

Allokaationäkemys

8.12.2017

Katse sijoitusvuoteen 2018

Sijoitusvuoteen 2018 lähdetään kuluvaan vuoden alun kaltaisessa asetelmassa, jossa matala korkoympäristö asettaa kaikkien likvidien omaisuusluokkien odotetut tuotot alle historiallisten keskiarvojen. Erona on, että keskuspankkipolitiikka tulee normalisoitumaan yhä nopeammin USA:ssa ensi vuonna ja rahaelvytystä tullaan vähentämään myös Euroopassa. Tämä mitä todennäköisimmin kasvattaa markkinoiden hintaheiluntaa ja tekee sijoitusympäristöstä haastavamman. Tässä tilanteessa reseptinä sijoitussalkun rakentamiselle on omaisuuslajien laaja hyödyntäminen, harkittua riskintoa omaisuuslajien sisällä sekä riittävä annos kärsivällisyyttä.

Katsaus kuluvaan vuoden markkinakehitykseen

Vuosi sitten talouskasvussa ja inflaatio-odotuksissa nähtiin varsin voimakas nousu. Taustalla oli energia- ja finanssisektoreiden tulostaantumasta toipuminen yhdistettynä odotuksiin voimakkaasta finanssipoliittisesta elvytyksestä USA:ssa uuden republikaanihallinnon astuessa valtaan. Kiinassa velkavetoinen talouden elvyttäminen oli kiihtymässä. Euroopassa tämä näkyi ulkoisen kysynnän kasvuna laajalla rintamalla.

Osakkeiden arvostustasot olivat jo silloin koholla erityisesti USA:ssa heijastaen matalaa korkoympäristöä. Korkosijoitusten odotettu tuotto oli samasta syystä alhainen ja rahapolitiikan kiristystoimenpiteet oli aloitettu USA:ssa. Yhtiöiden odotettu tuloskasvu vuodelle 2017 nostettiin sekä länsi- että kehittyvien maiden osalta lähelle 13 prosenttia, eli selvästi pitkän aikavälin tuloskasvulukua korkeammalle.

Taustapeiliä hyödyntäen voidaan nyt sanoa, että vuosi sitten markkinatoimijoiden konsensusennusteet vuoden 2017 sijoitusympäristöstä osuivat tarkemmin kohdalle kuin monena aikaisempana vuonna.

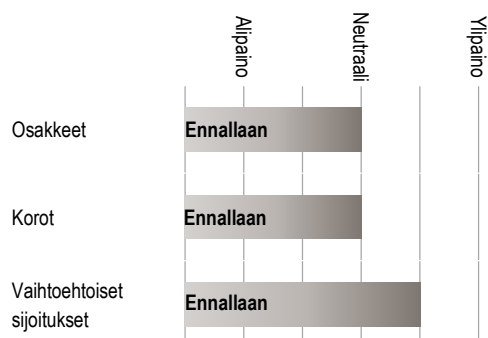
Länsimaisten yhtiöiden tuloskasvu odotettiin asettuvan noin 11 prosenttiin ja lähelle tätä lukemaa tullaan myös päätyämään. Pirstävää on, että tuloskasvu on pohjautunut myynnin kasvuun eikä niinkään tehostamistoimenpiteisiin kuten niin monena vuonna aikaisemmin. Tämä on ollut hyvän osakesijoitusvuoden perusta.

Korkosijoituksissa vuosi on ollut jopa odotuksia parempi. Luottoriskilisät ovat kaventuneet laajalla rintamalla ja korkoriski ei ole toteutunut markkinakorkojen ollessa jopa laskusuunnassa Euroopassa vuoden toisella puoliskolla inflaatio-odotusten pysyessä sitkeästi alle keskuspankkien tavoitteen.

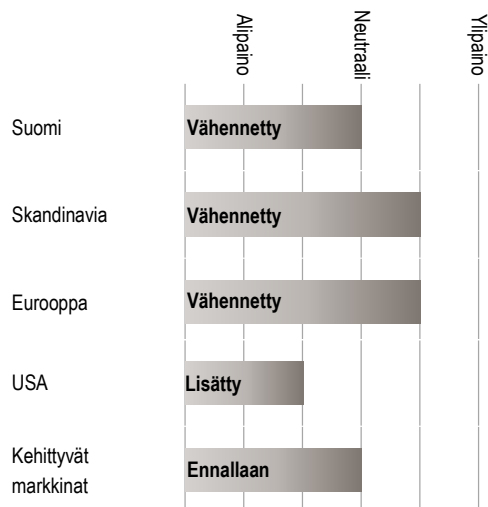
Toimenpiteet allokaatoratkaisuissamme

Osakkeissa asemoiduimme alkuvuodesta Eurooppa ja Pohjoismaa-painotteisesti. Korkupuolella painotus oli yrityslainoissa. Olemme vuoden edetessä siirtyneet alkuvuotta maltillisempaan suuntaan: osakkeissa olemme lisänneet globaalia hajautusta ja pienentäneet Eurooppa-ylipainoa. Korkupuolella olemme lisänneet käteisen osuutta ja tehneet uusia sijoituksia valikoidusti. Strategia on toiminut hyvin. Vaihtoehtoisten sijoitusten puolella salkun rakennusvaihe on edennyt hyvin ja marraskuussa teimme kaksi uutta sijoitusta: sijoitimme Capman Growth Equity -pääomasijoitusrahastoon, joka tekee vähemmistöinvestointeja kasvuyhtiöihin Suomessa sekä kuluttajatuotteita pääasiassa verkossa tarjoavaan listaamattomaan Royal Design-yhtiöön.

Omaisuuslajit



Osakkeet



Yhtiöiden talouskasvu on lupaavaa, hajauta lisäksi vaihtoehtoiisiin sijoituksiin

Viimeisen kahdentoista kuukauden aikana maailmantalous on ollut hyvässä myötätuulessa ja tämä on asetelma myös ensi vuoteen mentäessä. Taantumariski on länsimaissa hyvin pieni, vaikka nousukautta onkin takana poikkeuksellisen pitkä jakso. Lyhyen aikavälin erinomaisesta talouskasvutahdista huolimatta pitkän aikavälin talouskasvun ja sen seurauksena inflaation odotetaan jäävän historiallista keskiarvoa vaimeammaksi mm. heikkomman tuottavuuden kasvun ja epäsuotuisan väestörakenteen myötä. Vaikka talouskasvun rakenteellinen taso on alhainen historiallisesta perspektiivistä katsoen, erityistä syytä jatkaa voimakasta rahapolitiittista elvytystä ei länsimaissa ole ja tämä näkyy keskuspankkien rahapolitiikan kiristymisenä.

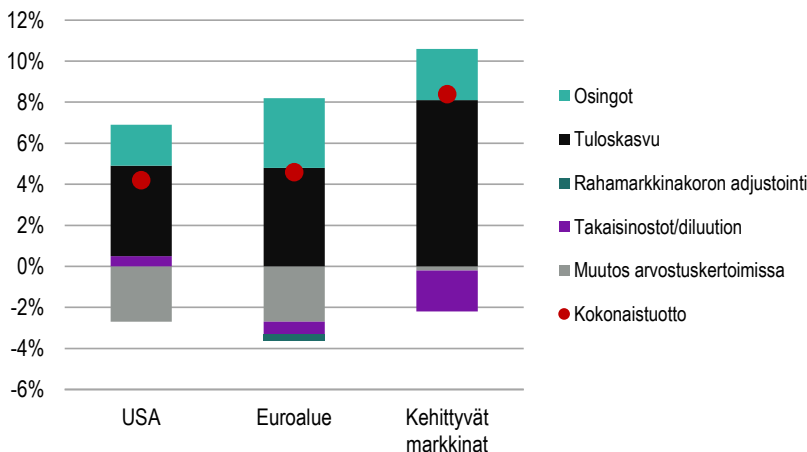
Osakesijoitusten rinnalla on syytä hyödyntää vaihtoehtoehtoisten sijoitusten tarjoamaa likvideettipreemiota korkosijoitusten kustannuksella

Korkosijoittajalle tilanne on erityisen haasteellinen. Keskuspankkien rahapolitiikan normalisointi lisää korkojen nousupainetta ja heikentää siten korkosijoitusten tuotto-odotuksia selvästi suhteessa historiallisiin tuottoihin viimeisen 15 vuoden ajalta. Samoista syistä myös osakkeiden tuottotaso jää mitä todennäköisimmin matalammaksi ja arvostuskertoimet historiallista keskiarvoa korkeammalle. Osakesijoitusten tuotto-riski-suhde on kuitenkin suhteellisesti selvästi houkuttelevampi korkosijoituksiin verrattuna alhaisesta taantumariskistä ja yhtiöiden hyvästä tuloskunnosta johtuen.

Pitkäjänteisessä salkunmuodostuksessa osakeriskiä on siis syytä kantaa. Jotta salkun tuotto-odotus ei kärsisi yllä mainituista tekijöistä johtuen, on osakesijoitusten rinnalla syytä hyödyntää vaihtoehtoehtoisten sijoitusten tarjoamaa likvideettipreemiota korkosijoitusten kustannuksella.

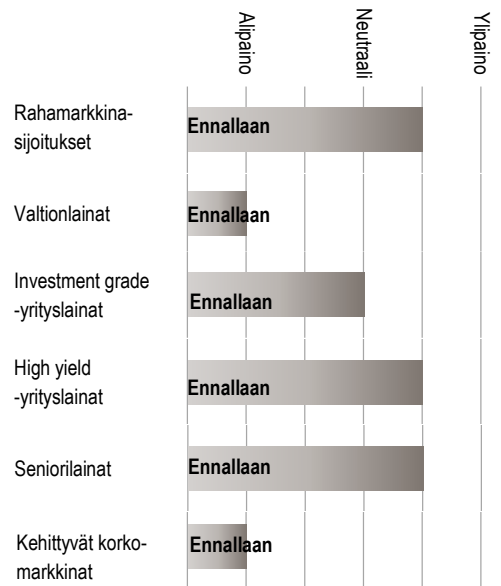
Keskuspankkien elvytyspolitiikka ei ole nostanut arvostustasoja samassa suhteessa vaihtoehtoisissa sijoituksissa kuin likvideissä omaisuuslajeissa. Tämä johtuu pääasiassa vaihtoehtoisten omaisuuslajien markkinasta, joka ei ole avoin laajalle sijoittajakunnalle. Jos salkku on hyvin korkopainotteinen, kannattaa myös ensi vuoteen mentäessä harkita osan korkosijoitusten korvaamista vaihtoehtoisilla sijoituksilla, joista saa likvideettipreemion ansiosta parempaa riskikorjattua tuottoa.

Likvideettipreemio tarkoittaa sijoittajalle maksettavaa korvausta siitä, että sijoitus ei ole automaattisesti muutettavissa rahaksi sijoittajan valitsemalla hetkellä. Likvideettipreemiosta saatava lisätuotto on houkutteleva erityisesti likvideihin korkosijoituksiin nähden ja sitä voi hyödyntää saadakseen samaa odotettu tuotto pienemmällä sijoitetulla pääomalla. Lisäksi ei-likvideihin omaisuusluokkiin voi liittyä arvonnouppu-preemio. Tämä tarkoittaa preemiota, jonka salkunhoitaja voi tehdä osto- ja myyntipäätöksen lisäksi luomalla arvoa esim. vaikuttamalla yhtiön liiketoimintaan (private equity) tai tekemällä kiinteistöön sen arvoa nostavia muutostöitä.

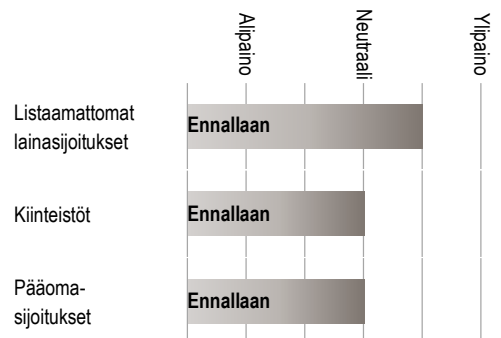


Kuva 1. Osakemarkkinoiden seuraavan 5 vuoden kokonaistuotto-odotuksen muodostuminen eri markkinoilla. Lähde: BlackRock Capital Market Assumptions, August 2017.

Korot



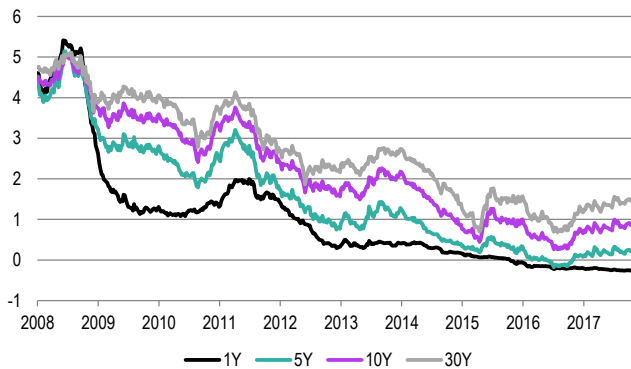
Vaihtoehtoiset sijoitukset



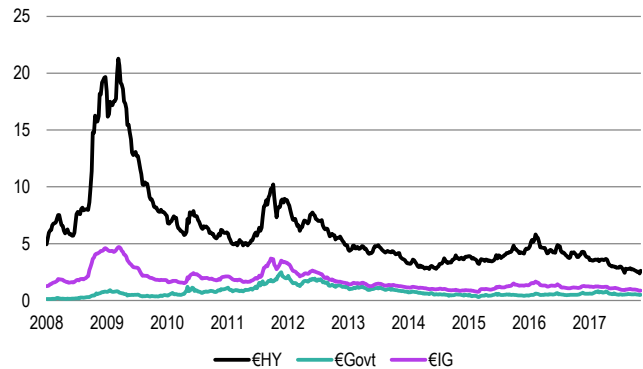
Tuloskasvun kehitys ohjaa osakemarkkinoita yhä vahvemmin

Rahapolitiikan normalisoituessa osakemarkkinoiden kehitys tulee olemaan aikaisempaa riippuvaisempi yhtiöiden kyvystä ylläpitää ja kasvattaa tuloaan. Korkoympäristön kiristyessä on epätodennäköistä, että osakemarkkinoiden nousu nojaisi puhtaasti arvostustason nousuun (kuva 1). Tästä syystä osakekurssit tulevat olemaan viime vuosiin verrattuna herkempiä yhtiöiden tuloskasvun muutoksille. Tuloskasvun odotetaan kuitenkin säilyvän positiivisena ja siten osakkeiden voitonjaon hyvänä myös vuonna 2018. Länsimarkkinoiden arvostuskertoimien odotetaan laskevan ja siten vaikuttavan negatiivisesti kokonaistuottoon nousevan korkotason johdosta. Vaikutukset näkyvät mitä todennäköisimmin vasta vähitellen.

Kehittyvillä markkinoilla arvostustason ennakoidaan pysyvän nykytasolla ja tuloskasvun olevan historiallista keskitasoa. Erityisesti Kiinassa rivakka jatkuvan emissiotahdin odotetaan kuitenkin laimentavan kehittyvien markkinoiden kokonaistuottoa reilun prosenttiyksikön verran. Tasapainoinen osakepositio, jossa myös valuuttavaikutukset huomioidaan, johtaa todennäköisimmin parhaaseen lopputulokseen ensi vuonna.



Kuva 2. Euroalueen korkojen historiallinen kehitys maturiteeteittain. Lähde: Bloomberg.



Kuva 3. Luottoriskilisen historiallinen kehitys euroalueella (HY = korkean riskin high yield -yrityslainat, IG = matalan riskin investment grade -yrityslainat, Govt = valtionlainat). Lähde: Bloomberg.

Korkosijoitusten ensi vuoden odotettu tuotto on alhainen

Absoluuttisesti alhaisesta korkotasosta johtuen (kuva 2) yritysten uudelleenrahoituskustannus tulee mitä todennäköisimmin jäämään historiallisia tasoja alhaisemmaksi (kuva 3). Se voisi tarkoittaa matalia luottotappiotasoja yrityslainoissa myös ensi vuonna. Tämä asetelma lisää yrityslainojen houkuttelevuutta suhteessa valtiolainoihin, jossa nouseva markkinakorko aiheuttaa arvonlaskua.

Yrityslainojen luottoriskiä lisää kuitenkin absoluuttisesti korkea velkataso yrityksissä etenkin USA:ssa, missä yritysvelan määrä on kivunnut liki 50 prosenttiin suhteessa bruttokansantuotteeseen. Talouden taantumariski on edelleen matala ja jos yritysten tuloksentelekyky jatkuu hyvänä, todennäköisyys merkittäväälle luottoriskin toteutumiselle on edelleen alhainen. Tästä syystä sijoittajan kannattaa myös ensi vuonna hyödyntää korkeamman tuottotason velkakirjoja sijoitussalkkunsuun korkopositiossa. Velkakirjavalinassa on kuitenkin oltava harkitseva ja rahapolitiikan normalisoituessa sijoitussalkun korkoriski kannattaa pitää keskimääräistä markkinakorkoriskiä lyhempanä.

Carolus Reincke

Johtaja, Allokaatoratkaisut ja vastuullinen sijoittaminen

Topias Kukkasniemi

Salkunhoitaja, Allokaatoratkaisut 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 aiheutuviin 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 arvonnekehitykseen vaikuttavia toimenpiteitä. Vakuutuksenottajan tulee huolellisesti perehtyä vakuutuksen ja sijoituskohteiden ehtoihin ja esitteisiin ennen vakuutuksen ottamista, vakuutukseen tehtäviä muutoksia tai sijoituskohteiden valitsemista tai muuttamista.