

Allokaationäkemys

8.10.2018

Politiikka dominoi uutisvirtaa, osakkeiden tulosestimateita tarkistetaan alaspäin

Syksy on saapunut, lomakausi on ohi myös Keski-Euroopassa ja Yhdysvalloissa. Poliittika dominoi uutisvirtaa. Italian viimeisimpien poliittisten kiemuroiden lisäksi tarkastelemme Yhdysvaltain keskuspankin syyskuun kokouksen vaikutuksia korkoympäristöön ja kehittyvien maiden sijoituksiin. Käymme myös läpi syksyn osakemarkkinanäkymiä ja salkussa tehtyjä muutoksia sekä niiden perusteluja tulevaa sijoitusympäristöä huomioiden.

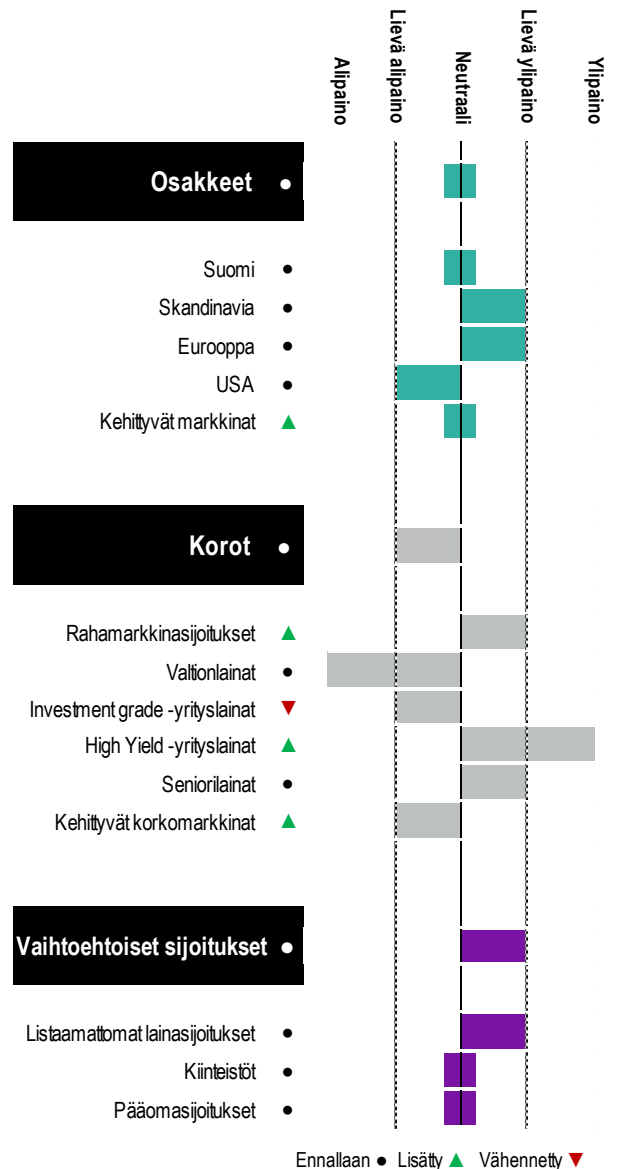
Yhdysvaltain rahapolitiikka ei ole enää elvyttävä

Yhdysvaltain keskuspankin syyskuun kokouksesta saatiin se mitä oli odotettavissakin. Ohjauskoron nousupolku ei muuttunut, korko nousi ja tulee edelleen nousemaan tänä vuonna odotetusti kerran ja ensi vuonna kolmesti. Keskuspankin eteenpäin katsova talouskasvuvario sekä yhä vahvana pysynyt talousdata tukevat tätä kehitystä. Tämän vuoden aikana markkinoita heiluttanut asia on pikemmin ollut huoli liian vahvasta talousympäristöstä ja sen seurauksena odotettua nopeampi korkotason nousu. Huomionarvoisin asia kokoukseen liittyen oli kuitenkin keskuspankin viestinnässä tapahtunut pieni, mutta olennainen muutos.

Viimeiset vuodet kokousta seuranneessa lehdistötiedotteessa mainittu lause rahapolitiikan elvyttävästä vaikutuksesta talouteen poistettiin. Tällä toimenpiteellä haluttiin viestiä siitä, että ollaan lähestymässä tilannetta, jossa koronnostoa ei automaattisesti toimiteta. Tämä taas tulee mitä todennäköisimmin pienentämään dollarin vahvistuspaineita, jota kiristynyt rahapolitiikka Yhdysvalloissa on ajanut. Dollarin vahvistuminen ja vastaavasti Kiinan juanin heikentyminen ovat olleet pääasialliset ajurit, jotka ovat aiheuttaneet voimakasta heiluntaa kehittyvien maiden korko-, osake- ja valuuttamarkkinoilla. Syyskuussa nähtiin jo viitteitä kehittyvien maiden pääomamarkkinoiden rauhoittumisesta, kun sekä dollarin että juanin kurssiliikkeet tasoittuivat. Samalla kehittyvien markkinoiden osakekurssien lasku on parantanut kehittyvien maiden osakkeiden eteenpäin katsovaa tuotto-odotusta suhteessa länsimarkkinoihin.

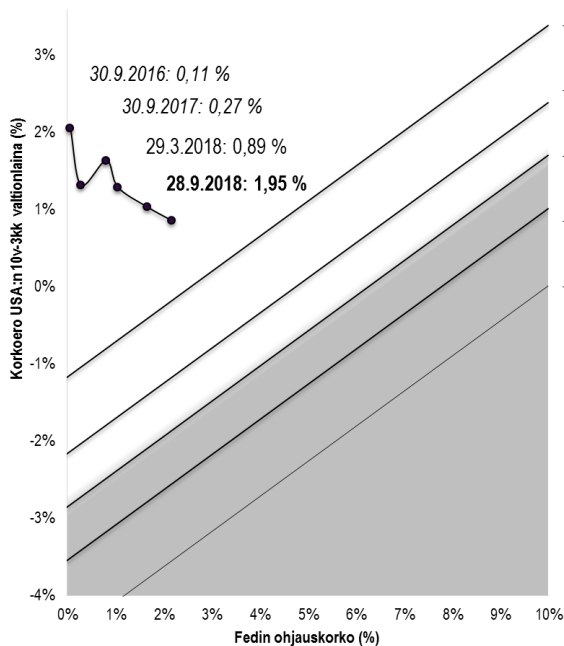
Syyskuussa nähtiin viitteitä kehittyvien maiden pääomamarkkinoiden rauhoittumisesta

Allokaationäkemys



Mandatum Life Allokaatioratkaisuissa olemme syyskuun aikana nostaneet kehittyvien maiden osakesijoitukset neutraalipainoon ja pienentäneet kehittyvien korkosijoitusten alipainoa. Lisäksi, olemme syyskuussa vähentäneet sijoituksia amerikkalaisissa vähärisissä investment grade -yrityslainoissa. Sijoitukset USA:n valtionlainoihin myimme kokonaan. Muutokset vähentävät sekä korkosijoitusten valuuttakurssiriskiä että herkkyyttä korkotason muutoksille.

Osakemarkkinat seuraavat tulosennusteissa ja taloussyklissä tapahtuvia muutoksia



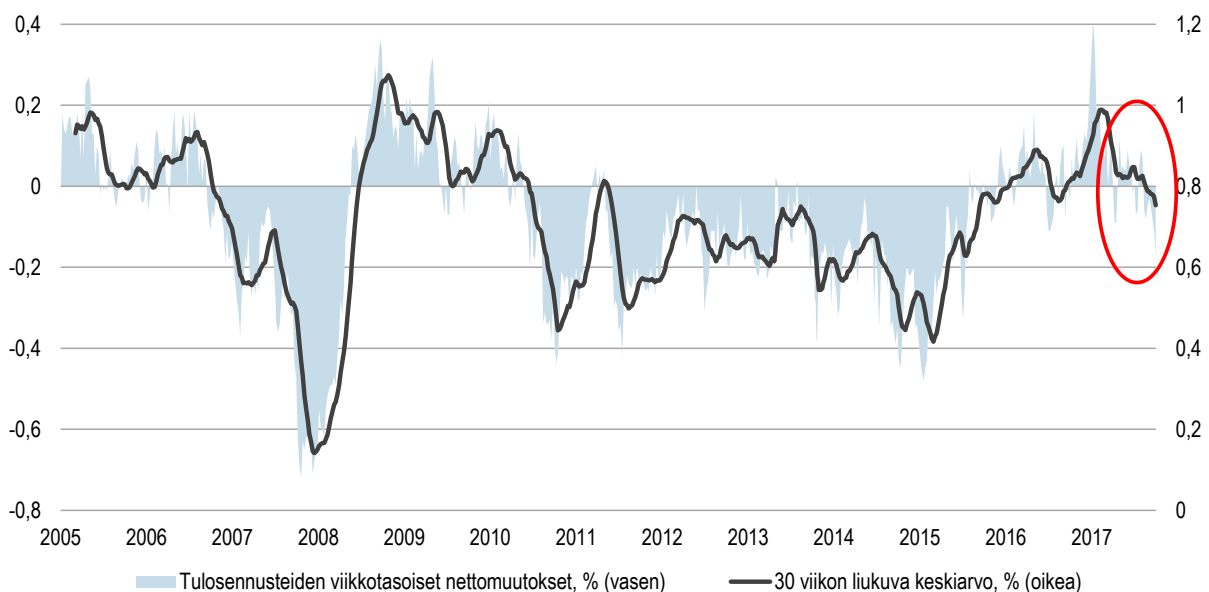
Kuvio 1. Todennäköisyys taantumalle USA:ssa seuraavan 12kk aikana. Lähde: Bloomberg.

Positiivinen taloussykli jatkuu. Taantumariski Yhdysvalloissa on edelleen pieni ja sijoitusympäristö sen osalta edelleen suotuisa. Yleisimmin siteerattu taloussyklin käännekohtia arvioiva akateeminen menetelmä perustuu pitkän ja lyhyen koron korkoeroon. Korkoeron painumisen nollaan tai sen alapuolelle on havaittu olevan tarkimpia tarjolla olevia mittareita edessä hämmäyttävästä taantumasta. Korkoeroa ja korkotasoa yhdistävää mallia hyödyntäen havaitsemme (kuvio 1), että vaikka taantumata todennäköisyys Yhdysvalloissa on nousussa, on taantumata todennäköisyyden taso edelleen matala. Mallin mukainen seuraavan 12 kuukauden taantumata todennäköisyyden nousu yli 50 %:iin vaatisi nykyistä olennaisesti tasaisemman korkokäyrän ja/tai huomattavasti kireämmän korkoympäristön.

Vaikka näemme osakemarkkinaympäristön näkymät edelleen suotuisina erityisesti korkosijoituksiin suhteutettuna, vaatii nykyinen kiristävän rahapolitiikan markkinaympäristö tarkkuutta allokaatioyöskentelyssä sekä tuotto-odotuksen ylläpitämiseksi että saavutettujen tuottojen puolustamiseksi.

Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että osakemarkkinoiden kehitys olisi suoraviivainen. Kolmannen vuosineljänneksen tulosjulkistuskausi asettunee nyt ajurin paikalle osakemarkkinoilla. Kauppapoliittisissa neuvotteluissa nähtäneen suvantovaihe ennen USA:n marraskuun alun välivaaleja. Yritysten tulosten odotetaan kasvavan edelleen, mutta viime aikoina tuloskasvuennusteita on tarkistettu alaspäin (kuvio 2). Tästä syystä olemme syyskuussa jatkaneet osakeposition muokkaamista varovaisempaan suuntaan vähentämällä mm. USA:n teknologiasektorin ja pienten yhtiöiden painoa salkussa. USA:ssa erityisesti teknologiayhtiöiden osakekurssit ovat viime vuosina nousseet voimakkaasti ja tuotto-odotus vastaavasti laskenut. Nykyisellään kurssiin ladataan suuria tuloskasvuodotuksia. Pienet yhtiöt puolestaan ovat tyypillisesti herkempiä osakemarkkinoiden liikkeille. Lisäksi olemme lokakuun alussa suojanneet osan USA:n osakemarkkinoiden sijoituksistamme joulukuussa erääntyvillä myyntioptioilla. Myyntioptioiden arvo nousee USA:n osakemarkkinan mahdollisesti laskeessa ja markkinan hintaheilunnan noustessa. Alhainen hintaheilunta tekee optiosuojauksesta nyt edullista.

van edelleen, mutta viime aikoina tuloskasvuennusteita on tarkistettu alaspäin (kuvio 2). Tästä syystä olemme syyskuussa jatkaneet osakeposition muokkaamista varovaisempaan suuntaan vähentämällä mm. USA:n teknologiasektorin ja pienten yhtiöiden painoa salkussa. USA:ssa erityisesti teknologiayhtiöiden osakekurssit ovat viime vuosina nousseet voimakkaasti ja tuotto-odotus vastaavasti laskenut. Nykyisellään kurssiin ladataan suuria tuloskasvuodotuksia. Pienet yhtiöt puolestaan ovat tyypillisesti herkempiä osakemarkkinoiden liikkeille. Lisäksi olemme lokakuun alussa suojanneet osan USA:n osakemarkkinoiden sijoituksistamme joulukuussa erääntyvillä myyntioptioilla. Myyntioptioiden arvo nousee USA:n osakemarkkinan mahdollisesti laskeessa ja markkinan hintaheilunnan noustessa. Alhainen hintaheilunta tekee optiosuojauksesta nyt edullista.



Kuvio 2. Positiivisten ja negatiivisten tulosennustemuutosten nettolukumäärä 2005-2018. Lähde: Bloomberg.

Quo vadis, Italia?

Italian rakenteelliset talousongelmat, jotka ovat jälleen olleet viime viikkojen pääteema, ovat ilman muuta merkittäviä ja Italian poliittinen järjestelmä on epäilemättä epävakaata. Pelko pahimman toteutumisesta heräsi taas, kun Italian viime keväänä valtaan noussut hallitus esitti hyvin harvoilla yksityiskohdilla varustetun ensi vuoden budjettinsa. Esiitetty talousarvio ylitti EU:n toivoman enimmäisäläjämmärajan 0,4 prosenttiyksiköllä. Maan valtiolainakorot ampaisivat ylös ja palstametrit täyttyivät skenaarioanalyysistä siitä, miten Italian kyky jälleenrahoittaa itsensä ei siedä korkeita korkoja. Pitkällä aikavälillä nämä huolet ovat täysin perusteltuja.

Pahimmalla skenaariolla tarkoitetaan tilannetta, jossa maa ajautuisi eroon euroalueesta ja italialainen pankkijärjestelmä ajautuisi täydelliseen vakavaraisuus- ja likviditeettikriisiin, mikä puolestaan tarkoittaisi arvaamattomia kerrannaisvaikutuksia laajemmin Euroopan pankkijärjestelmään. Tähän liittyisi valtavia kustannuksia, sekä taloudellisia että poliittisia. Italian yksityinen sektori on maailman vauraimpia eikä ole tällä hetkellä nähtävissä, että Italian kotitaloudet laajemmin haluaisivat kantaa ne kustannukset, jotka tähän skenaarioon liittyvät. Muutaman vuoden aikavälillä todennäköisyys tällaiselle täysimittaiselle talouskriisille on kuitenkin edelleen hyvin pieni.

Todennäköisempi polku Italian osalta on, että Euroopan unioni jatkaa jo totutulla linjallaan käyttäen erilaisia painostuskeinoja paimentaakseen Italian hallituspuolueet kompromissiratkaisuun. Tällä on ostettu ja tullaan ostamaan aikaa toistaiseksi. Italian rakenteellisen velkaisuuden kasvu on kuitenkin pitkän aikavälin ongelma koko euroalueen vakautta ajatellen. Tästä syystä jälleen syyskuussa nähty riskipreemioiden kohoaminen Euroopan pankkiosakkeissa ja Italian valtionlainoissa on perusteltua ja mahdollisesti pitkäkestoista. Emme ole tehneet merkittäviä toimenpiteitä Mandatum Life Allokatiotarkoitusten omaisuusallokaatioissa Italian talouspoliittisen tilanteen johdosta. Sijoituksissa ei ole Italian valtionlainoja. Eteläeurooppalaiset pankit, joihin Italian valtionlainaomistukset keskittyvät, ovat alipainossa.

Italian rakenteelliset talousongelmat ovat merkittäviä ja poliittinen järjestelmä epävakaata

Carolus Reincke

Johtaja, Allokatiotarkoitukset ja vastuullinen sijoittaminen

Topias Kukkasniemi

Salkunhoitaja, Allokatiotarkoitukset ja vastuullinen sijoittaminen

Tämä markkinakatsaus perustuu Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiön (Mandatum Life) näkemyksiin ja arvioihin, jotka perustuvat julkisista lähteistä kerättyihin tietoihin. Mandatum Life ei takaa esitettyjen tietojen, näkemysten tai arvioiden oikeellisuutta tai täydellisyyttä, eikä Mandatum Life vastaa markkinakatsauksen sisältämien tietojen käytöstä mahdollisesti aiheutuviista suorista tai epäsuorista vahingoista, kuluista tai menetyksistä. Markkinakatsauksen arviot ja näkemykset perustuvat sen antamishetkellä käytössä olleisiin tietoihin ja Mandatum Life voi muuttaa näkemystään tai arvioitaan ilman eri ilmoitusta. Markkinakatsaus ja sen sisältämät tiedot, arviot ja näkemykset on annettu vain informaatiotarkoituksessa eikä tätä markkinakatsausta voida pitää suosituksena merkitä, pitää tai vaihtaa tiettyjä sijoituskohteita tai tehdä muita vakuutuksen arvonkehitykseen vaikuttavia toimenpiteitä. Vakuutuksenottajan tulee huolellisesti perehtyä vakuutuksen ja sijoituskohteiden ehtoihin ja esitteisiin ennen vakuutuksen ottamista, vakuutukseen tehtäviä muutoksia tai sijoituskohteiden valitsemista tai muuttamista.