



Markkinakatsaus

7.11.2017

USA:ssa talouskasvu jopa kiihtymässä

Osakkeet jatkoivat nousutrendillä myös lokakuussa. Kolmannen vuosineljänneksen tuloskausi pyörähti käyntiin ja se on sujunut toistaiseksi jopa odotettua vahvemmin. USA:ssa tuloskasvuvauhti on ollut yli +8 % ja Euroopassakin yli +5 %. Samalla maailman talouskasvun näkymät ovat edelleen hyvin tuettuja parantuneiden yritysten näkymien, matalan korkotason ja keskuspankkielvytyksen ylläpitäessä n. +3,6 %:n globaalia bkt:n kasvua. USA:ssa bkt-kasvu on jopa kiihtymässä uudelleen, kun Q3:lla raportoitu kasvu oli jopa +3 % vuositasolla. Säilytämme osakemarkkinoiden painon neutraalissa vuoden aikana tehtyjen pienten myyntien tasapainottaessa kurssinousun tuomaa hyvää salkuissa.

Korot pysyttelivät kapeassa vaihteluvälissä euroalueella lokakuussa. EKP:n tase-elvytysohjelman kuukausiostot pienenevät 30 miljardiin euroon ensi vuoden alussa, mutta ensimmäistä ohjauskoronnostoa on vielä odotettava näillä näkymin 2019 vuoden kesään. USA:n keskuspankki Fed sen sijaan nostaa ohjauskorkoa seuraavan kerran näkemyksemme mukaan nyt joulukuussa ja aktiivisesti

jo pienentää tasettaan. Keskuspankien taseiden koko on finanssikriisin jälkeen korreloinut vahvasti riskillisten omaisuuslajien kanssa, joten tätä on syytä pitää silmällä.

Luottoriskipreemiot kiristyivät lisää lokakuussa niin Euroopassa kuin USA:ssakin hyvän tuloskauden tukiessa yritysten näkymiä. Raha on tällä hetkellä halpaa alla olevien korkojen mataluuden ja meneillään olevan syklin kireimpien luottoriskipreemioiden ansioista. Yllättävää ei ole sekään, että varsinkin USA:ssa yrityslainojen uusien emissioiden dokumentaatioiden laatu (mm. kovenantit) on lipsunut jo huomattavasti. Tällä hetkellä on syytä olla tarkkana, mihin uusemissioihin ylipäätään lähtee mukaan. Yrityslainojen kova kysyntä tuskin kuitenkaan hellittää lähikuukausina.

Osakemarkkinat nousivat USA:ssa uusiin kaikkien aikojen huippuihin hyvin alkaneen tuloskauden vetämänä. Teknologiasektori on ollut erityisen vahva, mutta myös materiaali- ja rakennussektorin kehitys on ollut hyvää. Euron vahvistuminen pysähtyi, mutta se aiheuttaa jonkin verran vielä negatiivista euroalueen vientiyritysten tulosnäkyymiin. Kaiken kaik-

kiaan tuloskausi on lähtenyt jopa ennakoitua positiivisemmin liikkeelle USA:ssa, kun S&P 500 -yritykset ovat raportoineet jopa yli +8 %:n tuloskasvua.

Pelättyä tulosheikkoutta ei ainakaan vielä ole nähty, joten osakkeilla on ollut tilaa nousta uusiin huippuihin USA:ssa. Arvostustasot ovat samalla lipuneet tämän syklin kalleimmille tasoilleen, mutta siihen on siis perusteita. Euroopassa puolestaan nyt raportoitu tuloskasvu on ollut yli +5 %. Tulosennusteita on varovasti nostettu nyt Q3-tuloskauden aikana, joten tältä puolelta ei lähiviikkoina ole näköpiirissä suurempia haasteita. S&P 500 -yrityksiltä odotetaan +11,8 %:n tuloskasvua ensi vuonna ja Eurooppaan Stoxx 600 -firmoilta +8,7 %:n tuloskasvua vastaavasti.

*Juhani Lehtonen, johtaja,
Fixed Income & Market Strategy
Investment Solutions*

Markkinatuotot 31.10.2017

Korkomarkkinat	Tuotto 1 kk	Tuotto 2017	Tuotto 1 v.
JPM Money Mkt	0,0 %	-0,3 %	-0,3 %
JPM EMU Govt	1,1 %	0,9 %	0,0 %
Barclays Infl. Linked	1,5 %	1,1 %	2,0 %
JPM Credit Index	0,8 %	1,4 %	0,8 %
JPM High Yield	1,1 %	6,5 %	7,8 %
JPM GBI EM Divers. (LC)	-1,4 %	0,6 %	-1,0 %
JPM EMBI+ (HC)	-0,1 %	8,5 %	4,8 %

Osakemarkkinat (paikallisvaluutta, tuotto osinkojen kanssa)	Tuotto 1 kk	Tuotto 2017	Tuotto 1 v.
OMXH Cap Helsinki	0,9 %	14,0 %	21,0 %
Euro Stoxx 50	2,3 %	14,3 %	23,3 %
Stoxx 600	1,9 %	12,0 %	19,7 %
S&P 500	2,3 %	16,9 %	23,6 %
Dow Jones	4,4 %	20,6 %	32,1 %
Nasdaq	3,6 %	26,1 %	31,1 %
Nikkei (Japani)	8,2 %	17,1 %	28,7 %
Hang Seng (Kiina)	2,6 %	33,2 %	28,0 %
Intia	6,3 %	26,3 %	20,5 %
Venäjä (RTS)	-1,7 %	0,6 %	18,9 %
Brasilia	0,0 %	23,4 %	14,5 %
MSCI Europe	2,0 %	11,7 %	19,5 %
MSCI World All Country	2,7 %	16,8 %	22,2 %
MSCI Emerging Markets	3,9 %	28,3 %	25,7 %
MSCI Latin America	-0,3 %	19,4 %	12,5 %
MSCI Eastern Europe	0,8 %	4,1 %	16,2 %

Vaihtoehtoiset sijoitukset	Tuotto 1 kk	Tuotto 2017	Tuotto 1 v.
S&P Commodity TR	3,8 %	-0,1 %	7,3 %
Öljy (spot)	4,7 %	-4,7 %	6,3 %
Kulta (spot)	-1,1 %	9,0 %	-1,7 %
HFRX Global HF	0,3 %	2,9 %	4,3 %

Valuuttakurssit	31.10.2017	29.9.2017
EURUSD	1,16	1,18
EURJPY	132,34	132,92
USDJPY	113,64	112,51
EURGBP	0,88	0,88
EURSEK	9,76	9,63
EURNOK	9,51	9,41

Korkotasot		
Yhdysvaltain keskuspankki	1,25	1,25
Euroopan keskuspankki	0,00	0,00
Japanin keskuspankki	-0,10	-0,10
Englannin keskuspankki	0,25	0,25
Euribor 3 kk	-0,33	-0,33
Euribor 12 kk	-0,19	-0,17
Saksa 10 vuotta	0,36	0,46
iTraxx Europe 5 v (IG)	50,23	56,96
iTraxx Crossover 5 v (HY)	225,93	253,82

Lähde: Bloomberg. Mennyt tuotto ei ole tae tulevasta tuotosta.

Korot

Menneet tapahtumat

Euroopan keskuspankki ilmoitti pienentävänsä tase-elvytysostojen eurooppalaisilla bondimarkkinoilla 30 miljardiin euroon kuukaudessa ensi vuoden alusta. Samalla uudelleen sijoitetaan n. 15 mrd euroa erääntyviä lainoja. Fakta on, että mm. Saksan ja muiden paremmin luottoluokitettujen valtioiden lainoista alkaa olla pula EKP:n ostmäärillä, ja se on osittain vaikuttanut EKP:n päätökseen.

Kuitenkin merkittävämpää on se, että taloudet ovat toipumassa hyvää vauhtia euroalueella ja inflaatiokin on vähitellen heräämässä horroksestaan, joten tällaisten tase-elvytysostojen kautta kasvuruisketta ei ole enää syytä jatkaa entiseen malliin. Saksa kasvaa noin 2 %:n vauhtia ja Ranska hieman alle tämän tällä hetkellä. Katalonian (n. 20 % Espanjan bkt:sta) tilanne on nostanut kysymyksiä koko Espanjan kasvuodotuksista, mutta ainakin toistaiseksi vahingot ovat olleet taloudelle vähäisiä. Espanjan

bkt nousi edelleen Q3:lla selvästi muuta euroaluetta vahvemmin, +3,1 % vuositasolla, joka tarkoittaa Espanjan koon vuoksi absoluuttisina euroina Saksan jälkeen toiseksi suurinta panosta euroalueen kasvuun. Siksi Katalonian kysymys on tärkeä myös kasvun kannalta.

Korot liikkuvat rauhallisesti kapeassa vaihteluvälissä euroalueella. USA:ssa valtionlainojen korot olivat hienoisessa nousussa Trumpin verouudistuksen todennäköisesti kasvattamassa budjettialijäämää. USA:n 10 vuoden valtionlainan korko on noussut kriittisenä pidetylle 2,4 %:n tasolle. Jonkin verran sen yläpuolella voidaan todeta, että vuosikymmenien korkojen laskutrendi on katkennut.

EKP ilmoitti tase-ostojen pienentämisestä

Nykytilanne

EKP:n ilmoitus tase-elvytysostojen vähentämisestä ei juuri ole saanut eurooppalaista yritysainamarkkinaa hätäntymään. Päinvastoin, odotettavissa on, että EKP pienentää suhteessa enemmän valtionlainojen ostojaan ja vastaavasti paremmin luottoluokitettujen (BBB- tai parempi luokitus) yritysainojen suhteellinen osuus ostopoolissa kasvaa. Tämä on pitänyt luottoriskipreemioita kiristävissä suunnassa lokakuun lopussakin. Korkeamman riskin yritysainoissa luottoriskipreemiot ovat kaventuneet entisestään Euroopassa ja USA:ssa. Samalla lainadokumentaatio on jo lipsunut pidemmän aikaa varsinkin USA:ssa, kun lainaehdot ei yrityksen näkökulmasta tällä hetkellä ole tarvetta niin kireiksi asettaa – bondit käyvät kaupaksi muutenkin.

Sijoittajan näkökulmasta tässä syklin vaiheessa on oltava erittäin valikoiva, mihin emissioihin lähdetään mukaan. Vallitseva luottoriskipreemiotaso

esimerkiksi eurooppalaisella high yield -markkinalla ei sisällä minkäänlaista puskuria sille, että luottohäiriöasteet palautuisivat pidemmän aikavälin keskiarvoon. Tämän hetken luottoriskikorvaus sijoittajalle on ok, mikäli ensi vuonna euro high yield -markkinalla maksuhäiriöitä on 1 % ja palautusaste konkurssista yritysainalle on n. 60 %. Emme näe tällaista markkinatilannetta relevanttina ensi vuodelle.

Tuloskauden alku hiljensi pääpiirteittäin uusemissiorintaman pohjoismaisilla yritysainamarkkinoilla, mutta edelleen kysyntä on kovaa. ML Nordic High Yield -sijoituskorimme eteenpäin katsova tuototaso on tällä hetkellä hieman yli 5 % käytännössä ilman korkoriskiä, joka on hyvä taso Eurooppaan verrattuna.

Yritysainoissa edelleen kova kysyntä

Tulevaisuus

Taloukasvun vahvasta tasosta huolimatta (USA:ssa Q3 bkt +3,0 %) inflaatio on edelleen kohtalaisen maltillista. USA:ssa yksityisen kulutuksen hinta-deflaattori oli +1,3 % Q3:lla ja syyskuun luvut inflaatiosta +2,2 %. Michiganin yliopiston laajassa kuluttajakyselyssä inflaation ennakoidaan pitkällä aikavälillä olevan n. 2,4 %:a. Tällä hetkellä työmarkkinoiden kireydestä huolimatta USA:n taloudessa ei ole vielä sellaisia pullonkauloja, että palkkainflaation olisi ryöpsähtämässä ylös. Näin ollen Fed pystyy viestimään rauhallisuudesta ohjauskoronnostoissa ja toisaalta taseen pienentämisen olevan pitkän aikavälin asia.

Euroalueella tuoreet inflaatioluvut kertoivat hintojen nousun olleen vain +1,39 %:ssa lokakuussa, joka resonoi hyvin EKP:n maltillisen elvytyspolitiikan kanssa. Tilanne kuitenkin voi muuttua nopeasti, mikäli öljyn ja teollisten metallien hintojen nousu jatkuu nykyisen kaltaisena. Talouden positiivinen momentti on päällä globaalisti ja raaka-aineiden hintojen nousu peilaa myös tätä. Öljyn hinnan nousu

esimerkiksi 70 dollariin tynnyriltä tuntuu nyt kaukaiselta, mutta on mahdollista parin vuoden tähtäimellä. Silloin keskuspankkien sävy on toisenlainen monella rintamalla ja inflaatio-odotukset nousussa. Korkotaso reagoisi tähän nopeasti, nyt kun keskeiset keskuspankin ehkä Japania lukuun ottamatta ovat käännyttäessä jo elvytyksen alas ajamisen tielle.

Pidämme korkoriskin hallintaa edelleen keskeisenä elementtinä korkosijoituksissamme ja olemme valmiudessa lyhentämään salkkujemme korkoriskiherkkyttä entisestään, mikäli siihen alkaa olla aihetta.

USA:ssa taloukasvu jopa kiihtymässä – inflaatio silti matalaa

Osakkeet

Menneet tapahtumat

Osakemarkkinoiden nousu jatkui lokakuussa kaikkien keskeisten indeksien ollessa vihreällä. USA:ssa pääindeksit laukkasivat uusiin kaikkien aikojen huippuihin hyvän Q3-tuloskauden saattelmina. S&P 500 -indeksi on noussut vuoden alusta 16,9 % ja eurosijoittajan näkökulmasta dollarin tämän vuoden heikentymisen myötä vain 5,9 %. Trumpin verouudistuksen läpimenoon liittyneet odotukset ovat pitäneet positiivista momenttia yllä, mutta kaiken kaikkiaan hyvä talouskehitys ja vahva tuloskausi tähän mennessä ovat ne reaali talouden fundamentit, jotka lokakuussakin osakemarkkinoita tukivat. Euroopassa Stoxx 600 -indeksi on noussut vuoden alusta +12 % ja samaten täällä talouskasvu on ollut odotetun kaltaista tai jopa parempaa kuin markkinaodotuksissa.

Kaikkein parasta nousua osakemarkkinoilla on nähty edelleen kuitenkin kehittyvien markkinoiden

(EM) pörsseissä. Hongkongin Hang Seng -indeksi on ylös vuoden alusta +33 %. Brasilian pääindeksi on noussut puolestaan +23 % raaka-aineiden hintojen vetämänä. Teolliset metallit ovat korjanneet vahvasti ylös ja se tukee monen EM-viejän tuloskehitystä. Samaten maailmankaupan mittarit kauppavirroista ovat edelleen nousussa, joka sataa EM-maiden laariin monesti tuotannon ulkoistuksien vuoksi.

Osakkeiden nousu on myös edelleen painanut hintaheilunnan mittareita alemmas ja markkinoiden volatiliiteettia kuvaava VIX-indeksi on pysytellyt sitkeästi alle 12 pisteen kuvastaen osaltaan osakkeiden nousutrendin vahvuutta. Näin ollen sijoitusvirta osakemarkkinoille päin on edelleen pysynyt vakaana ja viimeisimpänä erityisesti japanilaiset rahastot ovat alkaneet lisätä USA:n painoa salkuissaan.

Osakkeet jatkoivat nousuaan

Nykytilanne

Vuoden kolmannen neljänneksen tuloskausi starttasi lokakuussa ja päällisin puolin se on USA:ssa sujunut jopa odotuksia vahvemmin. Kun marraskuun vaihteessa hieman yli puolet S&P 500 -firmoista oli raportoinut, osakekohtainen tuloskasvu oli jopa yli 8 % vuodentakaiseen nähden. Loppukysyntä on siis pysynyt vahvana ja myös USA:n kolmannen kvartaalin bkt oli +3,0 %:n nousussa, odotettua vahvempaa sekä. USA:n taloudessa on nyt positiivinen momentti päällä. Euroopassa Q3-tuloskausi on sujunut suurin piirtein odotetusti tuloskasvun ollessa n. +6,0 %. Parhaimmat positiiviset tulosyllätykset on saatu teknologia- ja pankkisektorilta.

Globaalisti vuoden 2018 tulosennusteita on nyt tuloskauden aikana nostettu, joten selkänöjan rakentelu osakkeiden nousun jatkumiselle on käynnissä. Japanissa tulosennusteiden nostot ovat olleet itse asiassa kaikkein vahvimpia. Tällä hetkellä ennakoitaan USA:ssa S&P 500 -yhtiöiden yltävän 5,1

%:n liikevaihdon kasvuun ensi vuonna ja tällä myynnillä +11,8 %:n tuloskasvuun. Vahvimmat ennustemuutokset viime aikoina on nähty materiaali- ja energiasektorilta, kun raaka-aineiden hintojen nousu tukee tuloskasvuodotuksia.

Pohjoismaissa tämä näkyy vastaavasti, kun kaivosyhtiöillä oli hyvä tilauskertymä Q3:lla investointihyödykkeiden kysynnän kasvun myötä. Kaikkiaan Pohjoismaissa tulosennusteita on nettona nostettu Q3-raportointikauden aikana. Euroopassa Stoxx 600 -yhtiöiden tulosennuste ensi vuodelle on +8,7 % myynnin kasvulla +3,5 %. Tämä kertoo myös odotuksesta, että tulosmarginaaleissa ei ennakoita nähtävän heikkoutta ensi vuonna. Toisin sanoen odotukset tuloskasvusta ovat vahvalla tasolla, joten niinpä pettymyksiin ei ole varaa. Fundamenttipuolelta nyt nähty tuki toisaalta antaa osakemarkkinoiden nousun jatkumiselle hyvän lähtökohdan.

Tuloskausi sujunut hyvin

Tulevaisuus

Vaikka osakemarkkinoiden arvostuskertoimet ovat lipuneet päämarkkinoilla finanssikriisin jälkeisen ajan huippuihin, tuloskasvu on ollut myös positiivista. USA:ssa S&P 500 -indeksin eteenpäin 12kk katsova P/E-luku on n. 18, joka ei missään nimessä ole enää halpa, muttei ylitsepääsemättömän kalliskaan, mikäli tulosennusteet toteutuvat.

Arvostustasoja tarkasteltaessa huomataan, että USA:ssa S&P 500 -yhtiöiden tuloskertymä ylitti jo 2011 vuonna finanssikriisiä edeltäneet tasot, mutta Euroopassa ollaan vieläkin selvästi näiden alapuolella. Takkuava tuloskasvu on ollut pitkään riippakivenä Euroopassa, mutta nyt tilanne on kääntynyt ja pienen yhtiöt pärjäisivät. Tuoreimpana meneillään oleva Q3-tuloskausi vain vahvistaa tuloskäänteen jo tapahtuneen Euroopassa.

Vaaleja tulee ja menee euroalueella ja integraation kannattajat ja vastustajat mittelevät tasaisin väliajoin. Hyvät yhtiöt kykenevät kuitenkin toimimaan erilaisissa ympäristöissä ja tästä pieni esimerkki nähtiin Kataloniassa, jossa nippu isoimpia yrityksiä siirsi

pääkonttorinsa nopeasti Madridiin epävarmuuden kasvaessa. Pankkisektorin toipuminen on Euroopan osujen yhtiöiden indeksien keskiössä. Korkeiden nousu talouden toipuessa taklaa tätä – joskin hitaasti. Maailman taloudessa on tällä hetkellä menossa siinä mielessä harvinainen tilanne, että kaikilla päätalousalueilla kasvunäkymät ovat parhaillaan parantumassa. Yritysten luottamusindeksit ovat syklin huipputasoilla ja jopa nousussa. Tuloskehitys on hyvää, raaka-aineiden hinnat nousussa ja keskuspankkien suuri elvytysruuvi on isossa kuvassa vielä auki. Olemme pysyneet neutraalissa asetelmassa osakkeiden suhteen ja jatkamme tällä asemoinnilla nyt vuoden loppua kohti mentäessä.

Osakkeet kallistuneet – tulokset hyviä

Vaihtoehtoiset sijoitukset

Vaihtoehtoisten sijoitusten osalta ei merkittäviä muutoksia ole havaittu. Riskittömän korkotason mataluus globaalisti ja erityisesti Euroopassa ajaa sijoituksia edelleen omaisuuslajeihin, joissa ei ole päivittäistä lunastusmahdollisuutta. Näin sijoittaja tavoittelee korkeampaa tuottoa johtuen osaltaan tästä heikommasta likviditeetistä ja siihen liittyvästä likviditeetti-preemiosta. Monen sijoittajan salkkuun tämä sopiikin hyvin.

Eurooppalaisissa private debt -rahastoissa olevan kuivan ruudin määrä ei käynnissä olevista varojen keruusta huolimatta ole tilastojen valossa edelleenkään kasvanut merkittävästi. Uusia sijoitusmahdollisuuksia tulee private debt -markkinoille tasaisesti, kun mm. pankkien sääntelykehikon kiristyminen avaa sijoitta-

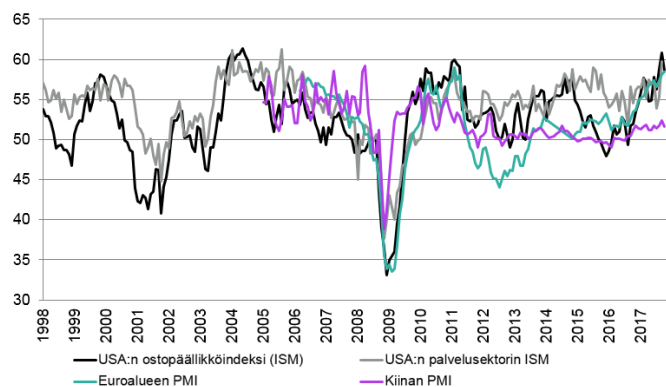
jakunnalle uutta materiaalia. Markkinan epälikvidimmässä osassa uusien private debt -lainojen tuottotasot eivät globaalisti ole kovinkaan paljon heiluneet 2013 vuoden jälkeen. Markkinatilanne on mielestämme edelleen varsin suotuisa Mandatum Life Private Debt -sijoituskoriamme pitkän aikavälin sijoittajan näkökulmasta erityisesti verrattuna perinteisiin omaisuusluokkiin.

Private equity -markkinoilla puolestaan arvostustasot alkavat olla kaikkien aikojen huipputasoilla. Viimeksi vuonna 2006–2007 näillä arvostustasoilla käynnistettyjen private equity -rahastojen tuotkehitykset jäivät vaatimattomiksi finanssikriisin isettyä markkinoille 2008. Tällä hetkellä private equity -rahastoissa olevan

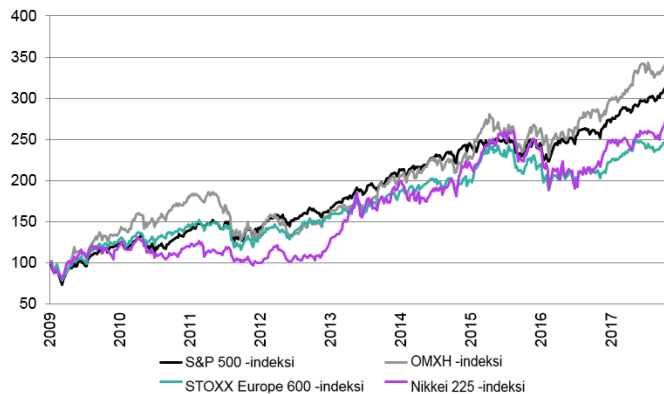
kuivan ruudin määrä on kaikkien aikojen ennätystasolla.

Euroopan kiinteistömarkkinoilla ja erityisesti ns. core-kohteiden (kaupunkien keskustojen parhaat toimistot) osalta tuottotasot sijoittajalle ovat painuneet kovan kysynnän ja matalan korkotason johdosta kaikkien aikojen pohjiin. Samaan aikaan alle potentiaalinsa toimivien kiinteistöjen (esim. puolityhjät toimistokiinteistöt jne.) arvostustasot eivät ole nousseet vastavasti. Johtuen core-markkinoiden tilanteesta Mandatum Life Kansainväliset kiinteistöt -sijoituskorimme keskittyikin ns. value add - ja lainamuotoiseen kiinteistö-sijoittamiseen, jossa näemme edelleen hyvää tuottopotentiaalia.

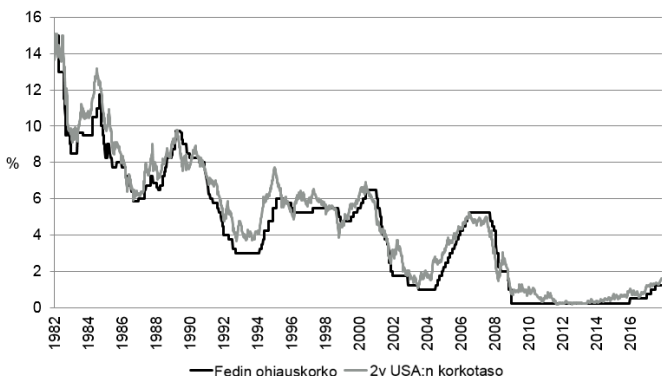
Ostopäällikköindeksien kehitys



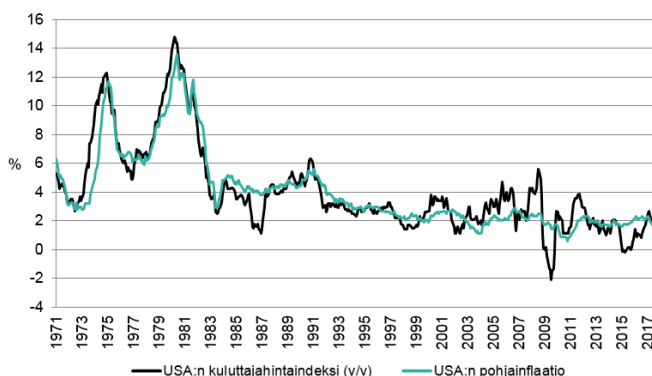
Osakeindeksien kehitys (2.1.2009 = 100)



USA:n keskuspankki Fedin ohjauskorko ja USA:n 2 vuoden valtionlainan korkotas



USA:n kuluttajahintaindeksi ja pohjainflaatio



Lähde: Bloomberg. Mennyt tuotto ei ole taee tulevasta tuotosta.

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 aiheutuvista 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. Vakuutusentottajan tulee huolellisesti perehtyä vakuutuksen ja sijoituskohteiden ehtoihin ja esitteisiin ennen vakuutuksen ottamista, vakuutukseen tehtäviä muutoksia tai sijoituskohteiden valitsemista tai muuttamista.