.P. Morgan ja Macrobond

Markkinat hakevat suuntaa

Globaali talouskasvu on hitaalla uralla, ja taantuma on yhä hyvin mahdollinen. Toiveita niin sanotusta talouden pehmeästä laskusta pitävät yllä hyvä työllisyystilanne euroalueella ja USA:ssa ja Kiinan talouden elpymien. Markkinoiden liikkuminen sivuttaissuunnassa viime kuukausina kertoo mielestämme siitä, että tällä hetkellä vaakakupissa pai-

navat yhtä paljon toisaalta taantumapelot ja toisaalta se, että pahimmilta uhkakuivilta on toistaiseksi välttytty niin talouskasvussa kuin yritysten tuloskasvussa. Osakemarkkinoiden arvostuskerroimet hinnoittelevat mielestämme vaisua, mutta kuitenkin positiivista kasvua. Talous- ja tulostaantumaa hinnoissa ei ole. Korkomarkkinoilla tilanne on valoisampi, ja korkotasot näyttävät houkuttelevilta kaikilla päämarkkinoilla.

Osakemarkkinoilla paranevien näkymien vuosi



Teksti: Patrik Moring, allokaatiojohtaja

Alkuvuosi on osakemarkkinoilla ollut pitkälti viime vuoden vastakohta. Vuosi alkoi rivakalla nousulla ja jatkui muutaman ensimmäisen viikon jälkeen sivuttaisliikkeessä, vastustaen kuitenkin näköpiirissä olevien riskien paineelle antautumista. Hidastuva luotonanto, jota pankkisektorin viimeaikaiset ongelmat entisestään hidastavat, pitää talouskasvunäkymät epävarmoina. Pidämme edelleen laatuyhtiöistä, jotka pystyvät kasvamaan hitaammassakin talouskasvu-ympäristössä.

Kuluva vuosi tulee olemaan sijoittajan näkökulmasta mielenkiintoinen. Osakemarkkinoilla on jo korjattu sodan ja inflaatioshokin viime vuoden kehitykselle aiheuttamia vahinkoja. Osakemarkkinoiden kehitys on ollut yllättävänkin positiivinen. Pääosin hyvä tunnelma on tukeutunut vahvaan kuluttajavetoiseen talouskasvuun ja siihen, että tuloskehitys on pitänyt pintansa odotettua paremmin.

Inflaation taittuminen on luonut odotuksia koronostososyklin päättymisestä ja jopa epärealistisia toiveita korkojen laskusta jo lähikuukausina. Tällä on ollut vahva vaikutus siihen, miten sijoitusmarkkinat ovat kehittyneet. Näkemyksemme mukaan korkoja lasketaan kuitenkin vasta tilanteessa, jossa inflaatio on selvästi lähempänä keskuspankkien tavoitetasoa kuin nyt, tai tilanteessa, jossa talouskasvu on ajautunut syvempään taantumaa kuin tällä hetkellä ajatellaan.

Työmarkkina edelleen vahva

Työmarkkinoiden tilanne on tähän saakka säilynyt varsin positiivisena, mikä on ollut merkittävässä asemassa erityisesti palvelualojen hyvän vireen taakajana. Matala työttömyys ja pula työntekijöistä

ovat kuitenkin pitäneet palkkapaineet varsin koviina. Yleinen inflaatiokehityksen taittuminen tarkoittaa, että hintojen korotuksia ei jatkossa ole enää helppo tehdä.

Kun samaan aikaan työmarkkinoiden tilanne on jatkunut suhteellisen tiukkana, saanemme tulevana kuukausina nähdä yritysten tulosmarginaalien kääntyvän alaspäin nykyisiltä huipputasoiltaan. Työmarkkinoiden viileneminen tukisi kestävästä inflaatiokäännestä ja helpottaisi sitä myötä rahapoliittisia paineita.

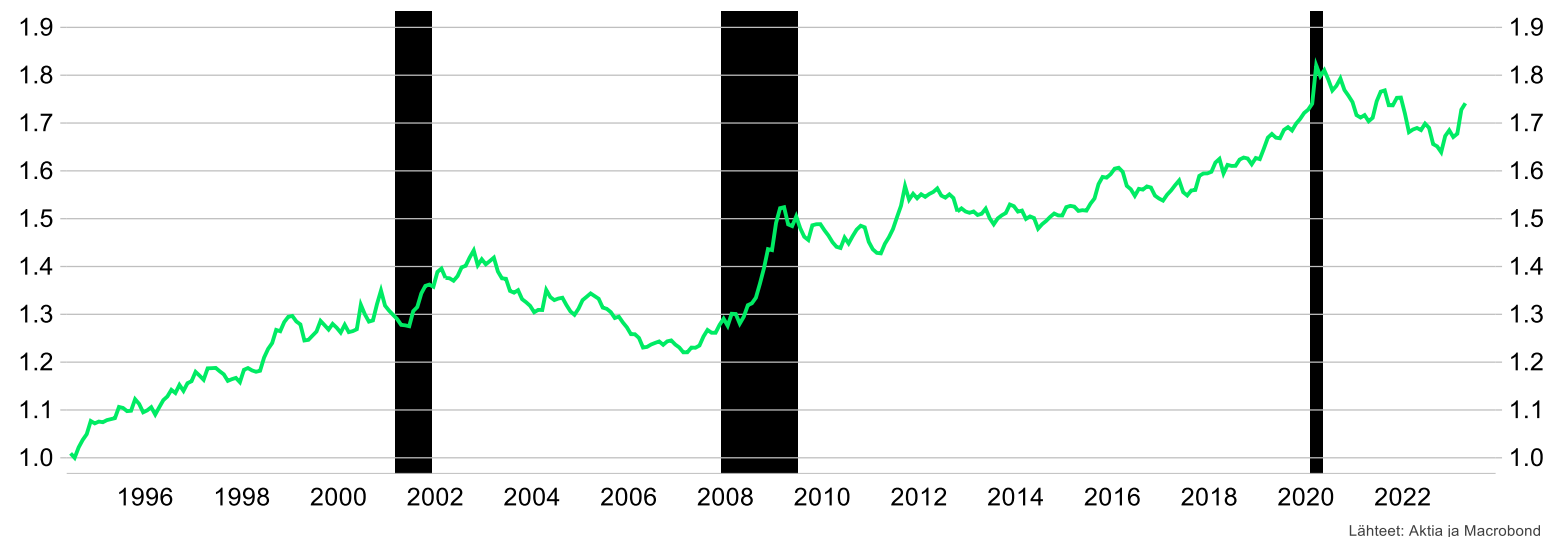
Yritysten liikevoittomarginaalit ovat nousseet huippuihinsa

Tuloskehityksen näkökulmasta tilanne on ollut toistaiseksi melko hyvä. Kohonneet kustannukset on saatu pitkälti siirrettyä myyntihintoihin, ja yritysten liikevoittomarginaalit ovat nousseet huippuihinsa, vaikkakin jatkossa paineita toisen suuntaiseen kehitykseen on.

Tuloskasvuennusteita on tuotu melko reippaasti alaspäin, mutta jo vuoden viimeisellä neljänneksellä analytiikot odottavat tilanteen korjaantuvan.

Laatuyhtiöt pärjäävät epävarmuuden keskellä

— Laatuyhtiöt suhteessa laajan osakemarkkinan kehitykseen Yhdysvalloissa (taantumaa tummennettu)



Tyypillisessä taantumassa tulokset laskevat kaksinumeroisesti, ja tämän suuntaista kehitystä ei nyt ole hinnoiteltu. On edelleen mahdollista, että uhkaava taantuma väistetään ja sen myötä tuloskehitys osoittautuu kestävämmäksi, mutta perusodotuksemme on, että tulokset jatkavat heikkenemistään.

Uusi muuttaja on pankkiympäristön levottomuus

Uutena muuttajana talousympäristön arviointiin on otettava pankkiympäristön muutos. Alkuvuoden ongelmat erityisesti Yhdysvaltain pienissä aluepankeissa ovat aiheuttaneet levottomuuden laineita laajemminkin. Tällä tulee olemaan vaikutuksia rahoitusympäristön lisätiukkenemiseen.

Lainanantohalukkuus ja -kriteerit ovat tiukentuneet merkittävästi sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa, ja lisäksi korkojen nousu on vähentänyt lainanottohalukkuutta. Jatkossa arvioimme, että sijoittajan kannalta on tärkeää seurata myös sijoituskohteiden velkakestävyyttä sekä mahdollisuutta uudelleenrahoitukseen. Osakemarkkinoiden arvostuskuva on säilynyt kuluvan vuoden melko samankaltaisena kuin viime kuukausina on totuttu näkemään. Tulosperusteisesti osakemarkkinat vaikuttavat edullisilta Euroopassa ja Japanissa ja kalliilta Yhdysvalloissa. Korkoihin suhteutettuna osakkeiden tarjoama nousuvara vaikuttaa hyvin pieneltä, Yhdysvaltain osalta olemattomalta. Odotamme edelleen maltillista, mutta kuitenkin positiivista vuotta osakemarkkinoille.

Huomio tulosten kestävydessä

Alkuvuoden kehitys on ollut mielenkiintoinen. Viime vuonna heikoiten menestyneet yhtiöt ja toimialat ovat nyt tuottokärjessä ja vastaavasti viime vuoden parhaat menestyjät ovat pohjalla. Viime vuoden paras toimiala oli energiasektori, joka hyötyi voimakkaasta energiahintojen noususta. Nyt kehitys on ollut heikompaa, kun energiahinnat ovat olleet laskussa ja Euroopan pelätty energiakriisi onnistuttiin välttämään.

Kuluvan vuoden voittajia ovat olleet kasvutyylliset yhtiöt, jotka viime vuonna kärsivät korkojen noususta ja nollakorkoajana korkeiksi kohonneista arvostuksista. Näistä ne yhtiöt, joiden tuloskehitys on ollut positiivinen ja kasvu vahvaa, ovat varmasti jatkossakin hyvissä asemassa etenkin, jos rahoitusasema kasvun jatkamiseksi on turvattu. Monilla tämän tyyppisillä yhtiöillä, etenkin pienemmässä kokoluokassa, arvostustaso on valunut viime vuoden myllerryksen aikana varsin matalaksi.

Korkojen nousun rauhoittuminen ei kuitenkaan hyödytä kaikkia kasvuyhtiöitä. Voittoa tekemättömät ja ulkopuolisen rahoituksen varassa olevat pienet kasvuyhtiöt ovat jatkossakin sijoittajien punaisella listalla. Rahoituskustannukset jäävät jatkossa selvästi korkeammiksi, kuin mihin viime vuosina totuttiin.

Finanssisektori yksi suurimmista voittajista

Toimialoista finanssisektori on ollut yksi suurimmista voittajista nykyisessä ympäristössä. Pankit ovat hyötynet korkojen noususta, mutta ainakaan vielä luottotappiot eivät ole merkittävästi lisääntyneet. Jatkossa korkojen korkeampi taso hyödyttää pankkien tuloskehitystä edelleen, mutta samalla taloustilanteen heikkeneminen voi nousta ongelmaksi.

Riski luottotappioiden kasvusta voi jatkossa jarruttaa pankkien kehitystä. Lisäksi Yhdysvalloissa on nähty, että sääntelyn purkaminen on avannut riskejä etenkin pienemmän kokoluokan pankeissa, joita on kevään aikana kaatunut useampia. Pankkisektoriin näkymät eivät jatkossa olekaan yksiselitteisen positiiviset, vaikka tuloskehitys on vahva ja arvostukset edulliset.



Viime vuonna heikoiten menestyneet yhtiöt ja toimialat ovat nyt tuottokärjessä ja vastaavasti viime vuoden parhaat menestyjät ovat pohjalla.



Laadukkaiden kasvuyhtiöiden lisäksi myönteisempiä näkymiä löytynee mm. raaka-aineisiin ja infrainvestointeihin keskittyvistä perusteollisuuden yhtiöistä, jotka hyötyvät Kiinan avautumisesta sekä erityisesti luksuskulutustuotteista, joissa kiinalaiset ja aasialaiset kuluttajat ovat suuri asiakasjoukko. Näissä tuotteissa ei myöskään taloussuhdanteilla tyypillisesti ole kovin suurta vaikutusta.

Luksustuotevalmistajilta onkin kuultu erittäin rohkaisevia viestejä Aasian markkinoiden vahvasta vedosta, mikä on myös näkynyt näiden yhtiöiden kurssikehityksessä. Ongelmana Kiina-liitännäisissä sijoituksissa ovat luonnollisestikin nopeasti kiristyneet välit erityisesti Yhdysvaltain kanssa. Ei ole syytä olettaa tilanteen kärjistyvän kovin nopeasti, mutta jännitteet vaikuttavat näiden sijoituskohteiden houkuttelevuuteen aika ajoin voimakkaammin.

Pienemmän kokoluokan yhtiöt on myös hyvä nostaa esiin mahdollisuutena talouskasvun käännettä odotellessa. Toistaiseksi alkuvuoden aikana kehitys on jatkanut heikkenemistään, mutta sen myötä arvostukset ovat painuneet entistä matalammiksi.

Monin paikoin voidaan jo puhua hyvin edullisesta hinnoittelusta. Euroopassa esimerkiksi pieniyhtiöt ovat luokkana sykliempää, ja monesti kalliimminkin arvostettuja kuin osakemarkkina laajasti. Näissä yhtiöissä näemme mahdollisuuksia, jos on valmis katsomaan epävarman jakson yli loppuvuotta kohti.

Kehittyvät markkinat fokuksessa

Maantieteellisistä alueista pidämme edelleen erityisesti kehittyvistä markkinoista. Alkuvuodesta pidimme myös Eurooppaa erittäin houkuttelevana, mutta hyvin vahvan jakson jälkeen ja globaalien pankkihuoltojen noustua esiin päätimme laskea hieman Euroopan painoa. Pidemmälle katsoessa pidämme edelleen alueen osakkeista. Euroopan ongelmat ovat olleet pitkään kaikkien tiedossa, ja osakkeet ovat jo hyvin hinnoiteltuja. Euroopassa on listattuna valtavasti hyviä ja laadukkaita globaalisti toimivia yhtiöitä, joiden liikevaihdosta merkittävä osa tulee euroalueen ulkopuolelta.

Kehittyvien maiden osakkeet näyttävät mielestämme edelleen houkuttelevilta, koska Kiinan avautuminen tukee näitä markkinoita merkittävästi. Se on oikeastaan ainoita alueita, jossa talous- ja tulosenusteet voivat yllättää positiivisesti. Alkuvuoden kehitys on ollut heikkoa huolimatta vahvasti parantuneesta talousnäköymästä, mutta tämä on liittynyt enemmän Yhdysvaltain ja Kiinan välisen suhteiden heikkenemiseen. Tilanne tuskin paranee jatkossakaan, mutta markkinoiden huomio siirtynee hiljalleen toisaalle, jolloin arvostustaso ja tuloksentekeyky nousevat vahvemmin esiin koko kehittyvien markkinoiden osalta.

Yhdysvaltain osakemarkkina selvästi kallis

Yhdysvallat on taloutena dynaamisin ja se sopeutuu nopeasti muutoksiin. Lisäksi se on perinteinen turvasatama sijoittajille. Viime aikoina erityisesti suurimmat teknologiayhtiöt, eli ns. FAANG-yhtiöt, ovat toimineet sijoittajille tällaisina. Korkeiden laskeutukset ja epävarma talousnäköymä ovat ajaneet sijoittajia mukaan nostamaan arvostukset mielestämme liian ylös.

Yhdysvaltain osakemarkkinoiden arvostus on edelleen keskimääräisen tason yläpuolella ja selvästi kallis. Nousuvaraa ei juuri ole, vaikka taantuma vältettäisiinkin. Lisäksi dollari on alkanut heikentyä muita valuuttoja vastaan, mikä eurooppalaisen sijoittajan näkökulmasta vähentää yhdysvaltalaisen osakkeiden tuottoja. Pohjoismaiset osakkeet eivät ole yhtä houkuttelevasti arvostettuja kuin muut eurooppalaiset yhtiöt, ja lisäksi markkina on selvästi sykliempää. Kuluvan vuoden aikana on kuitenkin hyvä pitää silmällä pohjoismaisia osakkeita, koska niissä on paljon potentiaalia, kun talouskäänteessä jossain kohtaa lähestyy.



Yhdysvallat on taloutena dynaamisin ja se sopeutuu nopeasti muutoksiin.

Korkohuippu ohitettu, näkymät houkuttelevat



Teksti: Patrik Moring, allokaatiojohtaja

Viime vuoden nopea korkojen nousu avasi sijoittajille erinomaisia mahdollisuuksia ja palautti korkoluokat uudestaan sijoittajan kartalle. Alkuvuonna maltillistunut inflaatio ja epävarma kasvuympäristö ovat jo näkyneet positiivisina tuottoina, mutta tilanne on edelleen sijoittajan kannalta hyvä.

Korkosijoittaminen on tehnyt nopean paluun viime vuonna nousseiden korkojen myötä. Korkoluokkien tuotto-odotukset ovat jälleen riittävät monen vuoden korpivaelluksen jälkeen. Monelle sijoittajalle nousseet tasot ovat mahdollistaneet paluun perinteisiin korkoluokkiin ehkä korkeamman riskin tai ainakin vaihtoehtoisen tuotonmuodostuksen maailmasta. Korkosijoitukset toimivat jälleen myös suojaavana elementtinä laajasti hajautetuissa salkuissa.

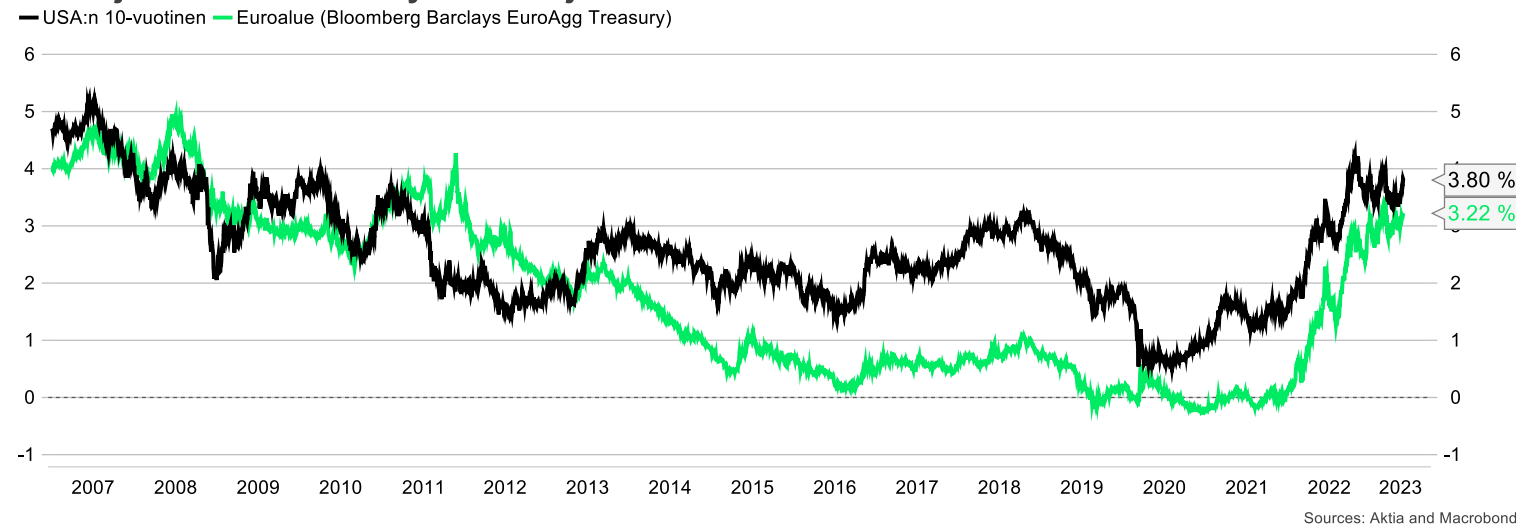
Keskuspankit kiristivät rahapolitiikkaansa viime vuonna varsin rajusti. Toimet olivat seurausta nopeasti nousseesta inflaatiosta. Käänteä aiemmin hyvin elvyttävästä politiikasta oli dramaattinen ja yllättä markkinoiden lisäksi myös keskuspankkien. Rahapolitiikan kiristystahti on ollut hyvin poikkeuksellinen. Kuluvan vuoden aikana tahtia on jo hieman hidastettu.

Yhdysvaltain keskuspankki Fed on näillä näkymin saavuttanut jo korkohuippunsa, mutta Euroopan keskuspankilla lienee vielä 2–3 nostoa jäljellä. Alkukeväästä markkinoilla odotettiin keskuspankkien tekevän enemmänkin nostoja, mutta Yhdysvaltain pankkisektorilta levinnyt levottomuus on rauhoittanut odotuksia.

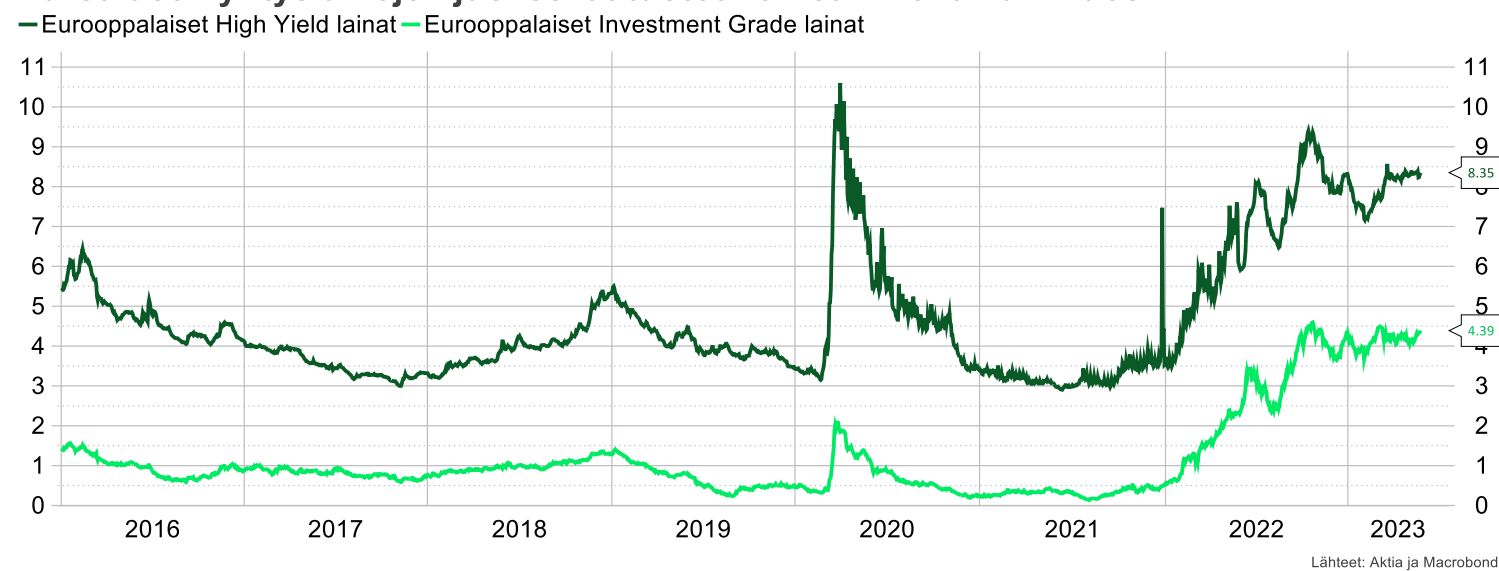
Sitkeä pohjainflaatio jarruttaa Fedin koronlaskuintoa

Inflaatio ei kuitenkaan ole vielä palannut keskuspankkien tavoitetasolle. Pohjainflaatio näyttää itse asiassa sen verran sitkeältä, että paluu tavoitteen ei vaikuta jatkossakaan sujuvan kovin ripeästi. Siksi pidämme hyvin epätodennäköisenä, että markkinoiden hinnoittelemat loppuvuoden koronlaskut Yhdysvalloissa toteutuisivat. Jos korkoja lähdetään laskemaan, tämä tarkoittaisi sitä, että taloudessa on mennyt jotain pahemmin rikki kuin tällä hetkellä on tiedossa.

Korkojen nousu on tehnyt korkosijoittamisesta varteenotettavan vaihtoehdon



Euroalueen yrityslainojen juoksevat tuotot korkeammalla kuin vuosiin



Sijoittajan kannalta olisi lyhyellä aikavälillä myönteistä, että korkotaso kääntyisi nopeasti laskuun. Hieman pidemmälle katsottaessa maltilliset liikkeet ovat kuitenkin toivottavampia. Inflaation taituminen edelleen ja talousnäköymän heikkeneminen ilman syvään taantumaan ajautumista näyttävät nyt mahdollisilta. Tällöin pitkästä ajasta sijoituskelpoiseksi muuttuneiden korkosijoitusten uudelleen löytynyt hoito ei katoa yhtä nopeasti kuin se palasi.

Yrityslainoissa korkotaso suojaa kohtuullisesti heikentyvää ympäristöä vastaan

Valtionobligaatioissa nähtiin viime vuoden aikana heikoin kehitys kaikista korkoluokista, vaikka niitä pidetään vähempiriskisinä. Tämä johtui muista pidemmästä korkoriskistä (duraatio), jonka vuoksi korkojen nousun negatiivinen vaikutus oli muuta suurempaa.

Alkuvuonna nähty korkojen lasku vuodenvaihteen huipputasoilta on tarjonnut valtionlainoissakin positiivisia tuottoja. Keskuspankit ovat jatkaneet koronnostoja, mutta aiempaa rauhallisempaan tahtiin ja indikoiden, että nostosykli lähestyy loppuaan. Samaan aikaan talousnäköymät ovat muuttuneet aiempaa hieman epävarmimmiksi, mikä on pitänyt korkotason maltillisessa laskussa. Uskomme, että korot ovat ohittaneet korkeimmat pisteensä,

ja siksi valtionlainoissakin tuotot voivat pysyä maltillisen positiivisina. Korkotaso valtionlainoissa on kuitenkin matalampi kuin muissa korkoluokissa, minkä vuoksi suosimme muita korkolajeja.

IG-lainat vähäriskisempien korkoluokkien kärkikaartia

Hyvän luottoluokituksen Investment Grade (IG) -yrityslainoissa tilanne on edelleen houkutteleva. Absoluuttisesti korkotaso on Euroopassakin korkeampi kuin finanssikriisin jälkeen olemme nähneet. Luottoriskimarginaalit ovat kaventuneet parhaista hetkistä, mutta kun otetaan huomioon, että Investment Grade -luokassa maksuhäiriöitä nähdään äärimmäisen harvoin, puskuri heikentyvää ympäristöä ajatellen on mielestämme riittävä.

Alkuvuonna nähty korkojen lasku on tarjonnut jo mukavasti positiivisia tuottoja, mutta jatkonäkymä on edelleenkin hyvä. Lyhyellä aikavälillä näemme mielekkäämmäksi kantaa yrityslainariskiä hieman lyhyemmän korkoriskin salkun kautta, koska pidemmän juoksuajan papereista saatava kompensatio on hyvin pieni. Samalla on muistettava, että pidempi korkoriski tuo salkkuun hyvää potentiaalia talouden maltillista heikkenemistä ja sitä seuraavaa korkojen laskua ajatellen. Investment Grade -korkosijoitukset ovat suosikkimme vähäriskisemmistä korkoluokista.



HY-lainoissa potentiaalia riskiä sietävälle sijoittajalle

Heikomman luottoluokituksen High Yield (HY)-yrittäjälainoissa tilanne on edelleen mielenkiintoinen, vaikka luottoriskimarginaalit ovatkin kaventuneet viime syksyn huipputasoista. Nykyiset marginaalit ovat edelleen keskimääräisillä pitkän aikavälin tasoilla. Niin sanotun riskittömän koron ansiosta lainojen kokonaiskorot ovat kuitenkin tasoilla, jollaisia ei juurikaan ole nähty viimeisten kymmenen vuoden aikana, mikä tekee luokasta houkuttelevan.

High Yield-lainojen osalta on kuitenkin hyvä muistaa, että ne ovat alttiita heikentyvälle talouskasvulle ja lisääntyville maksuhäiriöille. Maksuhäiriöennusteet ovat nousseet jo jonkin verran, vaikka varsinaisia tapahtumia ei ole vielä nähty

tavanomaista enempää. Tyypillisesti taantumatilanteissa luottoriskimarginaalit kuitenkin nousevat nykytasoaikin korkeammalle, mikä olisi ainakin hetkellisesti negatiivinen muutos sijoittajalle. High Yield -yrittäjälainamarkkinat ovat mielestämme riskiä kestäväälle sijoittajalle kiinnostava kokonaisuus.

Kehittyvät markkinat edelleen suosikki

Kehittyvien talouksien lainamarkkinat (EMD) olivat viime vuonna kovan paineen alla, sillä Venäjän sota Ukrainassa, Yhdysvaltain korkojen nousu ja dollarin vahvistuminen osuivat aika lailla markkinoiden ytimeen. Lisäksi osalla maita oli ongelmia energian ja ruuan saatavuuden ja hintojen kanssa. Rahoituskanavat olivat osalle maita kiinni, ainakin aika ajoin. IMF onkin auttanut aktiivisesti monia maita.

Vaikka monet keskuspankit nostivat korkojaan etupainotteisesti, läntisten keskuspankkien kiristytävä politiikka on pakottanut myös kehittyviä talouksia liikkumaan. Valuutat ovat kuitenkin kohtuullisen edullisesti arvostettuja. Koronnostojen lähestyminen loppuaan sekä viime kuukausina nähty dollarin kääntyminen heikkenevään suuntaan auttaa monia maita.

Vaikka rahapolitiikan muutos on aiheuttanut epävarmuutta myös kehittyvien maiden korkoihin, pidämme paikallisen valuutan valtionlainoja edelleen erittäin houkuttelevana korko-omaisuusluokkana. Sen tukena ovat nousseet korkotasot, valuuttojen kohtuullinen arvostus ja matala ulkomaisten sijoittajien omistusosuus. Dollarimääräisissä lainoissa tilannetta auttaa myös dollarin viimeaikainen heikkeneminen, mikä helpottaa monien maiden velkausta. Korkojen kääntyminen laskuun olisi erit-

täin positiivista tässä luokassa pitkän korkoriskin vuoksi. Parhaat näkymät korkosijoituksista ovatkin mielestämme kehittyvien talouksien paikallisvaluuttamääräisissä lainoissa.



Kehittyvien talouksien lainamarkkinat (EMD) olivat viime vuonna kovan paineen alla, sillä Venäjän sota Ukrainassa, Yhdysvaltain korkojen nousu ja dollarin vahvistuminen osuivat aika lailla markkinoiden ytimeen.

Pelikirja maltillisen positiiviselle sijoitusvuodelle on ennallaan



Teksti: Tommi Tähtinen, allokaatiojohtaja

Sijoitusmarkkinoilla tunnelmat ovat alkuvuoden aikana muuttuneet hieman positiivisempaan suuntaan erittäin vaikean viime vuoden jälkeen. Inflaatio on kääntynyt laskuun, pahimmat kasvupelot eivät ole käyneet toteen ja keskuspankkien koronnostosyklin loppu hämmöttää. Taloustaantuma on kuitenkin yhä varteenotettava riski. Olemme osakeriskin suhteen edelleen varovaisia. Korkosijoitukset houkuttelevat meitä enemmän, sillä monissa korko-omaisuuslajeissa tuotto-odotuksemme ovat osakesijoitusten tasolla pienemmällä riskillä.

Vuosi 2023 on alkanut sijoitusmarkkinoilla positiivisissa merkeissä. Globaalit osakemarkkinat ovat tuottaneet toukokuun puoleenväliin mennessä euroissa mitattuna noin 7 prosenttia ja korkosijoitukset vaihtelevasti, 0–4,5 prosentin haarukassa. Hyvän markkinakehityksen taustalla ovat globaalin talouskasvun ja yritysten tulospainon pitäminen pintansa odotettua paremmin, inflaation taittuminen laskuun ja keskuspankkien koronnostosyklin lopun lähestyminen.

Hyvin sujuneesta alkuvuodesta huolimatta riskit on hyvä pitää mielessä: talouskasvu on hidasta ja taantuma on yhä mahdollinen, inflaatio on edelleen kaukana keskuspankkien tavoitteesta, ja yritysten tulospainon liittyä paljon epävarmuutta.

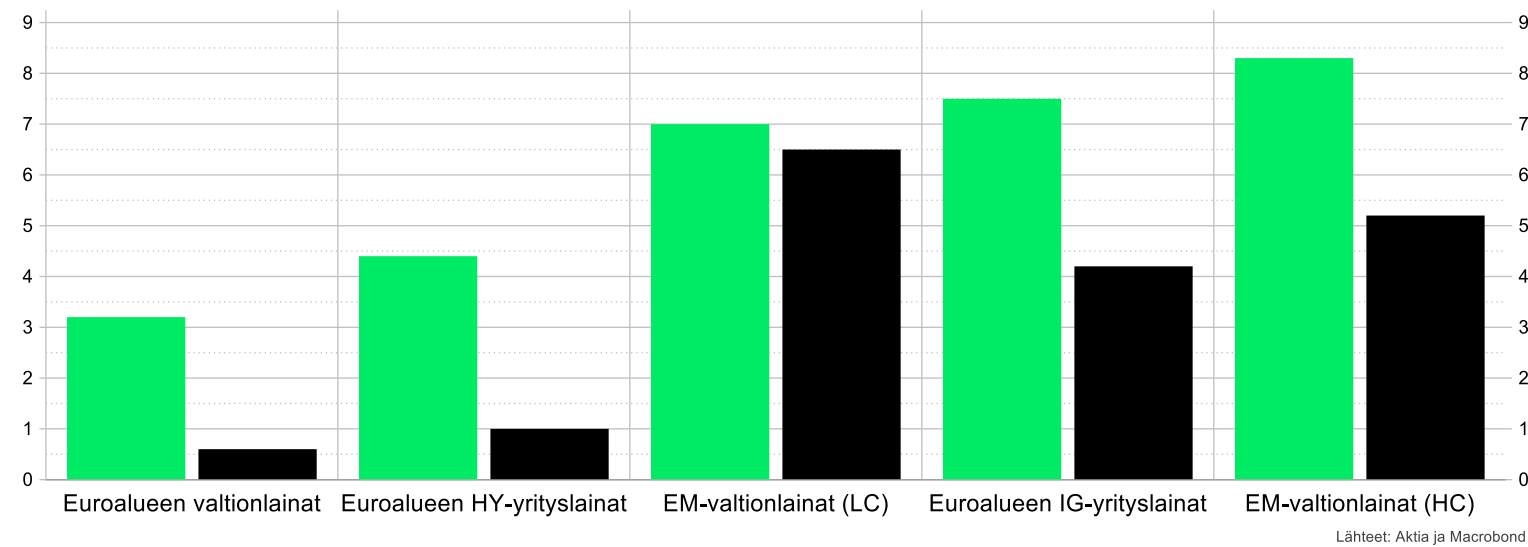
Talouden kasvunäkymät vaisut

Alkuvuosi on sujunut globaalissa taloudessa odotettua paremmin. Leuto talvi pelasti Euroopan ja Kiinan talouden elpyminen koronarajoitusten poistamisen jälkeen on edennyt odotettua nopeammin. Ekonomistien konsensusennuste globaalille talouskasvulle tänä vuonna on 2,5 prosenttia. Vuodenvaihteessa kasvun ennakoitiin olevan 2,1 prosenttia, joten ennusteessa on pientä nousua.

Kehittyneiden maiden kasvuennuste on 0,9 prosenttia, kun taas kehittyvien maiden odotetaan kasvavan 4,3 prosenttia Kiinan ja Intian vetäminä. Pienestä noususta huolimatta kasvuennusteet ovat historiaan nähden vaatimattomia. Vuonna 2024 globaalin talouden ennustetaan kasvavan 2,8 prosenttia, mikä sekin on vielä selvästi keskimääräistä alempi taso historiaan nähden.

Korkotasot (%)

■ Taso tällä hetkellä ■ 10 vuoden mediaani



Taloukasvunäkymiin liittyy kuitenkin edelleen hyvin paljon epävarmuutta. Keskuspankkien koronnostojen inflaatiota ja taloukasvua jarruttavat vaikutukset alkavat vähitellen näkyä täydellä voimallaan. Teollisuudessa menee jo heikosti, ja teollisuusyritysten tulevaisuudennäkymiä kuvaavat ostopääällikköindeksit ovat jo pitkään olleet laskevalla uralla. Palvelusektoreilla kehitys on jatkunut jopa yllättävän vahvana hyvän työllisyystilanteen tukemana. On kuitenkin selvää, että yhä korkealla oleva inflaatio ja korkotason nousu ovat syöneet kuluttajien ostovoimaa, vaikka palkkojen nousu sitä osin tasapainottaakin.

Luotonannon tyrehtyminen hidastaa taloukasvua

Selvimmän rahapolitiikan kiristyminen ja korkotason nousu näkyvät pankkien luotonannossa sekä tarjonnan että kysynnän heikentymisen kautta. Pankit ovat selvästi kiristäneet lainahtojaan, ja korkokulujen kasvaessa myös lainojen kysyntä on laskenut. Tämä on johtanut lainanannon tyrehtymiseen sekä USA:ssa että Euroopassa. Kevään aikana koettu pankkikriisi on lisäksi heikentänyt luottamusta pankkeihin, ja varsinkin USA:ssa pankeista on epäluottamuksen seurauksena virrannut pois paljon talletusrahaa.

Luotonannon tyrehtymisen kokonaisvaikutukset taloukasvuun ovat vielä arvailujen varassa, mutta on selvää, että niillä tulee olemaan taloukasvua hidastava vaikutus.

Hyvä uutinen taloudessa on, että kokonaisinflaatio on globaalilla tasolla jo selvästi hidastunut. Niin sanottu pohjainflaatio, josta energian ja elintarvikkeiden hintojen vaikutus on poistettu, on kuitenkin pysynyt sitkeästi korkealla. Pohjainflaatiossakin on kuitenkin viimeisten havaintojen perusteella nähtävissä pientä pehmenemistä, joten keskuspankkien rahapolitiikan kiristys näyttää toimivan.

Kokonaisuutena globaalien talouden kasvunäkymät ovat siis hieman ristiriitaiset, mutta ainakaan syvää taantumaa ei ole näköpiirissä.

Keskuspankkien koronnostosykli lähes maalissa

Keskuspankit ovat korostaneet kommentteissaan, että ohjauskorot tulevat pysymään korkealla niin pitkään, kunnes heillä on riittävä varmuus siitä, että inflaatio on saatu hallintaan. Tällä hetkellä kokonaisinflaatio on USA:ssa 5 prosentissa ja pohjainflaatio 5,5 prosentissa. Kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan tänä vuonna 4 prosentin tuntumaan ja ensi vuonna 2,5 prosenttiin. Fedin ohjauskoron ylälaita on tällä hetkellä 5,25 prosenttia, ja lisäkoronnostoja ei markkinoilla enää hinnoitella.

Fed on itsekin todennut, että ohjauskorko saattaa olla jo riittävän korkealla tasolla, mutta takaportti lisäkoronnostojen on yhä auki, jos tilanne sitä vaatii.

Euroalueella kokonaisinflaatio on tällä hetkellä 7 prosentissa ja pohjainflaatio 5,6 prosentissa. Myös Euroalueella kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan tänä vuonna reiluun 5 prosenttiin ja ensi vuonna 2,5 prosenttiin. EKP:n osalta ohjauskoron odotetaan nousevan nykyisestä 3,75 prosentista 4,25 prosenttiin. Toisin kuin markkina varsinkin Fedin osalta hinnoittelee, emme usko keskuspankkien laskevan korkoja tänä vuonna, vaan pitävän ne korkealla ainakin ensi vuoden alkuun asti.

Koroissa ei enää nousupaineita

Korkomarkkinoilla meno on ollut jo pitkään villiä, kun markkinoilla on arvuuteltu inflaation kehitystä ja keskuspankkien koronnostoja. Nyt kun inflaatio on hidastuvalla uralla, ja keskuspankkien ohjauskorokojen terminaalitasosta alkaa olla kohtuullinen varmuus, tilanne on rauhoittumaan päin. Emme usko pitkien valtionlainakorkojen enää nousevan nykytasoiltaan. Jos taloukasvu osoittaa hiipumisen merkkejä, valtionlainakorot voivat sen sijaan laskea.

Kaikkien keskeisten korkomarkkinoiden juoksevat korkotuotot ovat selvästi viimeisten 10 vuoden mediaanitasojen yläpuolella, ja eteenpäin katsoen tuotto-odotukset näyttävät houkuttelevilta. Pidämme kiinni vuoden alussa edellisessä katsauksessamme esittämistämme tuotto-odotuksista. Alhaisen riskin euroalueen valtionlainoille ja korkean luottoluokituksen Investment Grade -yrityslainoille tuotto-odotuksemme on tänä vuonna 2–5 prosentin haarukassa. Korkeamman riskin High Yield -yrityslainoissa ja kehittyvien maiden dollarimääräisissä lainoissa on potentiaalia 3–6 prosentin tuottoon. Paikallisvaluuttamääräisissä kehittyvien maiden valtionlainoissa jopa 5–8 prosentin tuotto on mahdollinen.

Osakkeiden arvostustasoissa ei ole juuri nousuvaraa, tuloskasvuennusteet ovat alaiset

Globaaleiden osakemarkkinoiden eteenpäin katsova arvostustaso P/E-luvulla mitattuna on 15,7, mikä on linjassa viimeisten 10 vuoden mediaanitason kanssa. Päämarkkinoista USA on kalliinpuoleinen, mutta muut markkinat ovat melko lähellä omaa mediaanitasoaan. Suhteessa korkoihin osakkeiden arvostustaso on kuitenkin kokonaisuudessaan kalliinpuoleinen, sillä nousseen korkotason myötä osakkeiden riskipremio korkoihin on tällä hetkellä keskimääräistä alempi.

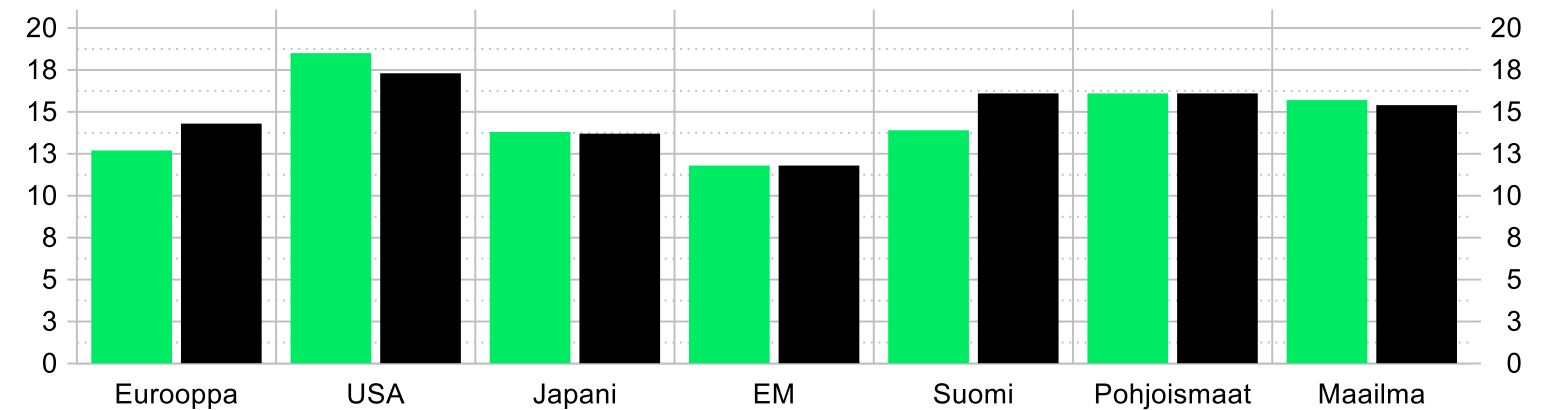
Osakemarkkinoiden tämän vuoden tuloskasvuennusteet ovat vaisut, ja niitä on edelleen laskettu vuoden alun tilanteeseen nähden. Ensimmäisellä kvartaalin raportoidut tulokset olivat lähellä nol-lakasvua, USA:ssa pienellä miinuksella ja Euroopassa pienellä plussalla vuodentakaiseen nähden. Koko kuluvalle vuodelle tuloskasvuennusteet po-vaavat nol-lakasvua. Koska arvostustasoissa ei ole mielestämme juuri tilaa nousulle, ja tuloskasvusta-kaan ei ole osakkeiden nousuveturiksi lyhyellä ai-kavälillä, emme näe osakkeissa merkittävää tuot-topotentiaalia loppuvuoden aikana, vaan odotam-me markkinoiden jatkavan sivuttaissuuntaisessa liikkeessä. Arvioimme globaaleiden osakemarkki-noiden koko vuoden tuoton olevan 5–8 prosentin haarukassa.

Allokaatiossa osakkeet alipainossa – emme näe suurta tuottopotentiaalia

Heikko talouskasvu, alaiset tuloskasvuennus-teet ja yleinen talouden epävarmuus pitävät mei-dät osakkeiden suhteen varovaisina. Mielestämme osakemarkkinoilla ei ole lyhyellä aikavälillä sellais-ta ajuria, joka nostaisi osakekursseja merkittävästi. Tästä johtuen alipainotamme osakkeita suhtees-sa korkosijoituksiin. Osakkeiden maantieteellisessä allokaatiossa suosimme Kiinan talouskasvun el-pymisestä hyötyviä kehittyviä markkinoita. Myös Eurooppa hyötyy muita päämarkkinoita enem-

Osakearvostukset (P/E)

■ Viimeisin ■ 10 vuoden mediaani



Lähteet: Aktia ja Macrobond

män Kiinan kulutuskysynnän palautumisesta, jo-ten Euroopassa olemme neutraalipainossa. USA:ssa ja Pohjoismaissa olemme alipainossa ja Japa-ni on neutraalipainossa. USA on markkinoista sel-västi kallein, ja siten tilaa arvostustasojen nousulle ja tulospettymyksille on kaikkein vähiten. Pohjois-maisissa osakkeissa riskinä on syklisten osakkei-den suuri paino, mikä huolettaa talouskasvun py-syessä heikkona.

Korkosijoitusten tuotto-riskisuhde houkuttelee meitä osakkeita enemmän, sillä juoksevat korko-tuotot ovat hyvin houkuttelevilla tasoilla. Korkosi-joituksissa ylipainotamme lyhyitä korkoja suhtees-sa pitkiin korkoihin, sillä lyhyet korot ovat poikke-uksellisen houkuttelevilla tasoilla.

Korkoallokaatiossa ylipainotamme kehittyvien maiden paikallisvaluuttamääräisiä valtionlainoja ja yrityslainoja, sekä korkean luottoluokituksen Investment Grade- että matalan luottoluokituksen High Yield -lainoja. Euroalueen valtionlainat ovat alipainossa, sillä niiden korkotaso on yhä selvästi muita markkinoita alempi. Kehittyvien maiden dol-larimääräiset valtionlainat ovat neutraalipainossa.

” Korkosijoitusten tuotto-riskisuhde houkuttelee meitä osakkeita enemmän.

Vaihtoehtoiset sijoitukset edelleen varteenotettava vaihtoehto salkun hajautukseen



Teksti: Karri Mäkitalo, salkunhoitaja, vaihtoehtoiset sijoitukset

Kuluvan vuoden alkua leimasi vaihtoehtoisten sijoitusten osalta epävarmuus pääomasijoitusten arvostuksista. Uskomme vuoden jatkuvan omaisuuslajikohtaisesti vaihtelevissa merkeissä.

Yksittäinen kalenterivuosi on hyvin lyhyt aika arvioida markkinanäkymiä erityisesti epälikvidien vaihtoehtoisten, kuten pääomasijoitusten tai private debtin näkökulmasta. Markkinoihin liittyvä epävarmuus tulevasta on kuitenkin edelleen suuri.

Vaihtoehtoiset sijoitukset eivät ole markkinaympäristöstä irrallinen omaisuusluokka. Esimerkiksi korkostrategiassa mainitut tekijät vaikuttavat luonnollisesti vaihtoehtoisen yritysrahoituksen kysyntään. Listaamattomien osakkeiden arvostukset tehdään puolestaan listatun markkinan yrityskoh- taisia verrokkiryhmiä käyttäen.

Pääomasijoitukset mahdollistavat korkeammat pitkän aikavälin tuotot

Pääomasijoitusten pitkän ajan tuotto erottaa ne keskimäärin kaikista muista sijoituksista.

Esimerkiksi suomalaisten eläkeyhtiöiden pääomasijoitukset tuottivat kuudentoista vuoden tarkastelujaksolla keskimäärin yli viisi prosenttia enemmän vuodessa kuin noteeratut osakkeet. Tältä osin sijoittamista noteeraamattomiin osakkeisiin voidaan pitää perusteltuna, jos ne sopivat sijoittajan profiiliin ja haluamiin kohteisiin.

Pääomasijoituksia vertaillaan usein jakamalla rahastot tuoton tai pääomakertoimen mukaan neljänneksiin. Parhaiten ja heikoimmin tuottavien neljänneksien välillä voi olla suuria eroja. Suomeen sijoittaneista pääomarahastoista tuotoltaan jo toiseksi heikoin neljännes on tuottanut havaintojaksolla 2009–2020 jotakuinkin listattua osakemarkkinaa vastaavan tuoton. Suomeen sijoittaneista rahastoista kaksi parhaiten tuottanutta neljännestä ovat puolestaan ylittäneet osakemarkkinoiden tuoton varsin selvästi. Ero on erityisen selvä parhaan neljänneksen Venture Capital -sijoituksissa.

Jatkuuko vaihtoehtoisten hyvä vire?

Suurin mielenkiinto kohdistuu kassavirtaa tuottaviin omaisuuslajeihin. Korkean tuotto-odotuksen private equity ja private debt ovat edelleen suurimpia suosikkejamme vaihtoehtoisissa omaisuuslajeissa. Private debt -lainojen korkotaso ja listamattomien yhtiöiden kasvuvauhti toimivat puskurina heikentyvää ympäristöä vastaan. Näiden lisäksi uskomme infrastruktuurisijoitusten toimivan hyvin.

Pääomasijoitukset. Pääomarahastojen kohdeyritykset toimivat yleensä kovan kasvuvauhdin aloilla. Pääomarahastot hakevat kohteensa usein toimialoilta, joilla liiketoimintojen tai yritysten järjestelyn avulla voidaan saavuttaa listatun osakemark-

kinan yrityksiä kovempaa kasvua orgaanisesti tai yritysostojen vauhdittamana. Rahastoilla on edelleen kyky löytää kohteikseen yhtiöitä, jotka tavoittelevat listattua markkinaa kovempaa kasvua. Yritykset puolestaan hakevat yhteistyökumppaneikseen rahastoja, joilla on jo näyttöjä onnistuneesta liiketoiminnan kasvattamisen rahoituksesta ja riittävä asiantuntijaverkosto auttamaan salkkuyrityksiä.

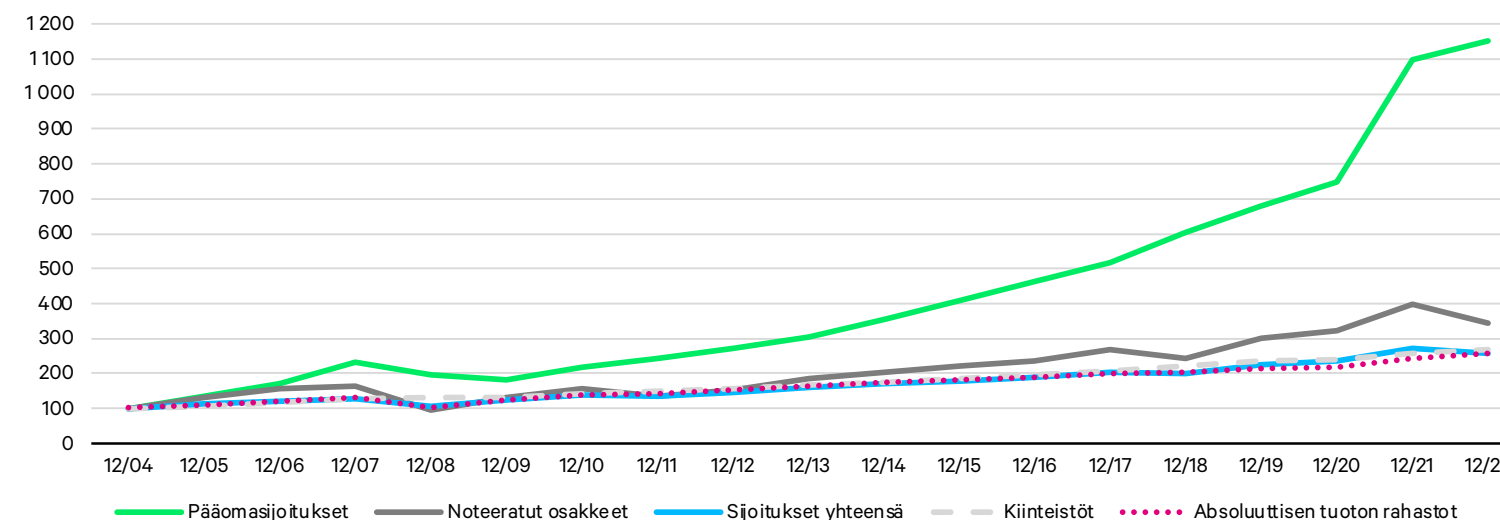
Laadukas hankevirta on keskeinen tekijä yksittäisen kohderahaston menestyksessä. Rahastot itessään voivat keskittyä esimerkiksi tietyille toimialoille tai maantieteellisille alueille. Näin ollen keskitymme nimenomaan tekijöihin, joiden toiminta ja lisäarvo sijoittajille ovat varmennettavissa.

” Suomeen sijoittaneista rahastoista kaksi parhaiten tuottanutta neljännestä ovat ylittäneet osakemarkkinoiden tuoton.

Uskomme omaisuusluokan tuovan jatkossakin sijoittajille merkittävää lisäarvoa. Uskomme listamattomien osakkeiden tuovan noin 4–6 prosentin vuotuisen lisätuoton listattuun markkinaan verrattuna.

Työeläkeyhtiöiden keskimääräisistä vuosituotoista laskettu arvon kehitys 2005-2022

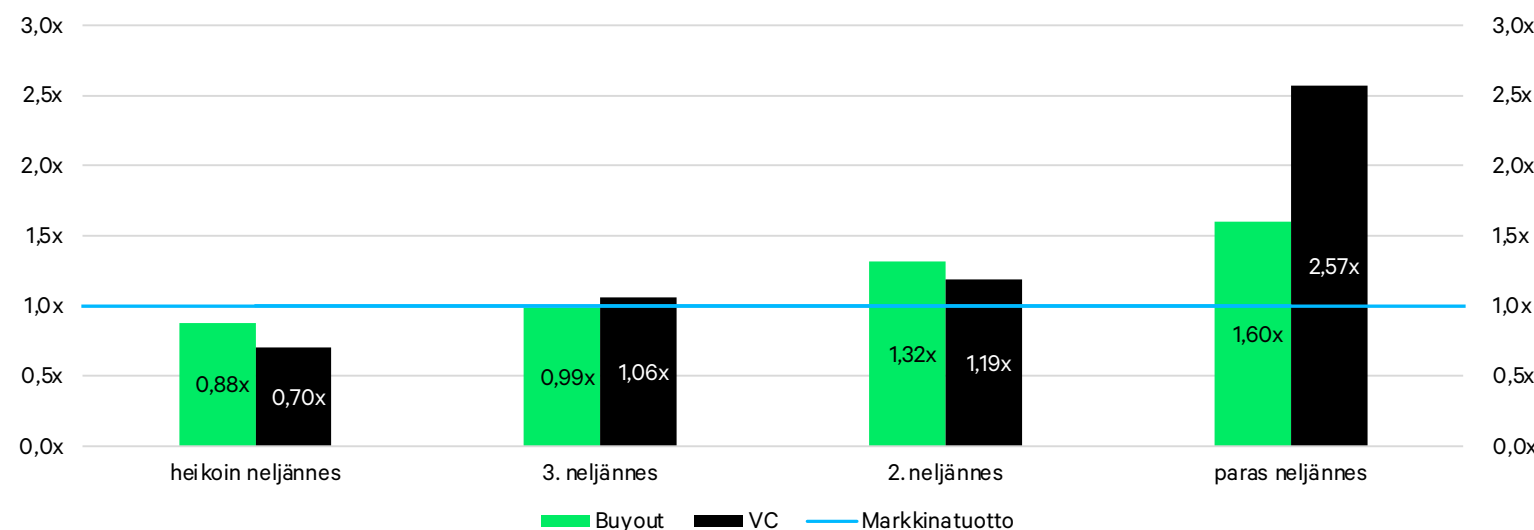
Keskimääräiset vuosituotot on laskettu työeläkevakuuttajien sivustolta löytyvien tietojen perusteella.



Lähde: Työeläkevakuuttajat tela.fi

Suomalaisten Buyout- ja VC rahastojen ryhmäkohtaiset pääomakertoimet verrattuna osakemarkkinoihin 2009-2020

Osakemarkkinatuotto 1,0x



Lähde: Tesi.fi

Private debt -lainoista saatavat tuotot ovat houkuttelevia. Luottoriskimarginaalit ovat viime vuoden jälkeen pysyneet lähes ennallaan, eikä lainojen hinnoitteluissa ole tapahtunut merkittäviä muutoksia.

Yksittäisten kohdeyhtiöiden osalta hinnoittelu on voinut muuttua, mutta isossa kuvassa vallitseva yrityslainojen korkotaso suojaa toistaiseksi sijoittajia kohtuullisesti heikentyvää ympäristöä vastaan.

Pankkien vetäytyminen yrityslainoituksesta on näkynyt muutamien viime vuosien aikana ensisijaisesti vaihtoehtoisen yrityslainoituksen tarpeen ja kysynnän kasvun muodossa. Sijoittajat ovat myös tottuneet vaihtoehtoiseen yrityslainoitukseen osana sijoitussalkkua. Lainoista saatavan luottoriski-preemion pitäisi tämän hetken odotuksilla kompensoida hyvin luottohäiriötapahtumista syntyvät tappiot.

Omaisuuksien kehitykseen vaikuttanee jatkossakin perinteisten yritysrahoittajien kyky ja halu kantaa riskiä tältä osin. Uskomme private debt -lainojen tuottavan kuluvaan vuoteen noin 8–10 prosenttia.

Infrastruktuurikohteita on hyvin tarjolla. Esimerkiksi uusiutuvan energian kohteita tarvitaan jatkossakin merkittävä määrä lisää kattamaan energiankulutuksen kasvu. Näin ollen uusiutuvan energian investointitarve säilyy jatkossakin korkealla tasolla. Muitakin infrastruktuuriin liittyviä kohteita rakennetaan vauhdilla.

Infrastruktuurin vieraan pääoman rahoitusta tekevien infravelkarahastojen määrä on kasvanut viimeisen kahden vuoden aikana. Odotamme infrastruktuurisijoitusten tuottavan noin 5–7 prosenttia vuodessa. Uusiutuvan energian kohteita tarvitaan jatkossakin merkittävä määrä lisää kattamaan energiankulutuksen kasvu.

” Uusiutuvan energian kohteita tarvitaan jatkossakin merkittävä määrä lisää kattamaan energiankulutuksen kasvu.

Kiinteistöihin kohdistuu joillain markkinoilla kohtuullista painetta. Erityisesti korkojen nousu on muuttanut kiinteistösijoittamisen dynamiikkaa. Velkarahan saatavuus erityisesti kiinteistökehityskohteisiin on ollut takkuista jo jonkin aikaa. Kiinteistöjen kauppamäärät ja kokonaisvolyymit ovat olleet normaalitilannetta selkeästi alemmalla tasolla. Jotkin rahastot ovat myös hidastaneet lunastuksia suojatakseen rahastoon jääviä sijoittajia. Odotamme omaisuusluokan tuottavan kuluvaan vuonna 2–6 prosenttia.

Absoluuttisen tuoton rahastot. Omaisuuslaji sisältää laajan kirjon erilaisia strategioita, joiden tehtävänä on tuoda salkkuun hajautusta.

Absoluuttisen tuoton rahastot eivät ole immuuneja markkinoiden liikkeille. Alkuvuoden aikana absoluuttisen tuoton rahastot ovat pärjänneet hyvin indeksitasolla ja pääsääntöisesti myös strategiatasolla. Esimerkiksi yrityslainoihin ja osakkeisiin perustuvat strategiat ovat toimineet hyvin. Absoluuttisen tuoton indekseistä ainoastaan globaali makrorahastoindeksi on jäänyt alkuvuoden aikana miinusalueelle. Odotamme omaisuusluokan tuottavan vuoden aikana noin 6–8 prosenttia.

Markkinatuotot

Osakemarkkinat alueittain | Korkomarkkinat | Osakeindeksit maanosittain | Globaalit osakeindeksit sektoreittain | Korkomarkkinoiden tuottokehitys

Markkinatuotot viimeisen 12 kuukauden aikana

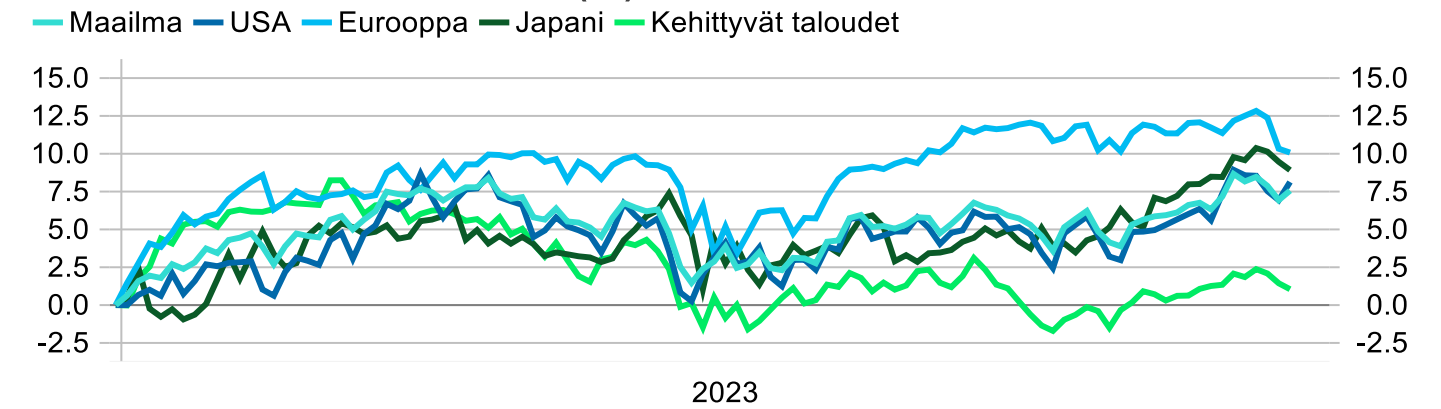
Osakemarkkinat alueittain	YTD	1 kk	3kk	6 kk	12 kk
Maailma (MSCI)	7.6 %	2.1 %	1.9 %	1.2 %	5.3 %
USA (MSCI)	8.1 %	3.3 %	2.8 %	0.6 %	6.5 %
S&P 500	8.6 %	3.5 %	3.3 %	0.3 %	6.8 %
NASDAQ	21.3 %	8.7 %	9.7 %	8.9 %	12.9 %
Russell 2000	-0.4 %	1.0 %	-8.6 %	-8.9 %	-0.4 %
Eurooppa (MSCI)	10.1 %	-1.8 %	1.7 %	5.9 %	9.3 %
Suomi (OMX HELSINKI)	-1.3 %	-3.7 %	-4.9 %	-2.8 %	-1.7 %
Japani (MSCI)	8.9 %	5.0 %	5.4 %	3.5 %	5.4 %
NIKKEI 300	6.4 %	4.4 %	4.1 %	2.1 %	2.9 %
Kehittyvät taloudet (MSCI)	1.0 %	1.7 %	-1.9 %	-0.1 %	-2.5 %
Aasia (MSCI)	1.3 %	1.9 %	-2.5 %	1.1 %	-1.9 %
Kiina (MSCI)	-6.8 %	-3.9 %	-9.6 %	1.5 %	-5.2 %
Intia (MSCI)	-0.9 %	6.8 %	4.3 %	-7.0 %	3.5 %
Itä-Eurooppa (MSCI)	15.3 %	3.5 %	9.6 %	16.0 %	10.9 %
Turkki (MSCI)	-19.9 %	-11.6 %	-15.5 %	-13.5 %	43.5 %
Etelä-Amerikka (MSCI)	9.3 %	6.7 %	4.0 %	2.9 %	2.5 %
Brasilia (MSCI)	5.1 %	9.8 %	5.2 %	1.1 %	-3.0 %
Meksiko (MSCI)	22.3 %	2.7 %	4.0 %	9.8 %	20.9 %

Korkomarkkinat	YTD	1 kk	3 kk	6 kk	12 kk
Euroalueen valtionlainat	1.2 %	0.0 %	0.6 %	-4.1 %	-8.8 %
USA:n valtiolainat	1.3 %	-1.7 %	1.5 %	1.1 %	-3.8 %
Globaalit valtionlainamarkkinat	0.6 %	1.1 %	-0.3 %	-1.6 %	-4.3 %
Euroalueen IG-yrityslainat	1.6 %	-0.1 %	0.5 %	-0.3 %	-4.2 %
Euroalueen HY-yrityslainat	3.7 %	0.6 %	0.4 %	2.8 %	1.5 %
Globaalit HY-yrityslainat	1.2 %	-0.9 %	-0.4 %	1.5 %	-1.1 %
EM-valtionlainat (USD-määräiset)	0.1 %	-0.6 %	-0.3 %	1.4 %	-3.6 %
EM-valtionlainat paikallisessa valuutassa	4.5 %	1.7 %	1.8 %	4.4 %	5.7 %

Valuutat euroa vastaan	YTD	1 kk	3 kk	6 kk	12 kk
Yhdysvaltojen dollari (USD)	-0.1 %	2.9 %	-1.6 %	-2.9 %	0.2 %
Ruotsin kruunu (SEK)	-4.0 %	-2.6 %	-4.7 %	-7.2 %	-10.8 %
Iso-Britannian punta (GBP)	1.7 %	1.6 %	1.4 %	-1.3 %	-1.6 %
Japanin jeni (JPY)	-7.0 %	-1.3 %	-4.4 %	-4.1 %	-10.3 %

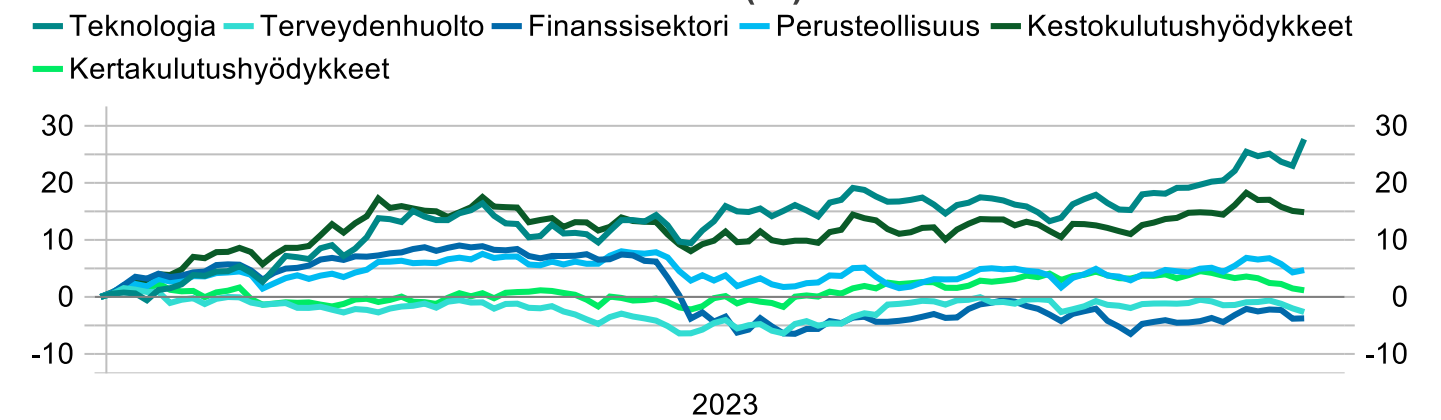
Historiallinen tuottokehitys ei ole tae tulevasta tuotosta. Tulevia tuottoja ei voida päätellä aiemmasta tuloksesta.

Osakeindeksit maanosittain (%)



Lähteet: Aktia, Bloomberg ja Macrobond

Globaalit osakeindeksit sektoreittain (%)



Lähteet: Aktia, Bloomberg ja Macrobond

Korkomarkkinoiden tuottokehitys (%)



Lähteet: Aktia, Bloomberg, J.P. Morgan ja Macrobond

Ajattele pidemmälle Aktia



Aktia Pankki Oyj ("Aktia") on tuottanut tämän katsauksen sijoittajien käyttöön. Informaatio on koottu julkisista lähteistä, joita Aktia pitää luotettavina. Aktia ei kuitenkaan vastaa sisällön oikeellisuudesta tai täydellisyydestä. Tämä katsaus on tarkoitettu yhtenä monista apuvälineistä avustamaan sijoittajan päätöksentekoa, mutta sijoittajan tekemä sijoituspäätös on viime kädessä hänen omansa ja sen tulee perustua sijoittajan riittävinä pitämiin tietoihin ja tutkimuksiin. Sijoittajan tulee huomioida markkinoilla nopeasti tapahtuvat muutokset ja niiden vaikutukset tämän katsauksen sisältöön. Aktia-konserniin kuuluvat yritykset, Aktian yhteistyökumppanit tai näiden yhtiöiden henkilökunta ei vastaa suorista tai epäsuorista tappioista tai vahingoista, jotka aiheutuvat tämän katsauksen tai sen osien käytöstä sijoitustoiminnassa. Katsauksen sisältämä informaatio on tarkoitettu sijoittajalle jolle katsaus on esitetty eikä sitä pidä antaa kenenkään toisen henkilön käyttöön. Tämän katsauksen kopioiminen tai lainaaminen kokonaisuudessaan tai osittain on kiellettyä ilman Aktian lupaa. Tämän materiaalin tekijänoikeus © ja kaikki muut immateriaalioikeudet kuuluvat Aktialle, ja kaikki oikeudet on pidätetty kaikissa maissa.

Sijoitustoimintaan liittyy aina taloudellinen riski. Asiakas vastaa itse omien sijoituspäätöstensä taloudellisista tuloksista. Tuotto voi jäädä saamatta ja sijoitetun pääoman voi jopa menettää. Rahoituspalvelujen ja -tuotteiden kulut voidaan periä asiakkaalta sijoitustoiminnan tuloksesta riippumatta. Asiakkaan tuleva sijoitustoiminnan tulos riippuu verotuksesta, joka puolestaan riippuu kunkin sijoittajan henkilökohtaisesta tilanteesta ja voi muuttua jatkossa. Ennen sijoituspäätöksen tekemistä asiakkaan on syytä tutustua huolella sijoitusmarkkinoihin ja eri sijoitusvaihtoehtoihin. Sijoitusten arvo voi nousta tai laskea. Sijoittaja voi menettää osan tai kaikki sijoittamistaan varoista. Aktia ei vastaa dokumentissa esitettyjen tuotto-olettamusten toteutumisesta. Annetut tiedot pohjautuvat rahoitusvälineiden historialliseen tuottoon perustuviin oletuksiin, mutta tämä ei ole tae tulevasta tuotto- tai arvonkehityksestä. Tämä katsaus ei perustu asiakkaan henkilökohtaisiin tietoihin eikä ole tarkoitettu sijoitusneuvoksi. Katsaus ei ole tarkoitettu sijoitustutkimukseksi, eikä sitä välttämättä ole laadittu sijoitustutkimuksen riippumattomuutta koskevien säännösten mukaisesti. Mahdollisesti esiteltyihin rahoitusvälineisiin ei sovelleta sijoitustutkimusta koskevia kaupankäyntirajoituksia. Asiakas voi joutua maksamaan muitakin kuin Aktian välityksellä suoritettavia veroja ja julkisia maksuja. Asiakkaan tulee olla tietoinen siitä, että sijoittamiseen ja sijoitusomaisuuteen liittyy veroseuraamuksia, joiden taloudellisia vaikutuksia ei välttämättä ole huomioitu tässä esityksessä. Asiakkaan pitää itse hankkia tarvittavat tiedot sijoitustensa ja niihin liittyvien päätösten veroseuraamuksista. Asiakkaan tulee aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä tutustua avaintietoesitteeseen/avaintietoasiakirjaan. Esitteet ja tietosivut ovat saatavilla kunkin tuotteen tuotekohtaisilla sivuilla osoitteessa aktia.fi/sijoituskohteet.

Säännöt, rahastoesitteet, avaintietoesitteet ja muut viralliset asiakirjat sekä Aktia Pankki Oyj:n sijoittajatiedote ovat saatavilla veloitusetta suomen- ja ruotsinkielisenä Aktian toimipisteissä ja osoitteessa www.aktia.fi. Tätä materiaalia tai sen kopioita ei saa levittää Yhdysvaltoihin eikä yhdysvaltalaisille vastaanottajille vastoin Yhdysvaltain laissa asetettuja rajoituksia. Materiaalin levittäminen Yhdysvalloissa saatetaan katsoa rikkomukseksi näitä lakeja vastaan.