

02/22

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

03 Makronäkemys

Uusia haasteita vanhojen päälle

05 Markkinakatsaus

Sijoitusmarkkinoilla ei ole ollut montaa pakopaikkaa vuoden alun aikana

07 Osakkeet

Osakemarkkinoilla lukuisia vastatuulia

09 Korot

Nousseiden korkojen myötä houkuttelevia mahdollisuuksia

11 Allokaatio

Sijoitusmarkkinoiden horisontti sumuinen

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.

Johdanto

Toukokuun 15. päivä vuonna 2022 jää historiaan päivänä, jolloin Suomen valtionjohto teki virallisen päätöksen hakea jäseneksi Pohjois-Atlantin puolustusliitto Natoon. Synkät pilvet maailmantalouden taivaalla ovat lisääntyneet aina helmikuun loppupuolelta saakka, kun Venäjä aloitti hyökkäyssodan Ukrainaan. Euroopan turvallisuustilanne ja riippuvuus Venäjän energias- ta ovat puhututtaneet koko kevään ajan. Tälläkin kertaa sodalla on suuret humanitääriset ja taloudelliset vaikutukset. Venäjä ja Ukraina ovat merkittäviä energian ja maataloustuotteiden tuottaja- ja viejämaita. Raaka-aineiden hintojen voimakas nousu ja pelko viljatuotteiden riittävyydestä ovat maailmanlaajuisen huolenaihe.

Kuluva vuosi on ollut varsin synkkä osake- ja korkomarkkinoilla, kun kaikkien pääindeksien tuotto on ollut kymmenisen prosenttia negatiivinen. Sijoittajan kannalta ympäristö on ollut hyvin vaikea, kun sekä osakkeiden että tyypillisesti turvasatamina pidettyjen korkosijoitusten hinnat ovat laskeneet samanaikaisesti. Taustalla on hidastuva talouskasvu sekä kiristynvä keskuspankkien rahapolitiikka. Inflaatio alkoi kohota jo koronan sivuvaikutusten seurauksena, ja raaka-aineiden hintojen nousu on kiihdyttänyt sen kestävämmälle tasolle. Keskuspan-

kit sekä kehittyvissä että kehittyneissä talouksissa ovat käynnistäneet taiston inflaatiota vastaan. Hidastuva talouskasvu ja korkea inflaatio eivät ole sijoittajalle tuottoisa yhdistelmä.

Positiivisiakin tuottoja on toki ollut tarjolla vaihtoehtoisten sijoitusten puolella, ja suosittelemme edelleen lisäämään vakaampaa kassavirtaa tarjoavia instrumentteja omaan sijoitussuunnitelmaan. Talouskasvun hidastuessa aktiivisen salkunhoidon ja yhtiövalinnan merkitys korostuu osakemarkkinoilla. Korkotason nousun seurauksena korkosijoittajan toimintaympäristö on muuttunut aiempaa houkuttelevammaksi. Näihin aiheisiin asiantuntijamme syventyvät tällä kertaa.



Hyvää kesää toivottaen,

Kalle Ainala

Johtaja, allokaatoratkaisut

Uusia haasteita vanhojen päälle

Teksti: Lasse Corin, pääekonomisti

Ilmassa oli jo talouden normalisoitumisen merkkejä. Venäjän julma hyökkäys Ukrainaan muutti tilanteen täysin, ja pitkään puhutut geopoliittiset riskit realisoituivat. Tämän seurauksena koronahaasteiden päälle on kaatunut liuta uusia haasteita. Tällä kertaa ongelmiin ei ole rokotteen tapaista nopeaa ratkaisua. Epävarmuus kirvoitti IMF:n laskemaan kuluvan vuoden kasvuennustetta 3,6 prosenttiin aiemmasta 4,4 prosentista.

Uusi ja vaikeampi talousshokki

Taloudellisessa mielessä Venäjä on kokoaan suurempi. Maan raaka-aineviennin korvaaminen vauhdittaa investointeja, etenkin energia-alalla, ja luo näin uutta kasvupohjaa. Kaikkien venäläisten raaka-aineiden korvaaminen tulee kuitenkin viemään vuosikausia. Tästä johtuen sodan vaikutukset talouteen näkyvät pitkään. On vaikea keksiä edes skenaariota, jossa Venäjä palautuisi hyväksytyksi kauppakumppaniksi seuraavan 10 vuoden aikana.

Sodan inhimillinen hinta ei näy vain Ukrainassa, vaan myös lukuisissa köyhissä maissa, jotka nyt kärsivät ruoan kallistumisesta.

Talousshokkien ristipaineessa on myös helpotuksen merkkejä ilmassa. Tarkasti seurattujen konttirahntien hinnat ovat laskeneet selvästi viime vuoden huipuista, ja lasku on jatkunut tänä vuonna. Ainakin väliaikaista helpotusta tuo myös energia- raaka-aineiden hintojen lasku alkuvuoden huipuista. Tosin energian hinnat ovat vielä kaukana normaalista.

Yhdysvaltojen työmarkkina tulikuuma

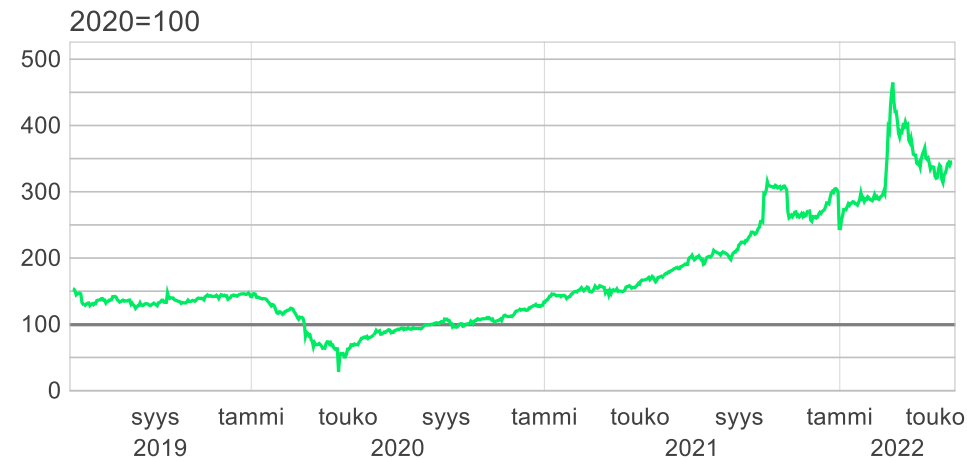
Yhdysvalloissa moni asia on kehittynyt hyvin, ja moni asia on koronan jäljiltä palautunut. Yksi tarkoin seurattu teema on USA:n työmarkkinat. Ne ovat samanaikaisesti sekä vahvuus, että rakenteellinen ongelma.

Työttömyys on tippunut 3,6 prosenttiin, eli koronaa edeltänyt taso on jo saavutettu. Samalla maassa on yli 11 miljoonaa avointa työpaikkaa, kun vuonna 2019 luku oli noin 7 miljoonaa.

24–54-vuotiaiden työllisyysaste on palautunut hyvin, joskaan ei aivan täysmääräisesti. Sen sijaan yli 55-vuotiaiden työllisyysaste vaikuttaa jämähtäneen koronakuoppaan.

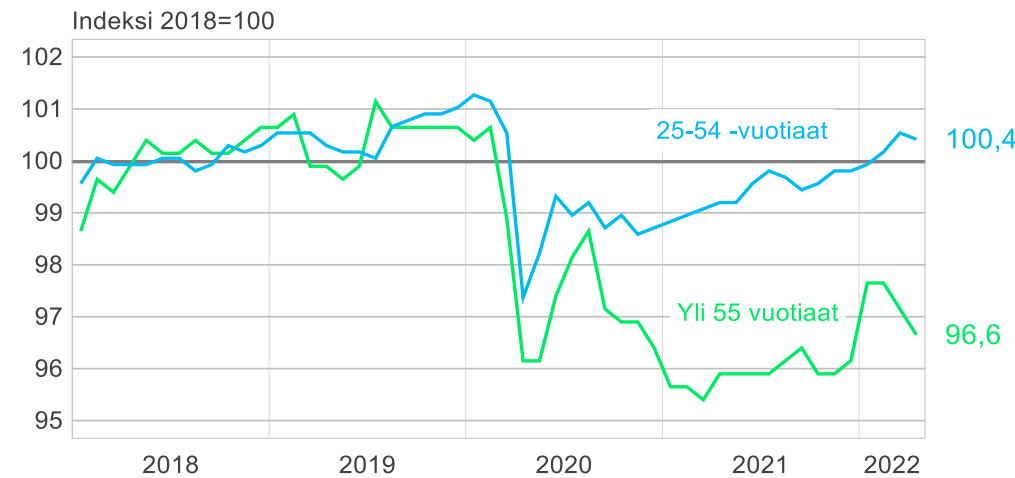
Koronan jäljiltä kulutus siirtyy työvoimaintensiivimpiin palveluihin. Palvelukysynnän kasvun positiivisten talousvaikutusten täysmääräinen ulosmittaaminen edellyttäisi parannuksia työvoiman saatavuuteen.

Energiaraaka-aineiden hintaindeksi



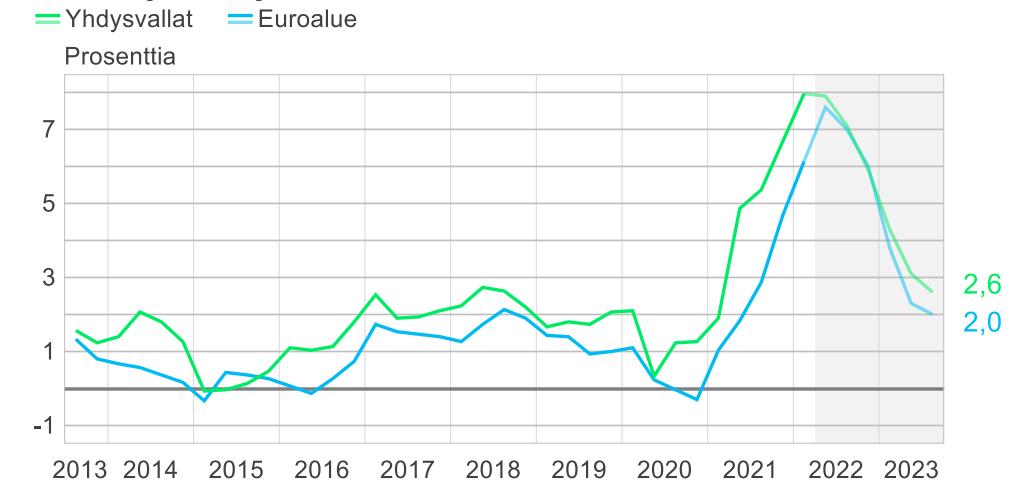
Lähde: Aktia, Macrobond ja Hamburg Institute of International Economics (HWWI).

Työllisyysaste Yhdysvalloissa



Lähde: Aktia, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).

Kuluttajahintojen vuosimuutos



Lähde: Aktia, Macrobond, Eurostat, BLS, Bloomberg.

Eurooppaan ei ole pikaista talouslaastaria

Maat tekevät eniten kauppaa naapurimaidensa kanssa. Tämä vanha viisaus pitää hyvin paikkansa Euroopan ja Venäjän kauppasuhteissa, etenkin energian osalta. Talouspakotteet asettavat monet eurooppalaiset vaikeaan asemaan. Tästä syystä öljyn ja kaasun tuontia Venäjältä ei ole EU:n toimesta kielletty.

Kaasun hinnannousu rasittaa, muiden hintapaineiden ohella, monia keskieurooppalaisia maita, joille venäläinen kaasu on tärkeä energianlähde. Venäjältä tullutta energiaa ei pystytä lyhyellä tähtämellä korvaamaan, ainakaan kohtuullisilla hinnoilla. Pitkällä tähtämellä asiaa ratkotaan mittavilla investoinneilla uusiutuvaan energiaan. Kehitys on enemmän kuin tervetullutta, mutta pikaista ratkaisua se ei tarjoa. Ukrainan sota, Kiinan koronahaasteet ja USA:n inflaatiohuolet eivät maalaa Euroopalle mitenkään ruusuista talousnäkömää.

Kiinan lock-down -politiikka rasittaa niin Kiinaa kuin muitakin maita. Vaikka lock-downeista päästäänkin eroon, on Kiina kärsinyt selvää mainehaittaa niin koronasta kuin ulkopoliitikastakin (esim. neutraali asema Venäjän sotaan). Lyhyellä tähtämellä taloushaasteet tulevat omista koronatoimista. Sen sijaan pidemmällä tähtämellä Kiinan neutraali suhtautuminen sotaan, yllättävät tuotantosuorat ja autoritääriinen johto himmentävät Kiinan houkuttelevuutta ulkomaisten investointien kohteena.

jen noston ja inflaatiota hidastavan vaikutuksen välinen viive. Rahapolitiikka ei ole tarkkaa tiedettä. On arvioitu, että korkojen noston vaikutus inflaation hidastumiseen olisi voimakkaimmillaan noin 1-2 vuotta nostosta.

Nykyiset konsensusennusteet odottavat inflaation hidastuvan merkittävästi jo ensi vuonna niin euroalueella kuin Yhdysvalloissa. Liian aggressiivisillä koronnostoilla voidaan siis ajautua tilanteeseen, jossa inflaatio hidastuu nopeasti, mutta koronnostojen kaikki inflaatiota hidastavat vaikutukset eivät ole vielä ehtineet toteutua. Tämän seurauksena rahapolitiikka olisi liian kireää.

Kaksi merkittävää talousshokkia kahdessa vuodessa, korona ja sota, ovat ajaneet talouden poikkeukselliseen asemaan. Vastaavaa toimintaympäristöä eivät historiankirjat tunne.

Ukrainan sota, Kiinan koronahaasteet ja USA:n inflaatiohuolet eivät maalaa Euroopalle mitenkään ruusuista talousnäkömää.

Mitä tekee Kiina?

Kiinan osuus globaalista taloudesta on noin 18-19 prosentin välissä. Osuus on kasvanut tasaisesti. Lisäksi Kiinan kasvu on ollut poikkeuksellisen nopeaa. Tästä syystä Kiinan lukuisat kasvuhaasteet vaikuttavat myös vääjäämättä globaalin talouteen.

Keskuspankeilla vaikea tasapainottelu edessä

Nykyinen inflaatioympäristö haastaa keskuspankit Atlantin molemmin puolin. Keskuspankit haluavat hillitä inflaatiota nostamalla korkoja, ja näin Yhdysvalloissa onkin jo tapahtunut. Ongelma on korko-

Sijoitusmarkkinoilla ei ole ollut montaa pakopaikkaa vuoden alun aikana

Teksti: Tommi Tähtinen, allokaatiojohtaja

Kuluva vuosi on alkanut markkinoilla synkissä merkeissä. Kaikkien keskeisten osake- ja korkomarkkinoiden tuotot ovat reilusti pakkasen puolella. Varsinkin korkomarkkinoilla vuoden alku on ollut ennätysellisen huono.

Osakemarkkinat ovat olleet laskevalla uralla lähes koko vuoden alun ajan. Maaliskuun lopulla nähtiin lyhyt jakso, jolloin suunta oli hetkellisesti ylöspäin, mutta huhtikuussa osakekurssit kääntyivät jälleen laskuun. Tämän julkaisun kirjoitushetkellä globaalit osakemarkkinat ovat laskeneet omista valuutoista noin 15 % ja euroissa mitattuna vähän yli 10 % vuoden alusta lukien.

Korkomarkkinoilla vuoden alku on ollut ennätysellisen huono. Vähäriskisten euroalueen valtionlainojen ja korkean luottoluokituksen Investment Grade -yrityslainojen tuotot ovat noin

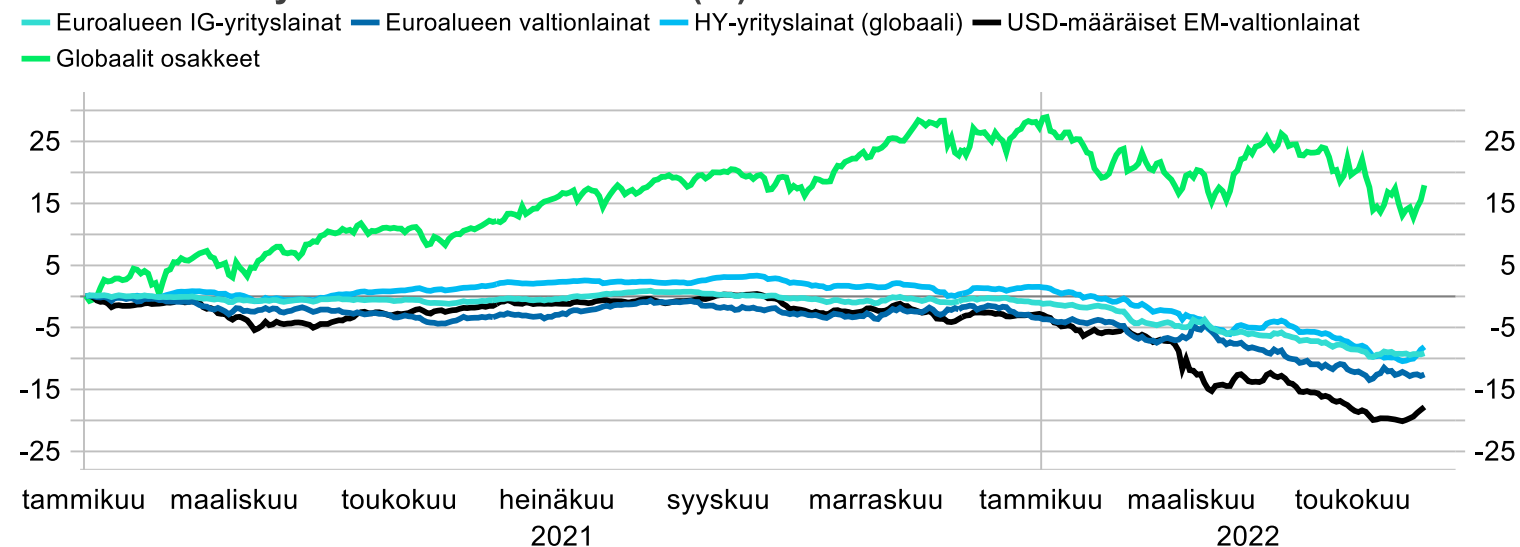


Positiivisiakin tuottoja on ollut tarjolla vaihtoehtoisten sijoitusten puolella.

10 % pakkasen puolella. Korkeamman riskin High Yield -yrityslainojen ja kehittyvien markkinoiden valtionlainojen arvot ovat laskeneet vielä tätäkin enemmän.

Positiivisiakin tuottoja on toki ollut tarjolla vaihtoehtoisten sijoitusten puolella. Esimerkiksi raaka-aineet ovat tuottaneet alkuvuonna erinomaisesti. Laaja raaka-ainekori, jossa on energiaa, teollisuusmetalleja, jalometalleja ja maataloushyödykkeitä, on tuottanut vuoden alusta yli 30 %. Kiinteistösijoitukset ovat tarjonneet hyvin suojaa kiihtyvää inflaatiota vastaan, ja vuokratuotto on tuonut tasaista kassavirtaa.

Markkinakehitys vuoden 2020 alusta (%)



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

Pääomasijoitusten tuotot alkuvuodelta ovat vielä osin hämärän peitossa, mutta niissä tuotot ovat todennäköisesti negatiiviset, koska ne seuraavat listattujen markkinoiden tuottoa pienellä viiveellä.

Rahapolitiikan muutos on yhteinen nimittäjä

Keskeisin markkinoita ajava tekijä tällä hetkellä on keskuspankkien inflaation hillitsemiseksi tarkoitettu kiristytävä rahapolitiikka. Koronapandemian aikaisesta ennätysellisen suuresta elvytyksestä ollaan nyt siirtymässä rahapolitiikan selvään kiristymiseen.

Yhdysvaltain keskuspankki Fed on nostanut ohjauksorkoan nollassa jo kahteen otteeseen

yhteensä 75 korkopistettä, ja loppuvuodelle odotuksissa on koronnostoja vielä jopa 200 korkopistettä lisää.

Koronnostojen lisäksi Fed on lopettanut joukko-velkakirjojen osto-ohjelmansa, ja alkaa pienentää massiivista lähes 9000 miljardiin dollariin paisunutta tasetaan 95 miljardilla dollarilla kuukausittain kesäkuusta alkaen.

Myös Euroopan keskuspankki tulee näillä näkymin lopettamaan oman joukko-velkakirjojen osto-ohjelmansa syksyyn mennessä ja aloittamaan niin ikään koronnostot. Seuraavan kuuden kuukauden aikana EKP:n talletuskorkoon odotetaan 75 korkopisteen nousua.

Kehittyvien maiden keskuspankit ovat aloittaneet omat koronnostonsa jo aikaisemmin, ja niissä koronnostosykli on jo huomattavasti pidemmällä. Isoista keskuspankeista Japani ja Kiina muodostavat poikkeuksen. Japanin keskuspankki jatkaa hyvin elvyttävällä linjallaan, ja Kiinassa ollaan siirtymässä elvyttävälle linjalle talouskasvunäkymien heikentyessä.

Rahapolitiikan muutos vaikuttaa sekä osake- että korkomarkkinoihin. Korkomarkkinoilla valtionlainakorot ovat nousseet selvästi, ja ne ovat vetäneet mukanaan myös yrityslainojen korot. Osakemarkkinoilla korkotason nousu on pienentänyt osakkeiden riskipreemiota, mikä on näkynyt kurssilaskun myötä arvostustasojen laskuna.

Epävarmuustekijöitä poikkeuksellisen paljon

Taloukasvuun ja yritysten tulokasvuun liittyviä epävarmuustekijöitä on tällä hetkellä poikkeuksellisen paljon. Pelko rahapolitiikan liiallisesta kiristymisestä, Venäjän ja Ukrainan välisen sodan vaikutukset, Kiinan vaikea koronatilanne, inflaatio ja kysymysmerkit yritysten tulevaisuuden näkymien suhteen ruokkivat kaikki epävarmuutta ja hermostuttavat sijoittajia. Hyvä uutinen on se, että osakkeiden arvostustasot eivät ole korkealla ja korkotasot ovat jo selvästi viimeisen 10 vuoden mediaanitasoja korkeammalla. Paljon huonoja uutisia on jo siis hinnoiteltu.

Osakemarkkinoilla lukuisia vastatuulia

Teksti: Patrik Moring, allokaatiojohtaja

Alkuvuosi on ollut osakemarkkinoille hyvin vaikea jakso. Osakekurssit ovat olleet voimakkaassa laskussa Ukrainan sodan, Kiinan uusiutuneiden koronahuolien sekä hyvin nopeasti kiristyvän rahapolitiikan rasittamina. Jatkossa kasvunäkymän heikkeneminen ylläpitää painetta, jota tosin on jo hinnoiteltu merkittävästikin. Osakemarkkinoiden arvostukset ovatkin jo selvästi pidemmän aikavälin tasojensa alapuolella pl. Yhdysvalloissa, mutta merkittävää tulosten heikkenemistä ei kuitenkaan ole vielä hinnoiteltu. Sijoittajan kannattaa kiinnittää huomionsa laadukkaisiin yhtiöihin, joilla tuloksen ja osinkojen kestävyys on keskimääräistä paremmalla tasolla.

Sijoitusmarkkinoilla on viime vuodet nautittu äärimmäisen keveästä rahapolitiikasta, mutta nyt tilanne on muuttumassa hyvin nopeasti. Osakemarkkinoiden hinnoittelussa nähtävissä oleva rahapolitiikan muutos on otettu vastaan hyvin rauhallisella tavalla. Vuosia kestäneen nousun jälkeen kurssit ovat kääntyneet selvään laskuun. Erityisen kovasti ovat laskeneet viime vuosien suosikit, eli yhdysvaltalaiset kasvuyhtiöt. Näiden arvostukset olivat vuosien suosikkiaseman tukemana päässeet kiipeämään varsin korkeiksi. Korkeampien korkojen maailmassa kiinnitetään erityisesti huomiota arvostuksiin.

Toki osakemarkkinoiden laskun taustalla on muutaakin kuin rahapolitiikan muutos. Venäjän aloittama Ukrainan sota on kiihdyttänyt inflaatiota ja

nostanut raaka-aineiden hintoja sekä kuluttajille, että yrityksille. Lisäksi Kiinassa uudestaan pintaan nousseet huolet koronasta, sekä siitä aiheutuneet voimakkaat sulkutoimet vaikeuttavat jälleen keran toimitusketjujen ja tuotantolaitosten toimintaa. Heikentyvä kasvuympäristö, kohoavat tuotantokustannukset ja kallistuvat rahoituskustannukset ovat olleet myrkkyä osakemarkkinoille. Näin ollen laskua on nähty hyvin laajasti ympäri maailman.

Arvostustasot osakemarkkinoilla ovatkin laskeneet varsin laajasti. Kaikkialla muualla kuin Yhdysvalloissa osakkeiden arvostukset ovat viimeisen kymmenen vuoden mediaanitason alapuolella. Yhdysvalloissakin arvostus on huomattavasti matalampi kuin vielä alkuvuodesta, vaikkakin vielä arvokkaan puolella.

” Venäjän aloittama Ukrainan sota on kiihdyttänyt inflaatiota ja nostanut raaka-aineiden hintoja sekä kuluttajille, että yrityksille.

Osakemarkkinoita nyt kurittavat tekijät vaikuttavat eri markkinoihin hieman eri tavoin. Ukrainan sodan vaikutukset liittyvät pääosin energian hintoihin ja saatavuuteen. Tästä kärsii erityisesti Euroopan talous, vaikka korkeat energian hinnat ovat myös globaali ongelma.

Kiinan koronasulut vaikuttavat kaikkiin yhtiöihin, joilla on tuotantolaitoksia, alihankkijoita tai osatoimittajia Kiinassa. Käytännössä vaikutukset ulottuvat kaikille markkinoille ja kaiken tyyppistä valmistusta harjoittaviin yhtiöihin. Lisäksi Kiinan kotimarkkinakysyntä on hyvin heikkoa sulkujen vuoksi, mikä vaikuttaa mm. kuluttajatuoteyhtiöihin, jotka myyvät tuotteita Kiinan markkinoilla.

Korkojen nousu taas vaikuttaa eniten korkeimman arvostuksen yhtiöihin ja niihin yhtiöihin, joilla tulokasvu perustuu eniten tulevaisuuden kasvuodotuksiin. Vaikka korkotasoa onkin nous-

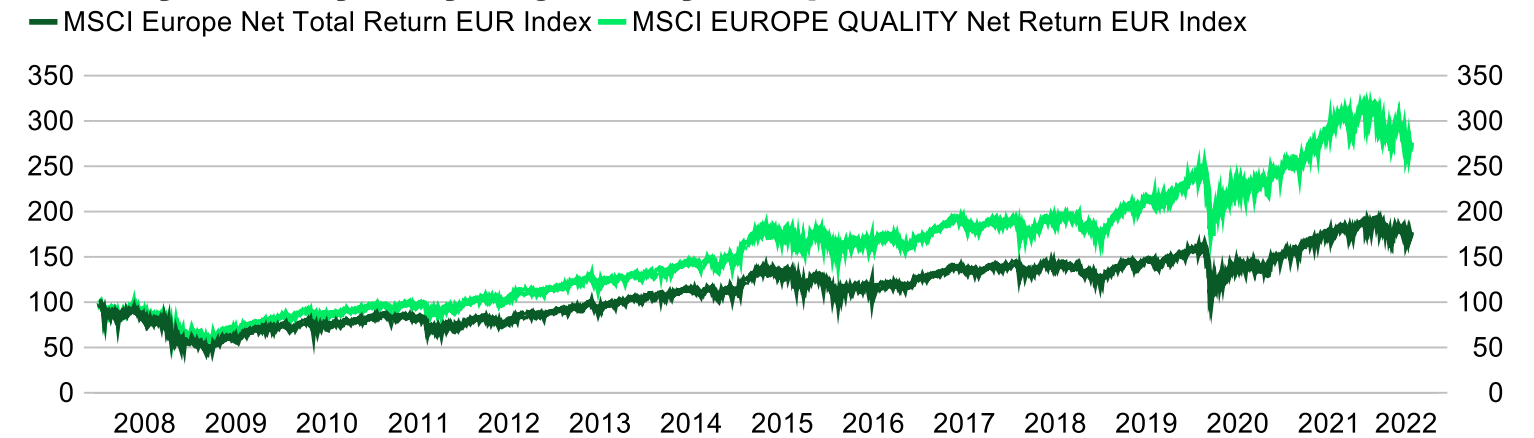
sut varsin rivakasti, ei taso vielä ole sellainen, että sillä itsessään olisi kasvua jarruttava vaikutus, etenkin Yhdysvaltain ulkopuolella. Kotitaloudet ja yritykset ovat pääosin hyvässä kunnossa, eikä velanhoitokustannusten nousu vielä rasita niiden kehitystä. Huomioitavaa on kuitenkin, että hyvin korkean inflaation vuoksi kotitalouksien reaaliansoitot ovat supistuvalla uralla, mikä näkyyne kulutushalukkuudessa jollain aikavälillä.

Huomio laatu-yhtiöihin

Matalat korot ja aika matalana jatkunut kasvu ovat pitkään suosineet kasvuosakkeita ja sitä kautta Yhdysvaltain markkinaa, jossa niitä on suhteessa enemmän kuin muualla. Nykyisessä ympäristössä voittajiksi ovat nousseet erityisesti energiayhtiöt, joiden tulosten nouseminen on nostettu öljyn hinnan noususta rajusti. Tämän kehityksen on vaikea ennakoita jatkuvan pitkään, sillä öljyn hinta on jo stabiloitunut. Vaikka sodan eskaloitumiselle on olemassa mahdollisuus, ei hintojen ennakoita nousevan juurikaan korkeammalle.

Toinen luokka yhtiöitä, joka hyötyy nykyisestä ympäristöstä korkojen nousun myötä, on pankit. Korkeammat korot parantavat pankkien rahoituskatetta, joka monin paikoin tulee tulosriiville varsin suoraviivaisesti. Näidenkin osalta on

Laatuyhtiöt hyviä yli ajan, myös epävarmuuden keskellä



Lähteet: Aktia ja Macrobond

hyvä muistaa, että jossain kohtaa korkeammat korot aiheuttavat enemmän harmia luottotappioiden muodossa.

Ehkäpä selkeimmin nykyiseen ympäristöön sopivatkin sellaiset yhtiöt, joiden tulos ei heilahtele liiaksi kasvunäkymien tai raaka-aineiden hintojen nousun vuoksi, ja joilla on tase kunnossa. Puhutaan siis laatu-yhtiöistä, joita voivat edustaa esi-

merkiksi ns. osinkoaristokraatit, eli yhtiöt, joilla on pitkä katkeamaton paranevan osingon historia.

Maantieteellisistä alueista pidämme edelleen Euroopasta. Markkinoiden arvostuskertoimet ovat selvästi jo edullisen puolella ja alueelta löytyy paljon hyviä ja laadukkaita yhtiöitä, joilla liiketoiminta on erittäin kansainvälistä. Alkuvuodesta voimakkaasti heikentynyt euro auttaa näitä yhtiöitä kilpailukyvyyn suhteen.

Myös muut alueet, kuten kehittyvät markkinat ja Japani ovat selkeästi edullisemmin arvostettuja kuin Yhdysvallat, joka on edelleen kalliinpuoleinen. Yhdysvaltain muita korkeampaa arvostusta ylläpitää sen muita turvallisempi asema, ison kotimarkkinan ja energiaomavaraisuuden säästämänä.

” Toinen luokka yhtiöitä, joka hyötyy nykyisestä ympäristöstä korkojen nousun myötä, on pankit.

Nousseiden korkojen myötä houkuttelevia mahdollisuuksia

Teksti: Patrik Moring, allokaatiojohtaja

Kauan ennakoitu käänne korkomarkkinoilla on alkuvuodesta käynyt toteen. Näin heikkoa alkuvuotta ei korkomarkkinoilla ole koettu miesmuistiin. Korkojen nousu on vienyt kaikki korkoluokat osakemarkkinoiden tappioiden kaltaisiin lukemiin. Taustalla on rajusti noussut inflaatio, ja sen myötä tapahtunut hyvin nopea muutos rahapolitiikassa. Korkojen nousun myötä sijoittajille onkin avautunut moniin vuosiin houkuttelevin näkymä korkosijoittamiselle.

Sijoitusmarkkinoilla on eletty vuosia äärimmäisen matalien korkojen ja poikkeuksellisten rahapoliittisten toimien keskellä. Nyt tämä aikakausi on tullut päätökseensä, kun keskuspankit Yhdysvaltain Fedin johdolla ovat aloittaneet rahapolitiikan normalisoinnin. Alun perin finanssikriisistä lähtenyt voimakas elvyttämisen tarve ei ehtinyt tulla edes päätökseensä, ennen kuin koronapandemia aiheutti uuden talouden täyspysäytyksen ja uuden tarpeen massiiviselle elvytykselle. Toipuminen pandemiasta oli kuitenkin hyvin rivakkaa, kun samalla tuotanto-ongelmat olivat edelleen valloillaan. Inflaatio lähti tästä kierroksille kiihdyttäen tahtiaan Ukrainassa käytävän Venäjän sodan myötä. Ennätyskorkealle nousut inflaatio ja sen aiemmin odotettua sitkeämpi luonne ovat pakottaneet keskuspankit tarttumaan toimeen.

Yhdysvaltain keskuspankki Fed on nyt nostanut ohjauskorkoaan kahteen otteeseen, jälkimmäisellä kerralla 50 korkopisteen verran. Odotuksissa on useampi 50 korkopisteen nosto, ennen kuin tahti alkaa hidastua. Lisäksi keskuspankki aloittaa taseen supistamisen kesäkuussa. Molemmilla toimilla on korkotasoa nostava vaikutus. Erityisen rajusti korot ovat nousseet korkokäyrän lyhyemmässä päässä, kun pidemmissä koroissa heräilee hieman huolia nostojen vaikutuksesta kasvu-

näkymiin. Onhan mahdollista, että saadaksesen inflaation kuriin keskuspankin on ajettava korkotasoa talouskasvua rajoittavalle tasolle.

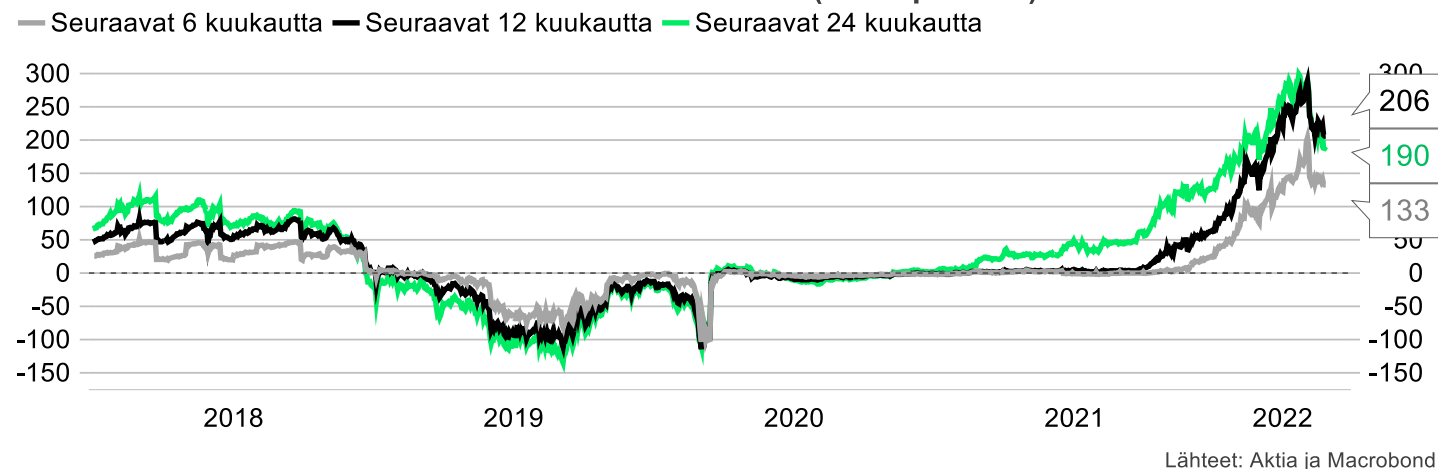
Euroopan keskuspankin osalta koronnostoista ei aiemmin huolehdittu vielä laisinkaan. Kevään kuussa on kuitenkin käynyt selväksi, että tahto ainakin negatiivisista koroista irtoamiseen on olemassa. Ensimmäinen talletuskoron nosto nähtäneen jo kesän aikana. Tämän lisäksi myös EKP on ajamassa alas omaa osto-ohjelmaansa.



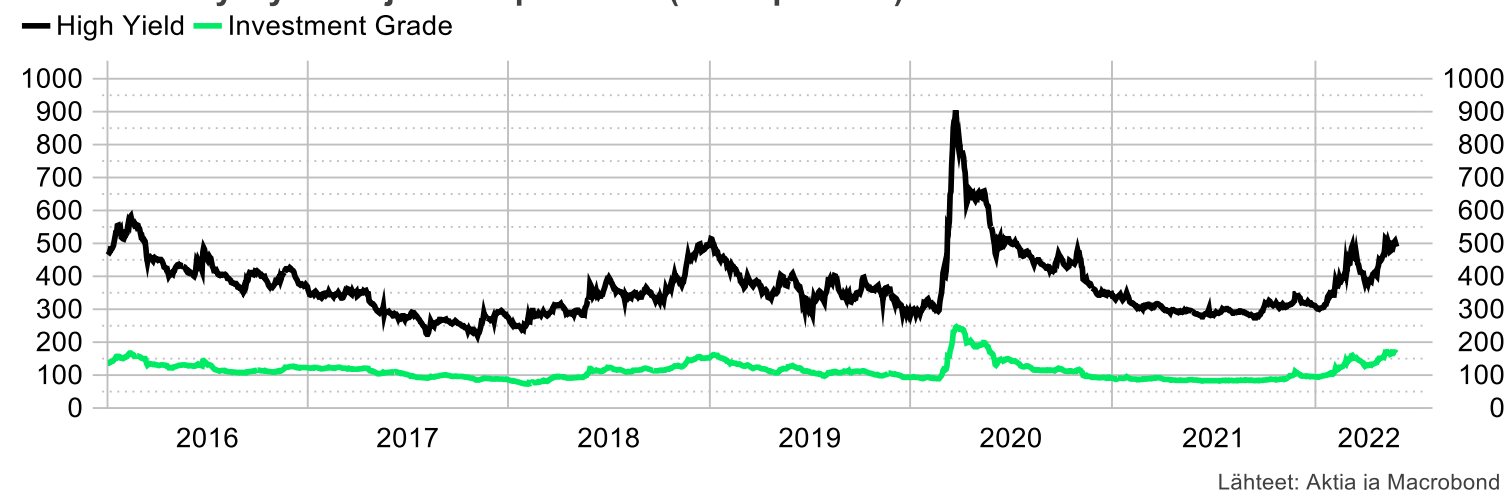
Ennätyskorkealle noussut inflaatio ja sen aiemmin odotettua sitkeämpi luonne ovat pakottaneet keskuspankit tarttumaan toimeen.

Sijoitusmarkkinoille sekä nouseva korkotasoa, että osto-ohjelmien loppumisen ja taseiden supistamisen kautta vähenevä likviditeetti ovat suuria muutoksia. Edelleen jatkuva korkojen nousu on myrkyä sijoittajalle, kuten alkuvuoden markkinakehityksestä voidaan havaita. Samalla kuitenkin jo nyt on nähty korkotason voimakas nousu tasolle, jossa sijoittajille alkaa löytyä vaihtoehtoja myös korko-omaisuusluokista.

Markkinoiden hinnoittelemat koronnostot USA:ssa (korkopistettä)



Euroalueen yrityslainojen riskipremiot (korkopistettä)



Valtionlainoissa edelleen vaikeaa

Koronnostojen ja kasvavan lainanoton myötä valtionlainakorkojen suunta on ollut selkeästi ylöspäin, mikä on tarkoittanut negatiivisia tuottoja. Jatkossa nousut tuskin ovat yhtä rajuja. Yhdysvalloissa korkotasot on noussut selkeimmin, tarjoten sijoittajille jo kohtuullista tuottoa. Euroissa sijoittavan tilannetta dollarikorot eivät kuitenkaan helpota, mikäli valuuttariskiltä haluaa suojautua. Euroopassakin valtionlainojen korot ovat nousseet, mutta eivät vielä sijoittajan kannalta houkuttelevalla tasolla.

Hyvän luottoluokituksen Investment Grade -yrityslainoissa tilanne on kehittynyt parempaan suuntaan. Absoluuttisesti korkotasot on kuitenkin Euroopassa edelleen aika matala, vaikkakin parempi kuin vuosiin. Luottoriskimarginaalit ovat leventyneet selkeästi, ja yhdessä nähdyn pohjakoron nousun kans-

sa tilanne on sijoittajan jatkonäkymien osalta aiempaa parempi. Investment Grade -lainoissa juoksuai-ka on tyypillisesti kuitenkin melko pitkä, mikä yhdistettynä nousevien korkojen ympäristöön ei juuri nyt ole sijoittajalle houkutteleva. Houkuttelevuutta ei myöskään lisää keskuspankkien osto-ohjelmien päättyminen. Heikomman luottoluokituksen High Yield -yrityslainoissa tilanne on muuttunut selvästi aiempaa houkuttelevammaksi. Luottoriskimarginaalit ovat nousseet selvästi aiempaa korkeammalle, ja samalla lainojen kokonaiskorko on noussut ta-

” Absoluuttisesti korkotasot on kuitenkin Euroopassa edelleen aika matala, vaikkakin parempi kuin vuosiin.

solle, joka on nähty viimeksi noin kymmenen vuotta sitten. High Yieldin puolesta puhuu myös matalampi korkoriski, mikä tekee niistä vähemmän haavoittuvan korkojen nousua kohtaan. Luottoriski on heikomman luottoluokituksen lainoissa oleellinen seurattava, mutta tällä hetkellä näkyvissä ei ole merkkejä luottotapahtumien lisääntymisestä. High Yield -yrityslainamarkkinat ovatkin nykyisellään houkutteleva kokonaisuus.

Kehittyvät markkinat suosikkina

Kehittyvien talouksien lainamarkkinat ovat olleet laajasti paineen alla alkuvuonna. Osuivathan Venäjän sota Ukrainassa, Yhdysvaltain korkojen nousu sekä dollarin vahvistuminen aika lailla markkinoiden ytimeen. Monilla markkinoilla muutoksia on kuitenkin jo hinnoiteltu aika etupainotteisesti, keskuspankit ovat jo nostaneet omia korkojaan, ja va-

luutat ovat kohtuullisen houkuttelevia arvostuksiltaan. Yleinen riskinottohalukkuuden lasku vaikuttaa sijoittajien halukkuuteen olla mukana kehittyvillä markkinoilla, mutta painotukset ovat jo valmiiksi aiempia laskuja matalammat. Suurta ryntäystä ulos kehittyvien talouksien lainamarkkinoilta ei siis ole näköpiirissä. Paikallisvaluuttamääräiset reunavaltiomarkkinat näyttävät tässä mielessä erityisen houkuttelevilta, koska ulkomaisten sijoittajien osuus näillä markkinoilla on hyvin pieniä.

Vaikka rahapolitiikan muutos aiheuttaa epävarmuutta kehittyvien markkinoiden korkoihinkin, pidämme erityisesti paikallisen valuutan rahastojamme edelleen erittäin houkuttelevana korko-omaisuusluokkana, kun tukena ovat nousseet korkotasot, valuuttojen kohtuullinen arvostus ja matala ulkomaisten sijoittajien omistusosuus. Lisäksi salkuissamme ei ole ollut lainkaan sijoituksia Venäjälle.

Sijoitusmarkkinoiden horisontti sumuinen

Teksti: Tommi Tähtinen, allokaatiojohtaja

Sijoitusmarkkinoilla eletään tällä hetkellä poikkeuksellisen epävarmassa tilanteessa. Sota Euroopassa, vuosikymmeniin korkeimmalla tasolla oleva inflaatio ja keskuspankkien rahapolitiikan täyskäännös ovat nostaneet stagflaatio- ja taantumapelot pinnalle.

Kuluva vuosi on toistaiseksi menty markkinoilla hyvin hermostuneissa tunnelmissa, kun sekä osake- että korkomarkkinoiden tuotot ovat sukeltaneet syvälle pakkasen puolelle. Monille markkinoille tämä vuosi on jo menetetty vuosi, koska miinukset ovat niin isoja. Heikon markkinakehityksen taustalla on ennen kaikkea pelko siitä, että keskuspankkien, etenkin Fedin, rahapolitiikan voimakas kiristäminen nostaa korkoja liikaa, hidastaa talouskasvua merkittävästi, ja pahimmillaan ajaa USA:n talouden jopa taantumaan.

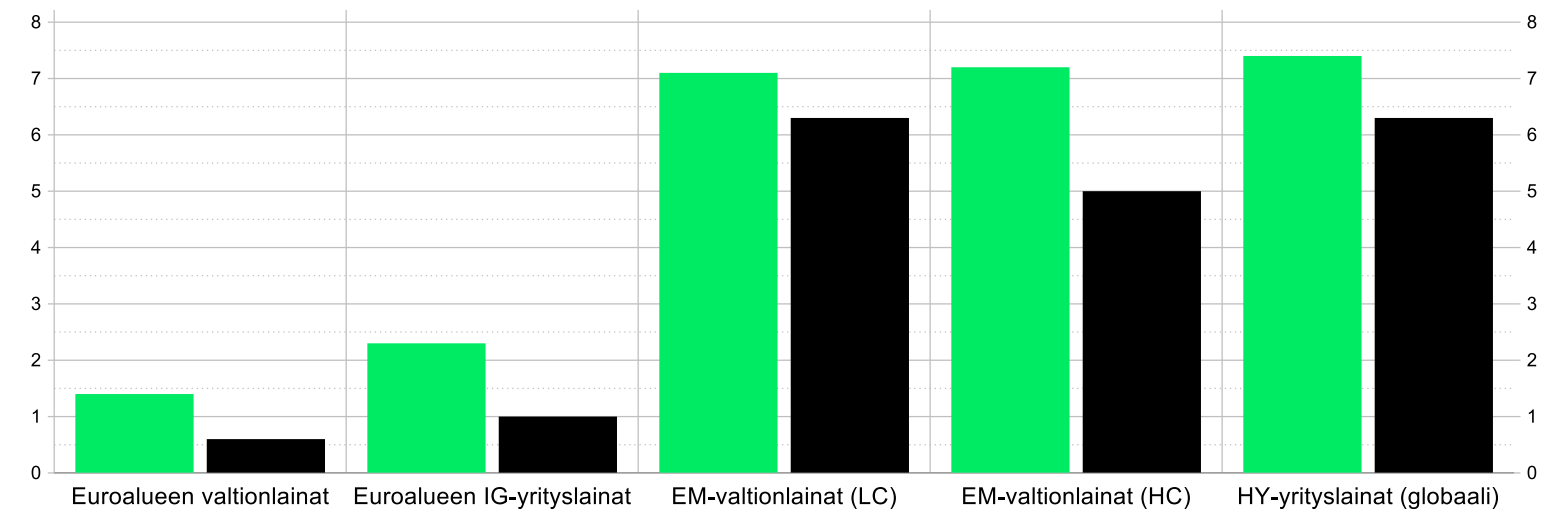
Stagflaatio- ja taantumapelot hermostuttavat markkinoita

Ekonomistien konsensusennuste globaalille talouskasvulle tänä vuonna on laskenut vuoden alun 4,3 %:sta 3,5 %:iin. Ennusteita on laskettu kautta linjan niin kehittyneissä kuin kehittyvissä maissa. Toteutuessaan tämäkin taso olisi viime vuosikymmenen trendikasvun yläpuolella.

Talouskasvun edessä on kuitenkin monenlaista vastatuulta. Suurin riski liittyy keskuspankkien rahapo-

Korkotasot (%)

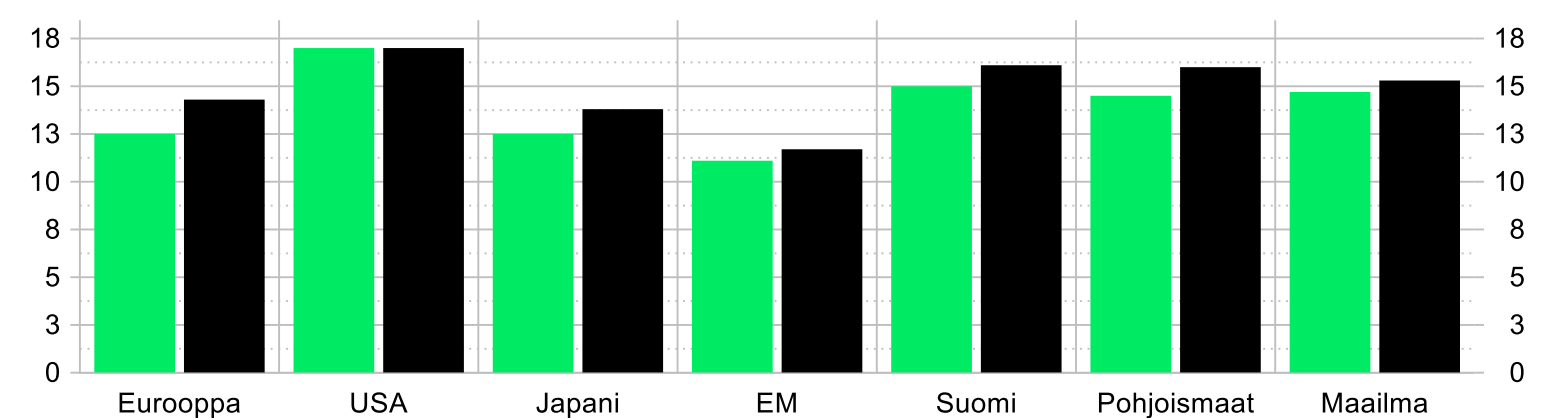
■ Taso tällä hetkellä ■ 10 vuoden mediaani



Lähteet: Aktia ja Macrobond

Osakearvostukset (P/E)

■ Viimeisin ■ 10 vuoden mediaani



Lähteet: Aktia ja Macrobond

litiikan muutokseen – rahapolitiikka muuttuu hyvin elvyttävästä selvästi kiristävään suuntaan keskuspankkien ryhdyttyä inflaation vastaiseen taistoon toden teolla. Inflaatio on noussut USA:ssa yli 8 %:iin ja euroalueellakin lähes samalle tasolle. Tämä on kovin inflaation taso neljäkymmeneen vuoteen. Fedin ohjaukorko on tällä hetkellä vajaassa 1 %:ssa,

ja markkina hinnoittelee sen nousevan vuoden loppuun mennessä yli 2,5 %:iin. Historian valossa rahapolitiikan kiristymisen ajoittaminen ja mitoittaminen talouskasvua vaarantamatta on ollut Fedille vaikea tehtävä. Tehtävää vaikeuttaa se, että inflaatio on osittain tarjonnan kapeikoista johtuvaa. Energian, raaka-aineiden ja ruuan hinnan nousuun Fedin

toimilla on hyvin vähän suoraa vaikutusta. Venäjän ja Ukrainan sota on kiihdyttänyt tätä raaka-aineve-toista inflaatiota entisestään.

Toinen keskeinen riski on Kiinan talouskasvun hi-dastuminen. Kiina pyrkii edelleen tukahduttamaan koronaviruksen leviämisen voimakkailla rajoitustoi-milla. Yksityinen kulutus on kärsinyt selvästi rajoi-tustoimista johtuen, ja vaikutukset alkavat näkyä myös teollisuudessa. Globaaleiden toimitusketjujen toimivuus on jälleen vaarassa, ja jo hiukan helpotta-massa olleet tuotantovaikeudet voivat monilla teolli-suuden aloilla jälleen pahentua.

Kokonaisuutena globaalin talouden kasvunäky-mät ovat ajautuneet stagflatoriseen suuntaan – ta-louskasvu hidastuu ja inflaatio on korkealla. Taantu-ma tänä vuonna näyttää epätodennäköiseltä, mutta ensi vuoden osalta taantumariski on kasvanut.

Korot nousseet jo reippaasti ja nousu on tasaantumassa

Korkeaa inflaatiota ja keskuspankkien rahapolitiikan kiristymistä on hinnoiteltu korkomarkkinoilla jo koko alkuvuosi. Kaikkien keskeisten korkomarkki-noiden juoksevat korkotuotot ovat jo selvästi viimei-sen 10 vuoden mediaanitasojen yläpuolella. Esimer-kiksi USA:n valtionlainaindeksin korko on noussut vuodenvaihteen noin 1,3 %:sta jo lähes 3 %:iin, ja eu-roalueella nollasta yli 1,3 %:iin. Valtionlainakorkojen nousu on välittynyt kaikkiin muihinkin korko-omai-suuslajeihin. Korkoliike on rauhoittumaan päin ja us-

komme, että suurin osa korkojen noususta on jo nähty. Alkuvuosi on ollut tuotoissa koroille suoras-taan murhaava. Eteenpäin katsoen tuotto-odotuk-set alkavat kuitenkin näyttää jo hyvinkin houkutte-levilta nousseen korkotason myötä.

Osakkeiden arvostukset laskeneet, tuloskasvuennusteet kysymysmerkki

Alkuvuoden kurssilaskun myötä osakemarkkinoi-den arvostustasot ovat laskeneet jo houkutteleville tasoille, ja ainoastaan USA:n markkina näyttää yhä kalliinpuoleiselta. Globaaleiden osakemarkkinoiden arvostustaso P/E-luvulla mitattuna on 15,8, kun se vuoden alussa oli 18. Viimeisen 10 vuoden mediaa-nitaso on 15,1.

Tuloskasvuennusteet ovat kuitenkin hämärän pei-tossa. Ensimmäisen kvartaalin tuloskausi oli hyvä, ja valtaosa yrityksistä ylitti odotukset. Yritysten an-tamassa eteenpäin katsovassa tulosohjauksessa on kuitenkin ollut nähtävissä varovaisuutta samaan ai-kaan, kun analyttikoiden tuloskasvuennusteet ovat pysyneet ennallaan. Hidastuva talouskasvu ja kus-tannuspaineet voivat tarkoittaa sitä, että tuloskas-vuodotuksiin on entistä vaikeampi päästä. Samaan aikaan osakkeiden riskipreemio korkoihin nähden on korkojen nousun myötä kaventunut. Näistä ris-keistä johtuen näemme osakkeiden tuottopotenti-aalin varsin maltillisena.

Mikäli tuloskasvuennusteet eivät isosti petä, osak-

keet saattavat kuroa osan alkuvuoden tappiois-ta vielä kiinni, mutta vahvaan sijoitusvuoteen osak-keissa emme usko.

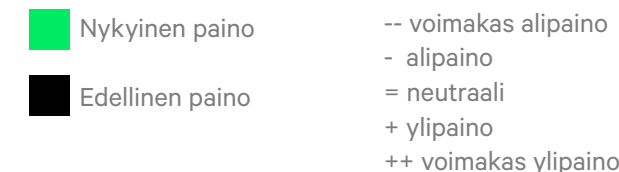
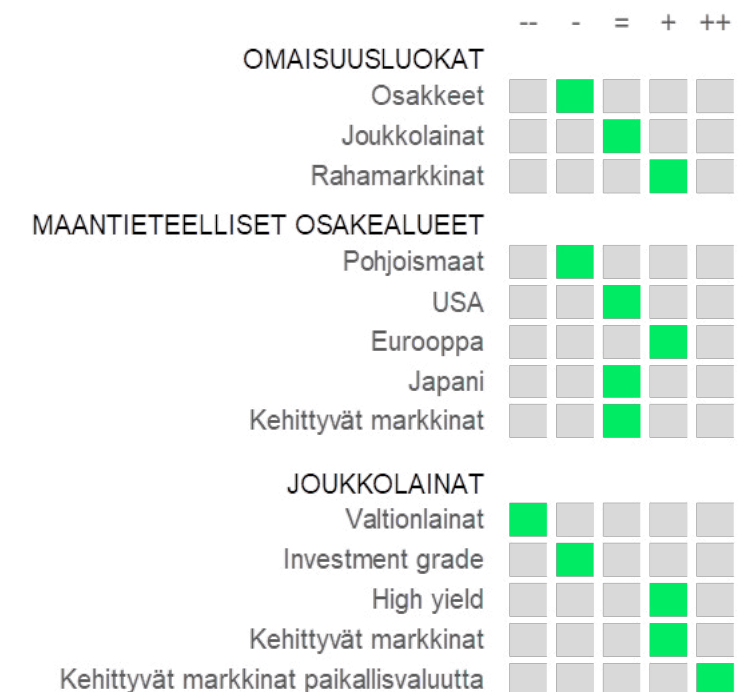
Allokaatiossa riskinottoa keskimääräistä vähemmän – osakkeet alipainossa

Talous- ja tuloskehitykseen kohdistuu huomattavaa epävarmuutta ja tämä yhdistettynä kiristyvään ra-hapolitiikkaan ja nousseisiin korkoihin pitävät mei-dät osakkeiden suhteen varovaisina. Tällä hetkellä olemme alipainossa osakkeissa suhteessa korkosi-joituksiin.

” Korkosijoitusten tuotto-riskisuhde houkuttelee osakkeita enemmän.

Osakkeiden maantieteellisessä allokaatiossa ylipai-notamme arvostustasoltaan edullisempaa Euroop-paa ja alipainotamme pohjoismaisia osakkeita. USA, Japani ja kehittyvät markkinat ovat neutraalipai-nossa.

Korkosijoitusten tuotto-riskisuhde houkuttelee osakkeita enemmän. Heikon talous- ja tuloskasvu-kuvan johdosta osakemarkkinoiden tuotto-odotus loppuvuonna on vaatimaton. Yrityslainojen ja kehit-tyvien maiden lainojen tuottopotentiali sen sijaan on varsin hyvä.



Korkoallokaatiossa ylipainotamme korkeamman tuottotason High Yield -yrityslainoja ja kehittyvi-en markkinoiden valtionlainoja, joissa suosimme erityisesti paikallisvaluuttamääräisiä lainoja. Näillä markkinoilla juokseva korkotuotto on jo yli 7 %. Eu-roalueen valtionlainoja ei mallisalkustamme löydy lainkaan, ja korkean luottoluokituksen Investment Grade -yrityslainatkin ovat alipainossa selvästi ma-talammasta korkotasosta johtuen.

Markkinatuotot

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

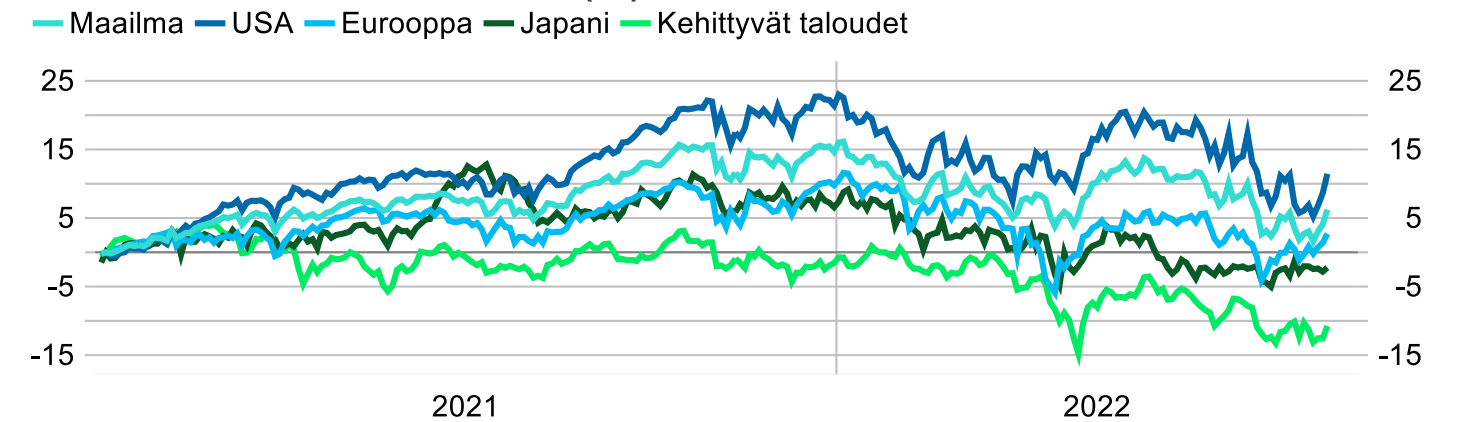
Markkinatuotot viimeisen 12 kuukauden aikana

Osakemarkkinat alueittain	YTD	1 kk	3 kk	6 kk	12 kk
Maailma (MSCI)	-7.3 %	-1.3 %	-1.3 %	-5.2 %	6.5 %
USA (MSCI)	-8.2 %	-2.6 %	-1.0 %	-5.7 %	11.8 %
S&P 500	-6.8 %	-1.9 %	-0.2 %	-4.0 %	13.8 %
NASDAQ	-17.6 %	-4.2 %	-7.0 %	-17.3 %	0.5 %
Russell 2000	-10.6 %	-1.2 %	-2.9 %	-11.3 %	-5.5 %
Eurooppa (MSCI)	-6.4 %	1.1 %	-0.6 %	-1.7 %	3.0 %
Suomi (OMX HELSINKI)	-10.0 %	0.5 %	1.2 %	-5.8 %	-3.2 %
Japani (MSCI)	-8.3 %	0.9 %	-2.8 %	-10.1 %	-0.8 %
NIKKEI 300	-8.7 %	0.5 %	-3.7 %	-10.3 %	-2.2 %
Kehittyvät taloudet (MSCI)	-9.3 %	-1.6 %	-5.9 %	-8.9 %	-10.2 %
Aasia (MSCI)	-11.0 %	-1.0 %	-6.4 %	-11.4 %	-13.2 %
Kiina (MSCI)	-15.5 %	2.5 %	-10.3 %	-20.0 %	-29.6 %
Intia (MSCI)	-5.2 %	-8.5 %	-0.1 %	-3.1 %	14.9 %
Itä-Eurooppa (MSCI)	-80.8 %	-2.7 %	-71.4 %	-80.3 %	-78.9 %
Venäjä (MSCI)	-100.0 %	-3.4 %	-100.0 %	-100.0 %	-100.0 %
Turkki (MSCI)	15.3 %	-12.9 %	10.7 %	11.1 %	9.8 %
Etelä-Amerikka (MSCI)	28.5 %	7.3 %	13.6 %	35.0 %	22.2 %
Brasilia (MSCI)	36.0 %	7.9 %	13.6 %	39.0 %	16.8 %
Meksiko (MSCI)	11.0 %	4.8 %	12.3 %	27.9 %	29.8 %

Korkomarkkinat	YTD	1 kk	3 kk	6 kk	12 kk
3 kuukauden Euribor	-0.3 %	-0.1 %	-0.2 %	-0.3 %	-0.6 %
Euroalueen valtionlainat	-9.5 %	-1.8 %	-6.3 %	-10.7 %	-9.4 %
USA:n valtiolainat	-7.8 %	0.2 %	-4.6 %	-8.1 %	-6.8 %
Globaalit valtionlainamarkkinat	-5.4 %	-1.9 %	-4.0 %	-5.7 %	-0.6 %
Euroalueen IG-yrityslainat	-8.2 %	-1.3 %	-4.4 %	-8.3 %	-8.3 %
Euroalueen HY-yrityslainat	-8.3 %	-1.8 %	-4.3 %	-7.5 %	-7.3 %
Globaalit HY-yrityslainat	-9.5 %	-1.1 %	-5.3 %	-8.2 %	-9.4 %
EM-valtionlainat (USD-määräiset)	-15.5 %	-0.7 %	-8.6 %	-14.3 %	-16.3 %
EM-valtionlainat paikallisessa valuutassa	-10.9 %	0.1 %	-10.7 %	-9.4 %	-12.5 %

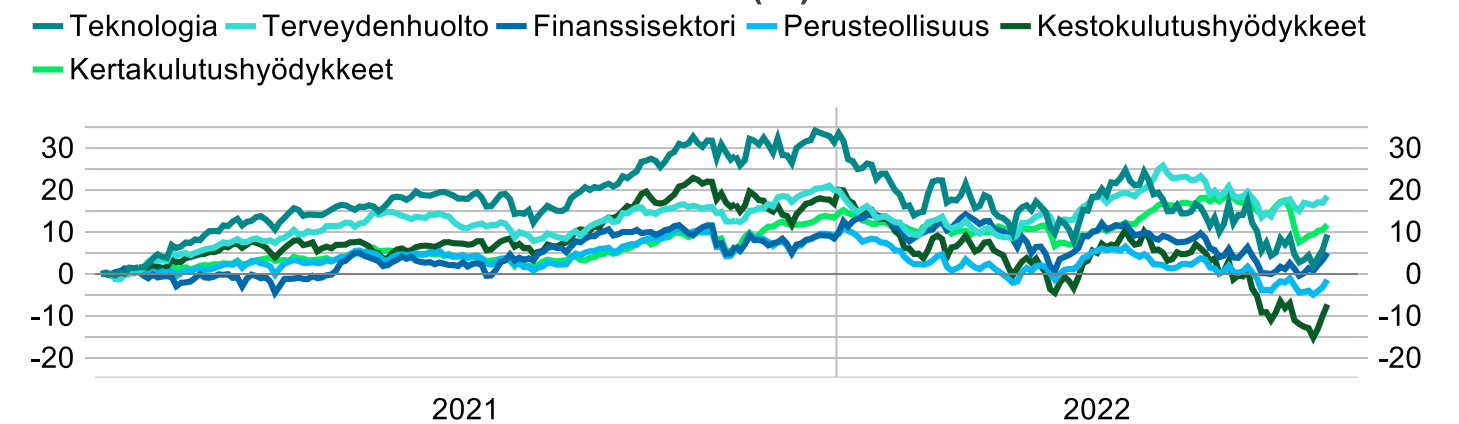
Valuutat euroa vastaan	YTD	1 kk	3 kk	6 kk	12 kk
Yhdysvaltojen dollari (USD)	5.6 %	-1.6 %	4.7 %	5.1 %	11.9 %
Ruotsin kruunu (SEK)	-2.3 %	-1.7 %	0.5 %	-1.6 %	-4.4 %
Iso-Britannian punta (GBP)	-1.0 %	-1.0 %	-1.1 %	-0.1 %	1.0 %
Japanin jeni (JPY)	-4.2 %	-0.6 %	-4.8 %	-6.3 %	-1.9 %

Osakeindeksit maanosittain (%)



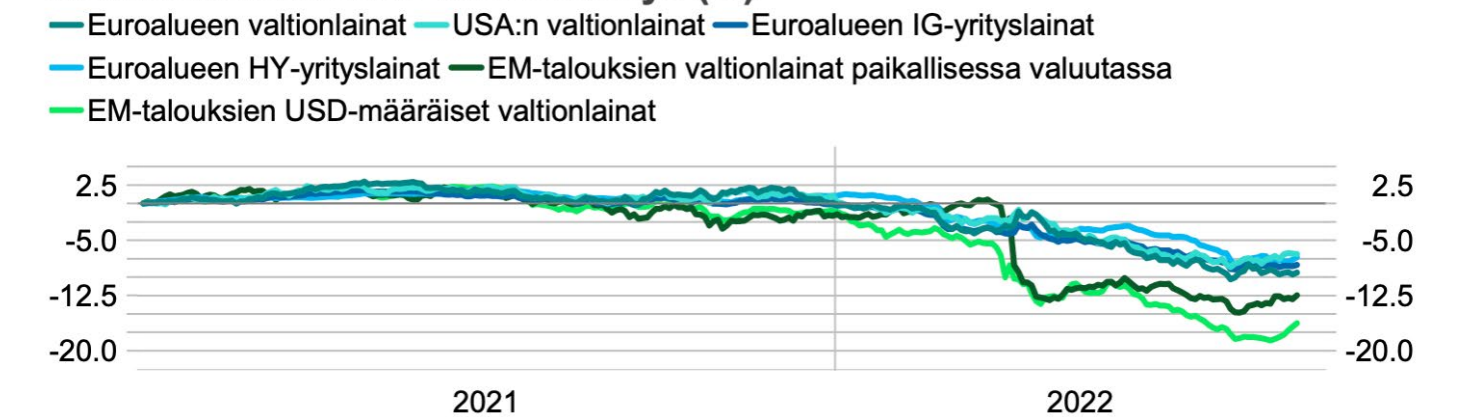
Lähteet: Aktia, Bloomberg ja Macrobond

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.