

# Allokaationäkemys

11.1.2019

## Markkinateemoja seuraavalle 12 kuukaudelle

Hyvät uutiset ensin. Vuosi sitten likvidien sijoitusten tuotto-odotukset olivat hyvin matalat, Yhdysvalloissa rahapolitiikka oli kiristymässä ja sijoittajien mielialat olivat keskimäärin hyvin positiiviset tulevan vuoden sijoitusnäkyistä. Koska asetelma ei ollut sijoittajalle erityisen suotuisa, salkkujemme asemoituminen oli varovainen. Nyt, syksyn markkinalakun jäljiltä, osakkeiden ja yrityslainasijoitusten tuotto-odotukset ovat nousseet, eikä ohjaukorkojen nousu ole itsestäänselvyys. Tämä nostaa todennäköisyyttä sille, että tästä vuodesta tulee sijoittajalle viime vuotta parempi.

Huolenaiheita kuitenkin riittää. Talouskasvun hidastuminen heikentää talous- ja tulosennusteiden osumatarkkuutta ja nostaa rahapolitiikkavirheiden todennäköisyyttä samaan aikaan, kun maailmantalouden velkataso on ennätysellinen. Yhdysvaltojen ja Kiinan välinen kauppasota aiheuttaa häiriöitä kansainvälisissä toimitusketjuissa ja heikentää yritysten investointihalukkuutta muutenkin epävarmassa ympäristössä.

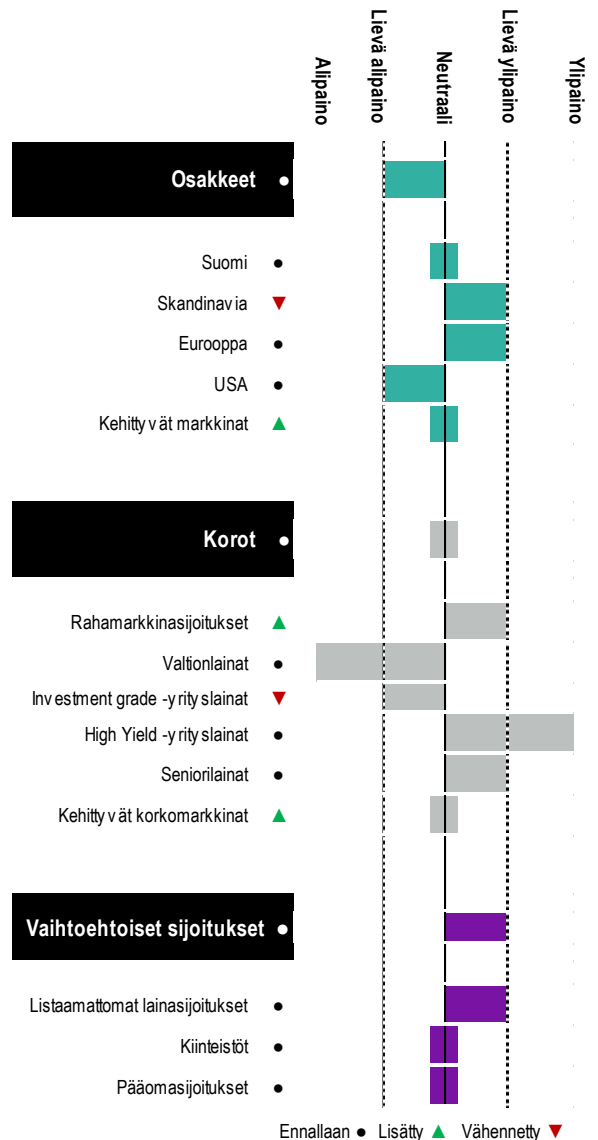
Sijoitusvuoden mahdollisia kehityspolkuja on siis poikkeuksellisen monta, mikä kannustaa olemaan kärsivällinen, mutta samalla toimimaan opportunistisesti tilaisuuksien ilmaantuessa. Haarukoimme mahdollisia skenaarioita käymällä läpi sijoitusmarkkinoihin ja allokaatiopäätöksimmme todennäköisimmin vaikuttavia tekijöitä.

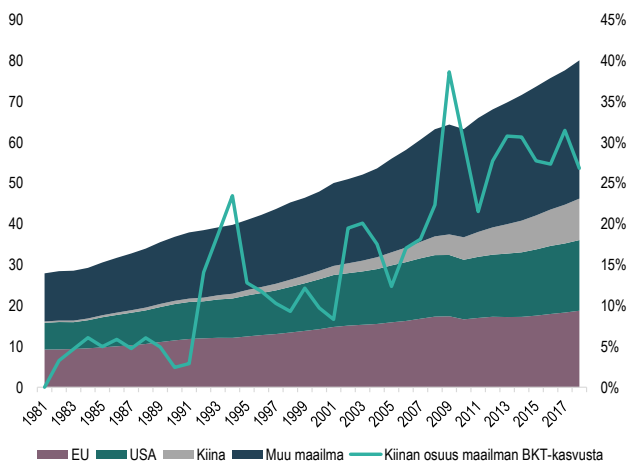
### Talouskasvu hidastuu ja Kiinan rooli tässä on merkittävä

Talouskasvun hidastuminen näkyy selvästi eri puolilla maailmaa. Kiinan talousaktiiviteettiä kuvaava ostopääällikköindeksi osoittaa supistuvaa talousaktiiviteettiä, Euroopassa ostopääällikköindeksin lasku on viime vuoden toisella puoliskolla ollut poikkeuksellisen voimakas ja Yhdysvalloissa joulutammikuussa julkaistut luvut osoittavat samasuuntaista kehitystä.

**Huolenaiheita riittää,  
vaikka edellytyksiä  
edellistä paremmalle  
sijoitusvuodelle onkin**

## Allokaationäkemys





**Kuvio 1.** Maailman BKT:n kehitys alueittain 1980-2017, biljoonaa US-dollaria (vasen akseli) sekä Kiinan osuus maailman talouskasvusta (oikea akseli).  
Lähde: Maailmanpankki.

Sytä hidastumiseen on monia ja niiden vaikutus yksin ja yhdessä tulevat pitkälti määrittelemään miten syvä ja pitkäkestoinen meillä on ollut muutos talousympäristössä tulee olemaan. Yritysten tuloksentekeytyminen on sidoksissa talousympäristön kehitykseen, mikä tekee tästä ensisijaisen tärkeän tekijän osakemarkkinakehitystä ajatellen.

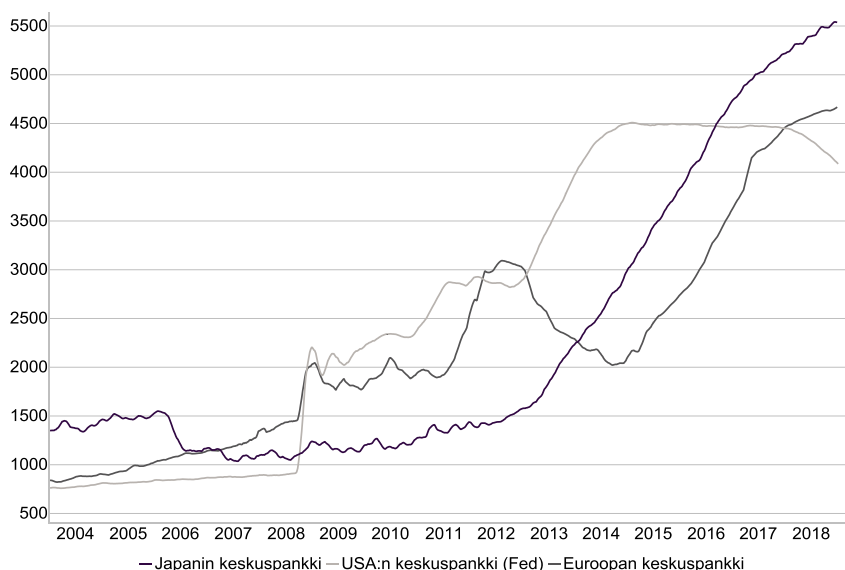
Koska Kiinan asema maailmantalouden kasvun ajurina on suuri, sekä suoraan että välillisesti (kuvio 1), on Kiinan rooli maailmantalouden kehityksessä merkittävä. Reilu vuosi sitten Kiinan hallinto linjasi maan talusrakenteiden tärkeimmät muutosalueet seuraavalle viidelle vuodelle. Nämä olivat ilmasto- ja saastuttavan perusteellisuuden osuuden pienentäminen, palvelusektorin osuuden kasvattaminen ja asuntojen hintojen nousun hillitseminen. Kiinan talouskasvu on viimeisten vuosikymmenten aikana nojannut pitkälti nimenomaan perusteellisuuteen sekä vaurastumiseen, jonka asuntojen hintojen nousu ja kaupungistuminen ovat tuoneet mukanaan. Viisivuotissuunnitelmassa tavoitellut muutokset olisivat siis merkittäviä. Lisäksi perinteinen numeerinen talouskasvutavoite poistettiin, mikä viestii siitä, että maan johtajat ovat valmiit hyväksymään suurempaa vuotuista heiluntaa talouskasvussa tavoiteltujen muutosten saavuttamiseksi.

Kiinan talouskasvu onkin hidastunut selvästi syksyn aikana ja asuntojen hintojen kehitys suurimmissa kaupungeissa on kääntynyt loivaan laskuun. Hallinto on reagoinut tilanteeseen lisäämällä pankkijärjestelmän likviditeettiä, mutta yleinen käsitys siitä, että Kiina voi halutessaan helposti ja nopeasti elvyttää talouskasvuun infrastruktuuri-investoinneilla on vanhentunut. Maailmantalouden kasvun kannalta tämä on riski, jota ei ole sijoitusmarkkinoilla hinnoiteltu.

Kiinan talouskasvun hidastuminen ja kauppapolitiikan epävarmuudet ovat vaikuttaneet negatiivisesti paitsi paikalliseen osakemarkkinan, myös maan kauppakumppaneihin. Saksan ja sitä kautta koko euroalueen talouden selvä hidastuminen viime vuoden toisella puoliskolla liittyi pitkälti viennin ja nimenomaan autosektorin kysynnän kasvun hidastumiseen Saksan autoteollisuuden tärkeimmällä kasvualueella Kiinassa

Yhdysvalloissa vuodentakainen verouudistus johti viime vuonna kulutus- ja investointihurmukseen, jonka vaikutukset ovat tosin vaimentuneet syksyn aikana. Kauppapoliittisten toimenpiteiden negatiiviset vaikutukset yritysten liiketoimintaan ovat myös voimistuneet. Tästä on saatu viitteitä muun muassa joidenkin teknologiasektorin yhtiöiden antamissa tulosvaroituksissa. Lisäksi yhdysvaltalaisyriyten kulurakennetta rasittavat nousevat palkka- ja rahoituskustannukset. Samaan aikaan asuntomarkkinoiden viilentäminen vähentää yhdysvaltalaisen kulutushalukkuutta. Yrityssektorin kokonaisvelkataso on ennätyskorkea, jälleenerahoitustarve tulevina vuosina iso ja yritysten herkkyys korkotason nousuun siten suuri.

Globaalin talouskasvun hidastumiseen liittyy siis monta riskikenaariota, jotka voivat käydä toteen usealla eri tavalla. Yksi keskeisimmistä kysymyksistä on kuitenkin se, pääsevätkö Kiina ja Yhdysvallat yhteisymmärrykseen kauppapolitiikasta. Neuvottelujen ensimmäinen määräaika on maaliskuun toinen päivä. Jos kauppapoliittisia jännitteitä saadaan liennytettyä, on tie auki sijoittajan näkökulmalta positiivisempaan skenaarioon. Suurimpia hyötyjä tässä tilanteessa olisivat ne kohteet, jotka ovat kärsineet tilanteesta eniten, eurooppalaisten vientiyhtiöiden osakkeet ja velkakirjat etusijalla.



**Kuvio 2:** Suurimpien keskuspankkien taseen kehitys 2004-2018 (Lähde: Macrobond).

## Ohjaukorkojen nousu ei ole itsestäänselvyys

Rahapolitiikka tulee maailmanlaajuisesti katsoen kiristymään seuraavan vuoden aikana, vaikka mikään keskuspankki ei nostaisikaan ohjaukorkoa. Yhdysvaltain keskuspankki tulee pienentämään tasettaan noin viidenkymmenen miljardin dollarin kuukausivauhtia, toisin sanoen se antaa tämän verran omistamiensa velkakirjojen erääntyä ilman, että niiden tilalle ostetaan uusia. Euroopan keskuspankki päätti rahaelvytysohjelmansa vuodenvaihteessa ja tavoittelee ohjaukorkon nostoa tämän vuoden loppupuolella. Tämä tulee olemaan hyvin haastava tavoite, ellei talouskuva muutu huomattavasti paremmaksi. Japanissa keskuspankki pienentäneen valtaisaan valtiolainojen osto-ohjelmaansa. Toimenpiteiden yhteisvaikutus tulee olemaan se, että rahaa imuroidaan globaalista rahoitusjärjestelmästä seuraavan vuoden aikana noin kahdenkymmenen miljardin dollarin kuukausivauhtia (kuvio 2). Kiinan keskuspankki on suurista keskuspankeista ainoa, joka tällä hetkellä lisää rahaelvytystä.

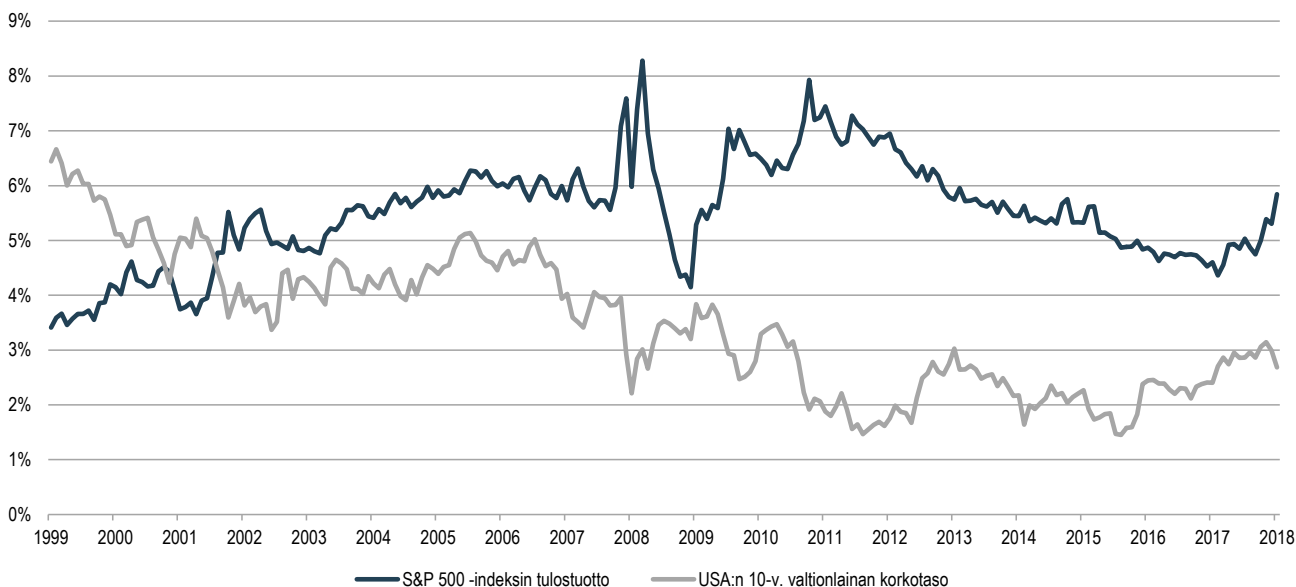
Ympäristössä, jossa talousaktiiviteetti on muutenkin hidastumassa ja inflatoriset voimat eivät näytä kiihtyvän, tämä tarkoittaa varsin merkittävää rahan tarjontaa supistavaa muutosta maailmanlaajuisesti. Varsinkin dollarirahoituksesta riippuvaiset Yhdysvaltojen ulkopuoliset toimijat ovat vaikeassa tilanteessa. Jos taantumaskaenaariolta vältytään, tulevat dollarimääräisen rahoituksen kustannukset todennäköisesti edelleen nousemaan.

**Lähdemme sijoitusvuoteen  
runsaalla käteispositiolla  
painottaen edelleen yrityslainoja  
valtiolainojen kustannuksella**

Syksyn markkinalaskussa saimme esimakua siitä, että talouden velkaisimmat toimijat eivät nauti sijoittajien suosiota ympäristössä, jossa velkarahan tarjonta pienenee ja riskiä hinnoitellaan uudelleen. Tämän tyyppinen tilanne luo useasti myös tilaisuuksia, joiden hyödyntäminen on mahdollista ainoastaan toimijoille, joiden likviditeetti on hyvällä tasolla. Lähdemme sijoitusvuoteen runsaalla käteispositiolla painottaen edelleen yrityslainoja valtiolainojen kustannuksella.

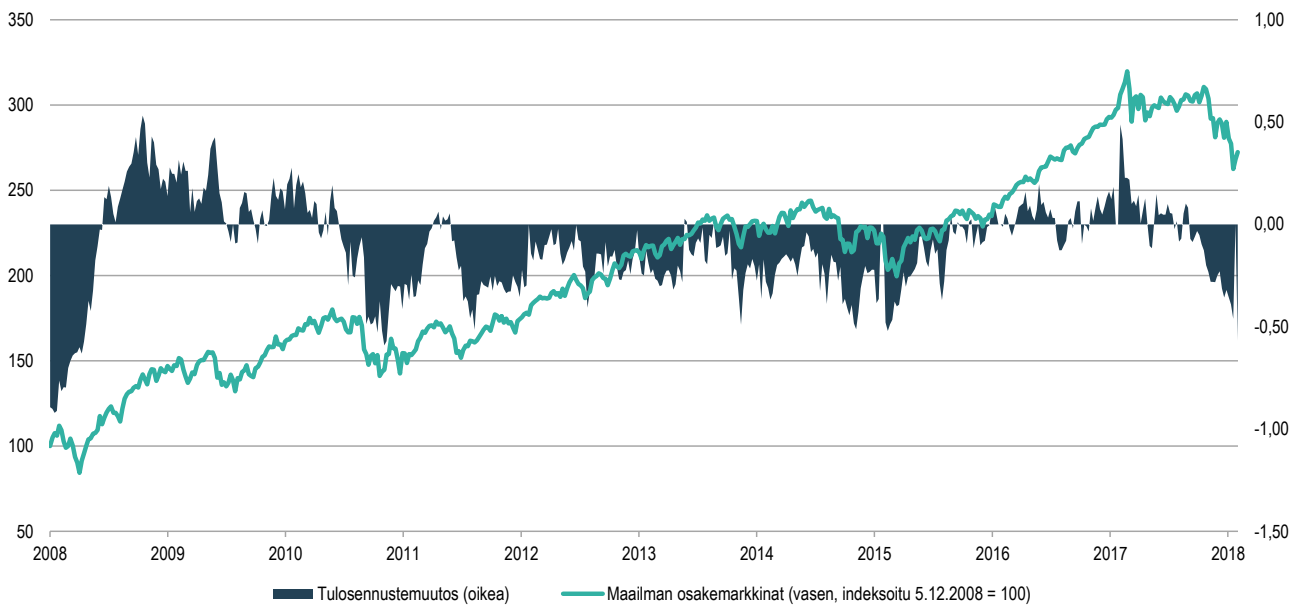
## Sijoitusympäristö on viime vuotta suotuisampi, jos taantumalta vältytään

Likvidien sijoitusten arvostustasot laskivat viime vuonna reaalikoron noustessa Yhdysvalloissa. Talousaktiiviteetin hidastuminen voimisti liikettä. Kun Yhdysvaltojen osakemarkkinan tuottotasot viime vuoden alussa olivat keskimäärin noin viisi prosenttia, ovat ne tällä hetkellä nousseet reilun prosenttiyksikön tätä korkeammalle (kuvio 3). Myös yrityslainamarkkinalla on nähty isoja liikkeitä. Esimerkiksi korkeimman riskin yrityslainojen riskilisät levenivät euroalueella noin kaksi ja puoli prosenttia viime vuoden aikana. Vastavasti valtiolainakorkojen lasku sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa on jälleen vähentänyt turvasatamasijoitusten suhteellista houkuttelevuutta.



**Kuvio 3.** S&P 500 -indeksin tulostuotto eli indeksin yhtiöiden yhteenlaskettu tulos jaettuna yhteenlasketulla markkina-arvolla sekä USA:n 10-vuotisen valtionlainan korkotason kehitys 31.12.1999-31.12.2018. Lähde: Bloomberg.

Kuvaa sumentaa kuitenkin hidastuvasta talouskasvusta johtuva yritysten tulosenusteiden muutosten lasku (kuvio 4). Tämä on myös ollut pääasiallinen syy siihen, että olemme laskeneet osakesijoituksemme viime vuoden aikana asteittain lievään alipainoon. Tulosten taustalla on ollut erityisesti teknologiasektorin yhtiöiden tulosenusteiden maltillistuminen ylioptimistisilta tasoilta sekä öljyn hinnanlaskun heijastuminen energiayhtiöiden tuloksiin. Tilanteessa, jossa talouskasvun hidastuminen jatkuisi, tulee tulosenusteiden madaltuminen ulottumaan myös muihin sektoreihin.



**Kuvio 4.** Maailman osakemarkkinoiden kokonaistuottokehitys ja globaalit tulosenustemuutokset 5.12.2008-7.12.2018. Lähde: Bloomberg.

Vaikka taantumalta vältyttäisiin, joka on nykytiedoilla todennäköisin skenaario, ei tilanne ole sijoittajan kannalta mitenkään ongelmaton. Osakesijoitusten arvostustasojen viimeaikainen lasku nostaa tasapainoisen sijoitussalkun tulevien vuosien tuotto-odotusta, mutta korkoympäristö säilynee edelleen matalana pakottaen miettimään salkun omaisuuslajijakaumaa kriittisesti. Vaihtoehtoisten sijoitusten sisällyttäminen pysyväksi osaksi hyvin hajautettua sijoitussalkkua on perusteltua sekä tulevien vuosien tuotto-odotuksen puolustamiseksi että salkun riskiprofiiliin tehostamiseksi. Allokaationäkemyksessämme vaihtoehtoiset sijoitukset säilyvät lievässä ylipainossa.

**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 aiheutuvista suorista tai epäsuorista vahingoista, kuluista tai menetyksistä. Markkinakatsauksen arviot ja näkemykset perustuvat sen antamishetkellä käytössä olleisiin tietoihin ja Mandatum Life voi muuttaa näkemyksiään 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 vaihtamista tai muuttamista.