



## Markkinakatsaus

24.10.2018

### Osakkeet halventuneet selvästi

Osakemarkkinoilla koettiin lokakuun puolivälissä merkittävä korjaus alemmas käytännössä kaikissa maailman keskeisissä pörseissä. Aavistuksen hiipuva talouskasvu, kauppavirtojen rauhoittuminen ja kauppasodan aiheuttama epävarmuus ovat olleet osakkeiden myyntipaineen taustatekijöinä.

Sinänsä Q3-tuloskausi on USA:ssa mennyt odotusten mukaisesti – tuloskasvu on n. +20 %, joka on edelleen erittäin hyvä taso. Euroopassa, Kiinassa ja kehittyvillä markkinoilla yleisesti taloussyklille herkäät osakkeet ovat kehittyneet tänä vuonna heikosti ja monet osakkeet ovatkin halventuneet tuntuvasti. Mikäli maailman talous ei sulkella taantumaan ja tuloskasvu edellytykset heikenny selvästi, monilla osakemarkkinoilla on selvä alenusmyynti päällä. Allokaatio-otteidemme asemoitumisesta nykytilanteessa voit lukea lisää [Allokaationäkemyksestämme](#).

Pidempien vähäriskisten valtionlainojen korkojen nousupaine on rauhoittunut euroalueella ja hieman hellittänyt myös USA:ssa. Suurien keskuspankkien rahapolitiikan linjaan ei viime viikkoina ole tullut yllätyksiä. USA:ssa keskuspankki jatkaa koronnostojaan ja ennakoimme Fedin päätyvän 3 %:n ohjauskorkoon tässä nostosyklissä. Euroopassa sitä vastoin EKP lopettaa netto-ostonsa joukkolainamarkkinoilla nyt vuoden vaih-

teessa ja siirtyä siten puhtaasti uudelleensijoituspuuhiin, kun taseesta erääntyy lainoja. Toistaiseksi EKP ei ole kommentoinut mitään uudelleensijoitusten painotuksista (pitkät vs. lyhyet lainat). Tätä ns. "twist-elementtiä" esimerkiksi Fed käytti hyvin onnistuneesti, kun USA:ssa piti vauhdittaa taloutta netto-ostojen jälkeen vielä uudelleen. Ensimmäinen koronnosto EKP:lta on odotettavissa syys-lokakuussa 2019, joten lyhyet euribor-korot pysyvät miinuksella vielä kuukausia.

Europankkijärjestelmässä, näin ylipäätään, vaikuttaa edelleen olevan valtava yliikkviditeetti päällä. Rahaa on paljon saatavilla. Ruotsissa ensimmäinen koronnosto nähdään ennustemme mukaan tämän vuoden joulukuussa ja Norjassa ensimmäinen koronnosto tässä syklissä tehtiinkin jo. Vain Japani on suuremmista keskuspankeista EKP:tä jäljessä koronnostojen suhteen. Suosimme korkosijoituksissa tällä hetkellä vaihtuvakorkoisia (floating rate) yritysainoja ja ylipäätään aktiivista otetta korkoriskin hallintaan.

USA:n osakemarkkinat jylsivät uusiin kaikkien aikojen huippuihin syyskuun lopussa, mutta lokakuun puolivälissä koettiin ensimmäinen merkittävä korjaus sitten tämän vuoden tammihelmikuun. Myyntipaineen jäljiltä tämän vuoden osaketuotot joutuivatkin puolitettiin USA:ssa. Tuloskausi on käynnissä ja sinänsä yritysten tulokset ovat olleet edelleen hyvin positiiviset USA:ssa. Tu-

loskasvuksi on kirjautumassa n. +20 % vuoden takaiseen nähden. Yritykset ovat kuitenkin kommentissaan olleet maltillisia ja sanamuodot kauppasodan ympäriltä varovaisia. Ensi vuodelle ennakoidaan S&P 500 -firmoihin n. +10,5 % tuloskasvua. Euroopassa tulosvaroituksia on tip-punut jo enemmän ja kommentit ovat olleet vielä Yhdysvaltojen varovaisempia. Stoxx 600 -yhtiöille ennakoidaan ensi vuodelle tuloskasvuksi +9,2 %:a, jota varmasti korjataan hieman alemmas Q3-tuloskauden edetessä.

EM-maissa tuloskasvuodotukset ensi vuodelle ovat edelleen +11,8 %:n luokkaa, joka on kyllä aika kova odotus. Kiinan kasvunäkymät ovat rauhoittumassa ja korkotasot EM-maissa nousussa valuuttojen heikentymisen taklaamiseksi. USA:n päärintama kauppasodassa onkin asettumassa Kiinan kanssa, eikä nopeaa ratkaisua valitettavasti ole näköpiirissä. Protektionistiset toimet haittaavat ja hidastavat maailman kauppavirtoja ja vaikutukset alkavat näkyä nyt laajemmin. Yritysten investointihalukkuus on yleensä yksi parhaista kuumemittareista – se on nyt tuloskommenttien valossa hieman hiipumassa. Silti kokonaisuutena maailman talouskasvu on edelleen hyvällä tolalla, tällä hetkellä n. +3,6 %:n kasvuvauhdissa.

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

### Markkinatuotot 30.9.2018

Korkomarkkinat	Tuotto 1 kk	Tuotto 2018	Tuotto 1 v.
JPM Money Mkt	0,0 %	-0,2 %	-0,3 %
JPM EMU Govt	-0,1 %	-0,5 %	0,1 %
Barclays Infl. Linked	-0,1 %	-0,8 %	0,9 %
JPM Credit Index	-0,5 %	-0,4 %	0,1 %
JPM High Yield	-0,1 %	0,0 %	0,7 %
JPM GBI EM Divers. (LC)	2,8 %	-5,0 %	-5,7 %
JPM EMBI+ (HC)	2,8 %	-4,7 %	-5,0 %

Osakemarkkinat (paikallisvaluutta, tuotto osinkojen kanssa)	Tuotto 1 kk	Tuotto 2018	Tuotto 1 v.
OMXH Cap Helsinki	-0,7 %	12,3 %	11,0 %
Euro Stoxx 50	0,3 %	-0,6 %	-2,9 %
Stoxx 600	0,3 %	0,9 %	1,5 %
S&P 500	0,6 %	10,6 %	17,9 %
Dow Jones	2,0 %	8,8 %	20,8 %
Nasdaq	-0,7 %	17,5 %	25,2 %
Nikkei (Japani)	6,2 %	7,8 %	20,8 %
Hang Seng (Kiina)	0,0 %	-4,1 %	4,4 %
Intia	-6,2 %	7,4 %	17,1 %
Venäjä (RTS)	9,5 %	7,4 %	10,1 %
Brasilia	3,5 %	3,8 %	6,8 %
MSCI Europe	0,5 %	0,8 %	1,5 %
MSCI World All Country	0,5 %	5,5 %	11,1 %
MSCI Emerging Markets	-1,2 %	-2,9 %	2,7 %
MSCI Latin America	1,9 %	2,8 %	4,8 %
MSCI Eastern Europe	4,5 %	12,6 %	16,6 %

Vaihtoehtoiset sijoitukset	Tuotto 1 kk	Tuotto 2018	Tuotto 1 v.
S&P Commodity TR	3,9 %	11,8 %	22,9 %
Öljy (spot)	5,6 %	24,7 %	42,0 %
Kulta (spot)	-0,9 %	-10,3 %	-8,6 %
HFRX Global HF	-1,0 %	-3,6 %	-2,8 %

Valuuttakurssit	28.9.2018	31.8.2018
EURUSD	1,16	1,16
EURJPY	131,93	128,84
USDJPY	113,70	111,03
EURGBP	0,89	0,90
EURSEK	10,32	10,60
EURNOK	9,45	9,73
<b>Korkotasot</b>		
Yhdysvaltain keskuspankki	2,25	2,00
Euroopan keskuspankki	0,00	0,00
Japanin keskuspankki	-0,10	-0,10
Englannin keskuspankki	0,75	0,75
Euribor 3 kk	-0,32	-0,32
Euribor 12 kk	-0,16	-0,17
Saksa 10 vuotta	0,47	0,33
iTraxx Europe 5 v (IG)	68,81	68,26
iTraxx Crossover 5 v (HY)	273,78	299,32

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

# Korot

## Menneet tapahtumat

Italian valtionlainojen tuottotasot nousivat terävästi aivan syyskuun lopussa ja lokakuun aikana, kun maan hallitus on viemässä läpi odotettua alijäämääsemmän budjetin, tähdäten -2,4 %:n alijäämään bkt:hen verrattuna. On enemmän kuin mahdollista, että ensi vuonna euroalueen kasvun rauhoittuessa ollaan Italian tapauksessa jälleen -3 %:n Maastrichtin kriteerin porteilla ja sitä kautta luottamus Italiaan on jälleen horjumassa. Markkinoilla tätä italialaisten venkoilua ja siitä seuraavia ongelmia on jälleen ryhdytty hinnoittelemaan sisään.

Kun EKP:n netto-ostot Italiankin valtionlainamarkkinoilla loppuvat tämän vuoden lopussa, saapasmaan on löydettävä jostain uusia oikeita markkinaehtoisia ostajia valtionlainoilleen. EKP:n QE-ostot ja pankkien LTRO-rahoitetut ostot ovat vastanneet miltei 80 % Italian valtion velkakirjojen emittoinnista. Eurovaltionlainsijoittajien mielissä resonoiivat huo-

nosti lauseet, joissa hallituksen edustajat mainostavat, että paluu omaan valuuttaan ratkaisisi miltei kaikki Italian ongelmat.

Luottoluokittajat seuraavat tilannetta ja luokituksen leikkaukset pois *investment grade* -tasosta häiritsisivät lisää ostajien löytymistä. Lokakuussa Moody's laski Italian luokituksen enää pykälän päähän (Baa3) *high yield* -tasosta. Italiassa on velkaa n. 2300 mrd euroa (n. 130 % per bkt), joten mahdollinen *high yield* -status pistäisi suuren osan valtionlainsijoittajista myymään omistuksiaan pienemmäksi, ts. Italian korot nousisivat tästä entisestään. Edellisen kerran Italia oli ulkona markkinarahoituksesta syksyllä 2011, jonka jälkeen EKP käytännössä pelasti toimenpiteillään Italian takaisin lainamarkkinoille. Italian hallitsematon korkojen nousu EKP:n netto-ostojen päätymisen jälkeen olisi merkittävästi negatiivinen kehityskulku euroalueelle.

*Italia jälleen tapetilla*

## Nykytilanne

Samaan aikaan, kun eteläisen Euroopan valtionlainaja yrityslainamarkkinoilla on ollut tukkoista kesän jälkeen, pohjoismaisilla yrityslainamarkkinoilla on ollut keskimäärin hyvä momentti. Uusia emissioita ei ole tullut liiemmin Q3-tuloskauden alettua, joten sijoittajilla on kertynyt sijoitettavaa kassaa.

Vuoden alusta lukien pohjoismainen *high yield* -markkina on ollut uskomattomassa vedossa (n. +5 %) verrattuna eurooppalaiseen *high yield* -markkinaan, joka on aavistuksen miinuksella vuoden alusta. Korkoriskin määrä (ts. herkkyys korkojen muutokselle) selittää osan tästä, mutta ei kaikkea. Luottoriskipreemiot ovat edelleen leveämmällä Pohjoismaisissa, mutta erityisesti korkoriskin määrä (0,4 vuoden duraatio) on vain murto-osa verrattuna euromarkkinaan. EKP:n taseostojen nettolisäykset loppuvat vuoden vaihteessa, ja odotettavissa on luottoriskipreemioiden asteittaista normalisoitumista eurooppalaisella IG-markkinalla (luottoluokitus BBB- tai parempi). Itse korkotason normalisoitumisessa meneekin todennä-

köisimmin useampi vuosi, mutta pieninkin nousu alla olevissa koroissa vie nopeasti IG-lainojen tuotot miinukselle, eikä puskuri ole kovin hääppöinen euroalueen *high yield* -lainoissakaan.

USA:ssa puolestaan korkotaso on jo hyvän matkaa korjaantunut ylemmäs ja yhdistettynä IG-yhtiöiden luottoriskipreemioon, yrityslainat tarjoavat jo kunnollisen vaihtoehdon laskennalliselle osakkeiden osinkotuotolle. Yhdysvalloissa IG-emissioiden määrä on vuoden alusta lukien n. 1000 miljardin dollarin tasolla, joka on hieman yli 6 % matalampi vauhti kuin viime vuonna. Korkotason nousu selittää hieman rauhallisempaa emissiotahtia. Eurosijoittajan näkökulmasta dollarimääräisten sijoitusten haaste tulee kuitenkin valuuttasuojauksustannuksesta, joka lähentelee 3 %:a vuositasolla tällä hetkellä. Ilman auki olevaa valuuttariskiä USA:n korkosijoitusten tuotot kuihtuvat euromarkkinoiden kaltaisiksi.

*Pohjoismainen high yield -markkina vedossa*

## Tulevaisuus

Fedin ohjauskoronnostot jatkuvat aikataulun mukaisesti. Korko nousi viimeksi syyskuussa ja joulukuulle on luvassa seuraava varttiprosentin nosto. Ennakoimme Fedin yltävän 3 %:n ohjauskoron tasolle tässä syklissä. Työmarkkinoiden tilanne on kiristymässä USA:ssa edelleen ja syyskuun tilastojen mukaan työttömyysaste painui 3,7 %:iin, joka on matalin 48 vuoteen.

Käytännössä täystyöllisyystilanne on nostamassa inflaatiopaineita, kun palkkakehityksen ennakoiivat mittarit puoltavat n. 3,5 %:n palkkapaineita. Toistaiseksi realisoitunut inflaatio on pysynyt aisoissa ja korkojen nousu korreloitunut enemmän vahvojen talouslukujen kanssa. G3-alueella energian ja ruoan hinnoista putsattu ns. ydininflaatio on noussut vasta +1,4 %:iin. Inflaatio on aina jälkisyklinen elementti ja siksi kovin usein keskuspankkien koronnostot lopulta katkaisevat taloussykliä siivet. Tällä hetkellä tilanne ei ole hälyttävä, vaikka presidentti Trump ruotiikin Fediä jo kiivaasti. Reaalikorot ovat edelleen matalalla

USA:ssa vaikka ohjauskorkoa on jo nostettu monta kertaa. Inflaatio-odotuksissakaan ei ole markkinahinnoittelun perusteella nähty vielä suurempaa liikettä. Fedin taseen pienentäminen etenee myös aikataulusa.

Fedin koronnostot, USA:n markkinakorkojen nousu ja dollarin vahvistuminen ovat olleet haitallinen kombinaatio monelle EM-maalle. EMD-markkinoilla (EM-valtionlainat) korkotasot ovat nousseet rivakasti, kun kaikkein kipeimmin ulkomaisen rahoituksen varassa olevien maiden (Turkki, Argentiina, Etelä-Afrikka jne.) keskuspankit ovat puolustaneet heikentyvää valuuttaa ohjauskoronnostoilla. Emme näe, että EMD-markkinoille olisi kiire vielä tässä kohtaa. Parempia mahdollisuuksia löytyy pohjoismaisista *high yield* -lainoista.

*Keskuspankit supistavat elvytystä*

## Osakkeet

### Menneet tapahtumat

Yhdysvaltojen pörssi-indeksit nousivat uusiin syklin huippuihin ja tuottoerot Eurooppaan ja EM-pörssiin nähden ovat pysyneet historiallisestikin suurina. Edellisen kerran vuonna 2013 USA:n pitkien korkojen nousun myötä ns. "taper tantrum -periodina" EM-pörssit halpenivat samassa mittaluokassa kuin nyt. Kauppasodan kiristyminen USA:n ja Kiinan väliseksi on jättänyt jo ensimmäiset merkit kansainvälisiin kauppavirtoihin ja Aasian pörssien paikallismarkkinoilla vientiyritykset ovat olleet suurimpia kärsijöitä. Lokakuun puolivälissä nähtiin sitten merkittävä korjaus käytännössä kaikissa keskeisissä pörssi-indekseissä keskellä juuri alkanutta Q3-tuloskausia.

Tämän vuoden osakemarkkinakehityksestä tekee kimurantin se, että Yhdysvalloissakin merkittävien osien indeksien noususta on ollut vain muutamien suuren teknologiayhtiön varassa (Apple, Amazon ja Microsoft). Kun teknologiayhtiöiden kurssiin saatiin pitkää aikaa merkittävämpi myyntiaalto (ts. se kuuluisa voittojen kotiutus ns. systemaattisten sijoittajien johdolla), eivät muut perinteisemmän teollisuus-

sektorin osakkeet pystyneet puskuroimaan laskua. Sama havainto on nähty myös Suomessa, jossa vetureina on tosin ollut muutama perinteisemmän sektorin yritykset (Neste, Fortum, UPM ja Nokia).

Osakemarkkinoiden korjauksen jäljiltä S&P 500 -indeksi on arvostettu 2019 vuoden tulosennusteilla 15,4x. Osakkeet ovat siis tulleet selvästi halvemmiksi. Euroopassa Stoxx 600 -indeksin vastaava P/E vuoden 2019 tulosennusteilla on 12,5x. Korjaus on ollut siis jo merkittävä, jota eurooppalaisten yhtiöiden tulosvaroitukset ovat vahvistaneet. Euroopassa erityisesti Italian pankki- ja rahoitussektori on ollut paineessa. Italialaiset pankit ovat keskuspankin kanssa Italian valtionlainojen suurimpia omistajia, joten valtionlainojen korkojen nousu heikentää markkina-arvoistettua tulosta. Esimerkkinä, Unicrediton P/B-arvostus on pudonnut tasolle 0,46. Silti markkinoilla ollaan edelleen hyvin positiivisia italialaisista osakkeista, kun MIB -indeksin tuloskasvuennuste ensi vuodelle majoilee +11 %:ssa. Italian pankkisektorin kohtalo riippuu pitkälti Italian valtion kohtalosta.

*USA:n markkinat pärjänneet edelleen parhaiten*

### Nykytilanne

Vuoden kolmannen neljänneksen tuloskausi pyörähti käyntiin USA:ssa ja tulokset sekä tulosennusteet ovat edelleen vahvoja. Tällä hetkellä tuloskasvu on n. +20 % vuoden takaiseen nähden, joka on edelleen todella kova taso. Myynnin kasvu on ollut myös hyvällä tasolla, n. vajaassa +8 %:ssa. Kysymys kuuluukin, ollaanko nyt ns. syklin huipulla myös tulosten osalta, eli voiko tuloskasvuvauhti tästä enää kiihtyä? Rima on korkealla ensi vuonna ja vuodelle 2019 ennakoitaankin selvästi rauhallisempaa, n. +10,4 %:n tuloskasvua S&P 500 -yhtiöille, joka sinänsä on erittäin hyvä taso sekin. Pidemmällä aikataululla tuloskasvu on osakkeiden kurssinousun jatkumisen keskeisin edellytys, ja toistaiseksi tuloskasvussa tai -ennusteissa ei näy merkittävää heikkoutta USA:ssa. USA:n ja Kiinan välisen kauppasodan vaikutusten arviointi on kuitenkin päällä, kun yritysten Q3-tuloksia perataan globaalisti.

Aasian markkinoilla tänä vuonna mm. sellaiset kiinalaiset yhtiöt, joilla on merkittävät USA:n kauppayhtökäytökset ovat pärjänneet Kiinan reilusti heikentyneitä pörssjäkin heikommin. Kun katsotaan kokonaisuutena Kiinan vientiä USA:han nyt niissä vientiartikkeleissa, joihin tullit ovat iskeneet, on viennin kasvu vuoden takaiseen nähden tyrehtynyt kokonaan. Tulleilla on siis ollut kohtalaisen selvä ja nopea vaikutus USA:n ja Kiinan väliseen kauppaan. Kiina ei toisaalta pysty dollarimääräisesti vastaamaan samansuuruisilla tulleilla, mutta mm. USA:n autoteollisuus on hyvin riippuvainen kiinalaisista komponenteista, joten vastatoimia on mitä suurimmalla todennäköisyydellä luvassa. Kiina on myös lopettanut yhdysvaltalaisen öljyn ostamisen ja kääntynyt muiden tuottajamaiden suuntaan. Tullit ja kauppasota kääntävät kauppavirtoja kasvavalla vauhdilla tällä hetkellä.

*Q3-tuloskausi päällä*

### Tulevaisuus

Panokset kovenevat taloussyklin edetessä. USA:n alkuvuoden yritysverouudistus oli merkittävä sysäävä voima kertaluonteisten verohuojennusten lisäksi ulkomailla olevien dollareiden kotiuttamiseksi takaisin USA:han. Nyt kuitenkin tämä "repatriointi-flow" on rauhoittumaan päin. Yritykset ovat kyllä jatkaneet edelleen myös omien osakkeidensa takaisinostoja USA:ssa. Tällä hetkellä vuositasoinen vauhti on noussut nyt edellisen huipun yläpuolelle vuodelta 2007. Odotettavissa on kuitenkin tämänkin ostotahdin hiljentymisen seuraavien vuosineljännesten aikana.

USA:n vahva talous ja kotiutettavat dollarit ovat myös pitäneet yrityskauppa-aktiviteettia koholla. M&A-diilien arvo on noussut kaikkien aikojen huippuunsa, yli 3,3 biljoonaan dollariin vuoden alusta. Se on paljon. USA:n talous on edelleen käytännössä täystyöllisyystilanteessa ja luottamus talouteen vahvaa kaikilla toimijoilla. USA:n palvelusektorin ISM-luottamusindeksi nousi juuri syklin huippuihin 61,6:een. Tämän sisällä mm. työllisyyskomponentti nousi 20-vuoden huippuihin (62,4).

Ero USA:n talouden momentin ja muun maailman välillä korreloi vahvasti myös tämän vuoden osa-

markkinakehityksen kanssa. EM-pörssit ovat halvimpia vuosiin jenkkipörssiin nähden. Mutta, mikäli USA asettaisi tullit koko Kiinan tuonnille USA:han, sen vaikutus Kiinan bkt:hen olisi jo merkittävä. Kiinassa hallinto on pyrkinyt elvyttämään samaan tahtiin, kun kotitalouksien kulutuksen kasvu hidastuu. Makroindikaattorit ovat heikentymään päin Kiinassa ja bkt:n kasvu Q3:lla jäi +6,5 %:iin. Autojen ja muiden kestopulustarvikkeiden myynti on kääntynyt Kiinassa laskuun, mutta rakentamislaitokset ovat edelleen yli 15 % päälle vuodentakaisen tasojen. Kiinan hallinnolla on paljon mahdollisuuksia elvyttää kysyntää, mutta samaan aikaan sen on huolehdittava siitä, ettei kotitalouksien velkaisuusaste nouse liikaa. Nyt kun Kiinan viennin kasvu on hiipumaan päin, kotimarkkinoiden kulutus on pääosassa kasvun veturina. Kauppasodan päävastapuoleksi on muotoutumassa Kiina, ja panokset kasvavat.

Käsillä olevista riskeistä huolimatta arvioimme, että osakemarkkinat tarjoavat edelleen tässä taloussyklissä ja vallitsevan tuloskasvun myötä paremmat edellytykset arvonnousulle kuin matalariskiset korkoinstrumentit.

*USA:n kauppasodan päävastapuoleksi asettumassa Kiina*

# Vaihtoehtoiset sijoitukset

Vaihtoehtoisten sijoitusten osalta ei ole uutta käsillä. Riskittömän korkotason alhaisuus erityisesti euroalueella 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.

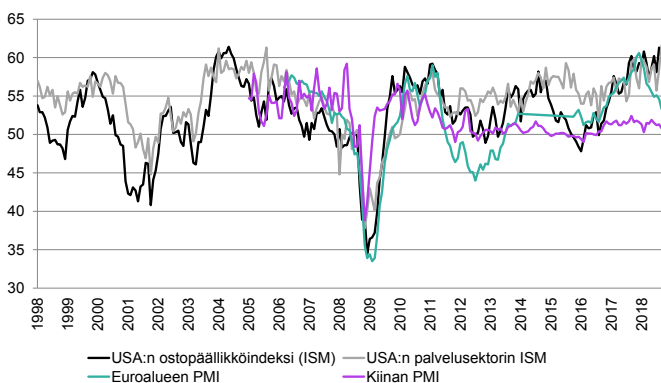
Eurooppalaisissa *private debt* -rahastoissa olevan sijoituskapasiteetin määrä ei ennen alkuvuotta 2018 ollut tilastojen valossa merkittävästi kasvanut aiemmin nähtyjä tasojen korkeammaksi, mutta tämä kehitys on muuttunut ja ns. kuivan ruudin määrä on kasvanut merkittävästi ja on nyt selvästi korkeammalla tasolla. Uusia sijoitusmahdollisuuksia tulee *private debt* -markkinoille tasaisesti, kun mm. pankkien sääntelykehikon kiristyminen avaa sijoittajille uusia mahdollisuuksia. Tyypillisesti kasvava sijoituskapasiteetin määrä johtaa suurempaan kilpailuun hyvistä sijoituskohteista ja tekee niiden löytämisestä vaikeampaa. Kokonaisuutena markkinatilanne on mielestämme edelleen suotuisa *private debt* -sijoittamiselle pitkän aikavälin sijoittajan näkökulmasta erityisesti verrattuna perinteisiin omaisuusluokkiin.

*Private equity* -markkinoilla puolestaan arvostustasot ovat kaikkien aikojen huipputasoilla. Viimeksi vuonna 2006 - 2007 näillä arvostustasoilla käynnistettyjen *private equity* -rahastojen tuottokehitykset jäivät vaatimattomiksi finanssikriisin iskeytyä markkinoille 2008. Tällä hetkellä *private equity* -rahastoissa olevan sijoituskapasiteetin määrä on kaikkien aikojen ennätystasolla ja olemmekin tehneet uusia sijoituksia edelleen erittäin selektiivisesti. Sijoituksia on tehty vain niihin markkinan osiin, joissa näkemyksemme mukaan on vähemmän kilpailua. Esimerkiksi perinteisten *buy-out* -sijoitusten sijaan

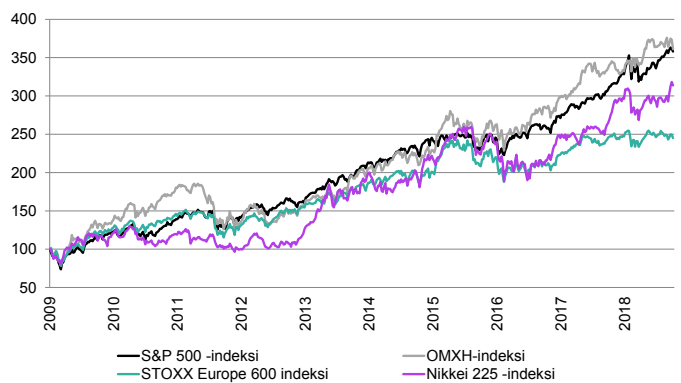
olemme tehneet sijoituksia pohjoismaisiin kasvurahastoihin, tai jos koemme, että managerilla on poikkeuksellista kykyä tehdä onnistuneita sijoituksia vaikeammassakin ympäristössä.

Euroopan kiinteistömarkkinoilla ja erityisesti ns. *core*-kohteiden (kaupunkien keskustojen parhaat toimistot) osalta tuottotasot sijoittajalle ovat painuneet kovan kysynnän ja matalan korkotason vuoksi kaikkien aikojen pohjiin. Samaan aikaan alle potentiaalisia toimivien kiinteistöjen (esim. puolityhjä toimistokiinteistöt jne.) arvostustasot eivät ole nousseet vastavasti. Johtuen *core*-markkinoiden tilanteesta kiinteistösijoituksissa keskitymme ns. *value add* - ja lainamuotoiseen kiinteistösijoittamiseen, jossa näemme edelleen hyvää tuottopotentiaalia ja joka on vähemmän herkkä pääomamarkkinoiden muutoksille.

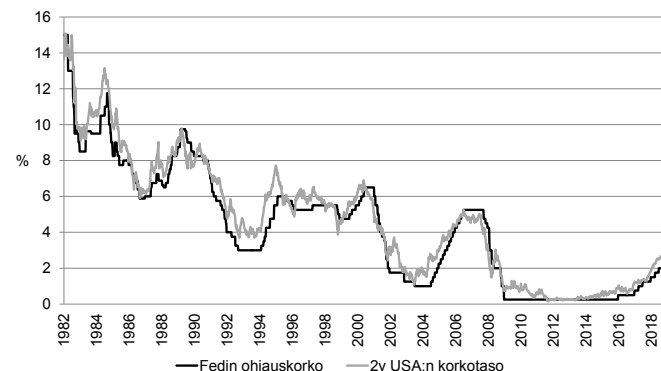
## Ostopäällikköindeksien kehitys



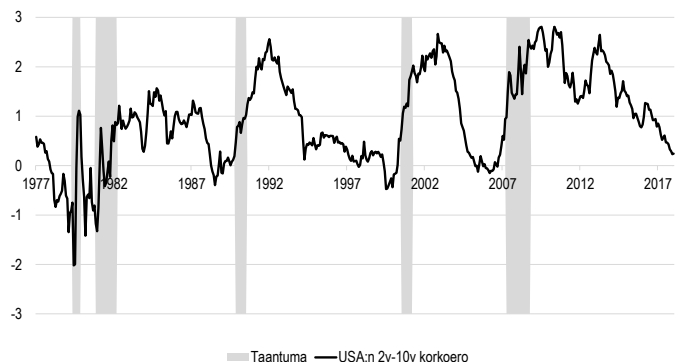
## Osakeindeksien kehitys (2.1.2009 = 100)



## USA:n keskuspankki Fedin ohjauskorko ja USA:n 2 vuoden valtionlainan korkotaso



## USA:n 2 vuoden ja 10 vuoden valtionlainojen korkoero



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