

Allokaationäkemys

7.8.2018

Matala korkotaso mutkistaa salkunmuodostusta – nyky-ympäristössä on syytä hyödyntää kaikkia omaisuuslajeja

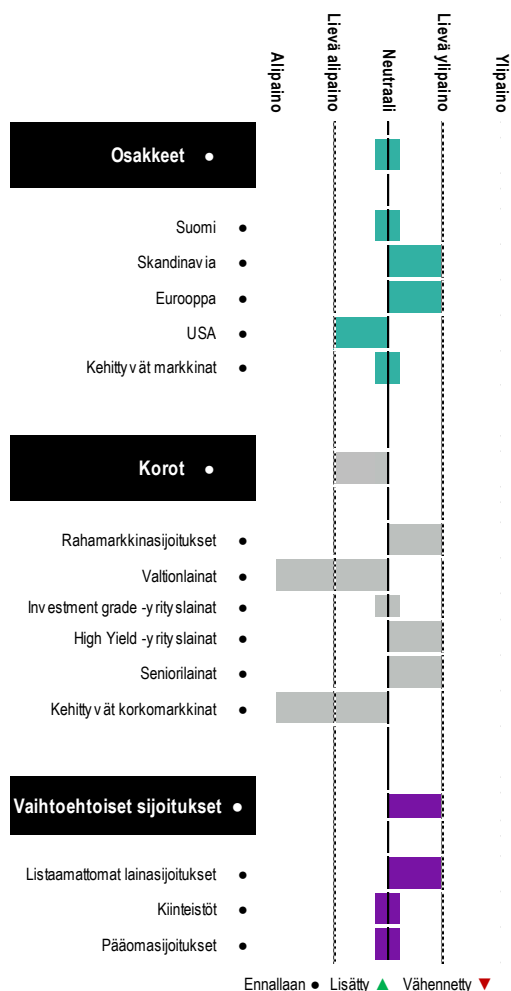
Meneillään oleva toisen kvartaalin tulosjulkistuskausi on sujunut USA:ssa vahvasti. Kun noin kolme neljäsosaa yhtiöistä on raportoinut tuloksensa, sekä liikevaihdon kasvu (+10 prosenttia) että tuloskasvu (+24 prosenttia) ovat ylittäneet indeksitasolla markkinoiden odotukset. Hurjaa tuloskasvua selittää vuodenvaihteessa toteutettu verouudistus ja tuloskasvun odotetaan maltillistuvan ensi vuonna. Euroopassakin yhtiöt ovat keskimäärin ylittäneet +6 prosentin liikevaihdon kasvuun ja +5 prosentin tuloskasvuun, kun noin kaksi kolmasosaa yhtiöistä on raportoinut tuloksensa. Kasvuluvut vastaavat markkinoiden odotuksia.

Osakkeiden sisällä painotamme Pohjoismaita ja Eurooppaa, vastaavasti USA on lievässä alipainossa. Euroopassa arvostustaso on jonkin verran USA:ta maltillisempi. Lisäksi USA:ssa teknologiasektorin yhtiöiden voimakas kurssinousu on kasvattanut toimialan osuutta koko osakemarkkinasta. Kun teknologiayhtiöiden arvostustaso on samaan aikaan noussut heijastuen voimakkaita kasvuodotuksia, on USA:n osakemarkkinan riskitaso näkemyksemme mukaan hiljalleen kohonnut.

Kehittyvien markkinoiden painoa vähensimme jo kesäkuussa mm. kauppapolitiikkaan liittyvän epävarmuuden takia, mutta pidemmällä aikavälillä näkymät ovat paremmat mm. länsimarkkinoita alemman arvostustason, suotuisamman demografian ja vahvemman talouskasvun ansiosta. Eri maiden välillä on kuitenkin suuria eroja kehittyvien markkinoiden sisällä ja houkuttelevimmat markkinat löytyvät lähtökohteisesti Aasian maista. Tällä hetkellä kehittyvät markkinat ovat salkussa neutraalipainolla.

**Osakkeiden sisällä
painotamme
Pohjoismaita ja
Eurooppaa, vastaavasti
USA on lievässä
alipainossa.**

Allokaationäkemys



Korkosijoituksissa suosimme yrityslainoja ja varaudumme korkojen maltilliseen nousuun

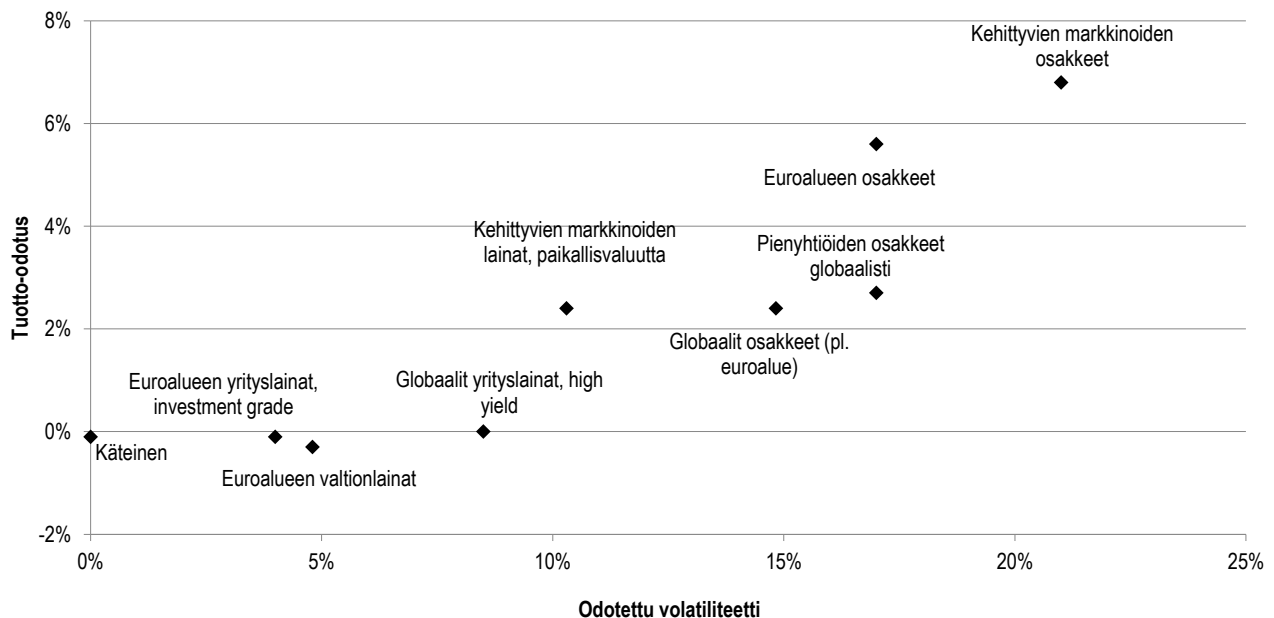
Korkosijoitusten painotus on pohjoismaisissa yrityslainoissa, jotka tarjoavat Manner-Eurooppaa parempaa tuottopotentiaalia. Etenkin korkeamman riskin high yield -sijoitusten osalta on kuitenkin syytä olla valikoiva. Alipainotamme valtionlainoja alhaisen tuottotason takia. Korkosijoitusten duraatiolla mitattu korkoriski on markkinaindeksiä maltillisempi, millä haluamme varautua korkotason maltilliseen nousuun kiristyvän keskuspankkipolitiikan myötä. Dollarimääräisten sijoitusten paino korkosijoituksista on noin 21 prosenttia. Dollarin suojausaste on noin 50 prosenttia ja avoinna oleva USD-riski noin 10 prosenttia korkosijoitusten arvosta.

Osakkeet ja vaihtoehtoiset sijoitukset vaikuttavat houkuttelevilta suhteessa korkosijoituksiin

Pitkään jatkunut keskuspankkielvytys on painanut korkotason euroalueella nollan tuntumaan ja nostanut eri omaisuuslajien hintoja. Lähivuosien tuottomahdollisuuksia arvioitaessa keskuspankkipolitiikka onkin keskiössä. Keskuspankkien vähentäessä elvytystään ja siirtyessä rahapolitiikassaan kiristävempään suuntaan, kohtaavat korot vastaavasti nousupainetta. Seurauksena tuotto-odotukset etenkin korkosijoituksille ovat lähivuosina alhaiset tai jopa negatiiviset (Kuvio 1). Myös osakesijoitusten tuotto jää mitä todennäköisimmin aiempaa matalammaksi ja arvostuskertoimet historiallista keskiarvoa korkeammalle heijastaen matalaa korkotasoa. Käytännössä sijoittajien on tulevana vuosina hyväksyttävä historiallisia tuottoja alemmat tuotot.

Sijoitussalkun muodostuksessa matala, mutta maltillisesti nouseva korkotaso lisää vaihtoehtoisten sijoitusten houkuttelevuutta suhteessa korkosijoituksiin. Allokaatoratkaisuissamme olemmekin konsernimme sijoitustapaa myötäillen korvanneet osan korkosijoituksista vaihtoehtoisilla sijoituksilla, jotka koostuvat mm. kansainvälisistä kiinteistökehitysprojekteista, pääomasijoituksista eli sijoituksista listaamattomiin yhtiöihin ja listaamattomista lainasijoituksista. Vaihtoehtoisten sijoitusten korkeampi tuotto-odotus perustuu mm. likviditeettipremioon eli kompensaatioon siitä, että sijoitus ei ole välittömästi muutettavissa rahaksi, sekä sijoituskohteiden vaikeampaan saavutettavuuteen. Kohteiden analysointi vaatii usein erityistä rahoituksellista ja lainopillista osaamista ja houkuttelevat kohteet ovat monesti vain suursijoittajien ulottuvilla.

Vaihtoehtoisten sijoitusten ohella matala korkotaso lähtökohtaisesti puoltaa osakesijoittamista huolimatta historiallista keskiarvoa korkeammasta arvostustasosta. Osakkeiden tuotto-odotus rakentuu kuitenkin jatkossa tuloskasvun varaan, sillä arvostuskertoimilla ei korkotason noustessa ole enää tilaa nousta. Tänä vuonna osakemarkkinoiden keskimääräinen arvostustaso on itse asiassa hieman laskenut, mikä osaltaan selittää osakemarkkinoiden vaisuhkoa tuottokehitystä. Koska tuotto-odotus rakentuu ensisijainen tuloskasvun varaan, seurauksena osakekurssit ovat viime vuosia herkempiä muutoksille tuloskasvuodotuksissa, mikä on heijastunut myös voimakkaina kurssireaktioina niiden yhtiöiden kohdalla, jotka ovat raportoineet odotuksia heikompia lukuja. Korkeahkon arvostustason, mutta toisaalta positiivisen tuloskasvun ja alhaisen korkotason yhtälönä neutraalipaino osakkeissa on näkemyksemme mukaan perusteltua.



Kuvio 1. Valikoitujen omaisuuslajien tuotto-odotuksia seuraavalle viidelle vuodelle. Lähde: BlackRock Capital Market Assumptions, toukokuu 2018.

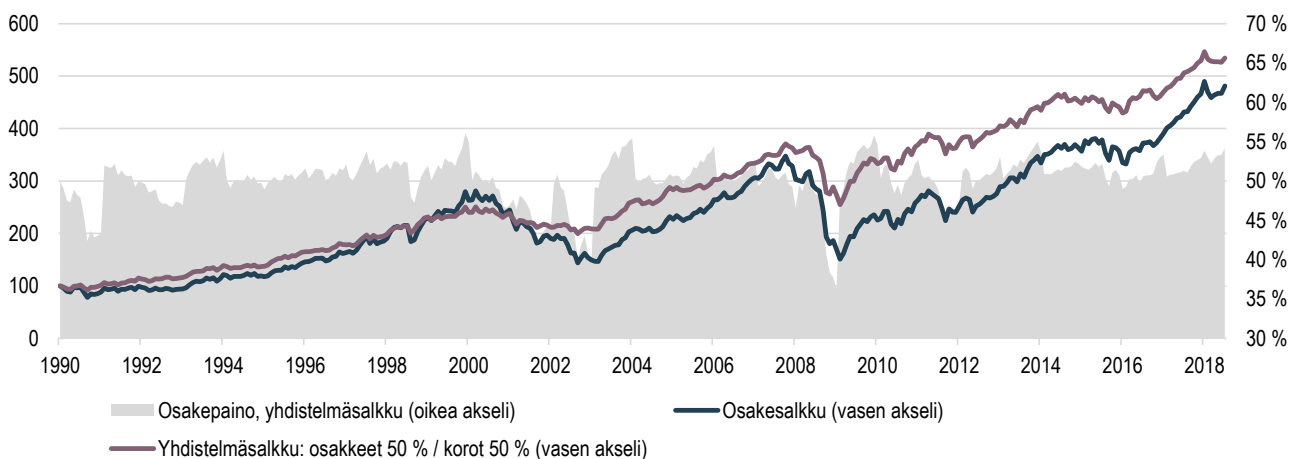
Korkosijoitukset alentavat sijoitussalkun hintaheiluntaa

Pitkäjänteisen sijoittajan ei kannata sivuuttaa korkosijoituksia tyystin, vaikka tuotto-odotukset lähivuosille ovatkin selkeästi heikompia kuin viime vuosien toteutuneet tuotot. Korkosijoituksilla onkin hyvin hajautetussa sijoitussalkussa keskeinen osa riskienhallinnassa. Kuviossa 2 tarkastelemme pelkästään osakkeista koostuvan salkun sekä osakkeista ja korkosijoituksista koostuvan salkun tuottokehitystä vuodesta 1990 lähtien. Kummatkin salkut on muodostettu globaaleista, laajasti hajautetuista indekseistä. Yhdistelmäsalkku on tasapainotettu vuosittain.

Korkosijoituksilla onkin hyvin hajautetussa sijoitussalkussa keskeinen osa riskienhallinnassa.

Hajauttamalla osakkeiden lisäksi myös korkosijoituksiin sijoittaja ei kuitenkaan ole joutunut luopumaan tuotosta, vaan yhdistelmäsalkku on tuottanut jopa hieman osakesalkkua paremmin. Tarkasteluajanjaksolla kummallakin salkulla on päässyt hyviin, noin 6 %:n vuotuisiin tuottoihin. Olennaisinta on, että yhdistelmäsalkun tuotto on tullut selkeästi maltillisemmalla hintaheilunnalla eli volatiiliteetillä (Taulukko 1). Seuraavaksi yhdistelmäsalkun saavuttama tuotto suhteessa otettuun riskiin on ollut parempi, mitä kuvaa korkeampi Sharpen luku.

Vaikka korkosijoitusten tuotto tulevina vuosina mitä todennäköisimmin jää viime vuosien tuotoista, tarjoavat korkosijoitukset edelleen hajautushyötyä talouskasvun mahdollisesti hiipussa. Erityisen hyvin hajauttamisen hyödyt tulivat esille vuosien 2000–2002 laskumarkkinassa, jolloin korkosijoitusten sisällyttäminen salkkuun pehmensi osakkeiden kurssilaskua. Sama toistui finanssikriisin aikana pienemmässä mittakaavassa. Ilmiön taustalla on selkeä taloudellinen logiikka: talouskasvu hidastuessa tai talouden ajautuessa taantumaan osakkeiden hinnat tyypillisesti laskevat, kun markkinat hinnoittelevat vaimeampia kasvuo-dotuksia. Keskuspankit pyrkivät elvyttämään taloutta laskemalla ohjauskorkojaan, mikä puolestaan painaa markkinakorkoja ja nostaa korkosijoitusten hintoja. Kärsivällinen sijoittaja voi hyödyntää ilmiötä tasapainottamalla salkkuaan säännönmukaisesti. Näin toimimalla sijoittaja pääsääntöisesti vähentää osakkeiden osuutta osakekurssien ollessa korkealla ja lisää osakkeiden osuutta kurssien ollessa alhaisia. Vastaavasti sijoittaja, joka tulee seuraavien vuosien tarvitsemaan varojaan esimerkiksi jäädessään eläkkeelle, voi korkosijoituksiin hajauttamalla alen-taa salkkunsa hintaheiluntaa.



Kuvio 2. Laajasti hajautetun, osakkeista koostuvan salkun sekä osake- ja korkosijoituksista koostuvan yhdistelmäsalkun tuottokehitys 31.1.1990–31.7.2018. Tuotto on esitetty dollarimääräisenä ja sisältää osinko- ja korkotuotot verojen jälkeen. Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta tuotosta. Lähde: Bloomberg

	Osakesalkku	Yhdistelmäsalkku: osakkeet 50 % / korot 50 %
Kumulatiivinen tuotto	381 %	434 %
Vuotuinen tuotto	5,7 %	6,1 %
Volatiiliteetti	15,0 %	8,5 %
Sharpen luku	0,18	0,37

Taulukko 1. Osakesalkun ja yhdistelmäsalkun tuotto- ja riskilukuja 31.1.1990–31.7.2018. Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta tuotosta. Lähde: Bloomberg.

Carolus Reincke

Johtaja, Allokaatiotarkaisut ja vastuullinen sijoittaminen

Topias Kukkasniemi

Salkunhoitaja, Allokaatiotarkaisut 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 merkittä, pitää tai vaihtaa tiettyjä sijoituskohteita tai tehdä muita vakuutuksen arvonkehitykseen vaikuttavia toimenpiteitä. Vakuutusneottajan tulee huolellisesti perehtyä vakuutuksen ja sijoituskohteiden ehtoihin ja esitteisiin ennen vakuutuksen ottamista, vakuutukseen tehtäviä muutoksia tai sijoituskohteiden valitsemista tai muuttamista.