

03/23

Aktia Pankki Oyj:n tuottama markkinakatsaus

# Sijoitus- näkemys

---

**Aktia**

Lainattaessa tai kopioitaessa tätä julkaisua tulee aina mainita lähde.

## 03 Johdanto

Sijoitusmarkkinoiden korkoshokki on ohi

## 04 Makronäkemys

Korko muutti talouden kuvan

## 07 Markkinakatsaus

Osakemarkkinat ovat tänä vuonna yllättäneet vahvuudellaan

## 09 Osakkeet

Osakesijoittaja hakee nyt tuottoja Yhdysvaltain ulkopuolelta

## 12 Korot

Korkosijoitusten tie Eldoradoon

## 15 Allokaatio

Odotamme ensi vuodesta maltillista vuotta osakemarkkinoille ja hyvää vuotta korkomarkkinoille

## 18 Vaihtoehtoiset

Vaihtoehtoiset sijoitukset puoltavat paikkaansa sijoittajan salkussa

## 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

# Sijoitus- markkinoiden korkoshokki on ohi

Suuren normalisoitumisen myötä huomio kiinnittyy yhä enemmän yritysten ja talouden fundamentteihin ja samalla janoetaan uusia kasvutarinoita.

Inflaation ja keskuspankkien tarjoilema korkoshokki alkaa olla ohi. Läntiset keskuspankit ovat kiristäneet rahapolitiikkaansa merkittävästi vuoden 2022 alusta lähtien. Sekä lyhyet että pitkä markkinakorot ovat nousseet terävästi. Yhdysvaltojen keskuspankin ohjaukorko on ollut nykytasolla viimeksi vuonna 2001. Ennen finanssikriisin puhkeamista käytiin 5,25 prosentin tasolla, joka ei sekään yllä nykyiseen 5,5 prosenttiin. Euroalueella narratiivista saa vieläkin dramaattisemman: EKP:n talletuskorko ei ole kertaakaan eurovaluutan käyttönoton jälkeen ollut korkeampi kuin nyt. Lyhyiden korkojen vanavedessä myös pitkät korot ovat nousseet. Euroalueella näillä tasoilla oltiin yli 12 vuotta sitten, ja Yhdysvalloissa pitää mennä peräti 15 vuotta ajassa taaksepäin.

Korkojen nousu on ollut kivuliasta varsinkin riskiä karttaville sijoittajille tai allokaatiosijoittajille, jotka ovat hakeneet vakaata tuottokehitystä ja hajautushyötyjä vastapuoliriskeiltään turvallisemmista kohteista, kuten valtionlainoista tai hyvälaatuisista yrityslainoista. Tuotto ja riski eivät ole kulkeneet käsi kädessä; päinvastoin, relaatio on ollut jopa käänteinen. Suurimmat negatiiviset hintaliikkeet on nähty juuri niissä sijoituslajeissa, joissa niitä ei ole totuttu näkemään.

Korkoshokista on samalla seurannut paljon hyvää. Toimintaympäristö on monen vuoden jälkeen vihdoin normalisoitunut. Sijoittajan ei ole pakko ottaa ylimääräistä riskiä sieltä, mistä ei haluaisi, ja oppikirjoista opitut sijoitustoiminnan perinteet ovat palanneet kunniaan. Kassavirta-analyysillä, vaihtoehtoiskustannuksilla ja yritystason fundamenteilla tun-

tuu olevan jälleen suurempi merkitys päätöksenteossa. Kun raha ei ole enää ilmaista ja sitä ei ole ylettömästi käytössä, pitää miettiä tarkemmin, mihin sitä käytetään. Sijoittajat ovat valikoivampia, ja samalla yritetään kaivaa suurennuslasilla uusia kasvutarinoita sieltä mistä niitä on löydettävissä.

Vuoden alun liikkeet osakemarkkinoilla ovat olleet linjassa edellä kuvatun kanssa. Terävimmän korkojen nousun rauhoittuessa tuotto ja riski ovat vihdoin kulkeneet käsi kädessä; riskillisemmät korkosijoitukset ovat tuottaneet riskittömiä paremmin, ja osakesijoitukset ovat tuottaneet keskimäärin parhaiten. Samalla tuottoerot ovat kuitenkin olleet historiallisen suuria. Yhdysvaltojen osakemarkkinat ovat olleet ylivoimaisesti muutaman ison teknojätin vetämänä, kun odotukset AI-tekniikan nopeasta hyödyntämisestä ovat, ainakin osin, riistäytyneet käsistä. Samalla syklisemmät, valmistavan teollisuuden trendeistä riippuvaiset kotimaiset osakemarkkinat ovat painuneet pakkaselle Kiinan pehmeiden talouslukujen vanavedessä. Hinnoitteluerot ja kasvunäkymät eri markkina-alueiden välillä ovatkin historiallisen suuria ja tarjoavat aktiiviselle sijoittajalle paljon mahdollisuuksia.

Seuraava ”pitkä aikaväli” voi hyvin olla aikaa, jossa uskottavaan sijoitusprosessiin perustuva aktiivinen salkunhoito tuottaa ylivoimaisia tuloksia ja sijoitustoiminnan alkuvaiheessa tehty huolellinen sijoitussuunnittelu ja strategiatyö parantavat selvästi aiempaa enemmän salkun riskikorjattua tuottoa.



# Korko muutti talouden kuvan



Teksti: Lasse Corin, pääekonomisti

Maailmantaloudessa on enemmän huolia kuin ilonaiheita. Kiinan haasteet ovat suurin globaalin talouden riskitekijä. Onneksi keväällä koettu epävarmuus pankkisektorilla jäi lyhytikäiseksi. Rakentaminen on paineessa, etenkin Euroopassa, mutta pankit ovat tällä kertaa paremmin varautuneita. Korkojen nousu on muuttanut suhtautumista julkisten talouksien suuriin alijäämiin kriittisemmäksi.

## Kulutus ei kannattele USA:n taloutta ikuisesti

Taloustuutiset Yhdysvalloista ovat olleet pääsääntöisesti positiivisia. Talous kasvaa ja kulutus voi jatkua. Tuntuu siltä, ettei korkojen voimakas nousu tunnu jenkkikuluttajassa juuri lainkaan. Yksityinen kulutus Yhdysvalloissa pyörii isolla vaihteella, joskaan ei turbovaihteella. Kotitalouksien säästämisaste on kääntynyt laskuun pienen nousun jälkeen ja oli 3,5 prosenttia heinäkuussa 2023. Normaalitasona voidaan pitää 6–7 prosenttia.

Ehkä tärkein asia kulutuksen kannalta on kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kehitys. Ne kasvoivat reaalisesti (hintojen muutos oikaistu)

vuoden toisella neljänneksellä 4,4 prosenttia viime vuodesta. Tämä kertoo siitä, että kuluttajien ostovoima vahvistuu kasvavien tulojen myötä, eikä kulutus ole yhtä riippuvainen esimerkiksi tuista tai ylimääräisistä säästöistä. Toinen kulutusta vahvistava trendi on työmarkkinoiden vahvuus. Useampi ihminen on töissä, jolloin kotitaloussektorin käytettävissä olevien tulojen kokonaispotti kasvaa.

Ilo ei voi kuitenkaan jatkua ikuisesti. Säästämisaste todennäköisesti palautuu normaalille tasolle. Samalla Yhdysvaltojen liittovaltio nakuttaa poikkeuksellisen suuria alijäämiä, vaikka käynnissä onkin varsin vahva talouden suhdanne. Alijäämää joudutaan jossain vaiheessa pienentämään.



## Kiina: haasteita joka puolella

Kiinan heikoissa talousluvussa näkyvät sekä länsimaiden että Kiinan talouden kasvuhaasteet. Kiinan vienti (-9 %) ja tuonti (-7 %) pienenevät vauhdilla. Kiinalaiset ostavat vähemmän ulkomailta, ja ulkomaalaiset ostavat vähemmän Kiinasta. Koska Kiina on maailman tehdas, vienti- ja tuontiluvut kertovat omaa tarinaansa maailmantalouden tilasta.

Kiinan talous poikkeaa monella tavalla länsimaista. Silmiinpistävä ero on julkisen sektorin luoman turvaverkon puuttuminen. Tästä seuraa, että kiinalaiset joutuvat itse ottamaan suuremman roolin arjen ja tulevaisuuden turvaamisessa. Kiinalaisten kotitalouksien säästämisaste onkin huiman korkea. Tuorein data on vuodelta 2019, jolloin luku oli 35 prosenttia! Maan hallinto haluaisi kasvattaa yksityisen kulutuksen roolia talouden kasvuveturina, mutta demograafiset haasteet ajavat kuluttajia kasvattamaan omaa varallisuuttaan. Kulutuksesta on siis vaikea saada pelastajaa maan taloudelle.

Maan keskushallinnon vakiolääke talouden vahvistamiseen on ollut infrastruktuuri-investointien kasvattaminen. Rakennussektori painii kuitenkin rahoitushaasteiden kanssa, ja lisäksi asuntoja on paikoitellen jo liikaa. Lisää ei siis kannata tukirahalla rakentaa. Toimiva vaihtoehto voisi olla uusiutuvan energian investointien kasvattaminen. Siinä vahvistuisi talous ja samalla voitaisiin vähentää päästöjä ja riippuvuutta ulkomaalaisesta energiasta.

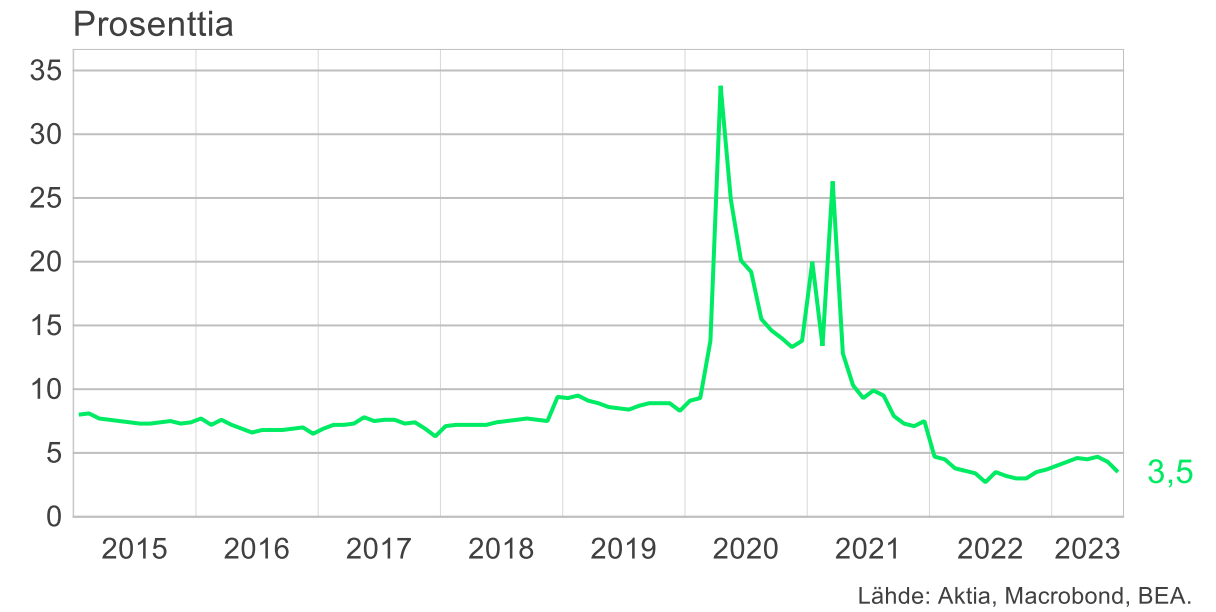
Kokonaisuutena Kiinan talouden tilanne on huolestuttava. Tilanteen vakavuudesta kertoo paljon, että maan tilastoviranomaiset ovat rajoittaneet heikkojen taloustilastojen, kuten nuorisotyöttömyystilastojen julkaisemista. Samalla ekonomisteja on kehoitettu välttämään talouden negatiivista kommentointia.

## Rakentaminen rasittaa Euroopan Unionia

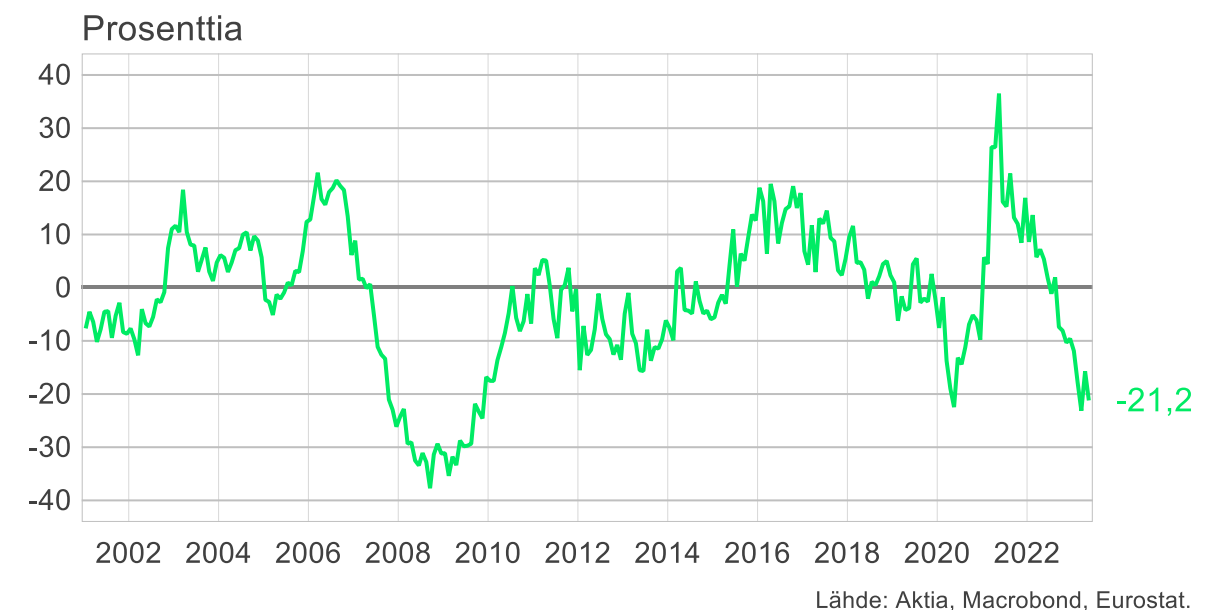
Suomen rakennusteollisuuden näkymä on synkkä, mutta tilanne ei ole juurikaan parempi EU:ssa. Vuositasolla rakennuslupia myönnettiin toukuussa yli 20 prosenttia vähemmän kuin vuosi sitten. Rakennusinvestoinnit vastasivat noin 11,5 prosenttia koko euroalueen bruttokansantuotteesta viime vuonna. Kaikkien muiden talouden haasteiden ohella rakentaminen tulee vaikuttamaan negatiivisesti koko EU:n talouteen, koska rakennussektorin suhdannemuutokset ovat poikkeuksellisen suuria.

Vaikka rakentamisen uutisotsikot ovat aika ajoittumansävytteisiä, on hyvää pitää mielessä, että pankkisektorin tilanne on aiemmista kriiseistä poiketen nyt parempi. Pankkisektorin pääomapurit ovat nousseet tasaisesti vuodesta 2008. Samalla luottokantojen laatu on parantunut oleellisesti. Pankeilla on varmasti edessään vaikeampi ajanjakso, mutta siihen ollaan paljon paremmin varautuneita.

## Yhdysvallat, kotitalouksien säästämisaste



## EU, rakennusluvut m2, vuosikasvu



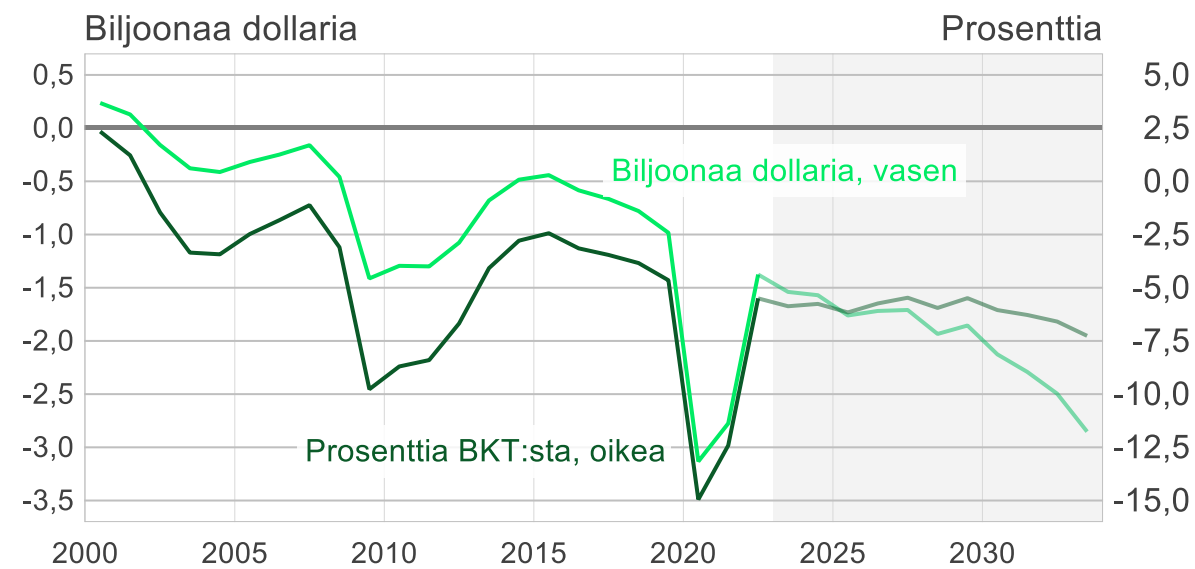
Siinä missä Etelä-Euroopan maat kärsivät kymmenen vuoden takaisessa finanssikriisissä, näiden niin kutsuttujen PIGS-maiden (Portugali, Italia, Kreikka ja Espanja) rakennussektorit ovat tällä hetkellä paljon paremmissa kantimissa kuin muissa euroalueen maissa. Maissa ei kyetty investoimaan kunnolla moneen vuoteen finanssikriisin jälkeen, joten kasvanutta investointivelkaa kurotaan nyt umpeen.

## Velkapeikko kurkistelee jälleen

Yhdysvaltojen talous on kehittynyt monin paikoin odotuksia paremmin, osin varmasti liittovaltion jatkuvan velkaantumisen turvin. Aiemmin tänä vuonna nähty velkakattoteatteri ei muuta sitä tosiasiaa, että Yhdysvaltojen liittovaltio velkaantuu kovaa vauhtia, eikä velkaantuminen vaikuta hidastuvan tulevaisuudessa.

Puolueeton U.S. Congressional Budget Office ennustaa alijäämän ylittävän 5 prosenttia bruttokansantuotteesta tänä vuonna. Dollareissa tämä tarkoittaa yli 1 500 miljardin alijäämää. Summa on suuri, kuin huomioidaan, että kriisiä ei ole, maa ei

## Yhdysvallat, liittovaltion budjettialijäämä



Lähde: Aktia, Macrobond, CBO.

ole sodassa ja työmarkkinakin vetää hyvin. Massiiviset alijäämät tukevat taloutta, ja mielestäni voidaan jopa sanoa, että taloudesta on tullut velkariippuvainen. Alijäämien leikkaamisesta ei ole juurikaan keskusteltu, ainakaan nyt 2024 presidentinvaalien lähestyessä.

Euroalueella alijäämät ovat merkittäviä, mutta eivät läheskään yhtä suuria kuin Atlantin toisella

puolella. Euroopan komissio ennustaa alijäämän olevan tämä vuonna 3,5 prosenttia bruttokansantuotteesta.

Suurten alijäämien rahoittaminen vaikeutuu jatkossa, koska keskuspankit euroalueella ja Yhdysvalloissa eivät enää osta valtioiden velkapapereita. Kysymys kuuluukin, kuinka pitkään velkaantuminen voi jatkua, ja etenkin Yhdysvalloissa?



Yhdysvaltojen talous on kehittynyt monin paikoin odotuksia paremmin, osin varmasti liittovaltion jatkuvan velkaantumisen turvin.



# Osakemarkkinat ovat tänä vuonna yllättäneet vahvuudellaan



**Teksti: Tommi Tähtinen, allokaatiojohtaja**

Vuosi 2023 on toistaiseksi sujunut varsinkin osakemarkkinoilla selvästi positiivisemmissä merkeissä kuin osasimme odottaa. Korkomarkkinoiden toteutuneet tuotot ovat melko hyvin linjassa odotustemme kanssa.

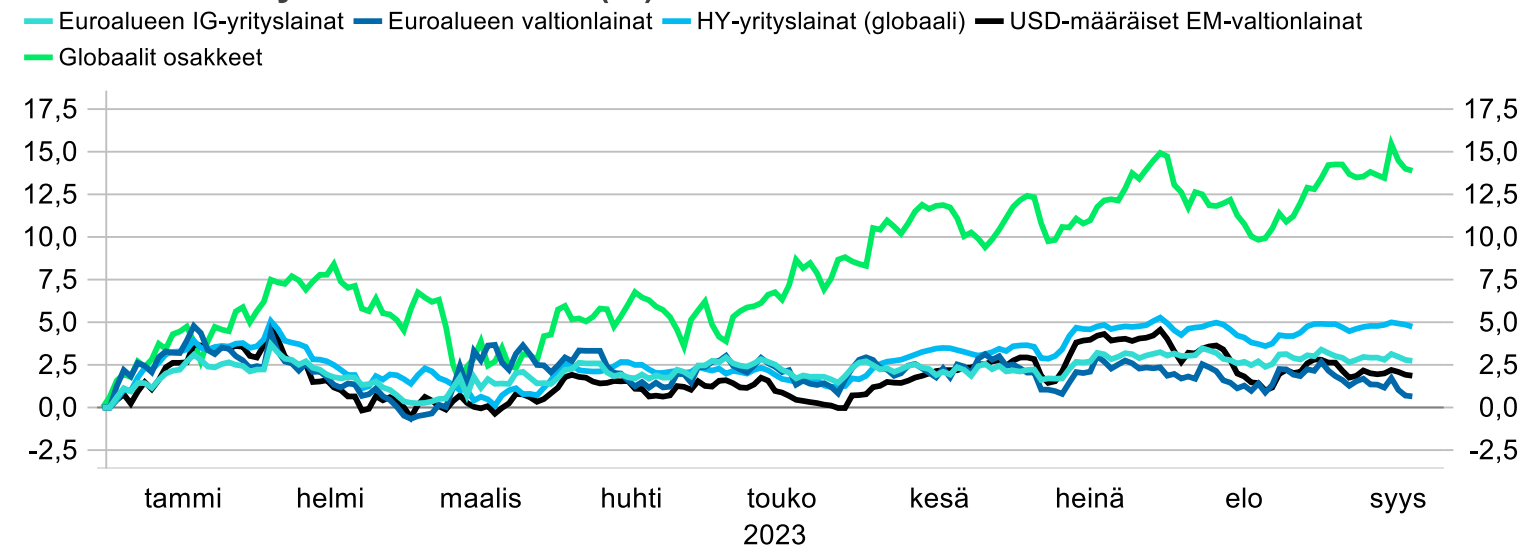
## USA:n megayhtiöt ovat vetäneet globaaleiden osakemarkkinoiden nousua

Globaalit osakemarkkinat ovat tuottaneet vuoden alusta lukien euroissa mitattuna noin 13 prosenttia. Vahvan kehityksen ansiosta viime vuoden negatiivinen tuotto on jo kokonaisuudessaan kuitattu pois. Osakemarkkinoiden tuotto on ollut käytännössä pelkästään arvostuskertoimien nousua, sillä tulokasvu on jäänyt alkuvuoden osalta negatiiviseksi – aggregaattina yritysten tulokset ovat globaalisti siis laskeneet. Samaan aikaan riskittömien valtionlainojen korot ovat edelleen hiukan nousseet, ja siten osakkeiden riskipreemio suhteessa korkoihin on kaventunut sekä arvostuskertoimien kasvun että korkotason nousun myötä. Tämä kehitys huomioiden osakemarkkinoiden tuottoa tänä vuonna voi pitää yllättävän hyvänä.

Osakemarkkinoita on tukenut odotettua parempi talouskasvu, varsinkin USA:ssa. Kauan odotettua taloustaantumaa ei ole nähty. Kun samaan aikaan inflaatio on maltillistunut selvästi ja keskuspankkien koronnostosyklin loppuminen hämmöittää, markkinoilla on herännyt toivo siitä, että taantuma onnistuttaisiin välttämään ja edessä olisikin niin sanottu talouden pehmeä lasku. Toinen keskeinen osakemarkkinoita tukenut teema on tekoäly – aina siitä asti, kun tekoälysovellus ChatGPT julkaistiin viime vuoden lopulla, teknologiasektorin osakkeet etenkin USA:ssa ovat tuottaneet erinomaisesti. Esimerkiksi niin sanottu FANG+ -indeksi (indeksiin kuuluvat osakkeet Meta, Apple, Amazon, Netflix, Microsoft, Google, Tesla, Nvidia, Snowflake ja Advanced Micro Devices) on noussut tänä vuonna yli 70 prosenttia. Käytännössä FANG+ -indeksin yhtiöt vastaavat suurelta osin koko USA:n osakemarkkinan tuotosta, joten nousukärki USA:s-



### Markkinakehitys vuoden alusta (%)



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

sa on ollut hyvin kapea. Näiden yhtiöiden vaikutus näkyy myös globaaleissa sektorituotoissa. Tämän vuoden voittajia ovat olleet informaatioteknologia, telekommunikaatio ja kestokulutustavarat. Vastaavasti defensiiviset toimialat, kuten yhdyskuntapalvelut, terveydenhuolto ja päivittäistavarat, ovat kehittyneet heikosti.

### Korkojen nousu on rauhoittunut ja keskuspankkien koronnostosykli on loppuillaan

Korkomarkkinat ovat tuottaneet tänä vuonna syyskuun loppuun mennessä 0-6 prosenttia. Parhaan tuoton ovat tarjonneet matalan luottoluo-

kituksen High Yield -yrityslainat ja kehittyvien markkinoiden paikallisvaluuttamääräiset valtionlainat. Heikoimmin ovat menestyneet pisimmän juoksuajan sijoitukset, kuten euroalueen valtionlainat ja kehittyvien markkinoiden dollarimääräiset valtionlainat, joita on rasittanut korkojen nousu.

Keskuspankkien viime vuonna aloittama aggressiivinen ohjauskorkojen nostosykli on jatkunut myös tänä vuonna. Fedin ohjauskoron ylälaita on jo 5,5 prosentissa ja EKP:n vastaavasti 4,5 prosentissa. Keskuspankeilta ei enää odoteta lisäkonnostoja, sillä nykyisen ohjauskorkojen tason pitäisi olla riittävä inflaation viilentämiseksi.



Osakemarkkinoita on tukenut odotettua parempi talouskasvu, varsinkin USA:ssa. Kauan odotettua taloustaantumaa ei ole nähty.



# Osakesijoittaja hakee nyt tuottoja Yhdysvaltain ulkopuolelta



Teksti: Patrik Moring, allokaatiojohtaja

Kulunut vuosi on ollut osakkeissa yllättävänkin hyvä, vaikka näkymät etenkin teollisuudessa ovat samaan aikaan heikentyneet taantumaa ennakoiville tasoille. Kotitalouksien kulutuskysyntä on hyvän työllisyyskehityksen tukemana ylläpitänyt positiivista virettä palvelusektoreilla. Alkuvuoden nousu ei kuitenkaan ole perustunut tuloskasvuun, vaan tulevia tuloksia on jo ulosmitattu arvostusten nousun kautta. Mahdollisuuksia on, mutta niitä varten katse on syytä kääntää pois amerikkalaisjäteistä.

Sijoittajan kannalta kuluva vuosi on ollut erittäin mielenkiintoinen ja haastavakin. Osakemarkkinoiden kehitys on ollut positiivista seurattavaa, vaikka samaan aikaan talousnäkymät ovat heikentyneet merkittävästi hintojen ja rahoituskustannusten kohottua. Indeksitason kehitys ei kuitenkaan ole koko totuus osakemarkkinoista. Valtaosa noususta selittyy muutamien suurimpien yhtiöiden vahvalla kehityksellä. Yhdysvalloissa näitä suuria nimiä on ajanut AI, eli tekoäly. Ehkä myös yhtiöiden suuruus ja tunnettuus ovat tuoneet turvaa kehitykseen, kun kasvunäkymät ovat olleet epävarmat. Mahdollisen taantumien sanotaan olevan maailmanhistorian odotetuin taantuma. Sen alkamisajankohtaa on vain lykätty koko ajan eteenpäin.

## Kurssikehityksen taustalla arvostustasojen nousu

Yhdysvaltain ulkopuolella on nähtävissä saman tyyppistä kehitystä. Muutamia yhtiöitä ovat toimineet markkina-ajureina indekseissä, kun suurin osa yhtiöistä ei todellisuudessa ole noussut lainkaan. Euroopassa näitä yhtiöitä ovat esimerkiksi puolijohdevalmistaja ASML ja luksus tuotteita valmistava LVMH. Pohjoismaistakin löytyy yksi yhtiö, joka yksin selittää täysin alueen osakemarkkinoiden kehityksen. Tanskalainen lääkeval-

mistaja Novo Nordisk on ilmiöksi muodostuneen laihdutuslääkkeensä avulla noussut Euroopan suurimmaksi pörssiyhtiöksi, ja sen paino on neljännes koko pohjoismaisesta markkinaindeksistä.

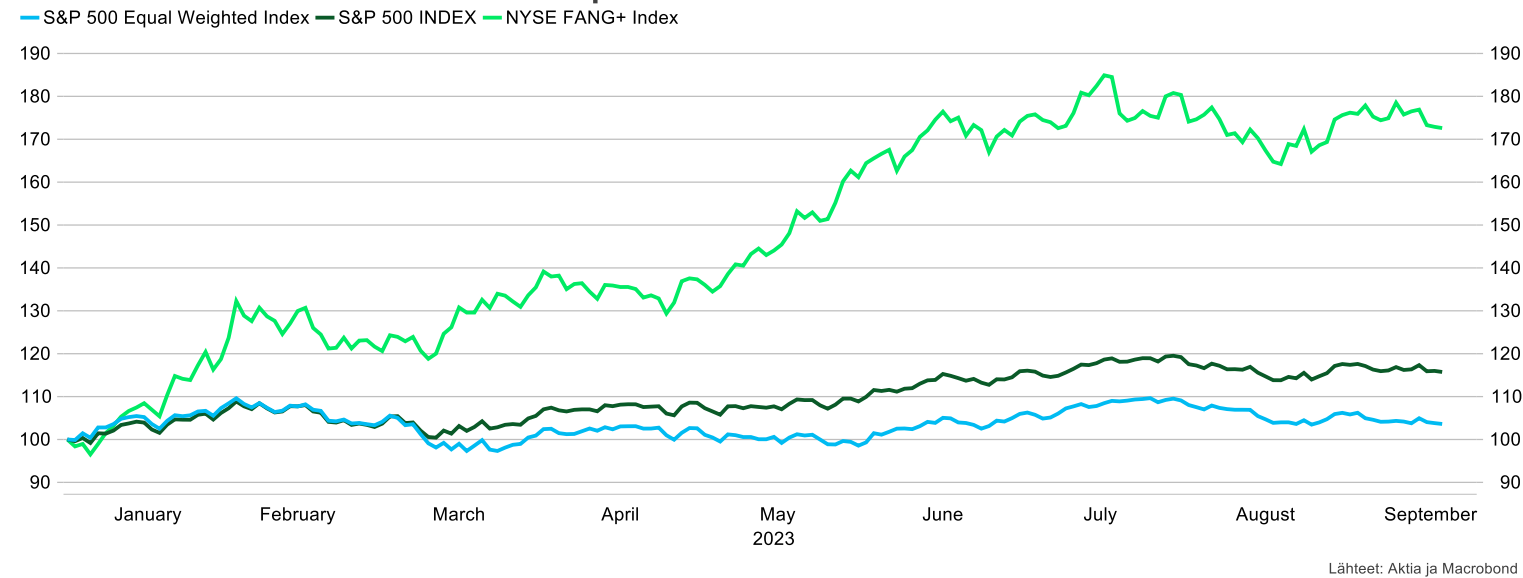
Kun osakemarkkinoiden kehitystä verrataan markkinan tuloskehitystrendiin, on havaittavissa, että suurin osa maailman osakemarkkinoiden noususta tulee arvostustason nousun kautta. Tulosennusteet ovat itse asiassa kulkeneet hieman vastavirtaan. Talousnäkemien heikentyminen tarttuu luonnollisesti myös yritysten tuloksiin. Kustannukset ovat nousseet, ja samaan aikaan teollisuuden tilauskannat ovat heikentyneet.

## Kannattavuuden heikkeneminen voi laukaista taantumaa

Kuluttajatuoteyhtiöillä on mennyt edelleen kohtuullisen hyvin ja osalla jopa erinomaisesti. Työllisyysilanteen kehitys on edelleen ollut varsin rohkaisevaa. Yritykset ovat halunneet pitää lujasti kiinni työvoimastaan, koska koronan jälkimainingeissa työntekijöiden löytäminen osoittautui vaikeaksi. Jatkossa tilauskantojen heikentyminen yhdessä korkeiksi jääneiden kustannusten kanssa alkaa painaa yritysten kannattavuutta, ja tällöin mitataan todellinen halu pitää työvoimasta kiinni.



### USA:n osakemarkkinoiden nousu kapeilla hartioilla



Osakesijoittajan näkökulmasta on ainakin lyhyellä aikavälillä erittäin myönteistä, että yhtiöt kiinnittävät huomion kannattavuuteen. Tämä voi auttaa osakkeita edelleen yläsuuntaan, joskin osasta paremmasta kannattavuudesta on jo ulosmitattu nousseina arvostuksina. Pitkällä aikavälillä ei kuitenkaan ole hyvä, jos kannattavuutta parannetaan irtisanomalla työvoimaa. Tällöin kokonaiskysyntä heikkenee, ja taloutta nyt kannatellut palveluiden kysyntä pottuu. Edessä voi olla lähtölaukaus taantumalle, jota markkinoilla on odotettu jo kuukausia.

Nykyisellään osakemarkkinoiden arvostustaso on kiivennyt jo niin korkealle, että talouskehityksen tulee olla vähintään paljon puhutun pehmeän las-

keutumisen mukainen tai mieluummin vielä parempi. Jos talouden kokonaiskehitys jatkaa heikkenemistään ja tuloskehitys joutuu laajempaan paineeseen, osakkeiden on pakko korjata alaspäin. Osakkeet eivät tyypillisesti ole kovinkaan hyviä ennustamaan tulevaa tuloskehitystä. Tälläkin kerralla riski on, että toive taantumasta välttämiseksi ei toteudu.

### Vaativat tuottonäkymät heikentävät Yhdysvaltain vetovoimaa

Eryyisesti Yhdysvaltain markkinoilla ja sen suurimmissa yhtiöissä arvostukset ovat karanneet sellaisille tasoille, että kasvua on tultava kiihty-

vään tahtiin. Kohonnut korkotaso asettaa omat paineensa tulevien tulosten diskonttaamiselle tähän päivään. Lisäksi korkosijoitusten tuottonäkymät vievät osan potentiaalisista osakesijoittajista turvallisempien vaihtoehtojen pariin. Yhdysvaltalaisien osakkeiden tuottonäkymät eivät toisinaan ole kovin houkuttelevat.

Maaailman suurimmalta osakemarkkinalta löytyy myös mahdollisuuksia. Yksi tapa tarkastella Yhdysvaltain markkinaa on tasapainoindexien kautta. S&P 500 Equal Weight -indeksi näyttää arvostuksiltaan huomattavasti houkuttelevammalta, koska siinä suurimpien yhtiöiden paino on tavallista indeksiä pienempi ja vastaavasti pienempien yhtiöiden (joskin edelleen suuria yhtiöitä) painotus on suurempi. Arvostusmielessä houkuttelevalla näyttää myös pienyhtiösijoittaminen Yhdysvalloissa, mutta näiden yhtiöiden kurssikehityksen parantaminen vaatii aidosti merkkejä parantuvasta talousympäristöstä tai laskevista rahoituskustannuksista.

### Pohjoismaat ja Suomi tarjoavat houkuttelevia mahdollisuuksia

Yhdysvaltain ulkopuolinen maailma näyttää arvostusmielessä edullisemmalta ja houkuttelevammalta. Alkuvuonna Eurooppa oli markkinakehityksessä selvästi Yhdysvaltoja paremmassa vireessä, mutta sittemmin tahti on laantunut. Teollisuuden

taantuma iskee kovaa läpi Euroopan, ja yritysten tilauskannat ovat heikentyneet merkittävästi. Kiinan kasvunäkymien pettäminen koronan jälkeisestä avautumisesta huolimatta on lyönyt Eurooppaa ja Pohjoismaita kovalla kädellä kehittyvien markkinoiden lisäksi. Japanissa on nähty hyvää kehitystä, mikä on nostanut arvostusta sielläkin. Tosin eurosijoittajan näkökulmasta valuutan heikkeneminen on syönyt noususta merkittävän osan.

Yhdysvaltain ulkopuolisen osakemarkkinan arvostus peilaa varsin hyvin teollisuuden heikkoutta tilanteella. Arvostukset ovat selvästi pitkän aikavälin tason alapuolella sekä Euroopassa että erityisesti Pohjoismaissa (pl. Novo Nordisk) ja Suomessa. Mielestämme houkuttelevimmat mahdollisuudet sijoittajille tarjotaankin näillä markkinoilla, jossa heikkous on varsin laajapohjaisesti huomioituna, ja tilanteella on mahdollista kääntyä tulosennusteiden kautta paremmaksi talven aikana.

**Alkuvuonna Eurooppa oli markkinakehityksessä selvästi Yhdysvaltoja paremmassa vireessä, mutta sittemmin tahti on laantunut.**



## Laatuun sijoittaminen kannattaa edelleen, mutta yhtiön potentiaali mitataan talouden kääntyessä

Heikossa talousympäristössä sijoittajan on erityisen tärkeää kiinnittää huomionsa sijoituskohteen laatuun. Yli ajan laadukkaat yhtiöt tuottavat paremmin kuin heikommassa asemassa olevat yhtiöt. Erityisesti rahoitusaseman vakaus ja kyky luoda organista kasvua ovat tärkeitä. Näistä yrityksistä ollaan valmiita maksamaan laajaa markkinaa enemmän. Epävarmassa tilanteessa laatu-yhtiöt ovat erityisen haluttuja kohteita.

Laatukriteerin lisäksi epävarmassa ympäristössä ovat menestyneet hyvin ne yhtiöt ja toimialat, joiden liiketoiminta ei ole kovin syklistä. Lääketeollisuus on hyvä esimerkki viime aikoina menestyneestä teollisuudenalasta. Myös pankkisektori on edelleen ollut hyvässä vedossa korkojen jatkettua vielä ylämäkeen, eikä luottotappioitakaan ole vielä ilmaantunut tavanomaista enempää.

Jatkossa huomio kannattaa mielestämme kiinnittää laatu-yhtiöiden ja kasvua toimittavien yhtiöiden lisäksi niihin, joiden hinnoittelu on kärsinyt kovaa viime aikoina. Monet hyvin johdetut syklisillä toimialoilla toimivat yritykset ovat jo erittäin edullisesti arvostettuja. Toisin sanoen, hinnoissa on jo paljon huonoja uutisia. Näissä yhtiöissä on huomattava potentiaali, kun tilanne jossain vaiheessa alkaa vakautua. Ja vaikka talousympäristö heikke-

nisi entisestään, on mahdollista, että syklisimmissä osakkeissa kehitys on jo pitkälti hinnoiteltu.

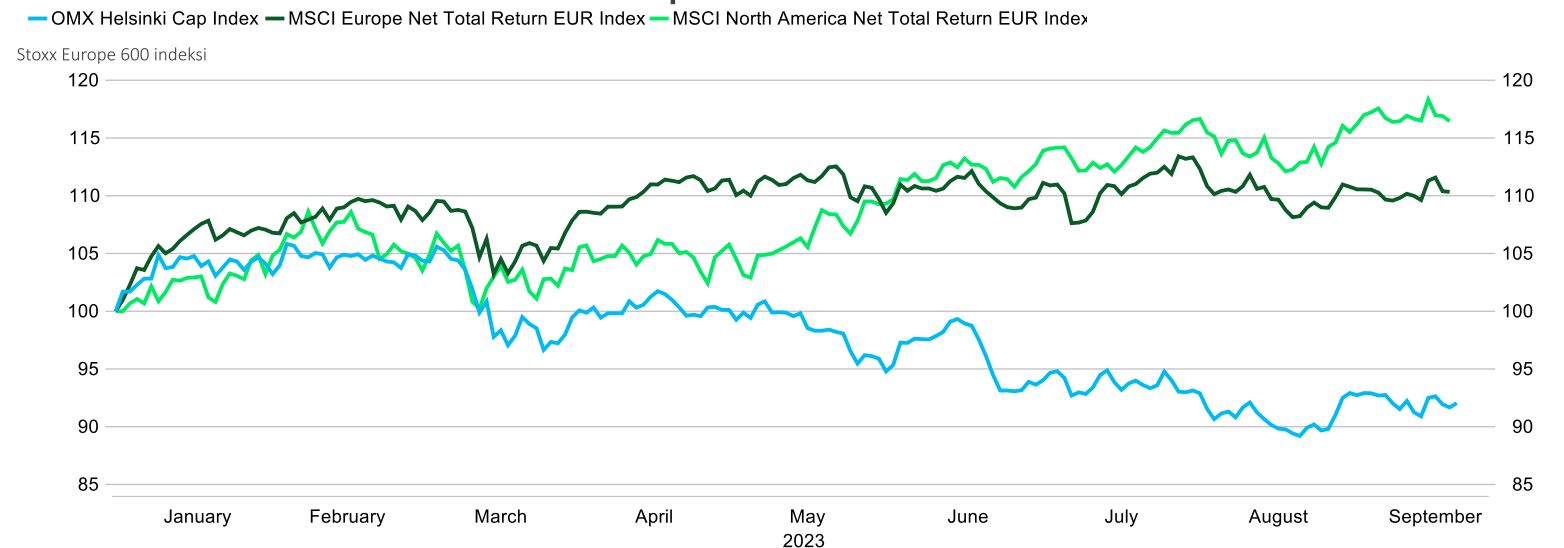
Tällaisten huonosti kehittyneiden joukkoon voi lukea esimerkiksi Suomen ja laajemmin Pohjoismaiden markkinat tai tyylinä esimerkiksi pienyhtiöt, joiden kehitys on kaikkialla maailmassa ollut erittäin heikkoa jo pidemmän aikaa.

## Huomio Helsingin pörssiin

Maantieteellisistä alueista kotimainen osakemarkkinamme on ollut tänä vuonna yksi heikoimmista koko maailmassa. Helsingin pörssistä puuttuvat isot terveydenhuolto- tai lääkenimet, isot kuluttajatuoteyhtiöt ja teknologianimet. Sitä vastoin listattuna on erittäin laadukkaita teollisuusyhtiöitä, konepajoja ja muita investointihyödykkeitä valmistavia yhtiöitä. Näiden näkymät ovat vielä synkät, mutta tilanteen tasaantuessa arvostukset jättävät paljon nousuvaraa. Suunnitelmissamme on kasvattaa kotimaisten osakkeiden painotusta salakassa syksyn mittaan.

**Maantieteellisistä alueista kotimainen osakemarkkinamme on ollut tänä vuonna yksi heikoimmista koko maailmassa.**

## Suomen osakemarkkina on ollut heikoimpia läntisiä markkinoita tänä vuonna



Lähteet: Aktia ja Macrobond

Eurooppa on laajemminkin edelleen houkutteleva, vaikka talousnäkymät ovat mantereella heikot. On kuitenkin hyvä huomata, että Eurooppaan listatut suuret yhtiöt ovat pääasiassa globaalisti toimivia yhtiöitä, jolloin globaalien talouden käänteet ovat niille Euroopan tilannetta tärkeämpiä. Pankkisektori on Euroopassa dominoiva, jolloin maksuhäiriöiden merkitys on keskeinen. Toistaiseksi ei näy merkkejä tilanteen merkittävästä heikkenemisestä, ja vakaasti pääomitettu pankkisektori kestää nykyisellään kolhuja erittäin hyvin.

Kehittyvien maiden osakkeet ovat tällä hetkellä hienoinen kysymysmerkki. Arvostustaso on edullinen, mutta Kiinan kasautuvat ongelmat eivät juuri lisää luottamusta. Kiinalla on mahdollisuus vakauttaa tilanne elvytystoimilla, mutta toistaiseksi siihen ei ole näyttänyt olevan halukkuutta. Läh-

tökohtaisesti Kiinan tilanne vaikuttaa heikkenevän, kunnes raja tulee vastaan ja viranomaiset kääntävät kelkkansa. Tällöin markkinoilla on hyvät mahdollisuudet näyttäviin nousuihin, mutta epävarmuus on suurta. Geopoliittinen tilanne ei myöskään suosi Kiinaa tällä hetkellä, joten on ymmärrettävää, että kansainväliset osakesijoittajat ovat varovaisia.

Yhdysvallat on taloutena dynaamisin ja sopeutuu nopeasti muutoksiin. Lisäksi se on perinteinen turvasatama sijoittajille. Alkuvuonna suurimmat teknologiayhtiöt, eli ns. FAANG yhtiöt, ovat vastanneet lähes koko markkinan noususta AI-huuman vetämänä. Maan osakemarkkinoiden arvostus on mielestämme noussut liian ylös, eikä nousuvaraa juuri ole, vaikka taantuma vältettäisiinkin.



# Korkosijoitusten tie Eldoradoon



Teksti: Patrik Moring, allokaatiojohtaja

Korkosijoittajan houkuttelevia mahdollisuuksia on markkinoilla rummutettu jo lähes koko kulunut vuosi, mutta loppuvuoden aikana potentiaali realisoitunee toden teolla. Korkea korkojen lähtötaso, päättyvä rahapolitiikan kiristyminen sekä maltillisesti pehmenevä talousympäristö lisäävät korkosijoittamisen houkuttelevuutta entisestään.

Korkosijoittaminen on korkojen nousun myötä palannut olennaiseksi osaksi sijoittajien allokaatioita. Matka nollakoroista nykyisille, huomattavasti korkeammille tasoille, on ollut korkosijoitusten markkina-arvojen kannalta raskasta seurattavaa – kärsivähän korkosijoitukset korkotason noustessa. Kuluvaan vuoteen aikana korot ovat kuitenkin jo saavuttaneet tason, jossa lainojen korkotuotto suojaaa sijoittajaa korkojen maltillisilta lisänoisuilta.

Korkosijoittajan paras jakso ajoittuu hetkeen, jolloin korot ovat saavuttaneet huippunsa ja kääntyvät vähitellen laskuun. Vielä emme uumoile tuleville kuukausille sen suurempaa laskua, mutta talouskasvun pehmeneminen auttaa väistämättä pitämään korkotason kurissa ja vähitellen kääntämään sen alaspäin. Tuottomielessä nyt lieneekin paras hetki lähteä mukaan korkosijoituksiin, jos siellä ei vielä ole. On myös hyvä huomata, että korkosijoitukset toimivat pitkästä ajasta myös hyvin suojaavana elementtinä hajautetuissa salkuissa.

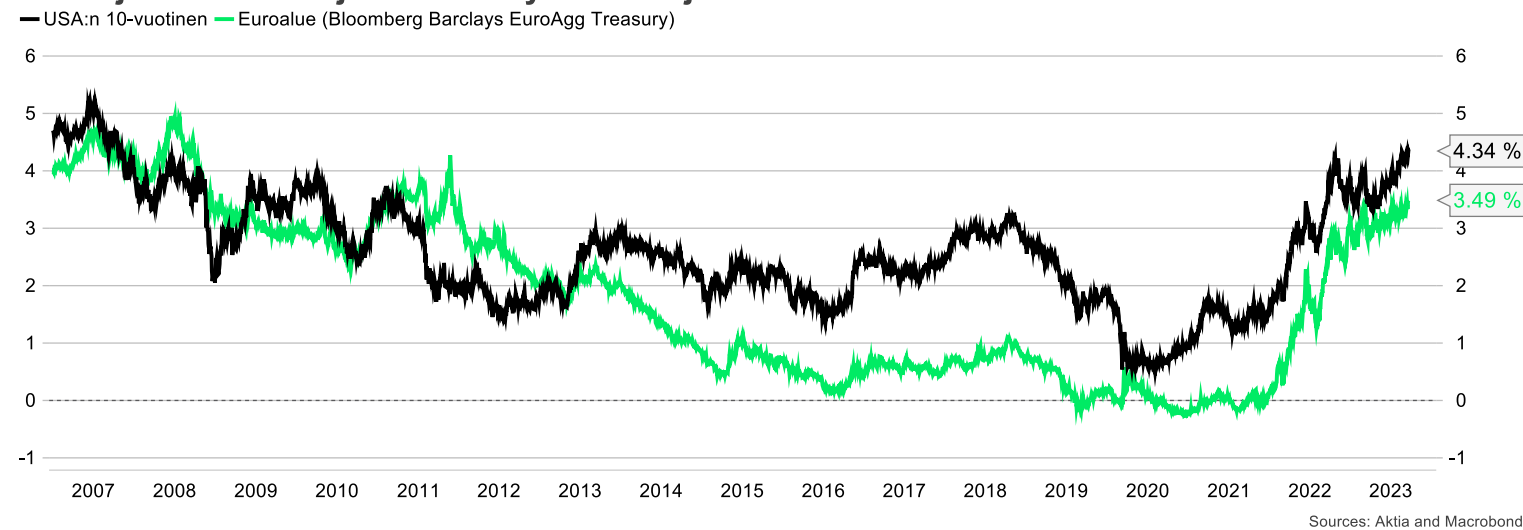
## Sitkeä inflaatio pitää korkoliikkeet maltillisina

Korkotasoista puhuttaessa on tärkeää erottaa lyhyet ja pitkät korot. Lyhyet korot määräytyvät pitkälti keskuspankkien toimien mukaan. Keskuspankkien rajut koronnostot ovat lyhyempien markkinakorkojen nousun takana. Pidemmät korot toki saavat suuntaa lyhyemmistä, mutta määräytyvät lopulta enemmän inflaatio-odotusten ja talousnäkökymien mukaan. Heikommat talousnäkökymät tarkoittavat jatkossa matalampia inflaatio-odotuksia, mikä taas mahdollistaa matalammat korot.

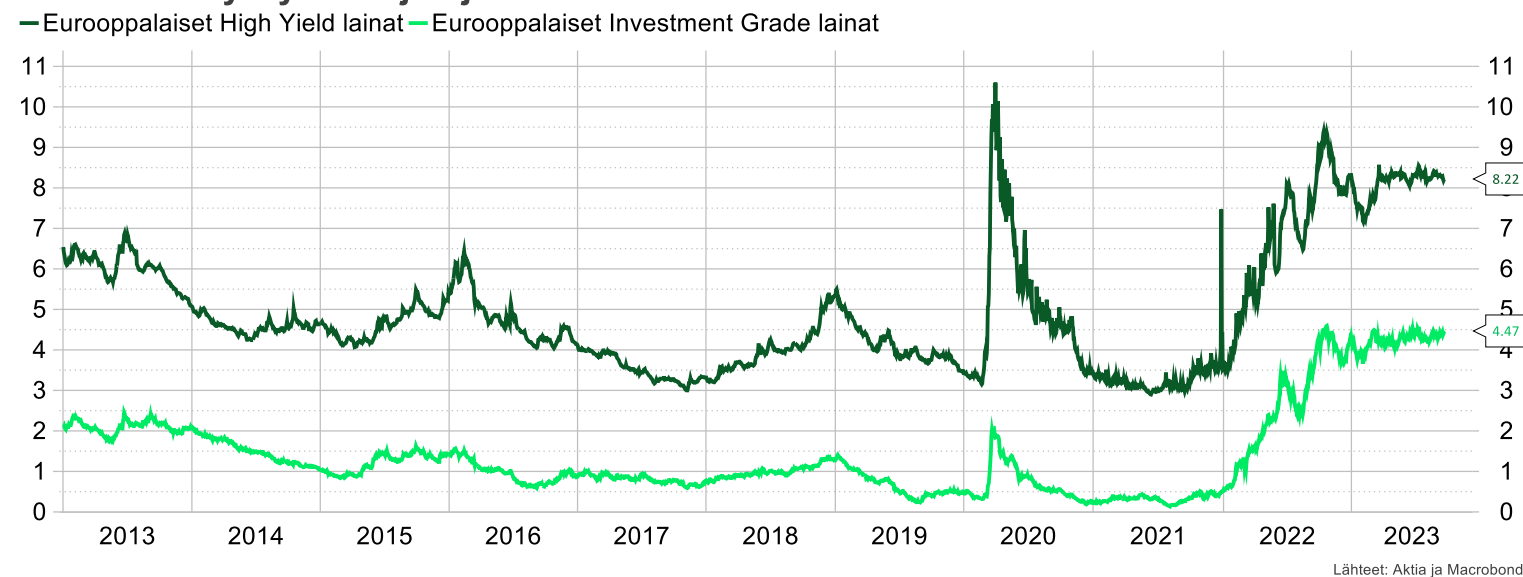
Loppuvuoden aikana olemme saavuttamassa keskuspankkikoroissa tason, jonka jälkeen korkoja ei enää ole tarvetta nostaa. Rahapolitiikka on riittävästi kireää, jotta se hidastaa inflaatiota ja viilentää riittävästi talousympäristöä. Odotamme pidempien korkojen laskevan maltillisesti ensi kesää kohti mentäessä.



### Korkojen nousu on jälleen tehnyt korkosijoittamisesta varteenotettavan vaihtoehdon



### Euroalueen yrityslainojen juoksevat tuotot korkeammalla kuin vuosiin



Inflaatio on toki vielä selvästi keskuspankkien tavoitetasojen yläpuolella. Pohjainflaatiokin on edelleen sitkeä. Talousnäkyminen viileneminen painaa kuitenkin inflaatiota edelleen alaspäin, vaikka nopeimman hidastumisen aika onkin ohi. Sitkeä inflaatio ei kuitenkaan mahdollista keskuspankeille koronlaskuja ennen ensi kesää, mikäli talous ei petä odotettua enemmän.

Sijoittajan kannalta olisi lyhyellä aikavälillä myönteistä, että korkotaso kääntyisi nopeasti laskuun. Hieman pidemmälle katsoessa maltilliset liikkeet ovat kuitenkin toivottavampia. Näkemyksemme mukaan korkomarkkinoilla on tulevien kuukausien aikana alkamassa sijoittajan kannalta paras ympäristö. Odotamme korkojen laskua pidemmissä koroissa, mutta niin maltillisena, että hyvä juokseva tuottotaso ylläpitää korkosijoitusten tuottoja pitkälle tulevaan. Samalla odotamme talousnäkyminen säilyvän siinä määrin vakaina, että maksuhäiriöiden kovempi nousu ei näytä todennäköiseltä.

### Laskeva korkokäyrä enteilee usein taantumaa

Valtionobligaatioissa näkymä on parantunut korkojen nousun myötä merkittävästi. Etenkin Euroopassa tuottotaso on kuitenkin edelleen verrattain matala. Vaisut kasvunäkymät koko mantereella ovat pitäneet korkojen nousun kurissa, joskin onhan eurooppalaisen valtionlainaindeksin yli 3 pro-

sentin ylittävä tuotto selvästi parempi kuin menneinä vuosina. Yhdysvalloissa valtionlainatuotot ovat merkittävästi korkeammat, mutta eurooppalaiselle sijoittajalle ne eivät ole houkutteleva vaihtoehto valuutariskin suojaamisen kustannuksen vuoksi.

**” Pidempiin lainoihin sijoittamalla on paremmin osallisena korkotason käänteessä.**

Erikoista valtionlainoissa on edelleen se, että korkokäyrä eli korkotaso eri pituisille lainoille on laskeva. Tämä tarkoittaa, että korko on lyhyemmille lainoille korkeampi kuin pidemmille. Laskevaa korkokäyrää pidetään varsin varmana merkinä tulevasta taantumasta. Nyt tilanne on jatkunut jo kuukausia, eikä se näytä korjaantuvan lähiaikoina. Toistaiseksi sijoittajan on siis kannattanut pysytellä lyhyissä korkosijoituksissa, koska niille on saanut parempaa tuottoa. Samalla lyhyet korot ovat tarjonneet hieman paremman suojan korkotason nousulta. Jatkossa, kun korkotaso on saavuttanut huippunsa ja kääntyy hiljalleen laskuun, on hyvä miettiä korkoriskin pidentämistä. Pidempiin lainoihin sijoittamalla on paremmin osallisena korkotason käänteessä.



## Hyvän luottoluokituksen IG-yrityslainoissa erityisen positiivinen näkymä

Hyvän luottoluokituksen Investment Grade (IG) -yrityslainoissa tilanne on näkemyksemme mukaan erittäin houkutteleva. Tuottotasot ovat Euroopassa korkeammat kuin kertaakaan finanssikriisin jälkeen. Tasoja nostavat sekä keskimääräistä korkeammat riskilisät että korkea ns. riskitön korko. Hyvän luottoluokituksen yrityslainoissa pitkien korkojen lasku antaa sijoittajalle hyvää tuottoa, kun samalla riskilisät tuskin leviävät merkittävästi heikkenevässäkään taloussympäristössä. Vastaavasti odotettua paremmassa taloussympäristössä juokseva tuotto suojaa varsin tehokkaasti mahdolliselta korkojen lisä nousulta. IG-lainat näyttävätkin menestyvän hyvin riippumatta siitä, koetaanko taloudessa maltillinen taantuma eli ns. pehmeä lasku vai uudelleen kiihdytys. Eurooppalaiset IG-lainat ovat suosikkimme.

Heikomman luottoluokituksen High Yield (HY) -yrityslainoissa näkymä on myös positiivinen. Riskilisät ovat pidemmän aikavälin keskimääräisillä tasoilla, ja riskittömän koron ollessa korkealla lainojen juoksevat tuotot ovat osaketuottojen kaltaisissa lukemissa. High Yield -lainojen tuottonäky-

mät ovat erittäin hyvät ympäristössä, jossa yritysten maksuhäiriöissä ei tapahdu merkittävää loikkaa. Odotamme luottotapahtumien lisääntyvän jossain määrin, mutta jos talousnäkymä heikkenee selvästi enemmän kuin markkinoilla tällä hetkellä odotetaan, HY-lainat ovat haavoittuvaisia. Pidämme eurooppalaisia HY-lainoja houkuttelevampina kuin globaaleja. Tämä johtuu hieman paremmasta luottolaadusta ja lähes yhtä korkeista riskilisistä.

## Kehittyvät markkinat hyvässä skenaariossa vahva tuotonlähde

Kehittyvien talouksien valtionlainamarkkinat (EMD) ovat kuluvana vuonna olleet varsin kaksijakoiset. Paikallisvaluuttamääräisissä lainoissa tuotto on ollut hyvä, kun taas dollarimääräiset lainat ovat edelleen kärsineet korkojen noususta. Myös maakohtaisia tapahtumia on riittänyt sen lisäksi, että Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa jatkuu edelleen. Dollarin heikkeneminen ensimmäisen vuosipuoliskon aikana auttoi monia kehittyviä talouksia, mutta sittemmin hyöty on pyyhkiytynyt pois valuutan korjattua takaisin. Lisäksi energian ja ruuan korkea hinta piinaa osaa maista edelleen.

Kuluvan vuoden aikana rahoituskanavat ovat jälleen olleet auki, ja rahoittajia on löytynyt. IMF jat-

kaa myös monen maan auttamista. Läntisten keskuspankkien lähestyessä koronnostojen päätepidettä paine on helpottanut myös kehittyvien talouksien keskuspankeissa. Monin paikoin on nähty korkojen laskevan, mikä luonnollisesti on tukenut arvonkehitystä. Valuutat ovat pääosin neutraalisti arvostettuja.

Pidämme edelleen paikallisen valuutan valtionlainoja erittäin houkuttelevana korko-omaisuusluokana, kun tukena ovat nousseet korkotasot, valuuttojen arvostus ja matala ulkomaisten sijoittajien omistusosuus. Dollarimääräisissä lainoissa tilannetta auttaa Yhdysvaltain koronnousujen päätepiste ja korkojen maltillinen kääntyminen matalammille tasoille.



**Kehittyvien talouksien valtionlainamarkkinat (EMD) ovat kuluvana vuonna olleet varsin kaksijakoiset.**



# Odotamme ensi vuodesta maltillista vuotta osakemarkkinoille ja hyvää vuotta korkomarkkinoille



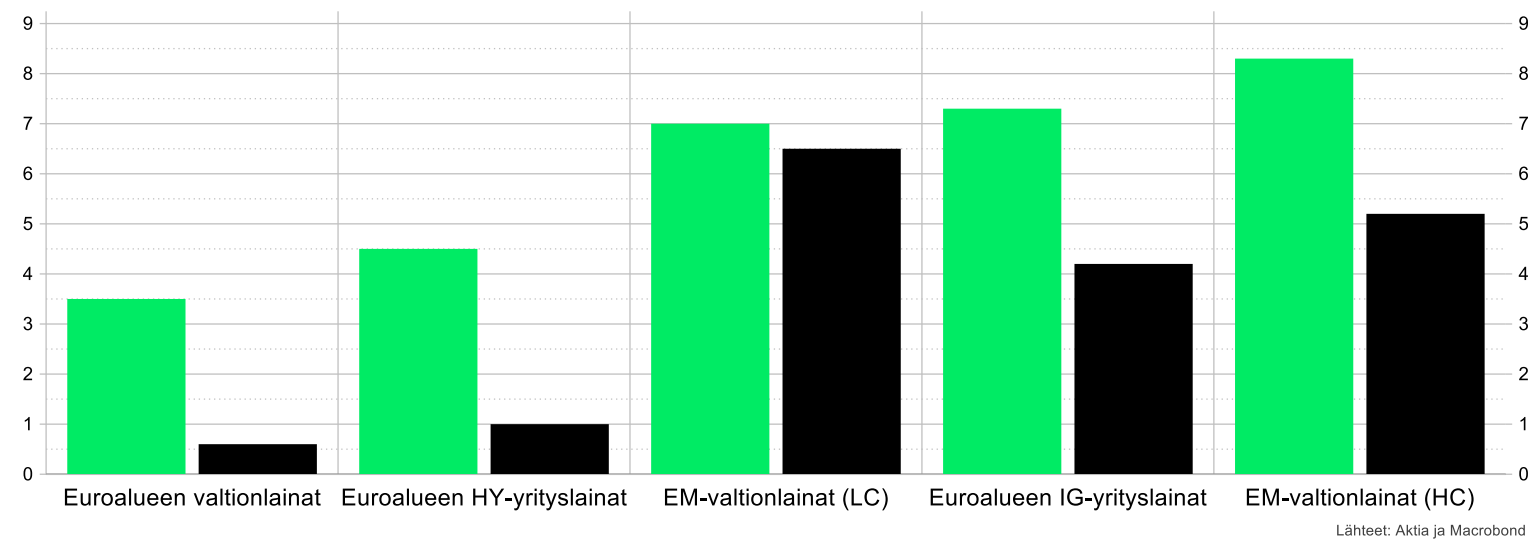
Teksti: Tommi Tähtinen, allokaatiojohtaja

Kuluva vuosi on ollut sijoitusmarkkinoilla toistaiseksi hyvä. Osakemarkkinat ovat käytännössä jo kuitanneet viime vuoden laskun, ja myös korkomarkkinoiden tuotot ovat kautta linjan selvästi plussan puolella. Globaalisti talouskasvu on pitänyt pintansa odotettua paremmin, inflaatio on hidastunut ja keskuspankkien koronnostosykli on loppuillaan. Taloustaantuma on kuitenkin yhä varteenotettava riski. Vuodelle 2024 tuotto-odotuksemme osake- ja korkosijoituksille ovat suunnilleen samaa tasoa.



### Korkotasojat (%)

■ Taso tällä hetkellä ■ 10 vuoden mediaani



### Pehmeä lasku vai taantuma?

Globaali talouskehitys näyttää tällä hetkellä kahtiajakautuneelta monellakin tapaa. USA:ssa ja Japanissa talouden kasvuvauhti on yllättänyt tänä vuonna positiivisesti, kun taas euroalueella ja kehittyvillä markkinoilla, varsinkin Kiinassa, kasvu on jäänyt odotuksista. Vastaavanlainen kahtiajako on teollisuuden ja palveluiden välillä. Teollisuudessa on mennyt heikosti ja palveluissa vahvasti.

Ekonomistien konsensusennuste globaalille talouskasvulle tänä vuonna on 2,7 prosenttia ja sa-

mansuuruista kasvua ennustetaan myös ensi vuodelle. Kehittyneiden maiden kasvuennuste kulluvalle vuodelle on 1,5 prosenttia ja kehittyvien maiden 3,8 prosenttia. Ensi vuoden ennusteissa kehittyneiden maiden odotetaan kasvavan 1,1 prosenttia ja kehittyvien talouksien 4,0 prosenttia. Ennusteiden valossa talouden taantuma siis vältettäisiin. Talouskasvunäkymiin liittyy kuitenkin paljon epävarmuutta, ja taantuma ainakin kehittyneissä talouksissa on yhä hyvin mahdollinen. Keskuspankkien koronnostojen inflaatiota ja talouskasvua jarruttavat vaikutukset alkavat vähitellen näkyä täydellä voimallaan. Selvimmin rahapo-

litiikan kiristyminen ja korkotason nousu näkyvät pankkien luotonannossa sekä tarjonnan että kysynnän heikentymisen kautta.

Teollisuudessa, varsinkin rakentamisessa, menee jo heikosti. Palvelusektoreilla kehitys on ollut hyvää, mutta sielläkin on merkkejä käänteestä heikompaan. Suurin epävarmuustekijä globaalille talouskasvulle on Kiina. Kun koronarajoitukset poistettiin viime vuodenvaihteessa, odotuksissa oli Kiinan talouden vahva elpyminen tänä vuonna. Toisin on kuitenkin käynyt. Kiinan talouden kaikki kasvuyhdynterit näyttävät piiputtavan samaan aikaan: teollisuustuotanto on heikkoa, yksityinen kulutus väisua, vienti ei vedä, investoinnit ovat laskussa ja kiinteistösektorilla on suuria ongelmia.

Positiivista globaalien talouskehityksen kannalta on hyvä työllisyystilanne. Työttömyysasteet ovat lähellä kaikkien aikojen pohjalukemia. Lisäksi inflaation hidastuminen on hyvä uutinen, ja asteittain voimaanastuvat palkankorotukset kompensoivat osittain inflaation aiheuttamaa ostovoiman menetystä.

Globaalien talouden kasvunäkymät ovat siis ristiriitaiset. Pehmeä lasku ja taantuma ovat molemmat mahdollisia. Joka tapauksessa talouden kasvunäkymät ovat väisut riippumatta siitä, lipsahdetaanko lievän taantuman puolelle vai ei. Syvää taantuma ei ole näköpiirissä.

### Korkosijoittajalla on edessään hyvät ajat

Keskuspankkien koronnostosykli on loppusuoralla. Fedin ohjauksen ylälaita on 5,5 %:ssa ja EKP:n vastaavasti 4,5 %:ssa. Lisäkoronnostot ovat toki edelleen mahdollisia. Ensi vuonna keskuspankit saattavat jo laskea ohjaukorkojaan, jos inflaatio ja talouskasvu hidastuvat odotetusti. Odotamme Fediltä 50-75 korkopisteen ja EKP:ltä 50 korkopisteen koronlaskuja ensi vuoden aikana.

Kaikkien keskeisten korkomarkkinoiden juoksevat korkotuotot ovat selvästi viimeisten 10 vuoden mediaanitasojen yläpuolella, ja eteenpäin katsoen tuotto-odotukset näyttävät houkuttelevilta. Ensi vuodelle ennustamme hyviä tuottoja eri korko-omaisuuslajeille kautta linjan. Odotamme euroalueen valtionlainojen tuoton olevan 2-4 prosentin haarukassa.

” Ensi vuodelle ennustamme hyviä tuottoja eri korko-omaisuuslajeille kautta linjan.



Euroalueen korkean luottoluokituksen Investment Grade -yrityslainoille tuotto-odotuksemme on 4–6 prosenttia. Korkeamman riskin High Yield -yrityslainoille ennustamme 3–5 prosentin tuottoa. Dollarimääräisten kehittyvien markkinoiden valtionlainojen tuoton odotamme asettuvan eurosuojattuna 2–4 prosentin välimaastoon. Paikallisvaluuttamääräisissä kehittyvien maiden valtionlainoissa 4–6 prosentin tuotto on mahdollinen.

## Osakkeet kalliita suhteissa korkoihin

Globaaleiden osakemarkkinoiden eteenpäin katsottava arvostustaso P/E-luvulla mitattuna on 16,3, mikä on hiukan yli viimeisen 10 vuoden mediaanitason. Päämarkkinoista USA on kallis. Japani, kehittyvät markkinat ja Pohjoismaat ovat melko lähellä omaa mediaanitasoaan. Eurooppa ja Suomi näyttävät edullisilta. Suhteessa korkoihin osakkeiden arvostustaso on kuitenkin kokonaisuudessaan kalliinpuoleinen, sillä nousseen korkotason myötä osakkeiden riskipremio korkoihin on tällä hetkellä keskimääräistä alempi.

Ensi vuodelle tuloskasvuennusteet povaavat globaalisti noin 11 prosentin tuloskasvua. Huomioiden talouden vauhti kasvunäkymät tuloskasvuennuste on melko optimistinen, ja pidämme sitä liian korkeana. Uskomme kuitenkin maltilliseen yksinu-

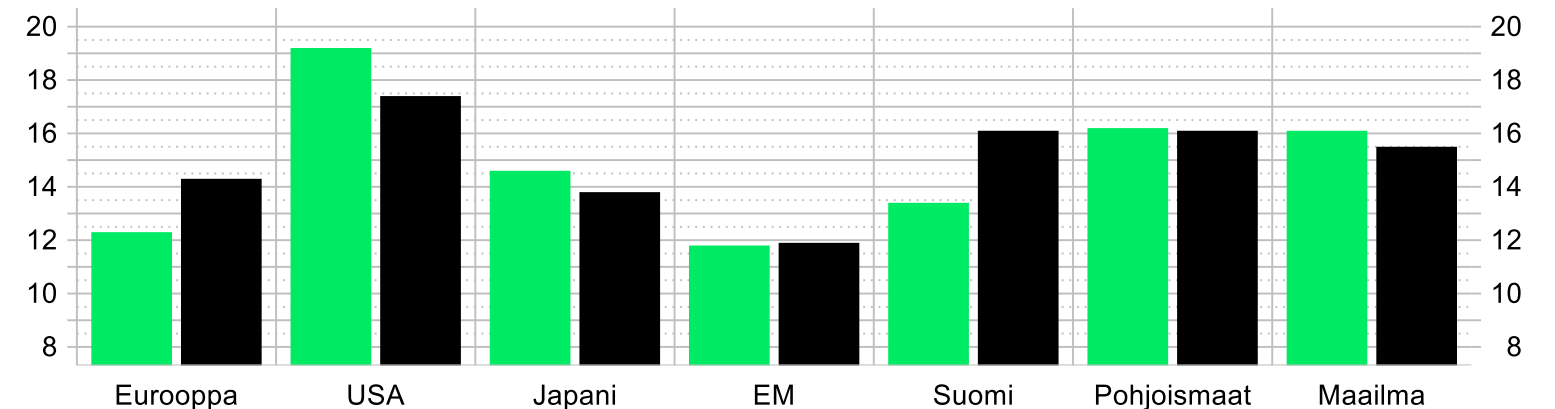
meroiseen tuloskasvuun, jonka arviomme olevan 5 prosentin luokkaa. Korkotaso huomioiden arvostustasoissa ei ole mielestämme juuri tilaa nousulle, päinvastoin olisi tervettä, jos arvostustasot laskevat, varsinkin USA:ssa. Huomioiden osingot, tuloskasvun ja odottamamme pienen arvostustason laskun arvioimme globaaleiden osakemarkkinoiden koko ensi vuoden tuoton olevan 3–5 prosentin haarukassa. USA:n osakemarkkinoiden tuotto-potentiaaliksi arvioimme 2–5 prosenttia ja muiden USA:n ulkopuolisten markkinoiden 3–6 prosenttia. Yksittäiset markkinat voivat tuottaa enemmänkin. Varsinkin Suomen osakemarkkina on arvostustasoltaan houkutteleva, ja tuottopotentiaalia on reippaasti siinä vaiheessa, kun globaali talouskasvu alkaa osoittaa käännettä parempaan.

## Allokaatiossa osakkeet alipainossa – korkosijoitukset houkuttelevat enemmän riskitaso huomioiden

Heikot talouskasvunäkymät, epävarmuus tuloskasvuennusteisiin liittyen ja osakkeiden kalleus suhteessa korkoihin pitävät meidät tällä hetkellä osakkeiden suhteen varovaisina ja alipainossa. Näkisimme mielusti jonkin katalyytin, ennen kuin haluamme lisätä osakeriskiä. USA:n osakemarkkinoiden arvostustasoja laskeva korjausliike tai merkittävät elvytystoimet Kiinassa voisivat mahdollistaa osakepainon kasvattamisen.

### Osakearvostukset (P/E)

■ Viimeisin ■ 10 vuoden mediaani



Lähteet: Aktia ja Macrobond

Osakkeiden maantieteellisessä allokaatiossa olemme alipainossa USA:ssa ja neutraalipainossa muilla markkinoilla. USA on mielestämme vain yksinkertaisesti liian kallis.

Korkosijoitusten tuotto-riskisuhde houkuttelee meitä osakkeita enemmän, sillä juoksevat korkotuotot ovat hyvin houkuttelevilla tasoilla. Korkosijoituksissa ylipainotamme lyhyitä korkoja suhteessa pitkiin korkoihin, sillä lyhyet korot ovat poikkeuksellisen houkuttelevilla tasoilla.

Korkoallokaatiossa ylipainotamme kehittyvien maiden paikallisvaluuttamääräisiä valtionlainoja ja yritysainoja, 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 dollarimääräiset valtionlainat ovat neutraalipainossa.



**Suomen osakemarkkina on arvostustasoltaan houkutteleva, ja tuottopotentiaalia on reippaasti, kun globaali talouskasvu alkaa osoittaa käännettä parempaan.**



# Vaihtoehtoiset sijoitukset puoltavat paikkaansa sijoittajan salkussa



Teksti: Karri Mäkitalo, salkunhoitaja, vaihtoehtoiset sijoitukset

Epävarmuus kiinteistösijoitusten arvostuksista on noussut vaihtoehtoisten sijoitusten huolilistan kärkeen. Taustalla on mm. rahastojen kassavirtaan ja hidastuneeseen kiinteistökauppaan liittyviä epäilyksiä. Epäilyksistä huolimatta vaihtoehtoiset sijoitukset puoltavat edelleen paikkaansa pitkäaikaisen sijoittajan hajautetussa salkussa.

## Sijoitushorisontista ja näkymistä

Sijoitukset listaamattomiin osakkeisiin ja muihin vaihtoehtoisin kohteisiin tehdään pitkällä horisontilla, eikä niitä tule tarkastella kvartaaleittain tai taktisina omistuksina. Vaihtoehtoiset sijoitukset ovat historiallisessa tarkastelussa tarjonneet hajautusta markkinaturbulenssien aikana.



**Sijoitukset listaamattomiin osakkeisiin ja muihin vaihtoehtoisin kohteisiin tehdään pitkällä horisontilla, eikä niitä pitäisi tarkastella kvartaaleittain tai lyhyen aikavälin taktisina omistuksina.**

Vaihtoehtoiset omaisuuslajit ovat osittain joutuneet myrskyn silmään sijoittajien jo aiemmin tekemien allokatiopäätösten vuoksi. VaihtoehtoISRahastojen varainkeruu on monissa tapauksissa hidasta, ja rahastot ovat joutuneet tarjoamaan sijoittajille erilaisia houkuttimia. Houkuttimina on käytetty mm. hallinnointipalkkioiden alennuksia sekä mahdollisuuksia tehdä palkkioiltaan edullisempia kansasijoituksia ja näin alentaa hallinnointipalkkioita kokonaisuudessaan.

## Markkinoiden epävarmuus heiluttaa kiinteistösijoituksia

Kiinteistörahastojen ja -markkinoiden osalta erityisesti kiinteistövelkarahastot alkavat olla mielenkiintoisia. Mielenkiintomme kohdistuu erityisesti seniorilainoitukseen, jossa olemme nähneet houkuttelevia, kymmenen prosentin molemmin puolin olevia vuotuisia kuponkituottoja. Uskomme korkean kuponkituoton, vakuutena olevien kiinteistöjen vakuusarvon ja suotuisan lainoitusasteen antavan sijoittajille suojaa omaisuuden arvon laskua vastaan.

Pankkirahoituksen saatavuus erityisesti kehityshankkeisiin on haastavaa, joten kohteista saatava kuponkituotto on korkea. Rahoituksen hinnan lisäksi rahoitusehdot ovat nyt lainoittajan puolella.

Perinteisten kiinteistöosakerahastojen osalta jatko näyttää lyhyellä aikavälillä kohtuullisen haastavalta. Uusien kiinteistörahastojen varainkeruu on aiempia vuosia selkeästi vaikeampaa.

Nollakorkoympäristössä tehdyistä hankkeista ei välttämättä päästä ulos halutuilla hinnoilla. Kaupavolyymien osalta tilastot kertovat kaupankäyntiaktiiviteetin olevan alhaisempi kuin mihin viime vuosina on totuttu. Näin ollen kaupankäynnin perusteella tehtävät arvostukset eivät välttämättä reagoi yhtä nopeasti kuin kassavirtaan perustuvat arvostukset.



## Pankkirahoituksen tyrehtyminen lisää yksityisen rahoituksen kysyntää

Private debt -puolella on tarjolla hyviä mahdollisuuksia. Pankkien perääntyminen pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksesta näkyy suoraan pankkisektorin ulkopuolisen rahoituksen kysynnän kasvuna. Velkarahoituksen merkityksen kasvu heijastuu myös varhaisen vaiheen kasvu- ja teknologiayritysten hakemaan Venture debt -rahoitukseen.

Yrityskauppojen määrän lasku näkyy jossain vaiheessa myös vaihtoehtoisen yrityslainakysynnän kasvun hidastumisena. Uusien lainarahastojen hankevirta on tällä hetkellä erittäin hyvä, ja näemme potentiaalisia kohteita viikoittain. Näkyvillä oleva, seuraavaan vuosikymmenen vaihteeseen ulottuva uudelleenrahoituskalenteri tukee kohdevirran jatkumista suotuisana.

Lainadokumentaatiot ovat keskeinen riskin lähde, ja ehdot voivat myös poiketa toisistaan tapauskohtaisesti. Lainoista saatavan luottoriskipreemion pitäisi tämän hetken odotuksilla kompensoida hyvin luottohäiriötapahtumista syntyvät tappiot.

Vahvimmat ja elinvoimaisimmat yritykset saavat tarvittavan rahoituksen kasaan kohtuullisilla ehdoilla. Paineessa olevilla yrityksillä sen sijaan on

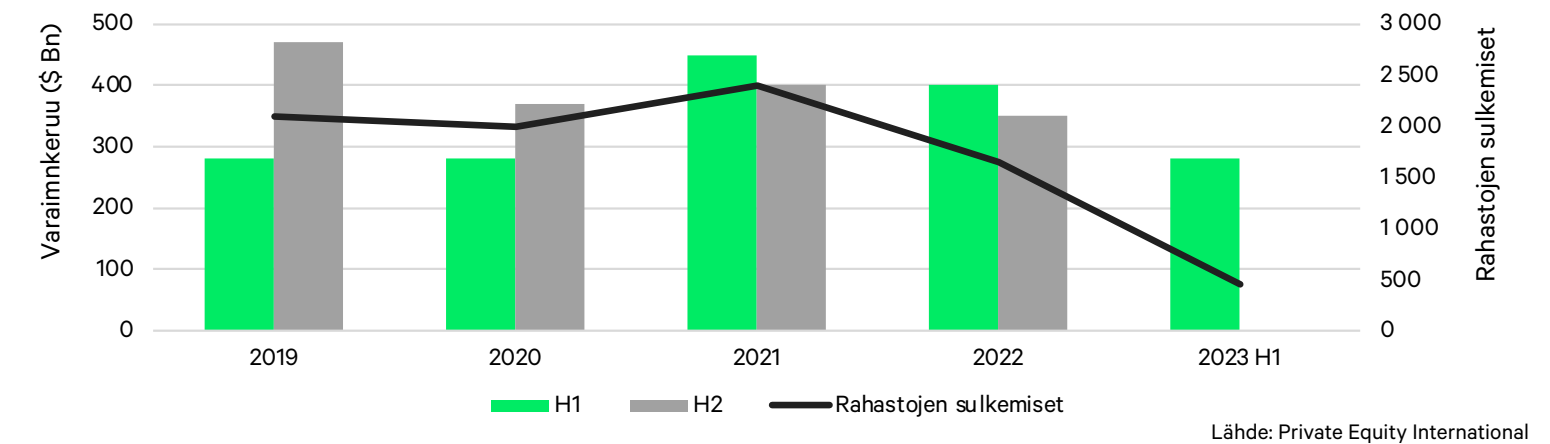
vaikeuksia saada rahoitusta. Uskomme pankkirahoituksen osittain heikon saatavuuden tuovan mahdollisuuksia pankkien ulkopuolisille lainaajille. Näissäkin kohteissa kuponkituotto on erittäin houkutteleva, ja lisäksi rahoittajat voivat kirjoittaa lainanantajalle edullisia lainaehtoja. Odotamme omaisuusluokan tuottavan vuodessa noin 8 prosenttia.

## Yrityskauppa-aktiiviteetin lasku heijastuu pääomasijoituksiin

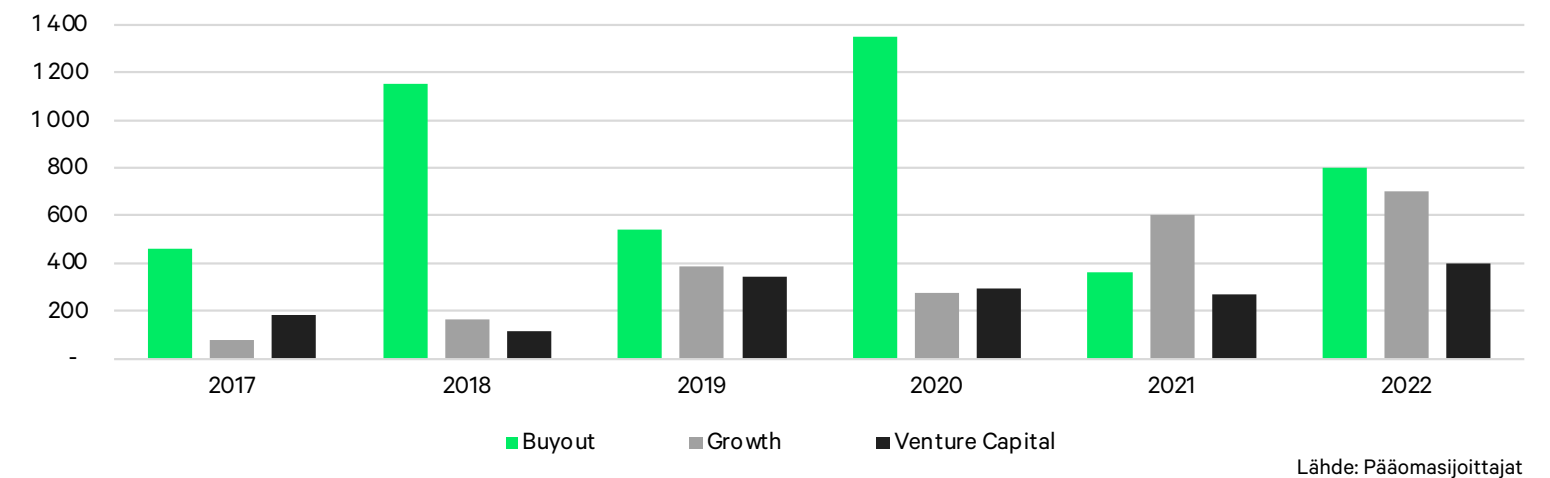
Private Equity- ja Venture Capital -omaisuusluokien rahastot ovat viime vuosien aikana keränneet huomattavat määrät varoja, joita ei ole saatu sijoitettua kohteisiin. Vuoden alkupuolella vertailukelpoinen varainkeruu oli huomattavasti hitaampaa kuin edellisten kahden vuoden aikana. Samaan aikaan rahastojen lopulliset sulkemiset vähenivät reippaasti, mikä tukee aiempaa havaintoa pienempien rahastojen varainkeruun vaikeuksista ja sijoitusten keskittymisestä suuremmille kohderahastoille.

Yrityskauppa-aktiiviteetti putosi alkuvuoden aikana vuoden takaisesta. Tämä voi vaikuttaa jollain aikavälillä myös yrityskauppojen rahoittamiseen tarvittavan vieraan pääoman määrään. Yrityskauppaneuvonantajat uskovat toisen vuosipuoliskon olevan ensimmäistä aktiivisempi. Odotamme omaisuusluokan tuottavan pitkällä aikavälillä 12–14 prosenttia vuodessa.

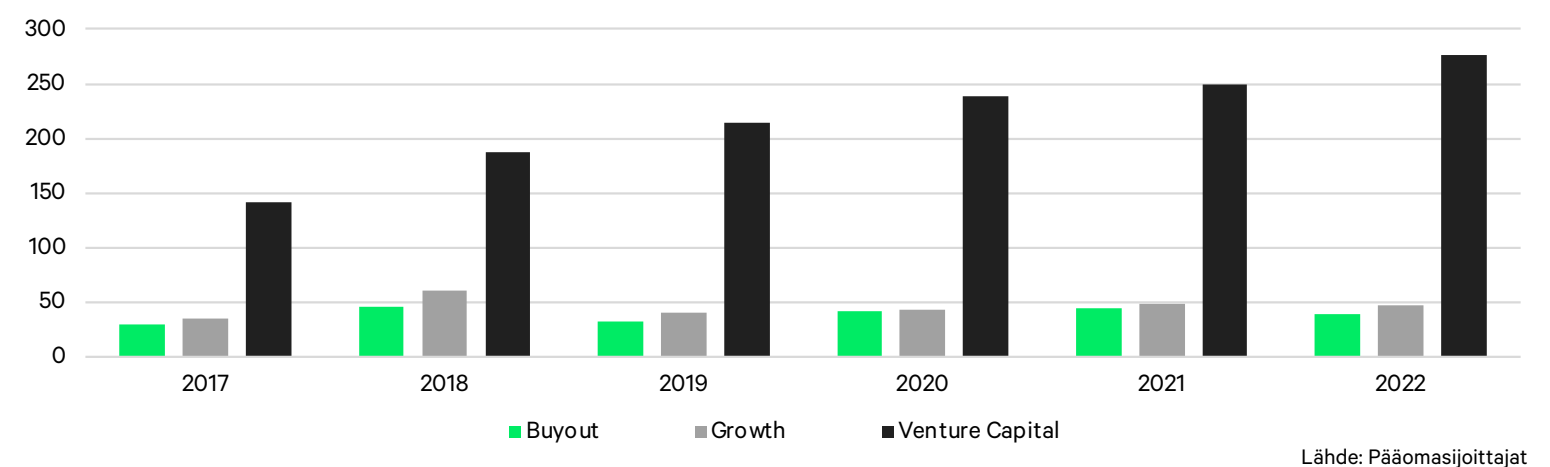
### Globaali varainkeruu



### Suomalaisten rahastojen sijoitukset, milj. euroa



### Suomalaisten rahastojen sijoitukset kappalemäärin





## Vihreä siirtymä tuo mahdollisuuksia sijoittajalle

Infrastruktuurihankkeita on hyvin tarjolla. Esimerkiksi uusiutuvan energian kohteita tarvitaan jatkossakin merkittävä määrä lisää kattamaan energiankulutuksen kasvu. Vihreä siirtymä luo uutta teknologiaa, joka nopeuttaa siirtymistä pois fossiilisesta energiasta. Toimet säästävät energiaa ja turvaavat energian toimitusvarmuuden.



**Infrahankkeiden investointitarve säilynee jatkossakin korkealla tasolla.**

Infrahankkeiden investointitarve säilynee jatkossakin korkealla tasolla. Muitakin infrahankkeita kuten teitä, dataverkkoja ja IT-infrastruktuuriin liittyviä kohteita rakennetaan ympäri maapalloa.

Infrahankkeiden vieraan pääoman rahoitusta tekevien infravelkarakastojen määrä on kasvanut viimeisen kahden vuoden aikana. Odotamme infrastruktuurisijoitusten tuottavan noin 5–7 prosenttia vuodessa.

## Jälkimarkkinat houkuttelevat hinnoittelullaan

Jälkimarkkinoilla eli Secondary-markkinoilla tilanne suosii edelleen ostajia. Jälkimarkkinoilla kaupankäynnin kohteina on jo aiemmin suljettujen rahastojen osuuksia. Tätä kautta sijoittajat pääsevät hajautetusti sisään salkkujen sisältöön ja niissä olevaan piilevään tuottopotentiaaliin markkina-arvostusta halvemmalla kauppahinnalla.

Jälkimarkkinoiden hinnoittelu heijastaa edelleen tiettyjen sijoittajien tarvetta keventää omistuksiaan. Tämä luo mukaan haluaville uusille sijoittajille houkuttelevia mahdollisuuksia.

Perinteisen Private Equity -jälkimarkkinan lisäksi olemme nähneet enenevässä määrin myös Venture Capital- ja Private Debt -kohteita jälkimarkkinoilla. Ylimittaisia sitoumuksia tehneiden loppusijoittajien kirjo on laaja, ja heillä on selkeä tarve päästä vanhoista sitoumuksista eroon. Myös rahastonhoitajien tarpeesta lähtevät GP-secondary-hankkeet ovat edelleen erittäin yleisiä. Jälkimarkkinakauppoja on toteutettu eniten osakepuolen myöhemmän vaiheen rahastoissa, vähiten puolestaan kiinteistörahastoissa.

## Absoluuttisen tuoton rahastot ovat onnistuneet tehtävässään

Absoluuttisen tuoton rahastot sisältävät laajan kirjon erilaisia strategioita, joiden tehtävänä on tuoda salkkuun hajautusta. Absoluuttisen tuoton rahastot eivät ole immuuneja markkinaliikkeille.

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 ai-noastaan globaali makrorahastoindeksi on jäänyt alkuvuoden aikana miinukselle.

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	3 kk	6 kk	12 kk
<b>Maailma (MSCI)</b>	<b>13.9 %</b>	<b>3.7 %</b>	<b>1.9 %</b>	<b>11.2 %</b>	<b>7.9 %</b>
<b>USA (MSCI)</b>	<b>16.9 %</b>	<b>3.6 %</b>	<b>3.4 %</b>	<b>13.8 %</b>	<b>7.8 %</b>
S&P 500	17.0 %	3.6 %	3.4 %	14.0 %	8.0 %
NASDAQ	31.0 %	4.7 %	2.2 %	17.5 %	11.1 %
Russell 2000	4.0 %	0.0 %	-0.3 %	5.7 %	-5.6 %
<b>Eurooppa (MSCI)</b>	<b>10.8 %</b>	<b>2.1 %</b>	<b>-0.7 %</b>	<b>7.1 %</b>	<b>15.2 %</b>
Suomi (OMX HELSINKI)	-5.0 %	2.7 %	-5.7 %	-2.7 %	1.0 %
<b>Japani (MSCI)</b>	<b>17.1 %</b>	<b>8.8 %</b>	<b>3.6 %</b>	<b>12.7 %</b>	<b>16.5 %</b>
NIKKEI 300	15.7 %	9.1 %	4.6 %	12.6 %	14.4 %
<b>Kehittyvät taloudet (MSCI)</b>	<b>3.9 %</b>	<b>3.0 %</b>	<b>-1.7 %</b>	<b>3.9 %</b>	<b>-0.1 %</b>
Aasia (MSCI)	3.6 %	3.5 %	-1.8 %	2.3 %	-0.5 %
Kiina (MSCI)	-6.0 %	2.5 %	-4.5 %	-5.8 %	-7.3 %
Intia (MSCI)	10.2 %	6.4 %	8.5 %	19.1 %	-0.1 %
Itä-Eurooppa (MSCI)	16.9 %	-5.2 %	-5.5 %	21.0 %	31.6 %
Turkki (MSCI)	1.4 %	4.7 %	25.1 %	5.2 %	49.4 %
Etelä-Amerikka (MSCI)	17.7 %	4.1 %	-1.3 %	19.8 %	10.2 %
Brasilia (MSCI)	17.4 %	6.9 %	-0.2 %	25.8 %	7.1 %
Meksiko (MSCI)	24.1 %	-0.4 %	-3.3 %	11.9 %	24.4 %

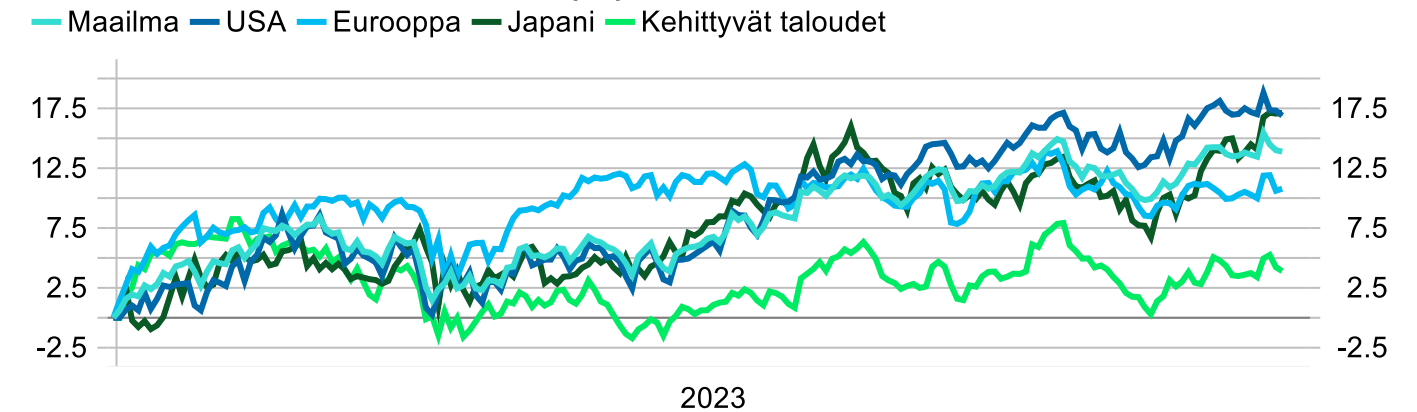
Korkomarkkinat	YTD	1 kk	3 kk	6 kk	12 kk
Euroalueen valtionlainat	0.7 %	-0.7 %	-1.1 %	-2.9 %	-4.0 %
USA:n valtiolainat	-0.6 %	-0.3 %	-2.3 %	-3.6 %	-1.6 %
Globaalit valtionlainamarkkinat	-1.2 %	0.8 %	-0.6 %	-3.8 %	-6.2 %
Euroalueen IG-yrityslainat	2.7 %	0.0 %	0.8 %	1.1 %	1.4 %
Euroalueen HY-yrityslainat	6.8 %	1.3 %	1.6 %	4.9 %	8.2 %
Globaalit HY-yrityslainat	4.7 %	1.0 %	1.2 %	4.2 %	6.1 %
EM-valtionlainat (USD-määräiset)	1.9 %	0.4 %	-0.3 %	1.8 %	3.3 %
EM-valtionlainat paikallisessa valuutassa	6.3 %	0.7 %	0.4 %	4.0 %	6.0 %

Valuutat euroa vastaan	YTD	1 kk	3 kk	6 kk	12 kk
Yhdysvaltojen dollari (USD)	0.2 %	1.7 %	2.1 %	-0.1 %	-6.7 %
Ruotsin kruunu (SEK)	-6.8 %	0.2 %	-1.8 %	-6.6 %	-10.4 %
Iso-Britannian punta (GBP)	2.7 %	-0.9 %	-0.9 %	1.6 %	1.7 %
Japanin jeni (JPY)	-12.5 %	0.2 %	-1.8 %	-12.2 %	-10.0 %

Lähteet: Aktia, Bloomberg

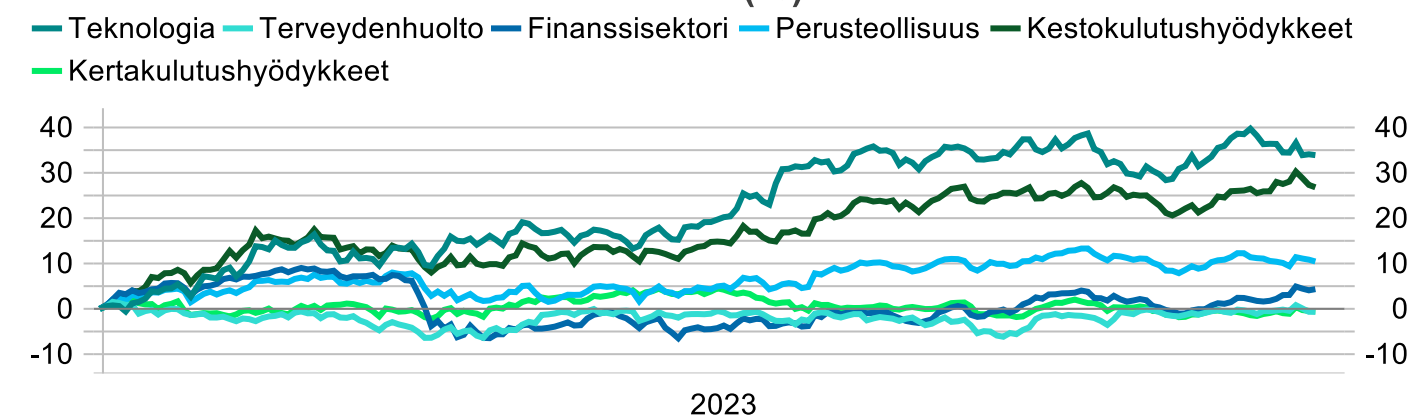
Historiallinen tuottokehitys ei ole tae tulevasta tuotosta. Tulevia tuottoja ei voida päätellä aiemmasta tuloksesta.

## Osakeindeksit maanosittain (%)



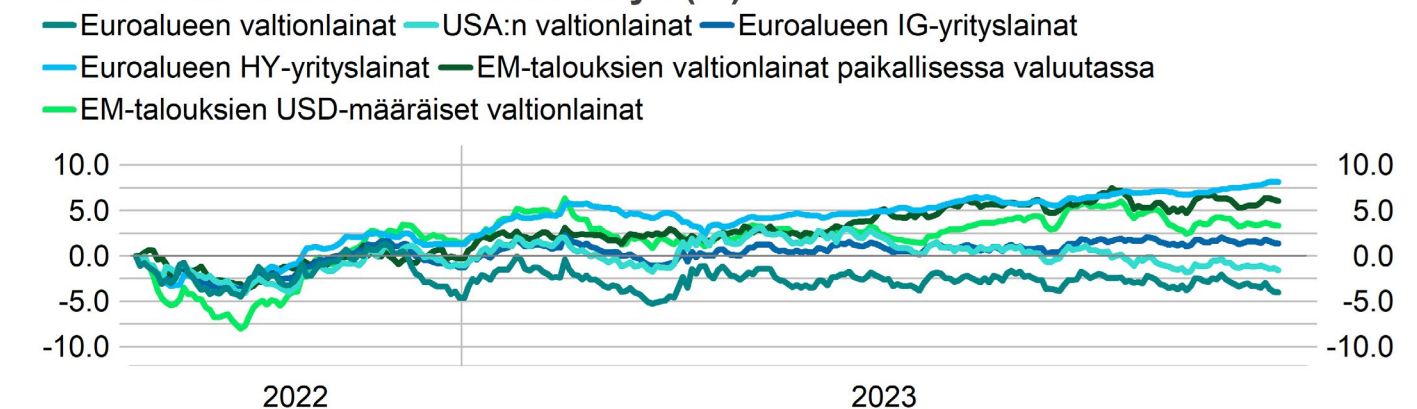
Lähteet: Aktia, Bloomberg ja Macrobond

## 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](http://aktia.fi/sijoituskohteet).

Säännöt, rahastoesitteet, avaintietoesitteet ja muut viralliset asiakirjat sekä Aktia Pankki Oyj:n sijoittajatiedote ovat saatavilla veloituksetta suomen- ja ruotsinkielisenä Aktian toimipisteissä ja osoitteessa [www.aktia.fi](http://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.