

01/22

Aktia Pankki Oyj:n tuottama markkinakatsaus

Sijoitus- näkemys

Aktia

Tämän julkaisun osittainenkin lainaaminen
tai kopioiminen ilman lupaa on kielletty.
© Aktia Pankki Oyj, 2022

02 Johdanto

Inflaatio ja rahapolitiikka suunnannäyttäjinä

03 Makronäkemys

Taloukasvun riskejä siellä täällä

05 Markkinakatsaus

Osakemarkkinoilla on takanaan erittäin vahva vuosi ennätysellisen hyvän tuloskasvun ansiosta. Korkomarkkinoilla vuosi oli vaikea.

07 Osakkeet

Osakemarkkinoiden arvostukset arvioinnissa

09 Korot

Rahapolitiikan suunnanmuutos korkosijoittajan taakkana

11 Allokaatio

Edessä rahapolitiikan kiristymisen aika

13 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, 2022.

Inflaatio ja rahapolitiikka suunnannäyttäjinä

Viime vuonna talouskasvu elpyi pandemiasta johtuneesta äkkipäähdyksestä, ja toipumisen mahdollisti raha- ja finanssipoliittiset elvytystoimet. Koronarokotteen kehittäminen ja hyvä rokotusintensiivisyys mahdollistivat talouksien avautumisen ja vapaamman liikkuvuuden. Rajoitustoimet kuitenkin ohjasivat kulutusta tavarihin palveluiden sijaan, mikä johti toimitusvaikeuksiin monilla toimialoilla. Työvoiman ylikysyntä ja raaka-aineiden hintojen nousu yhdistettynä kulutuskysynnän muutokseen johtivat poikkeuksellisen nopeaan hintojen nousuun maailmalla. Keskuspankkien retoriikka muuttui, ja nyt inflaatiosta on tullut sijoittajien suurin huolenaihe.

Finanssikriisin jälkeinen aika on ollut sijoittajille poikkeuksellisen hyvää aikaa. Keskuspankkien rahapolitiikan elvytystoimet ovat laskeneet korkotason historiallisen alhaiseksi, ja osasto-ohjelmien tarjoama likviditeetti on nostanut osakekurssia ja uusiin ennätyksiin vuosi toisensa jälkeen. Se kausi on nyt ohi. Kehittyvissä talouksissa ohjauskorkojen nostosykli on jo alkanut, ja USA:n keskuspankki aloittaa koronnostot maaliskuussa. Finanssikriisin ja pandemian jälkeiset korkoinstrumenttien osto-ohjelmat lakkautetaan sekä USA:ssa että Euroopassa, ja sen seurauksena sijoitusinstrumenttien voimakasta lentoa siivittänyt ylimääräinen likviditeetti katoaa.

Alkuvuonna osakemarkkinoiden tunnelma on ollut selvästi heikompi, kuin mihin olemme tottuneet. Ajoittaiset voimakkaat heilahtelut kuuluvat osakemarkkinoiden luonteeseen, ja se on tärkeää huomioida sijoitussuunnitelmaa laadittaessa. Sijoittajat sopeutuvat uuteen ympäristöön, jossa rahapolitiikkaa normalisoidaan. Korkotason nousu on johtanut voimakkaaseen sektorirotaatioon, kun eri toimialojen tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvoa arvioidaan korkeammalla korkotasolla. Taloukasvuennusteita on tarkistettu alaspäin, mutta taso on edelleen trendikasvun yläpuolella, mikä tarjoaa kelpoisen toimintaympäristön yrityksille tehdä tulosta. Korkosijoituksissa perinteisenä pidetyt turvasatamat eivät tuo turvaa korkojen noustessa, mikä kannustaakin tavoittelemaan vakaata kassavirtaa myös vaihtoehtoisista sijoituksista. Näihin aiheisiin asiantuntijamme pureutuvat tarkemmin tässä katsauksessa.



Lukuiloa ja menestyksestä sijoitusvuotta 2022 toivottaen,

Kalle Ainala

Johtaja, allokaatoratkaisut

Taloukasvun riskejä siellä täällä

Teksti: Lasse Corin, pääekonomisti

Taloudessa ollaan siirtymässä kohti maltillisemmän kasvun vaihetta. Kasvun ennustetaan olevan edelleen rivakkaa, mutta uusia riskejä on noussut. Yhdysvalloissa inflaatio huolettaa, Kiinassa velkaantumisen hillitseminen heijastuu kotimarkkinaan ja Euroopassa geopoliittiset riskit ovat lisääntyneet.

Hidastuva mutta edelleen vahva maailmatalous

Maailmantalouden kasvun odotetaan hidastuvan vuonna 2022. Kansainvälinen valuuttarahasto IMF povaa tuoreimmassa ennusteessa maailmantalouden kasvavan 4,4 prosenttia tänä vuonna, kun vielä viime lokakuussa ennuste oli 4,9 prosenttia.

Nyt puhutaan kasvun hidastumisesta. Oikea termi olisi kasvun normalisoituminen. Makrotaloudellisesta näkökulmasta tämä on jopa suotavaa.

Viimeisin korona-aalto vaikuttaa etenkin alkuvuoteen, jonka jälkeen odotamme taloudellisen aktiiviteetin vahvistuvan. Samalla omikronvariantti vaikuttaisi aiheuttavan aiempaa lievemmän taudin. Aika ajoin on puhuttu omikronin mahdollistavan jopa talouksien laajemman avaamisen.

USA: vaali- ja (inflaatio)vuosi

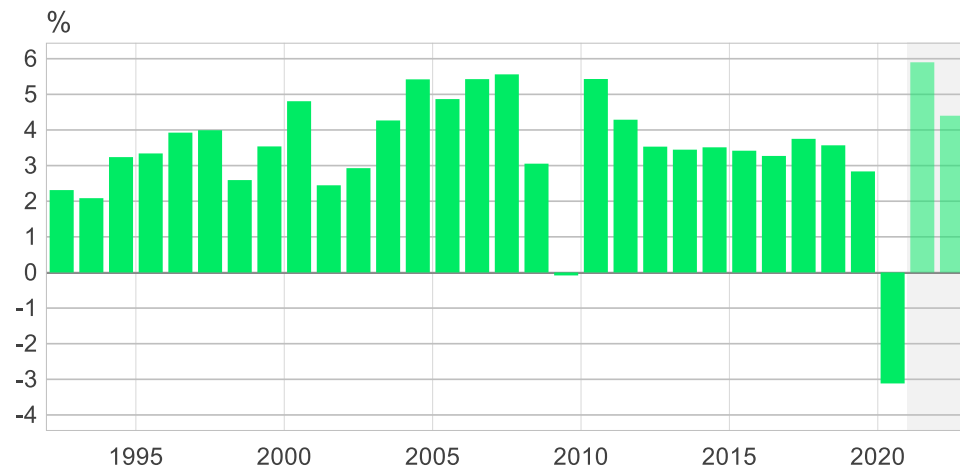
Yhdysvaltojen kuumien keskustelunaihe vuodelle 2022 on inflaatio ja sen kehitys. Inflaatio kiihtyi 7 prosenttiin joulukuussa, joka on korkein luku lähes 40 vuoteen. Maan keskuspankki Fed on kääntänyt kelkkansa, eikä puhu enää tilapäisestä kuluttajahintojen nousupiikistä. Samalla keskuspankin kommunikaatio korkojen nostoista ja osto-ohjelmien alasajosta on noussut uusille kierroksille.

Taloukasvu kestää kyllä maltillisen korkojen nousun. Yritysten rahoituksen saatavuus on historiallisen hyvä ja samalla asuntolainojen korot ovat olleet historiallisen alhaiset. Koronnostojen vaikutukset näkyvät selvemmin korko- ja osakemarkkinoilla.

Tästä huolimatta odotuksissa on edelleen, että inflaatio hidastuu lähelle 3 prosenttia loppuvuonna. Teollisuuden tuottajahintaindeksit ja ostopäällykkeitä antavat varovaisia indikaatioita, että nopein hintojen nousu olisi käsillä. Samalla USA:n suurimmassa satamassa Los Angelesissa purettujen konttien lukumäärä on kääntynyt vuositason laskuun, indikoiden tavarakysynnän tasaantumista.

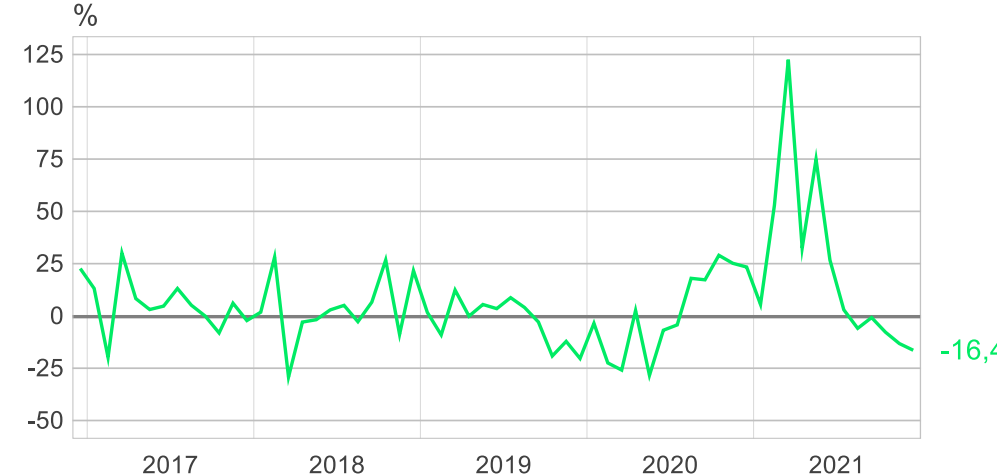
Vuosi 2022 on myös vaalivuosi, kun maassa järjestetään välivaalit marraskuussa. Mikäli demokraatit menettävät jo entuudestaan pienen enemmistön-

Maaillantalouden kasvu



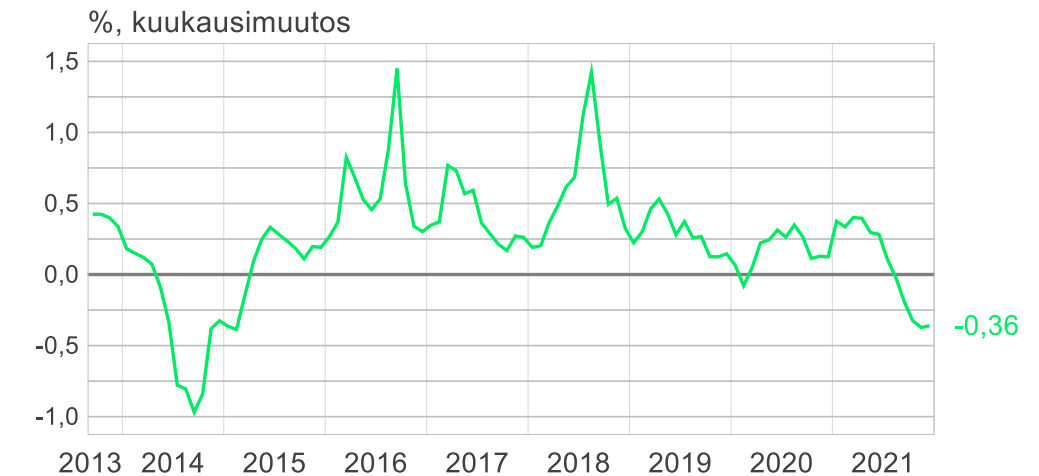
Lähde: Aktia, Macrobond, IMF WEO January 2022.

Los Angelesin satama, saapuvan konttivolyymin vuosikasvu



Lähde: Aktia, Macrobond, Port of Los Angeles.

Asuntojen hintojen muutos Kiinassa, 70 suurinta kaupunkia



Lähde: Aktia, Macrobond ja China National Bureau of Statistics (NBS).

sä kongressissa, tekee se puolueen uudistussuunnitelmat lähes mahdottomiksi. Tällöin talouskasvua tukevia paketteja olisi turha odottaa.

Kotimaan haasteet Kiinan ongelmana

Kiinan vientisektori on hyötynyt merkittävästi länsimaiden tavarakulutuksesta. Tästä huolimatta maan talouden haasteet ovat merkittävät. Kasvun odotetaan hidastuvan 4,8 prosenttiin. Samalla maan hallinto on tosissaan velkavuoreen liittyvien riskien pienentämisessä. Tähän tarkoitukseen luotujen velkarajoitteiden seurauksena asuntomarkkina onkin rauhoittunut merkittävästi. Samalla kasvua ei voida tukea perinteisin menetelmin, eli kiinteistöinvestoinneilla.



Teollisuuden tuottajahintaindeksit ja ostopäällikköindeksit antavat varovaisia indikaatioita, että nopein hintojen nousu olisi käsillä.

Kiinan poikkeuksellinen koronatapausten nollatoleranssi on nostattanut harmaita hiuksia länsimaissa. Maailman suurimmat konttisatamat sijaitsevat Kiinassa, ja niiden sulkemiset näkyvät väijäämättä myös muissa maissa. Omikronin korkean tarttuvuuden myötä tautitapausten nollatoleranssin ylläpito voi käydä mahdottomaksi.

Vaikka politiikasta luopumisella vältettäisiin esimerkiksi vientisatamien sulut, liittyy siihen muita riskejä. Kiinassa ei ole yhtä tehokasta rokotetta saatavilla, eikä maassa ole päässyt kehittymään merkittävää immuniteettia virusta vastaan. Tästä syystä viruksella voi levitessään olla selvästi suuremmat negatiiviset vaikutukset kuin korkean rokotekattavuuden länsimaissa.

EU:n tukipaketti testissä

EU on kärsinyt samoista haasteista kuin Yhdysvallat. Tosin maltillisemmän tukipolitiikan ansioista inflaatio ei ole kiihtynyt yhtä paljon, ollen 5 prosenttia joulukuussa. Koronan alkuvaiheessa julkaistu 750 miljardin euron jälleenrakennuspaketti pääsee kunnolla vauhtiin vasta tänä vuonna, tukien etenkin Etelä-Euroopan maiden talouskasvua.

Inflaatioon liittyy kuitenkin erityispiirteinen riski EU:ssa. On vähintäänkin kyseenalaista, pystyykö esimerkiksi Italia rahoittamaan alijäämänsä markkinoilta ilman EKP osto-ohjelmien apua. Jos käy niin, ettei inflaatio lähdekään hidastumaan odotetulla tavalla ja EKP on pakotettu kiristämään rahapolitiikkaansa ennakoitua enemmän, voi tällä olla yllätyksellisiä seurauksia euromaiden valtiolainamarkkinoilla.

Kasvuhaasteiden rinnalle ovat nousseet geopoliittiset riskit. Venäjän uhittelu Ukrainan rajalla heijastuu etenkin EU:iin. Vaikka riskit eivät realisoituisi, on tapaus ikävä muistutus Euroopan, ja etenkin Saksan, riippuvuudesta itänaapurin energiasta. Ja tämän kuluttajat saavat kokea kohonneiden kaasulaskujen muodossa.

Osakemarkkinoilla on takanaan erittäin vahva vuosi ennätysellisen hyvän tuloskasvun ansiosta. Korkomarkkinoilla vuosi oli vaikea.

Teksti: Tommi Tähtinen, allokaatiojohtaja

Vuosi 2021 oli osake- ja korkomarkkinoilla hyvin erilainen. Osakemarkkinoilla yritysten selvästi odotettua paremmat tulokset näkyivät erinomaisina tuottoina. Korkomarkkinoilla vuosi päättyi hyvin toisenlaisissa tunnelmissa, kun lähes kaikkien päämarkkinoiden tuotot jäivät viime vuonna negatiivisiksi.

Globaalit osakemarkkinat tuottivat viime vuonna omissa valuutoissaan yli 20 % ja euroissa mitattuna lähes 30 %. Osakemarkkinat olivat nousutrendillä käytännössä koko vuoden muutamaa pientä notkahdusta lukuun ottamatta.

Korkomarkkinoilla vuosi oli sen sijaan heikko korkojen noususta johtuen. USA:n valtionlainaindeksin tuotto oli yli 2 % negatiivinen, ja euroalueella noin -3 %. Kehittyvillä markkinoilla sekä dollarimääräisten eurosuojattujen valtionlaintuotto oli myös noin -3 %. Valtionlainakorkojen vanavedessä myös korkean luot-



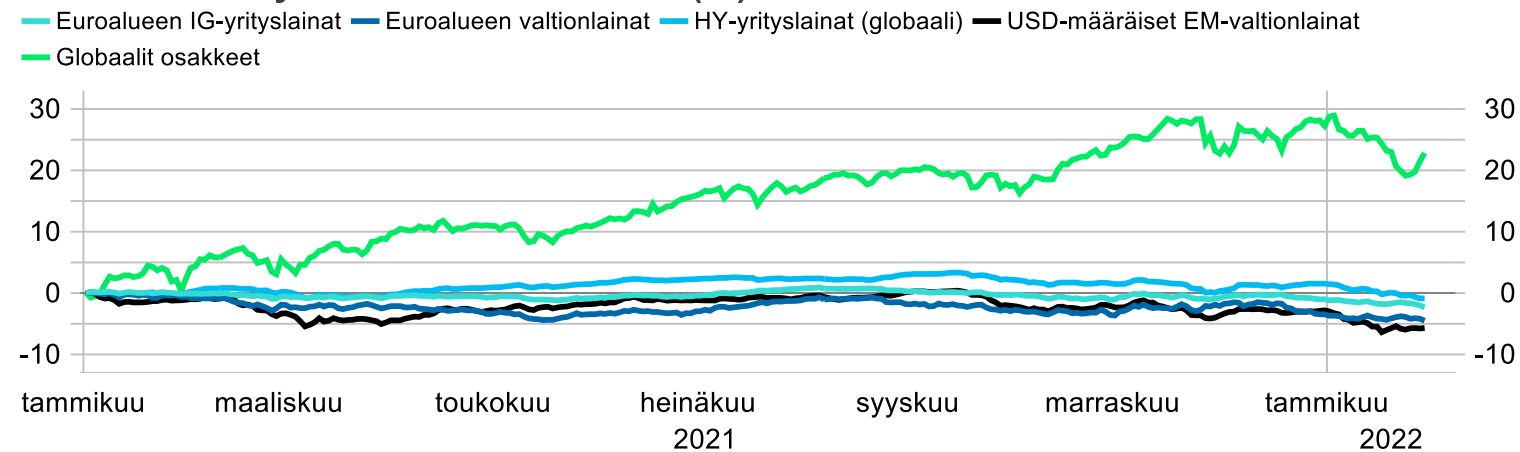
Osakemarkkinat olivat nousutrendillä käytännössä koko vuoden muutamaa pientä notkahdusta lukuun ottamatta.

toluokituksen Investment Grade -yrityslainojen korot nousivat ja tuotot jäivät negatiivisiksi. Euroalueen IG-yrityslainojen tuotto oli noin -1 %. Keskeisistä korkomarkkinoista ainoastaan heikkomman luottoluokituksen High Yield -yrityslainojen tuotto oli positiivinen, ja niidenkin tuotto oli vain noin 1,5 %.

Tuloskasvu oli erittäin vahvaa

Osakemarkkinoiden vahvan tuottokehityksen taustalla oli yritysten selvästi odotettua paremmat tulokset. Viime vuoteen lähdeäessä yritysten tulosten odotettiin kasvavan noin 25 %.

Markkinakehitys vuoden 2020 alusta (%)



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

Viime vuoden neljännen kvartaalin raportointikausi on vielä kesken, mutta näyttää siltä, että tulokset kasvoivat lopulta noin 50 %.

Eri maantieteellisten alueiden välisissä tuotoissa oli kuitenkin selvää hajontaa. USA:n ja Euroopan osakemarkkinat tuottivat viime vuonna selvästi kehittyviä markkinoita ja Japania paremmin. Kehittyvien markkinoiden osakkeiden vaatimaton tuotto johtui pitkälti Kiinan markkinan heikkoudesta.

Keskuspankit pitivät elvyttävästä rahapolitiikasta kiinni koko viime vuoden

Korkomarkkinoilla nähtiin useita suunnanmuutoksia viime vuoden aikana. Vuoden alussa valtionlainakorot nousivat jyrkästi, kun kiihtyvä inflaatio nousi teemaksi markkinoilla. Keskuspankit pyr-

kivät kuitenkin rauhoittamaan markkinoita vakuuttamalla inflaation kiihtymisen olevan vain väliaikaista. Korkeiden nousu taittuikin laskuksi kevään aikana, ja kesä sekä alkusyksy menttiin korkeiden osalta suvantovaiheessa. Inflaatio pysyi kuitenkin itsestään korkealla, ja loppuvuodesta keskuspankit luopuivat väliaikaisuuden mantrastaan ja myönsivät kohonneen inflaation olevan riski. Yhdysvaltain keskuspankki Fed aloitti rahapolitiikan kiristämisen marraskuussa ilmoittamalla joukkovelkakirjojen osto-ohjelman alasajosta, ja indikoi myös aloittavansa ohjauksen nostot vuoden 2022 maaliskuun loppuun mennessä. Myös EKP:lta odotetaan osto-ohjelman alasajoa, mutta koronnostoja ei vielä ole näköpiirissä. Kehittyvissä talouksissa koronnostosykli on ollut käynnissä jo koko viime vuoden. Rahapolitiikka on globaalisti siis selvästi kiristymässä.



Osakemarkkinoiden arvostukset arvioinnissa

Teksti: Patrik Moring, allokaatiojohtaja

Osakemarkkinoilla on koettu pitkä hyvä jakso. Palautuminen pandemiakevään 2020 myllerryksestä on ollut hyvin voimakasta. Jatkossa kasvuvauhdin hidastuminen ja rahapolitiikan suunnan muuttuminen asettavat kuitenkin haasteita sijoittajalle. Tärkeää on löytää ne yhtiöt, jotka pystyvät ylläpitämään tuloskasvua, mutta samaan aikaan varmistaa, että kasvusta ei tule maksaneeksi liian korkeaa hintaa. Tässä mielessä Eurooppa näyttää houkuttelevalta alueelta.

Sijoitusmarkkinoilla on viime vuodet nautittu äärimmäisen keveästä rahapolitiikasta. Osakemarkkinoilla kurssit ovat olleet tukevassa nousussa. Erityisen hyvää kehitystä on nähty yhdysvaltalaisissa kasvuyhtiöissä, joille matala talouskasvu ja pandemia sekä niiden myötä nollassa pyörivät korot ovat mahdollistaneet osakesijoittajien jakamattoman huomion. Näiden kasvuyhtiöiden arvostukset ovatkin kiivenneet hyvin korkeiksi suhteessa niiden tekemiin tuloksiin. Tulevaisuuden kasvusta maksetaan ehkä jo liikaa.

Yhdysvaltain osakemarkkinat ovat jo vuosia kehittyneet selvästi muun maailman osakkeita paremmin, ja siinä sivussa osakkeista on tullut yhä kal-

liimpia sekä omaan historiaansa että muiden maiden osakkeisiin verrattuna. Pandemian puhkeamisen jälkeen tämä on sinänsä ollut ihan luonnollinen kehityskulku, koska Yhdysvalloissa on suhteellisesti paljon enemmän yhtiöitä, jotka ovat jopa hyötynet pandemia-ajan kotoilusta.

Viime aikoina on nähty merkkejä tämän kehityksen mahdollisesta kääntymisestä. Nouseva korkotaso on mataluudestaan huolimatta kiinnittänyt huomion korkeisiin arvostuksiin. Tuleva kasvu ei näytäkään yhtä arvokkaalta, kun sitä hinnoitellaan korkeammilla koroilla. Vuosi on lähtenyt liikkeelle voimakkaan osakerotaation saattamana. Tällaisia nopeita käänteitä on toki nähty historiassa aiem-

minkin, esimerkiksi vuosi sitten maaliskuussa korkojen noustua nopeasti ylöspäin. Silloin tilanne kääntyi kuitenkin nopeasti ennalleen korkojen nousun tauottua. Nyt keskuspankit vaikuttavat kuitenkin olevansa tosissaan huolissaan inflaation kehityksestä, ja näin ollen korkojen nousulle on enemmän perusteita.

Näkymät suosivat Eurooppaa

Matat korot ja aika matalana jatkunut kasvu ovat pitkään suosineet kasvuosakkeita ja sitä kautta Yhdysvaltain markkinaa, jossa niitä on suhteessa enemmän kuin muualla. Vastaavasti talouskasvusta riippuvaisemmat osakkeet, kuten arvo-osakkeet, ovat olleet epäsuosiossa jo pitkään, minkä seurauksena niiden arvostukset ovat painuneet hyvin mataliksi. Tällaisia sekto-

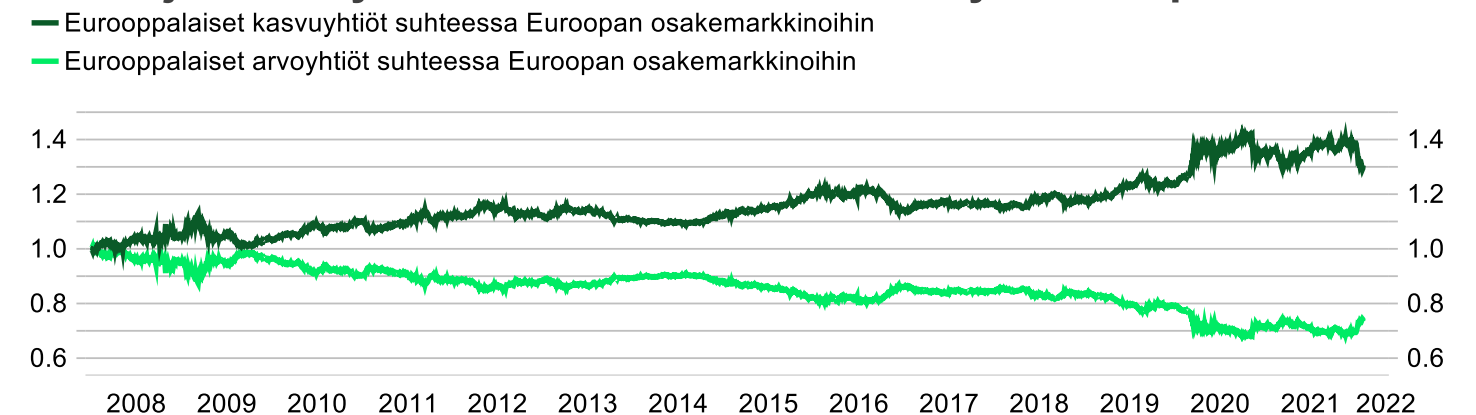


Eurooppalaisten osakkeiden näkymät ovatkin kohtalaisen hyvät kuluvaan vuotta tarkastellessa.

reita ja osakkeita löytyy suhteessa enemmän Euroopasta ja kehittyviltä markkinoilta.

Kuluvaan vuotta eteenpäin tarkasteltaessa näyttää ensimmäistä kertaa pitkään aikaan siltä, että näillä yhtiöillä olisi koittamassa paremmat ajat. Euroopan talous- ja tuloskasvun ennustetaan

Arvo- ja kasvuyhtiöiden suhteellinen kehitys Euroopassa



Lähteet: Aktia ja Macrobond

ylittävän Yhdysvaltain kasvun kuluvaan vuoteen aikana. Pandemian jälkeinen talouksien avautuminen auttaa Euroopassa enemmän. Lisäksi euroalueen osakemarkkinoilla on selkeämpi positiivinen yhteys korkojen nousuun. Esimerkiksi pankkien tulokset kehittyvät positiivisesti korkojen noustessa, ja Euroopassa pankkeja on edelleen iso osa osakemarkkinoista.

Näiden lisäksi Euroopan arvostustaso on selvästi matalampi kuin Yhdysvaltojen, riippumatta tarkastellaanko sitä absoluuttisena tasona vai suhteessa omaan pitkään aikavälin historiaansa, tai keskinäisenä vertailuna. Euroopan osakemarkkinoiden osinkotuotto on myös selkeästi korkeampi, mikä vähentää haavoittuvuutta korkojen noustessa. Euroopassa korot eivät myöskään pääse ylös yhtä nopeasti kuin Yhdysvalloissa.

Korkosijoituksista ei ole vaihtoehdoksi eurooppalaisille osakkeille vielä aikoihin. Eurooppalaisten osakkeiden näkymät ovatkin kohtalaisen hyvät kuluvaan vuoteen tarkastellessa.

Myös muut alueet, kuten kehittyvät markkinat ja Japani ovat selkeästi edullisemmin arvostettuja kuin Yhdysvallat. Näillä on kuitenkin tois- toiseksi omat haasteensa, joiden vuoksi ne jäävät houkuttelevuudessa meidän tarkastelussamme Euroopan taakse. Esimerkiksi kehittyvillä markkinoilla Kiinan kotimaisen talouden haasteet koronan nollatoleranssin keskellä kurittaa edelleen näkymiä. Lisäksi itäinen Eurooppa on haastava mm. Venäjän toiminnan vuoksi. Japanin talous on puolestaan elpynyt selvästi muita kehittyneitä maita vaisemmin.

Rahapolitiikan suunnanmuutos korkosijoittajan taakkana

Teksti: Patrik Moring, allokaatiojohtaja

Vuosikausia kestänyt äärimmäisen keveä rahapolitiikka on saavuttamassa päätepiesteensä, kun Yhdysvaltain keskuspankki on indikoinut nostavansa korkoa useamman kerran kuluvan vuoden aikana. Tämän lisäksi arvopapereiden osto-ohjelmat ovat tulossa päätökseensä sekä Yhdysvalloissa, että myös Euroopassa. Kysyntä-tarjontatasapainon muuttuessa korkojen nousu näyttää väistämättömältä.

Vuosia jatkunut keskuspankkien elvytystoiminta äärimmäisen matalien ohjauskorkojen ja voimakkaiden arvopaperiostojen muodossa on yksi merkittävä tekijä hyvin mataliksi laskeneiden pidempien korkojen taustalla. Koronapandemian sekä sitä seuranneen voimakkaiden finanssipoliittisten toimien ansiosta korkeaksi noussut inflaatio on kuitenkin asettamassa päätepiesteen tälle ajanjaksolle.

Yhdysvaltain keskuspankki Fed on mitä todennäköisimmin nostamassa ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran jo maaliskuussa. Markkinahinnoittelun mukaan nostoja olisi sen jälkeen luvassa tänä vuonna vielä kolme lisää. Arvopapereiden osto-ohjelma on myös päättymässä maaliskuussa ja erääntyvien pääomien ja korkojen uudelleensijoitukset lopetettaneen kesällä, minkä seurauksena tase alkaa supistumaan ja markkinalikviditeetti pienenevä.

Taloukasvun näkökulmasta rahapolitiikan kiristys on perusteltua ja sulateltavissa, mutta sijoitusmarkkinoille liikkeet aiheuttanevat harmaita hiuksia. Taseiden alasajo tarkoittaa nimittäin sitä, että korkomarkkinoilla nettotarjonta kääntyy kasvuun, mikä ajanee korkoja ylöspäin, sekä vaikuttaa todennäköisesti myös luottoriskimarginaaleihin niitä nostavasti.

Euroopan keskuspankin osalta koronnostoista ei vielä alkaneen vuoden osalta tarvitse murehtia, mutta myös EKP on ajamassa alas omaa osto-ohjelmaansa, millä voi olla korkoja ja marginaaleja nostava vaikutus tälläkin puolen Atlanttia.

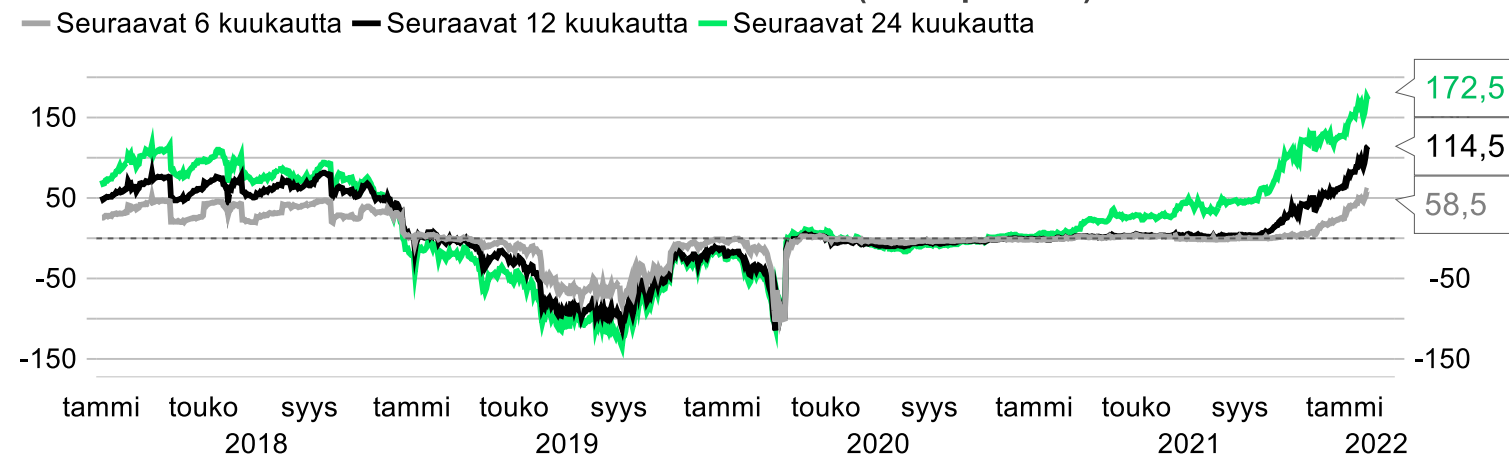


Koronnostojen ja kasvavan nettotarjonnan myötä valtionlainakorkojen suunta on selkeimmin ylöspäin, mikä tarkoittaa negatiivisia tuottoja.

Valtionlainoissa vaikutus on suoraviivaisin

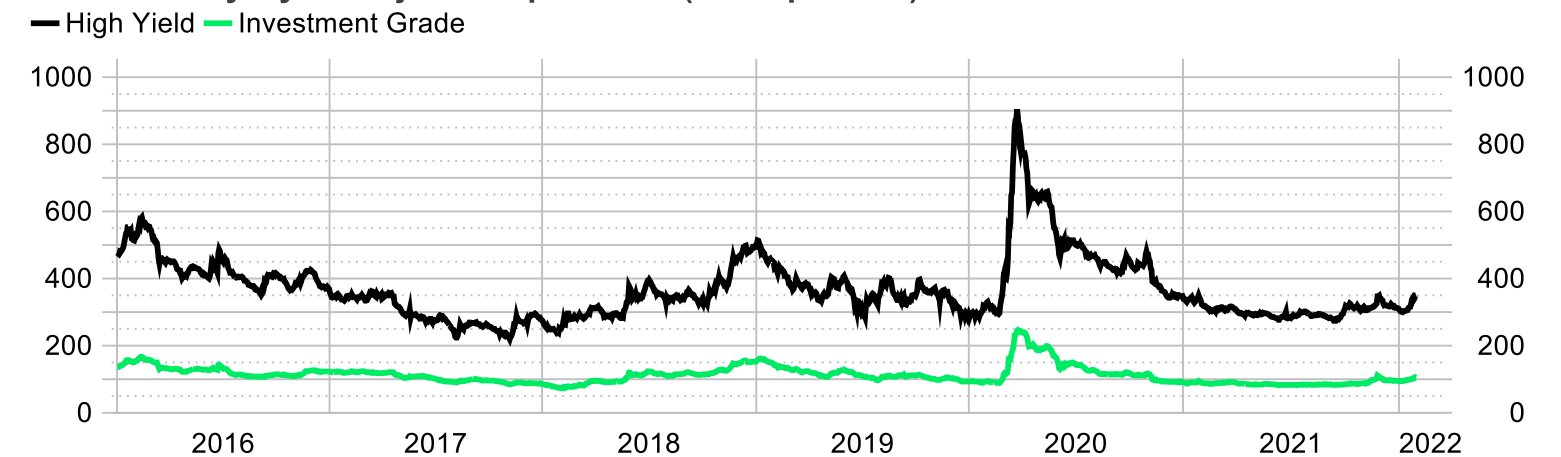
Koronnostojen ja kasvavan nettotarjonnan myötä valtionlainakorkojen suunta on selkeimmin ylöspäin, mikä tarkoittaa negatiivisia tuottoja. Yhdysvalloissa korkotasoa on ollut jo nousussa, mutta suunta on edelleen ylöspäin. Euroopassakin paine ylöspäin on kasvamassa, kun inflaatio ei osoita rauhoittumisen merkkejä. Lisäksi epävarmuus reuna-tilanteiden rahoitustilanteesta voi nousta esiin, mikäli EKP on pakotettu liikkumaan aggressiivisemmin koronnostojen suuntaan.

Markkinoiden hinnoittelemat koronnostot USA:ssa (korkopistettä)



Lähteet: Aktia ja Macrobond

Euroalueen yrityslainojen riskipreemiot (korkopistettä)



Lähteet: Aktia ja Macrobond

Hyvän luottoluokituksen IG-yrityslainoissa tilanne on hyvin samankaltainen. Absoluuttisesti korkotasot ovat niin matala, että pienetkin koronnousut vahingoittavat tuottoja nopeasti. Luottoriskimarginaalit ovat hyvin kapeat, eikä niissä juurikaan ole joustovaraa alaspäin, etenkin kun keskuspankit eivät enää ole ostolaidalla. Toistaiseksi matala korkotaso houkuttaa yrityksiä hakemaan rahoitusta hyvän saatavuuden aikana, mikä myös lisää lainatarjontaa ja asettaa paineita korkotasolle.

Heikomman luottoluokituksen High Yield -lainat tarjoavat sijoittajan näkökulmasta selvästi houkuttelevamman tilanteen. Vaikka korkotaso on näissä-



Absoluuttisesti korkotaso on niin matala, että pienetkin koronnousut vahingoittavat tuottoja nopeasti.

kin matala, on puskuria kuitenkin selvästi enemmän kuin paremmassa luottoluokituksessa. Lisäksi High Yieldin puolesta puhuu myös matalampi korkoriski, mikä tekee niistä vähemmän haavoittuvan korkojen nousua kohtaan. Talouskasvun jatkuessa positiivisena ja yritysten tilanteen kassamielessä hyvänä, ei

ole myöskään odotettavissa, että luottotapahtumat lähtisivät merkittävästi lisääntymään. High Yield -markkinat ovatkin korkosijoitusten osalta edelleen kohtuullisen houkutteleva kokonaisuus.

Kehittyvät markkinat mahdollisuutena

Rahapolitiikan muuttuminen kiristävään suuntaan asettaa paineita myös kehittyvien talouksien lainamarkkinoille. Erityisesti dollarimääräisissä lainoissa USA:n korkojen nousu on merkittävä vastatuuli, mutta tätä on hinnoiteltu jo merkittävässä määrin. Paikallisvaluuttamääräisissä lainoissa

sa heijastusvaikutus tulee usein sijoitusvirtojen muutoksista, millä on vaikutusta valuuttakursseihin. Paikallisvaluuttamääräiset reuna- ja markkinat näyttävät tässä mielessä erityisen houkuttelevilta, koska ulkomaisten sijoittajien osallisuus näillä markkinoilla on edelleen hyvin pieniä.

Vaikka rahapolitiikan muutos aiheuttaa epävarmuutta kehittyvien markkinoiden korkoihinkin, pidämme erityisesti paikallisen valuutan reuna- ja markkinat näyttävät tässä mielessä erityisen houkuttelevana korko-omaisuusluokkana, kun tukena ovat nousseet korkotasot, valuuttojen kohtuullinen arvostus ja matala ulkomaisten sijoittajien omistusosuus.

Edessä rahapolitiikan kiristymisen aika

Teksti: Tommi Tähtinen, allokaatiojohtaja

Viime vuosi oli osakemarkkinoilla erinomaisen hyvä, mutta korkomarkkinoilla heikko. Vuoteen 2022 siirryttäessä tuottonäkymät ovat maltilliset sekä osake- että korkomarkkinoilla. Talous- ja tuloskasvu tulevat hidastumaan, ja rahapolitiikka kiristyy selvästi.

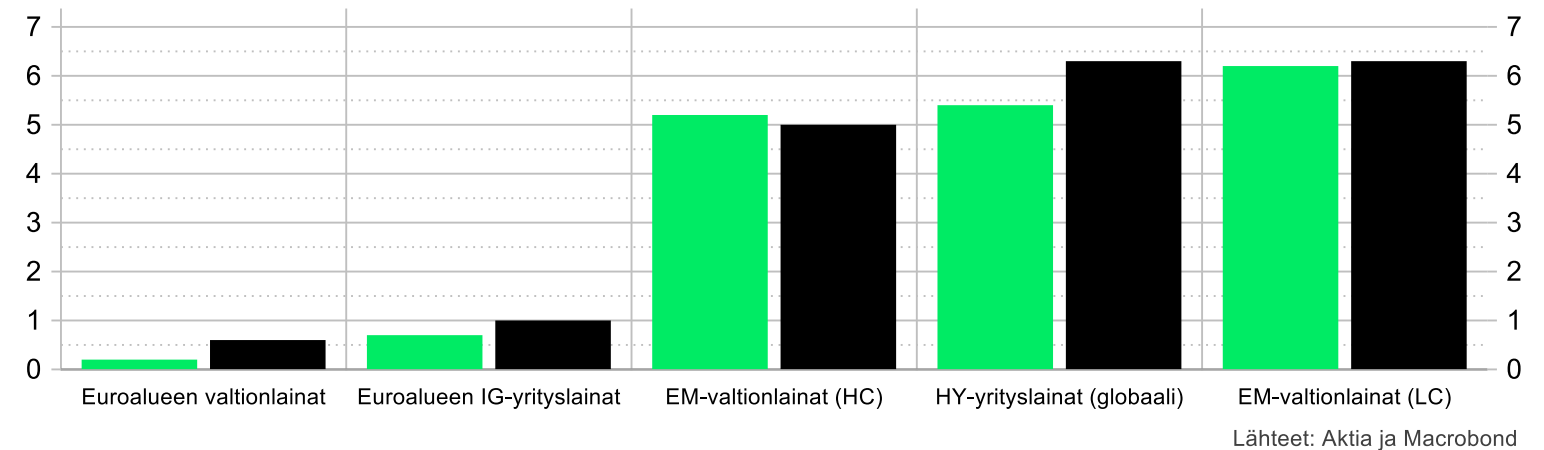
Vuonna 2022 talous- ja tuloskasvu jatkuvat hidastuvalla uralla. Arvostustasojen näkökulmasta osakkeet ovat kalliin puoleisia. Keskuspankkien rahapolitiikan suunnanmuutos puolestaan nostaa korkoja. Kaikesta tästä johtuen tuotto-odotuksemme tänä vuonna ovat aika maltillisia sekä osake- että korkomarkkinoilla.

Taloukasvu hidastuu

Konsensusennuste globaalille taloukasvulle tänä vuonna on 4,3 %. Kasvu tulee hidastumaan selvästi viime vuoteen nähden, mutta toteutuessaan tämäkin taso olisi lähes 2 %-yksikköä enemmän koronapandemiaa edeltäviin vuosiin nähden. Kehittyneisiin maihin ennustetaan 3,8 %:n ja kehittyviin maihin

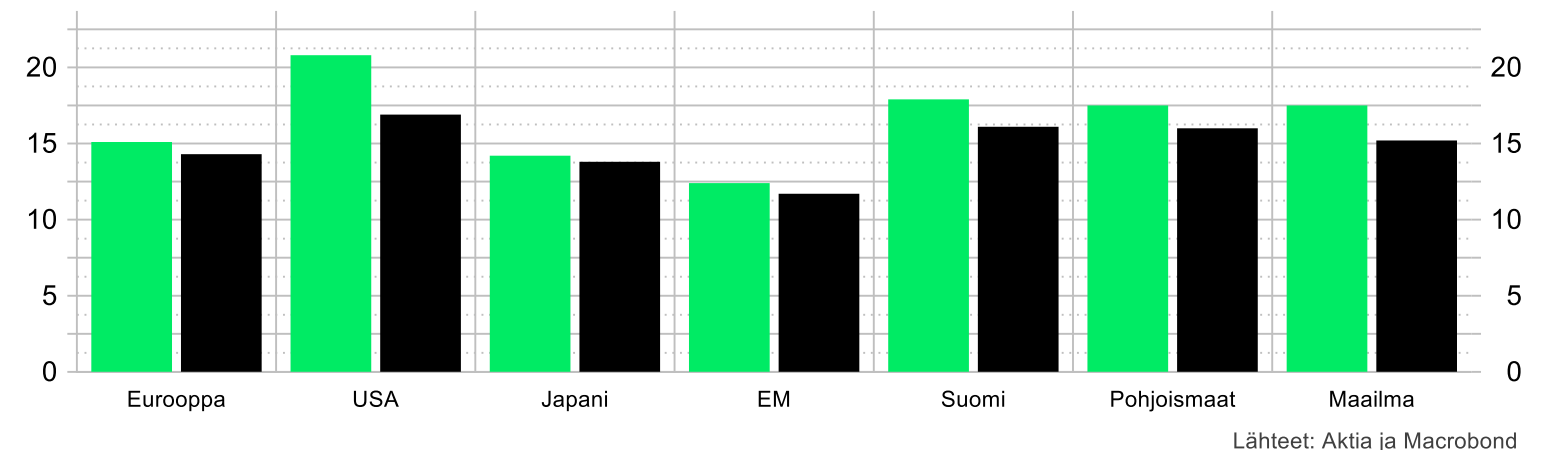
Korkotasojat (%)

■ Taso tällä hetkellä ■ 10 vuoden mediaani



Osakearvostukset (P/E)

■ Viimeisin ■ 10 vuoden mediaani



4,9 %:n kasvua. Lyhyen aikavälin kasvunäkymiä varjostaa jälleen kerran korona ja sen räjähdysmäisesti leviävä omikronmuunnos. Onneksi näyttää siltä, että jo valtavirukseksi nousseen omikronin aiheuttamat oireet ovat vähemmän vaarallisia edellisiin muunnoksiin verrattuna. Tästä johtuen toistaiseksi nähdyt talouden rajoitustoimet ovat jääneet pelät-

tyä pienemmiksi. Poliittisesti uudet rajoitukset ovat vaikeita, joten niihin turvaudutaan vain pakon edessä. On kuitenkin selvää, että omikron tulee hidastamaan taloukasvua ainakin ensimmäisen kvartaalin aikana, ja sen vuoksi koko vuoden taloukasvunusteet voivat olla liian optimistisia.

Korot nousussa

Inflaatio ja keskuspankkien rahapolitiikka ovat jonkin aikaa olleet markkinoiden erityisfokuksessa ja ovat sitä myös tähän vuoteen lähdeittäessä. USA:ssa kuluttajahintainflaatio kipusi joulukuussa jo 7 %:iin vuodentakaiseen nähden, ja euroalueella inflaatio kiihtyi joulukuussa 5 %:iin. Joulukuun kokouksessaan Yhdysvaltain keskuspankki Fed päätti vihdoin toden teolla lähteä taisteluun inflaatiota vastaan. Joukkovelkakirjalainojen osto-ohjelman alasajoa nopeutettiin ja se tulee tiensä päähän jo maaliskuussa. Lisäksi Fedin avomarkkinakomitean jäsenten ennusteet viittaavat kolmen koronnoston, eli yhteensä 0,75 %-yksikön nousuun ohjauskorossa tänä vuonna inflaation hillitsemiseksi. Markkinat hinnoittelevat jo tätäkin enemmän koronnostoja tälle vuodelle, yhteensä 1 %-yksikön verran. Yllätyksenä tuli se, että Fed aloittanee myös taseensa pienentämisen, mikä tarkoittaisi arvopapereiden myymistä ja likviditeetin heikentymistä. Yhdysvaltain rahapolitiikka on siis siirtymässä selvästi kiristyvään suuntaan. Myös EKP ilmoitti joulukuun kokouksensa jälkeen lopettavansa oman pandemian ajan joukkovelkakirjalainojen osto-ohjelmansa maaliskuussa. EKP:ltä ei kuitenkaan vielä tänä vuonna odoteta koronnostojakaan, vaikkakaan yksi koronnosto loppuvuonna ei ole täysin poissuljettu vaihtoehto.

Alkuvuoden aikana koroissa on jo nähty nousua valtiolainavetoisesti. Uskomme suunnan koroissa olevan edelleen ylöspäin, ja tuotto-odotuksemme korkosijoituksille ovat tänä vuonna vaisut. Euroalueen

valtionlainojen tuoton odotamme jäävän selvästi negatiiviseksi. Korkean luottoluokituksen Investment Grade -yrityslainojen tuoton odotamme parhaimmillaan olevan nollan tuntumassa. Todennäköisempää kuitenkin on, että niidenkin tuotto jää negatiiviseksi. Matalan luottoluokituksen High Yield -yrityslainojen ja kehittyvien markkinoiden dollarimääräisten valtionlainojen tuoton odotamme olevan 1–4 % haarukassa. Paikallisvaluuttamääräisten kehittyvien markkinoiden valtionlainojen tuottopotentiaali näyttää parhaalta ja voi ylittää jopa yli 5 %:iin.

Osakkeissa yhä kohtuullinen tuottopotentiaali

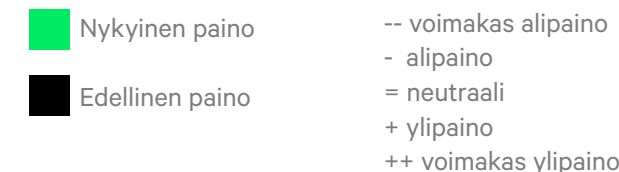
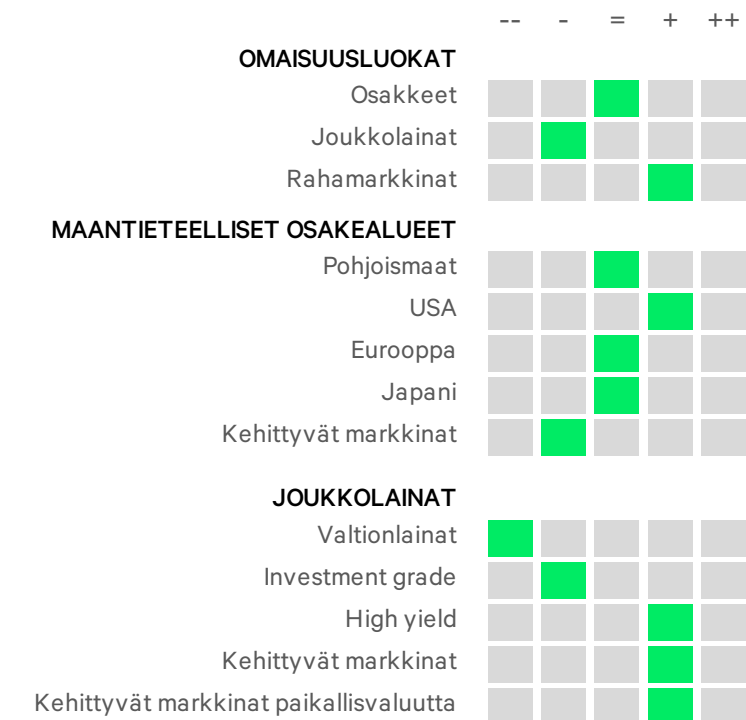
Osakemarkkinat näyttävät kalliin puoleisilta tähän vuoteen lähdeittäessä. Globaaleiden osakemarkkinoiden arvostustaso P/E-luvulla mitattuna on seuraavan 12 kuukauden tuloskasvuennusteilla laskettuna 18, kun viimeisen 10 vuoden mediaanitaso on 15,1. Tämän vuoden tuloskasvuennusteita on laskettu pitkin viime vuotta, ja osittain syynä on yritysten erinomaisen hyvän tuloskasvu viime vuonna, mikä puolestaan nostaa rimaa tälle vuodelle. Tämänhetkinen noin 7 %:n tuloskasvuennuste on lähellä historiallista pitkän aikavälin keskimääräistä tasoa. Keskuspankkien rahapolitiikan suunnanmuutoksen ja nousevat korot huomioiden emme näe enää juurikaan tilaa arvostustason nousulle. Painetta on ennemminkin niiden laskulle, koska nousevat korot pienentävät osakkeiden riskipreemiota. Tästä johtuen uskomme osakkeiden tuoton olevan tänä vuonna paljon viime vuotta maltillisempi. Keskimääräinen

tuotto-odotuksemme on 5–8 % markkina-alueesta riippuen, ja odotamme osakkeiden siis tuottavan suunnilleen ennustetun tuloskasvun verran. Mikäli yritysten tulokset yllättävät myönteisesti, voidaan osakemarkkinoilla päästä parempiinkin tuottoihin.

Allokaationäkemys neutraali

Keskuspankkien haukkamaiset linjanvedot rahapolitiikan kiristämisen suhteen ovat heilutelleet markkinoita. Tämä on näkynyt valtionlainakorkojen reippaana nousuna vuodenvaihteen ympärillä. Osakemarkkinoilla varsinkin korkean arvostustason teknologiasektori on ollut paineen alla, kun tulevien kassavirtojen diskonttaamisessa nykypäivään käytettävä korko on noussut.

Omikronin myötä kasvanut epävarmuus talouskasvuun liittyen yhdistettynä keskuspankkien haukkamaiseen rahapoliittiseen linjaan pitää meidät tällä hetkellä varovaisina riskinoton suhteen. Osakepainomme on neutraali. Korkoriski ei houkuta, joten alipainotamme pitkiä korkoja. Lyhyet korot ovat ylipainossa. Osakeallokaatioissa ylipainotamme defensiivisempää USA:ta, ja olemme alipainossa kehittyvillä markkinoilla. Eurooppa, Pohjoismaat ja Japani ovat neutraalipainossa. Koko vuoden näkökulmasta uskomme kuitenkin yhä osakkeiden potentiaaliin ja erityisesti USA:n ulkopuolisten osakemarkkinoiden tuottopotentiaaliin. Varsinkin Eurooppa näyttää houkuttelevalta sekä tuloskasvunäkymien että USA:ta matalamman arvostustason johdosta.



Korkoallokaatioissa ylipainotamme matalan luottoluokituksen High yield -yrityslainoja sekä kehittyvien markkinoiden valtionlainoja. Korkeamman tuottopotentiaalisen korkosijoitusten ylipainon olemme rahoittaneet alipainottamalla euroalueen valtionlainoja sekä korkean luottoluokituksen IG -yrityslainoja.

Markkinatuotot

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

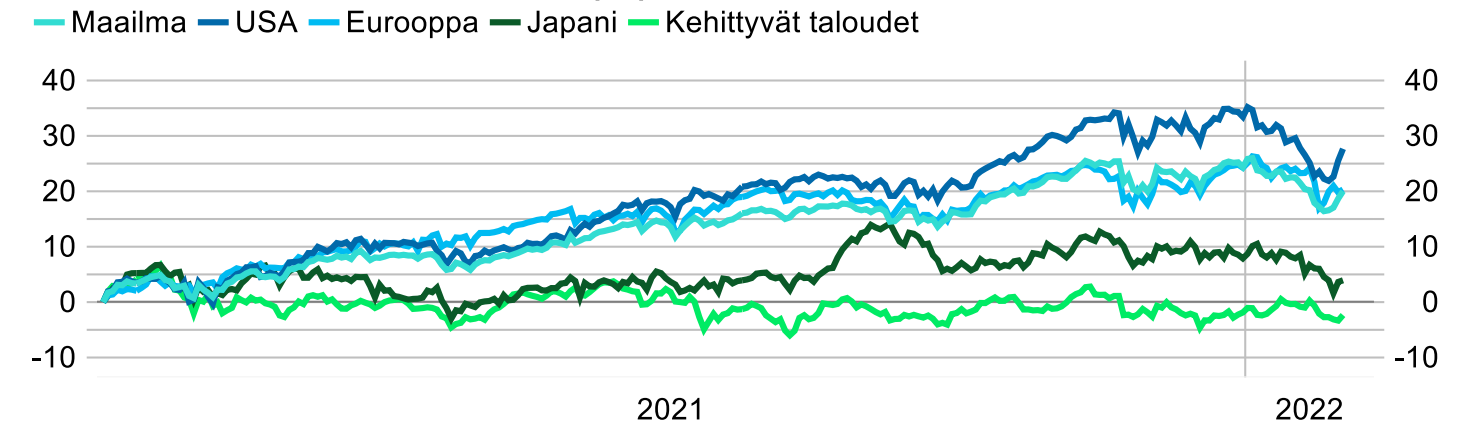
Markkinatuotot viimeisen 12 kuukauden aikana*

| Osakemarkkinat alueittain | YTD | 1 kk | 3 kk | 6 kk | 12 kk |
|----------------------------|--------|--------|---------|--------|---------|
| Maailma (MSCI) | -3.5 % | -3.5 % | -0.7 % | 5.4 % | 22.4 % |
| USA (MSCI) | -4.3 % | -4.3 % | 0.1 % | 7.5 % | 30.5 % |
| S&P 500 | -3.8 % | -3.8 % | 1.1 % | 9.1 % | 32.8 % |
| NASDAQ | -7.6 % | -7.6 % | -5.5 % | 2.6 % | 17.8 % |
| Russell 2000 | -8.3 % | -8.3 % | -9.2 % | -3.7 % | 5.8 % |
| Eurooppa (MSCI) | -3.2 % | -3.2 % | -0.8 % | 3.0 % | 21.8 % |
| Suomi (OMX HELSINKI) | -4.7 % | -4.7 % | -2.2 % | -5.5 % | 16.1 % |
| Japani (MSCI) | -3.7 % | -3.7 % | -3.0 % | 2.1 % | 5.5 % |
| NIKKEI 300 | -3.3 % | -3.3 % | -2.7 % | 1.7 % | 4.1 % |
| Kehittyvät taloudet (MSCI) | -0.5 % | -0.5 % | -1.0 % | 0.9 % | 0.5 % |
| Aasia (MSCI) | -2.1 % | -2.1 % | -2.9 % | -0.6 % | -5.1 % |
| Kiina (MSCI) | -1.5 % | -1.5 % | -9.1 % | -8.5 % | -23.5 % |
| Intia (MSCI) | 0.1 % | 0.1 % | 2.0 % | 16.1 % | 37.9 % |
| Itä-Eurooppa (MSCI) | -5.3 % | -5.3 % | -14.8 % | -1.3 % | 21.3 % |
| Venäjä (MSCI) | -7.4 % | -7.4 % | -18.2 % | -3.5 % | 20.8 % |
| Turkki (MSCI) | 7.2 % | 7.2 % | -3.2 % | -5.1 % | -15.0 % |
| Etelä-Amerikka (MSCI) | 9.0 % | 9.0 % | 13.5 % | -0.1 % | 14.4 % |
| Brasilia (MSCI) | 14.7 % | 14.7 % | 19.5 % | -5.0 % | 9.5 % |
| Meksiko (MSCI) | -3.8 % | -3.8 % | 3.8 % | 5.7 % | 31.5 % |

| Korkomarkkinat | YTD | 1 mån. | 3 mån. | 6 mån. | 12 mån. |
|---|--------|--------|--------|--------|---------|
| 3 kuukauden Euribor | 0.0 % | 0.0 % | -0.1 % | -0.3 % | -0.6 % |
| Euroalueen valtionlainat | -1.1 % | -1.1 % | -1.0 % | -3.3 % | -3.9 % |
| USA:n valtiolainat | -1.9 % | -1.9 % | -1.7 % | -3.0 % | -3.2 % |
| Globaalit valtionlainamarkkinat | 0.1 % | 0.1 % | 1.6 % | 1.6 % | 3.4 % |
| Euroalueen IG-yrityslainat | -1.3 % | -1.3 % | -1.2 % | -3.0 % | -2.2 % |
| Euroalueen HY-yrityslainat | -1.5 % | -1.5 % | -1.1 % | -1.5 % | 1.5 % |
| Globaalit HY-yrityslainat | -2.3 % | -2.3 % | -2.4 % | -3.1 % | -0.7 % |
| EM-valtionlainat (USD-määräiset) | -3.0 % | -3.0 % | -3.7 % | -4.9 % | -4.6 % |
| EM-valtionlainat paikallisessa valuutassa | 1.4 % | 1.4 % | 1.1 % | -1.7 % | -1.3 % |

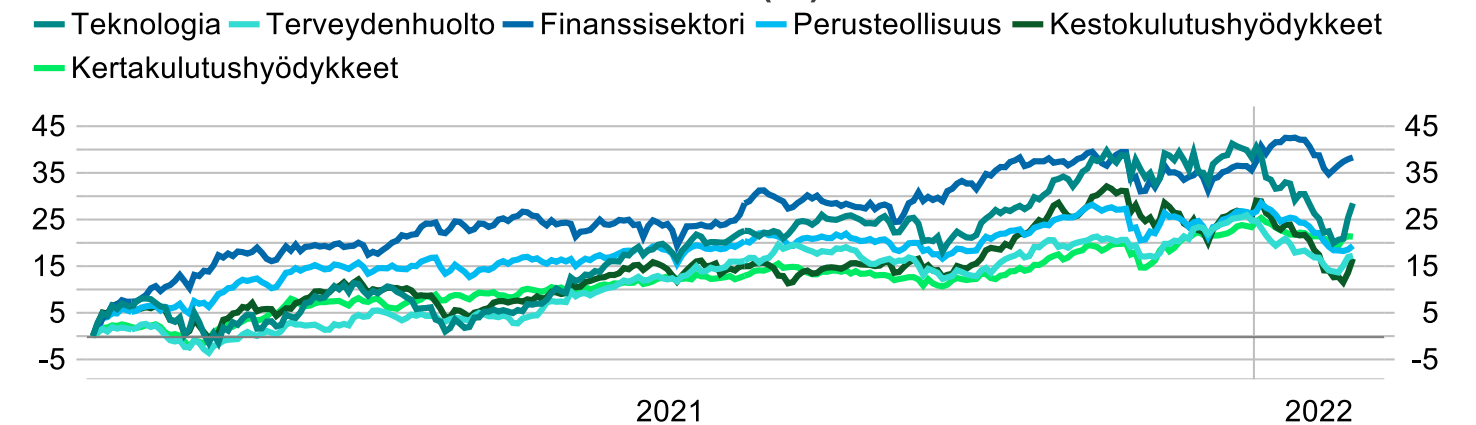
| Valuutat euroa vastaan | YTD | 1M | 3M | 6M | 12M |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Yhdysvaltojen dollari (USD) | 1.2 % | 1.2 % | 2.8 % | 5.3 % | 7.4 % |
| Ruotsin kruunu (SEK) | -1.7 % | -1.7 % | -5.5 % | -2.7 % | -3.1 % |
| Iso-Britannian punta (GBP) | 0.7 % | 0.7 % | 1.1 % | 2.2 % | 5.7 % |
| Japanin jeni (JPY) | 1.2 % | 1.2 % | 1.9 % | 0.7 % | -1.7 % |

Osakeindeksit maanosittain (%)



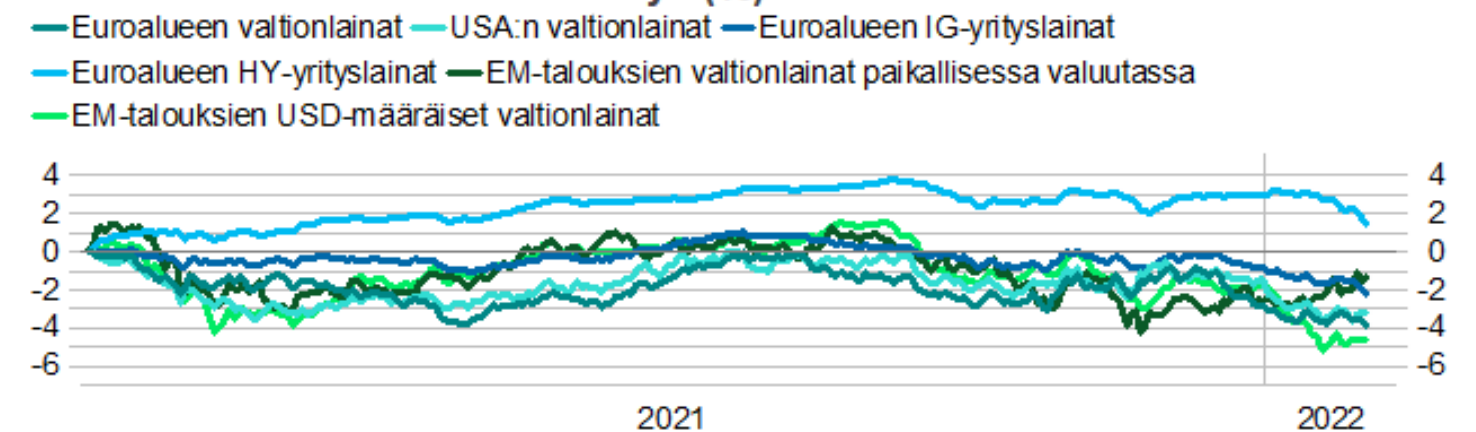
Lähteet: Aktia, Bloomberg ja Macrobond

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.

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. 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.