

# Allokaationäkemys

9.4.2018

Keep calm and carry on

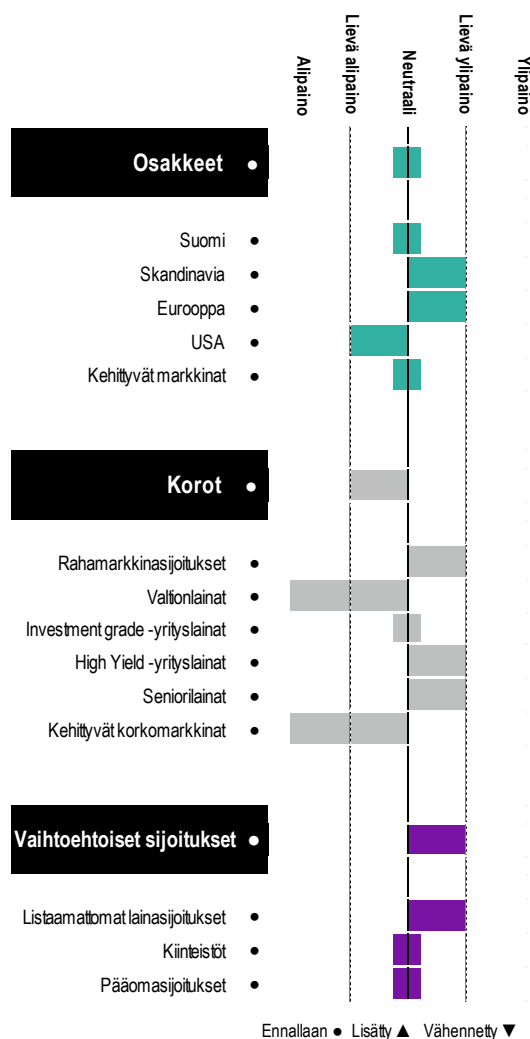
Alkuvuoden korkoympäristöstä ja kauppapolitiikasta johtuva markkinaheilunta on nostanut esiin kysymyksiä taloussyklin kestosta. Tämän takia tarkastelemme, mitä talousteoria sanoo taloussykleistä ja niiden vaiheista. Katsomme myös millaista taantumän todennäköisyyttä USA:n korkomarkkina tällä hetkellä hinnoittelee. Listasimme tammikuun allokaationäkemyksessämme kolme markkinateemaa, joiden uskoimme vaikuttavan merkittävästi kuluvan vuoden sijoitusympäristöön. Nämä olivat 1) inflaatio-odotusten ajama korkojen nousu 2) teknologiaosakkeiden rooli osakemarkkinoiden kokonaistuottoa selittävänä tekijänä 3) markkinatoimijoiden kovin yksimielinen kuva tämän vuoden markkinakehityksestä. Tässä katsauksessa palaamme myös näihin teemoihin ja tarkastelemme miten alkuvuosi on sujunut niiden valossa.

Hyman Minsky on tunnetuimpia taloussykliden tutkijoita. Minsky selitti taloussykliden synnyn, ei niinkään talouden jaksollisuudella, vaan velan määrän muutoksella. Hän kuvasi, miten muutos velan kysynnässä ja tarjonnassa korostaa talouden syklistä. Talouden kasvaessa kuluttajat ja sijoittajat muuttuvat yhä optimistisemmiksi, heidän odotuksensa erinäisten projektien ja sijoitusten tuotoista paranevat ja he muuttuvat tästä syystä yhä halukkaammiksi kasvattamaan lainataakkaansa. Samalla lainoittajien riskiarviot paranevat ja he ovat valmiita myöntämään yhä enemmän lainaa, myös projekteille ja sijoituksille, jotka eivät aikaisemmin olisi läpäisseet riskianalyysejä. Vastaavasti kun talouskasvu hidastuu, tilanne muuttuisi päinvastaiseksi.

Tutkimuksessaan Minsky kiinnitti erityis-huomiota hyvin velkaisten tahojen käyttäytymiseen ja erityisesti sellaisiin tahoihin, joiden velkaisuus oli syntynyt lyhytaikaisten tuottojen tavoittelemiseksi. Heidän motiivinsa on ennen kaikkea tavoitella sijoitusten arvostustasojen nousua (ei niinkään kassavirtaa) siinä toivossa, että arvonnousu ylittäisi velasta maksettavan kustannuksen. Kun velanhoitokustannukset ylittävät sijoitusten tuoton, nämä tahot muuttuvat pakon edestä myyjiksi. Minskin mukaan tämä käyttäytyminen on pääasiallinen syy suurien taloussykliden syntyyn ja talouden haurauteen kasvun hidastuessa. Minskin kuvaama kehityspolku on hyvä pitää mielessä ja auttaa karkeasti hahmottamaan missä vaiheessa taloussykliä olemme. Se ei kuitenkaan kerro meille mihin kohtaan taloussyklin käännekohdan ajoittuu. Tähän kysymykseen vastaamiseen auttaa korkomarkkina.

**Talouden kasvaessa kuluttajat ja sijoittajat muuttuvat yhä optimistisemmiksi**

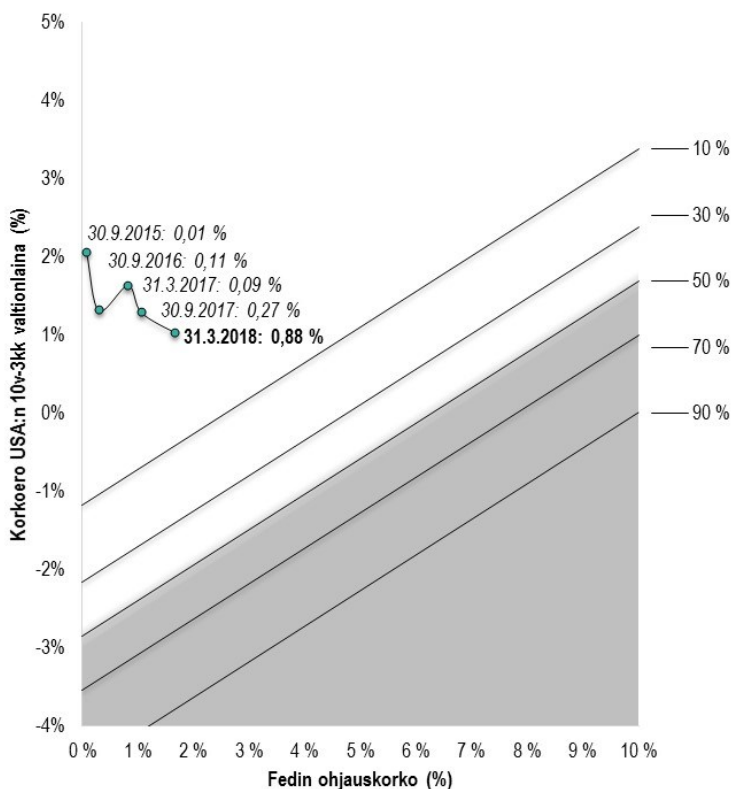
## Allokaationäkemys



Yksi yleisimmän siteeratuista taloussykin käännekohtia arvioivista akateemisista menetelmistä perustuu pitkän ja lyhyen koron korkoeroon. Korkoeron painumisen nollaan tai sen alapuolelle on empiirisissä tutkimuksissa amerikkalaista tutkimusaineistoa hyödyntäen havaittu olevan tarkimpia tarjolla olevia mittareita edessä hämmöttävästä taantumasta. Yhdysvaltain keskuspankin puitteissa julkaistiin vuonna 2006 aiheesta tutkimus, jossa tutkittiin eri korkoeroon perustuvia menetelmiä ja niiden kykyä arvioida seuraavan 12 kk aikana toteutuvan taantumän todennäköisyyttä. Tutkimuksessa havaittiin taloudessa vallitsevan korkotason käyttämisen kontrollimuuttujana vielä nostavan korkoeroon perustuvan ennustavan mallin tarkkuutta. Näiden kahden korkomuuttujan yhdistelmämallia hyödyntäen voimme havaita (Kuvio 1), että vaikka taantumän todennäköisyys USA:ssa on noussut hieman viimeisen vuoden aikana, on taantumän todennäköisyys edelleen hyvin matala. Mallin mukaan seuraavan 12 kk taantumätodennäköisyyden nousu yli 50 %:iin vaatisi nykyistä olennaisesti tasaisemman korkokäyrän ja/tai huomattavasti kireämmän korkoympäristön. On kuitenkin hyvä huomata, että malli on yksinkertaistettu kuva todellisuudesta.

## Vuoden 2018 markkinateemat tarkastelussa

Tammikuussa nostimme esille kolme markkinateemaa vuodelle 2018. Alla katsaus siitä, miltä osin kehitys on vastannut odotuksiamme, miten olemme kehitykseen reagoineet ja arvio siitä, miten ajankohtaisia teemat ovat tästä eteenpäin:



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

### 1) Inflaation kiihtyminen ja sen vaikutukset korkotasoon sekä eri omaisuuslajeihin.

Toteutunut inflaatio on edelleen ollut maltillista, mutta inflaatio-odotusten nousu sai markkinakorot nousuun tammihelmikuussa Yhdysvaltain 10-vuotisen valtionlainan saatuaessa ylimmillään 2,95 %:n tason. Saksassakin 10-vuotisen valtionlainan korko nousi ylimmillään noin 0,76 %:iin. Korkojen nousu toteutuneen inflaation pysyessä maltillisena tarkoitti reaalikoron nousua, mikä laukaisi tammikuun lopulla osakkeiden uudelleenhinnoittelun, jota vahvasti oletettavasti erilaisten momentum-ilmioon perustuvien strategioiden myyntiaalto. Vaikka inflaatio ei ole merkittävästi kiihtynyt, inflaatio-odotusten nousulla on siis ollut vastaavanlaisia heijastusvaikutuksia mm. osakemarkkinoihin.

Toteutuneen inflaation pysyessä maltillisena markkinoiden arvio keskuspankkien rahapolitiikan kiristämisen aikataulusta on aavistuksen maltillistunut. Näin ollen helmimaaliskuussa inflaatio-odotukset ja sitä myöten korkotaso sekä USA:ssa että Euroopassa on kääntynyt maltilliseen laskuun, mihin on osittain vaikuttanut myös lisääntynyt epävarmuus kauppapolitiikkaan ja sitä kautta globaalin talouskasvun jatkumiseen.

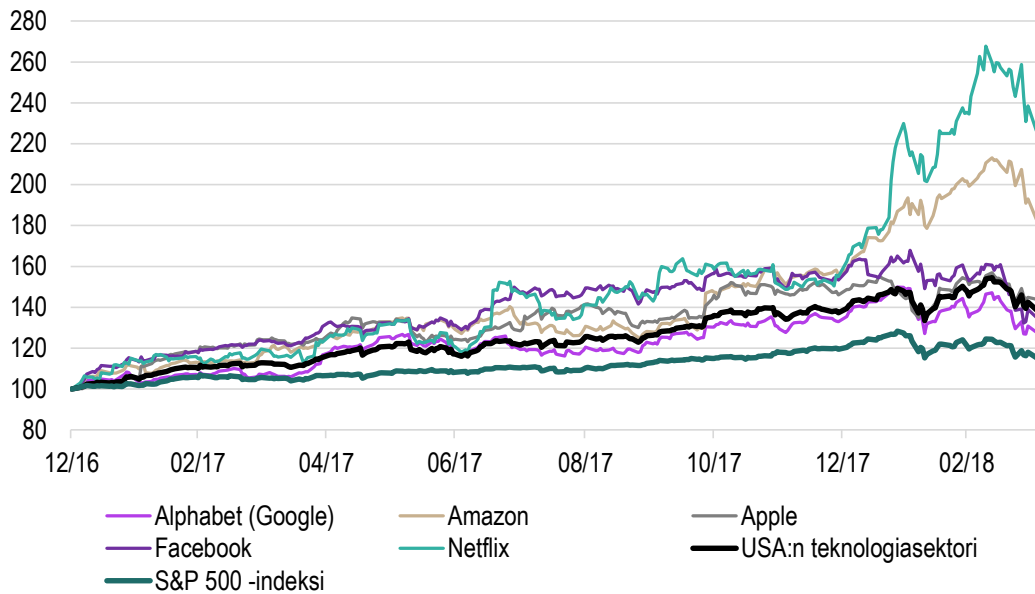
Allokaatioratkaisujemme korkosijoitusten duraatio on markkinaindeksiä maltillisempi ja painotus on pohjoismaisissa yritysainoissa. Korkotason ollessa edelleen maltillisessa nousupaineessa myös vaihtoehtoisten sijoitusten omaisuusluokka näyttyy houkuttelevana. Pidemmällä tähtäimellä korkosijoitusten odotettu tuotto on matala, minkä takia ylipainotamme vaihtoehtoisia sijoituksia korkosijoitusten kustannuksella. Vaihtoehtoisten sijoitusten sisällä olemme painottaneet vaihtoehtoisia korkosijoituksia ja kiinteistökehityshankkeita, pääomasijoituksia olemme tehneet valikoiden.

### 2) Teknologia-sektorin kasvu- ja tuloskehitys.

Vuonna 2017 teknologia-sektorin yhtiöiden osakekurssit kohosivat voimakkaasti vastaten suuresta osasta yleisindexien kokonaistuottoa sekä USA:ssa että kehittyvillä markkinoilla. Teknologia-sektorin sisällä kurssinousua vetivät internetin ympärille liiketoimintamallinsa rakentaneet yhtiöt, kuten Amazon ja Netflix. Osakekurssien nousu oli kuitenkin yritysten tuloskasvua nopeampaa, mikä nosti arvostustasoa.

Tänä vuonna teknologiayhtiöiden vahva veto vaikutti jatkuvan, mutta Facebookin tietovuotokohun myötä epävarmuus on lisääntynyt, mikä on painanut kurssia maaliskuussa (Kuvio 2). Markkinoiden pelkona on kuluttajadatan käytön rajoittaminen lainsäädännöllisin toimin, mikä voisi hankaloittaa yhtiöiden nykyisiä liiketoimintamalleja. Amazon puolestaan on joutunut Trumpin tulliinjalle ainakin Twitterissä, joskaan Valkoisen talon mukaan sillä ei ole valmisteilla konkreettisia suunnitelmia yhtiön toiminnan sääntelemiseksi. Vuoden alusta lukien teknologia-sektorin tuotto on vain hieman koko markkinan tuottoa parempi. Internet-yhtiöiden arvostustasot ovat edelleen huomattavan korkealla. Samaan aikaan markkinoiden epävarmuus on kasvanut viime kuukausien aikana. Muun muassa näistä syistä johtuen olemme allokaatioratkaisuissamme pitäneet näitä yhtiöitä alipainossa ja vähentäneet niiden osuutta entisestään maaliskuussa. Teknologia-sektori kokonaisuudessaan on kuitenkin pienessä ylipainossa suhteessa markkinaindeksiin.

Teknologiaosakkeiden aiheuttamasta hintaheilunnasta huolimatta osakesijoittamista puoltaa edelleen suhteellisesti houkutteleva tuotto-odotus erityisesti korkosijoituksiin nähden, mutta arvostustaso osakkeissa on hieman yli historiallisen keskiarvon. Olemme maaliskuussa vähentäneet hieman osakesijoitusten markkinaherkkyttä säilyttäen kuitenkin neutraalipainon.



**Kuvio 2.** Amerikkalaisten teknologiayhtiöiden ja osakemarkkinan yleisindeksin kehitys 30.12.2016-4.4.2018. Lähde: Bloomberg.

### 3) Sijoittajat kovin yksimielisiä markkinoiden tulevasta kehityksestä.

Vuoden alussa maailmantalouden kasvun odotettiin jatkuvan vakaana, korkotason pysyvän maltillisessa nousutrendissä ja yritysten tuloskasvun olevan positiivista liikevaihdon kasvun vetämänä. Kuten monesti aiemminkin, yksimielisyyttä on seurannut epävakaampi jakso. Talouskasvuodotukset ovat edelleen positiiviset, mutta korkotaso on vaihdellut odotettua voimakkaammin, millä on ollut vaikutuksia myös muihin omaisuuslajeihin. Hintahaillunta on muutaman rauhallisemman vuoden jälkeen normalisoitunut pitkän aikavälin tasolle, mikä lienee asian laita myös loppuvuonna. Hintahaillunta itsessään ei kuitenkaan selitä osakkeiden tuottoja, vaan pitkällä aikavälillä muutokset yritysten kyvyssä tehdä tulosta määräävät osakkeiden tuotto-odotuksen. Yritysten tuloskasvuennusteita on USA:ssa verouudistuksen myötä jopa nostettu, mutta verouudistuksen tarjoaman kertaluonteisen kasvupyrähdysen jälkeen tuloskasvuvauhdin ylläpitämiseen pidemmällä aikavälillä tarvitaan yhä jatkuvaa hyvää talouskasvua. Sijoittajalta heiluva markkinaympäristö vaatii kärsivällisyyttä.

#### **Carolus Reincke**

Johtaja, Allokatiotratkaisut ja vastuullinen sijoittaminen

#### **Topias Kukkasniemi**

Salkunhoitaja, Allokatiotratkaisut 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 aiheutuviasta 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 toimintoja. Vakuutuksenottajan tulee huolellisesti perehtyä vakuutuksen ja sijoituskohteiden ehtoihin ja esitteisiin ennen vakuutuksen ottamista, vakuutukseen tehtäviä muutoksia tai sijoituskohteiden valitsemista tai muuttamista.