

Allokaationäkemys

7.11.2018

Vastatuuleen luovimista

Reaalikoron syyskuun nykäisy ylöspäin laukaisi lokakuussa nähdyn osakemarkkinaliikkeen samaan tapaan kuin vuoden alussa. Korkoliikkeen taustalla oli myös tällä kerralla odotettua vahvempia talouslukuja ja pelko USA:n talouden ylikuumentumisesta. Erottavana tekijänä tammi-helmikuun tilanteeseen verrattuna on se, että yritysten tulostenusteita leikataan parhaillaan ja talousaktiiviteetti on globaalisti maltillisumassa. Kehityssuunta taloudessa ja tulostenusteissa oli alkuvuonna päinvastainen.

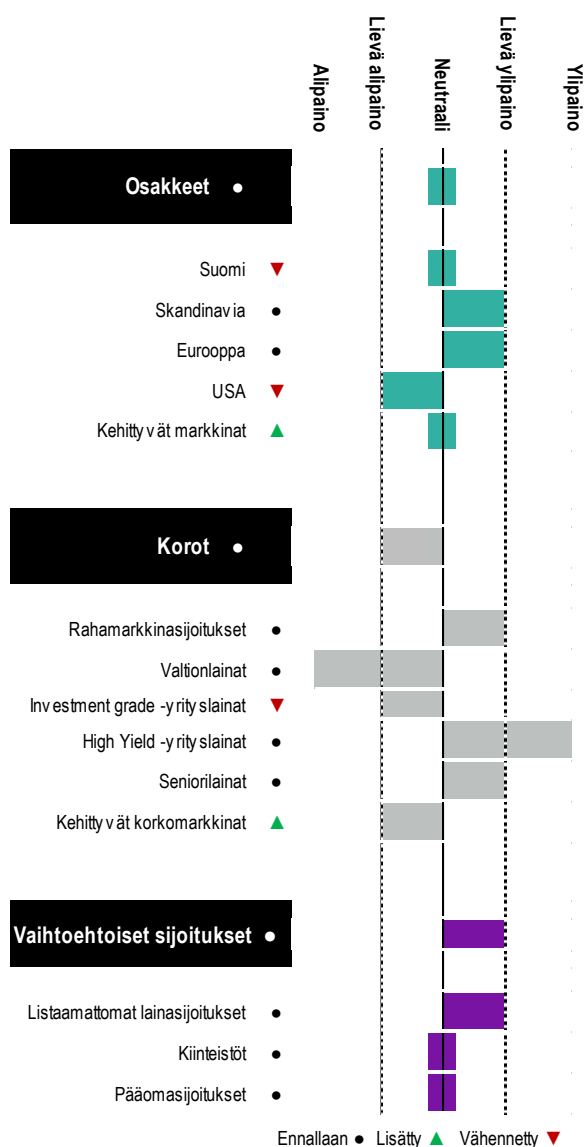
Taloudessa merkkejä aktiiviteetin hidastumisesta

Lokakuussa julkaistut talousluvut Euroopasta ja Kiinasta osoittavat maltillisuutta talousaktiiviteetillä. Osasy tähän on kauppapoliittinen epävarmuus, osittain se johtuu Kiinan muutenkin hidastuvan talouskasvun lieveilmiöiden heijastumisesta maan kauppakumppaneihin. USA:ssa vuodentakainen verouudistus käynnisti kulutus- ja investointihurmoksen, mutta vaikutusten odotetaan laimenevan vähitellen. Yritysten ja kuluttajien luottamusta mittaavat indikaattorit ovat edelleen korkealla tasolla, mutta heikentyneet vuoden alun lukemista.

Kauppapoliittinen epävarmuus jatkuu edelleen vaikka heikkoja lientymisen merkkejä on ollut havaittavissa. Kehittyvien maiden valuuttojen heilunta on pienentynyt ja heikentyminen tasaantunut. Brasiliassa uuden presidentin valinnan myötä valuutta on vahvistunut voimakkaasti. Dollarin esiinmarssi on jatkunut korkoeron yhä kasvaessa USA:n ja Euroopan välillä. USA:ssa kongressin välivaiheissa demokraattien saavuttama enemmistö alahuoneessa hankaloihtaa mahdollisten uusien taloutta elvyttävien poliittisten toimenpiteiden läpivientä.

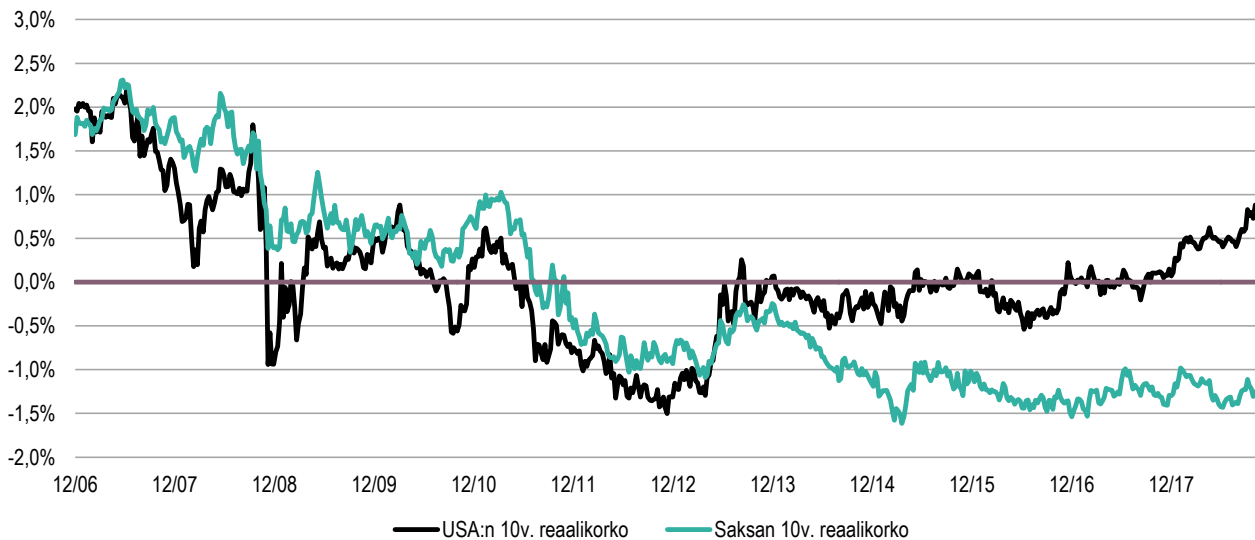
Korkoero on yhä kasvanut USA:n ja Euroopan välillä

Allokaationäkemys



Keskuspankkien odotetaan jatkavan rahapolitiikkansa kiristämistä. USA:ssa työmarkkinakehitys on suotuisa ja palkkainflaatio on kiihtymässä. Tästä saatiin lisäviitteitä lokakuun työllisyysraportissa. Fedin odotetaan nostavan ohjauskorkoa joulukuussa 2,25–2,50 prosentin haarukkaan ja kolmesti vuonna 2019. Keskeisimpänä sijoitusympäristöön kohdistuvana riskinä näemme keskuspankkien rahapolitiikan liian nopean kiristymisen tai kiristymistoimenpiteiden väärin ajoittamisen. Euroopassa keskuspankki puolestaan lopettaa osto-ohjelmansa vuodenvaihteessa, mutta pitää ohjauskorkonsa ennallaan ainakin kesään 2019 saakka. Euroopassa koronnouspaineita lieventää poliittinen epävarmuus.

Reaalikorko nousussa, korkosijoitusten muokkaamista jatkettu



Kuvio 1. USA:n ja Saksan reaalkorkojen kehitys 29.12.2006-5.11.2018. Lähde: Bloomberg.

Matala tai negatiivinen reaalkorko kannustaa lainarahan käyttöön, mm. kulutuksen, yritystoiminnan ja sijoitustoiminnan rahoittamiseen. Jos reaalkorko taas nousee, tilanne on päinvastainen. Alkuvuoden nousun myötä reaalkorko on ensimmäistä kertaa seitsemään vuoteen selvästi nollarajan yläpuolella USA:ssa. Syyskuussa tapahtui toinen tasokorjaus (kuvio 1), jonka seurauksena likvidit omaisuuslajit uudelleenhinnoiteltiin. USA:n keskuspankin jatkaessa rahapolitiikan kiristämistä nyt nähty markkinaliike jää tuskin tämän taloussyklin viimeiseksi vastaavanlaiseksi.

Korkosijoitusten tuotto oli lokakuussa linjassa markkinaindeksin kanssa. Kuukauden aikana tehdyt lisäsijoitukset kehittyvien maiden lainasijoituksiin myötävaikuttivat tuottokehitykseen positiivisesti. Korkosijoitusten avointa USD-riskiä on yhä pienennetty ja se oli kuukauden lopussa vajaat 10 prosenttia. Korkosijoitusten painotus on pohjoismaisissa yrityslainoissa, jotka tarjoavat Manner-Eurooppaa parempaa tuottopotentiaalia. Korkeamman riskin high yield -sijoitusten paino on neutraalissa. Uusia high yield -sijoituksia olemme tehneet hyvin valikoiden. Alipainotamme eurooppalaisia valtionlainoja alhaisen tuottotason takia. Korkosijoitustemme korkoriski duraatiolla mitattuna on markkinaindeksiä maltillisempi, millä haluamme varautua korkotason nousuun kiristyvän keskuspankkipolitiikan myötä.

Olemme jatkaneet amerikkalaisten vähäriskisten investment grade -yrityslainojen vähentämistä, mikä yhä pienentää sekä korkosijoitusten valuuttakurssiriskiä että herkkyyttä korkotason muutoksille. Dollarin suojauskustannuksen nousu on selvästi heikentänyt dollarimääräisten sijoitusten houkuttelevuutta eurosijoittajan näkökulmasta.

Kehittyvien maiden lainasijoituksia olemme lisänneet hieman. Niiden tuottotasot ylittävät länsimaisten lainojen tuottotasot. Kesän kehittyvien maiden valuuttaturbulenssin jälkeen tuottotasot ovat eurosijoittajan näkökulmasta muuttuneet selvästi houkuttelevammiksi.

USA:n osakemarkkinassa teknologiasektorin korkea indeksipaino, nouseva reaalkorkotaso ja heikkenevä eteenpäin katsova tuloskasvukehitys kannustavat varovaisuuteen.

Laskeva tulosennusteiden trendi nostaa epävarmuutta osakemarkkinoilla

Vuoden kolmannen neljänneksen tuloskausi ylitti ennako-odotukset sekä USA:ssa että Euroopassa. Tästä huolimatta yritysten antama eteenpäin katsova ohjaus antaa odotettua epävarmemman kuvan liiketoimintaympäristöstä ja ensi vuoden tuloksentekevyydestä. Mainitut syyt talousympäristön haurauteen ovat maltillistuva talusaktiiviteetti ja kauppapoliittiset ongelmat. Vuoden 2019 tulosten odotetaan edelleen kasvavan, mutta tuloskasvutasoja tarkistetaan alaspäin.

Erityisen korkeasti arvostetut suuret teknologiayhtiöt eivät ole pystyneet vastaamaan ylös hilattuihin odotuksiin. Applen, Amazonin ja Googlen, kuten monen muunkin teknologiasektorin yhtiön, osakekurssit ovat laskeneet keskimäärin -15 prosenttia viimeisen kuukauden aikana. Kehittyvillä markkinoilla teknologiayhtiöiden voittokulku päättyi jo alkuvuonna. USA:ssa teknologiasektori on pitkään ollut osakemarkkinan kantava voima, mutta tämä trendi näyttää taittumisen merkkejä (kuvio 2). Vaikka teknologiayhtiöiden ja koko osakemarkkinan arvostustaso on lokakuun markkinaliikkeen jälkeen maltillistunut, on taso edelleen historiallista keskiarvoa korkeampi.



Kuvio 2. Amerikkalaisten teknologiasektorin yhtiöiden hintakehitys 31.6.2016 – 5.11.2018 suhteessa laajaan S&P 500 -markkinaindeksiin. Kuvaajan noustessa teknologiasektorin yhtiöt ylituottavat yleiseen markkinakehitykseen nähden, vastaavasti laskiessa alituottavat. Lähde: Bloomberg.

Lokakuun alussa myyntioptioilla toteuttamamme suojaustoimenpide USA:n osakemarkkinoilla oli onnistunut. Samoin kuin konsernisamme yleisesti, suhtaudumme edelleen varovaisesti USA:n osakemarkkinaan. Teknologiasektorin korkea indeksipaino, nouseva reaalikorkotaso ja heikkenevä eteenpäin katsova tuloskasvukehitys kannustavat varovaisuuteen. Olemme loka-marraskuussa jatkaneet asteittaista yhdysvaltalaisen osakkeiden osuuden pienentämistä salkuissa.

Vastaavasti olemme lokakuussa edelleen lisänneet kehittyvien maiden osakkeiden painoa salkuissa neutraalipainon rajojen puitteissa. Tasaantunut valuuttakurssikehitys sekä alhainen arvostustaso ovat nostaneet kehittyvien maiden osakkeiden tuotto-odotukset tasolle, joka on houkutteleva riskit huomioiden. Tämän lisäksi olemme hieman pienentäneet suomalaisten osakkeiden painoa salkuissa. Myös Suomessa tuloskausi on osoittanut, että talousympäristö on odotuksia haastavampi.

Vaihtoehtoiset sijoitukset kehittyivät suotuisasti lokakuussa

Salkun rakentaminen on edennyt suunnitellusti ja lokakuussa sijoitusaste on noussut pääomakutsujen myötä. Sijoitusaste tulee nousemaan sitä mukaa, kun jo tehtyjä sijoitussitoumuksia kutsutaan. Vaihtoehtoisten sijoitusten arvo nousi edelleen lokakuussa, pääasiassa listaamattomien lainasijoitusten positiivisesta arvokehityksestä johtuen. Lokakuussa tehtiin uusia sitoumuksia eEquity IV -pääomarahastoon ja Baumont Real Estate One -rahastoon.

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