

01/25

Aktia Pankki Oyj:n tuottama markkinakatsaus

# Sijoitus- näkemys

---

**Aktia**

Lainattaessa tai kopioitaessa tätä julkaisua tulee aina mainita lähde.

## 03 Johdanto

Maailmantalouden sopeutumiskyky on yllättänyt jälleen positiivisesti

## 04 Makronäkemys

Kasvua, epävarmuutta ja toivoa

## 07 Markkinakatsaus

Vuosi 2024 oli lopulta oikein hyvä sijoitusvuosi

## 09 Osakkeet

Osakkeissa kasvua yhä laajemmalla rintamalla

## 12 Korot

Riskillisemmät korkoluokat edelleen houkuttelevimpia

## 15 Allokaatio

Odotuksissa hyvä sijoitusvuosi, mutta epävarmuudet ovat aiempaa suuremmat

## 17 Vaihtoehtoiset

Vaihtoehtoiset omaisuuslajit ovat vakiinnuttaneet paikkaansa sijoitussalkussa

## 20 Markkinatuotot

JULKAISIJA: Aktia Pankki Oyj, Arkadiankatu 4-6, PL 207, 00101 Helsinki.  
TOIMITUS: Tämä julkaisu on Aktia Pankki Oyj:n julkaisu. Sisältö kuvaa asiantuntijoidemme ja salkunhoitajiemme näkemystä markkinatilanteesta.  
ASIAKASPALVELU: 010 247 010 (Kiinteästä linjasta ja matkapuhelimesta 0102-alkuiset numerot: pvm/mpm.)

© Aktia Pankki Oyj, 2025.

# Johdanto: Maailmantalouden sopeutumiskyky on yllättänyt jälleen positiivisesti



Teksti: Samu Lang, Sijoitusjohtaja

## Keskuspankkien koronnostot eivät ajaneet maailmantaloutta taantumaan

Yhdysvaltojen keskuspankin koronnostot alkoivat vuoden 2022 alkupuolella, ja EKP seurasi perässä vuoden puolellessa. Alkoi historiallisen jyrkkä koronnostojen kausi, joka päättyi vuoden 2023 elokuussa.

Koronnostosykli Yhdysvalloissa oli jyrkin ja suurin yli neljäkymmenen vuoteen. Sekä rahamarkkinakorot että pitkät markkinakorot ovat pysytelleet jo parin vuoden ajan huomattavasti korkeammilla tasoilla kuin kertaakaan viimeisten 15 vuoden aikana. Tästä huolimatta talouskehitys on pitänyt pintansa ja taantumaa ei ole nähty. Tämä on poikkeuksellista. Yhdysvaltojen keskuspankin terävää nostosykliä seuraa yleensä aina taantuma. Taloushistoriassa näin on käynyt joka kerta, 90-luvun puolen välin poikkeusta lukuun ottamatta.

Maailmantalouden ja etenkin Yhdysvaltojen resilienssi ulkoisille shokeille on tällä hetkellä vahva. Pohjaa on rakennettu jo useamman vuoden ajan. Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeisellä ajanjaksolla talouden toimijat, niin yksityishenkilöt kuin yrityksetkin, ovat olleet hyvin varovaisia. Merkittäviä investointeja on vältetty, ja kuluttajat ovat maksaneet mieluummin velkojaan takaisin kuin ottaneet lisää lainaa hankintoihin. Yhdysvaltojen kotitalouksien velan määrä suhteessa käytettäviiin tuloihin on laskenut vuoden 2008 loppupuolen 135 prosentista noin 90 prosenttiin. Samanaikaisesti säästämisaste on noussut voimakkaasti, ja sijoitusmarkkinoiden vahva veto on nostanut kansantalouden varallisuutta merkittävästi.

Edellä mainitut tekijät ovat luoneet puskurin, jonka ansiosta ostovoima on säilynyt hyvänä huolimatta rahan hinnan kallistumisesta.

## Trump-hurmosta seuraa Trump-krapula

Republikaanien värisuora Yhdysvaltojen presidentinvaaleissa otettiin sijoitusmarkkinoilla keskimäärin hyvin positiivisesti vastaan. Protektionismiin, de-regulaatioon ja yleisesti Amerikka ensin -agendaan perustuva narratiivi johti siihen, että voimakkaimmat kurssinousut nähtiin vahvasti Yhdysvaltoihin sidoksissa olevissa omaisuuserissä, ja vastaavasti muut sijoituslajit kärsivät relatiivisesti. S&P 500 -osakeindeksi tuotti selvästi Euroopan ja kotimaan osakemarkkinoita paremmin. USA:n talouskasvusta riippuvaisten pieniyhtiöiden kurssit hyppäsivät selvästi, ja dollari vahvistui euroa vastaan. Jatkossa sijoitusteemat säilyvät todennäköisesti samankaltaisina, mutta suurin into haihtuu, kun realismi tulee vastaan poliittisessa päätöksenteossa. Isot tuontitullit, maahanmuuton estäminen, kauppasopimusten purkaminen ja mahdolliset muut aloitteet eivät lopulta edesauta Yhdysvaltojen kansantalouden varallisuuden kasvua.

## Sijoitusmarkkinoiden ajurit muuttuvat

Sijoittajan näkökulmasta kuluvasta vuodesta tulee jälleen hyvin mielenkiintoinen. Taustalla on pari hyvin vahvaa vuotta, joiden aikana olemme saaneet nauttia mukavista arvonnousuista riippumatta siitä, mihin omaisuusluokkaan olemme sijoittaneet. Jatkossa puhtaasti eri omaisuuserien kallistumiseen perustuvat hinnannousut ovat todennäköisesti takanapäin. Keskuspankkien tulevat korkopolut on jo hinnoiteltu. Rahapolitiikan sijaan sijoittajien huomio keskittyy aiempaa enemmän talouskasvuun ja arvioihin yritysten tulevasta tuloskehityksestä. Markkinanäkymät säilyvät edelleen suotuisina: Keskuspankit jatkavat globaalisti rahapolitiikan keventämistä, talouskasvu säilyy kohtuullisena, inflaatio pysyy ai-soissa ja yritysten tuloskasvu on riittävää.

# Kasvua, epävarmuutta ja toivoa



Teksti: Lasse Corin, pääekonomisti

Trump vähät välittää perinteisestä hokemasta ”alilupaa, ylisuorita”. Hän lupasi heti kättelyssä tehdä Yhdysvalloista jälleen mahtavan. Lupaukset tuovat valtavasti epävarmuutta koko globaaliin talouteen. Samalla Euroopassa painitaan vaihtelevan talouskasvun ja poliittisen epävakauden kanssa. Kiinassa lasketaan tulevan tukipaketin nollia.

## Epävarmuus uusi normaali

Globalissa taloudessa on hyvää ja huonoa. Trumpin odotetaan vähintään ylläpitävän Yhdysvaltojen talouskasvua kaikista epävarmuustekijöistä huolimatta. Kolikon toisella puolella Kiinaan haasteet näyttävät vain kasautuvan. Samaan aikaan Eurooppa ja euroalue kärsivät hitaasta kasvusta. Euroopasta tekee tällä hetkellä mielenkiintoisen pohjois-etelä-roolien vaihtuminen. Inflaatiomaailmassa ero Yhdysvaltojen ja euroalueen välillä kasvaa. Kehitys tosin heijastelee hyvin kunkin talouden kasvunäkymiä.

## Trumpin lupaukset isolla ällällä

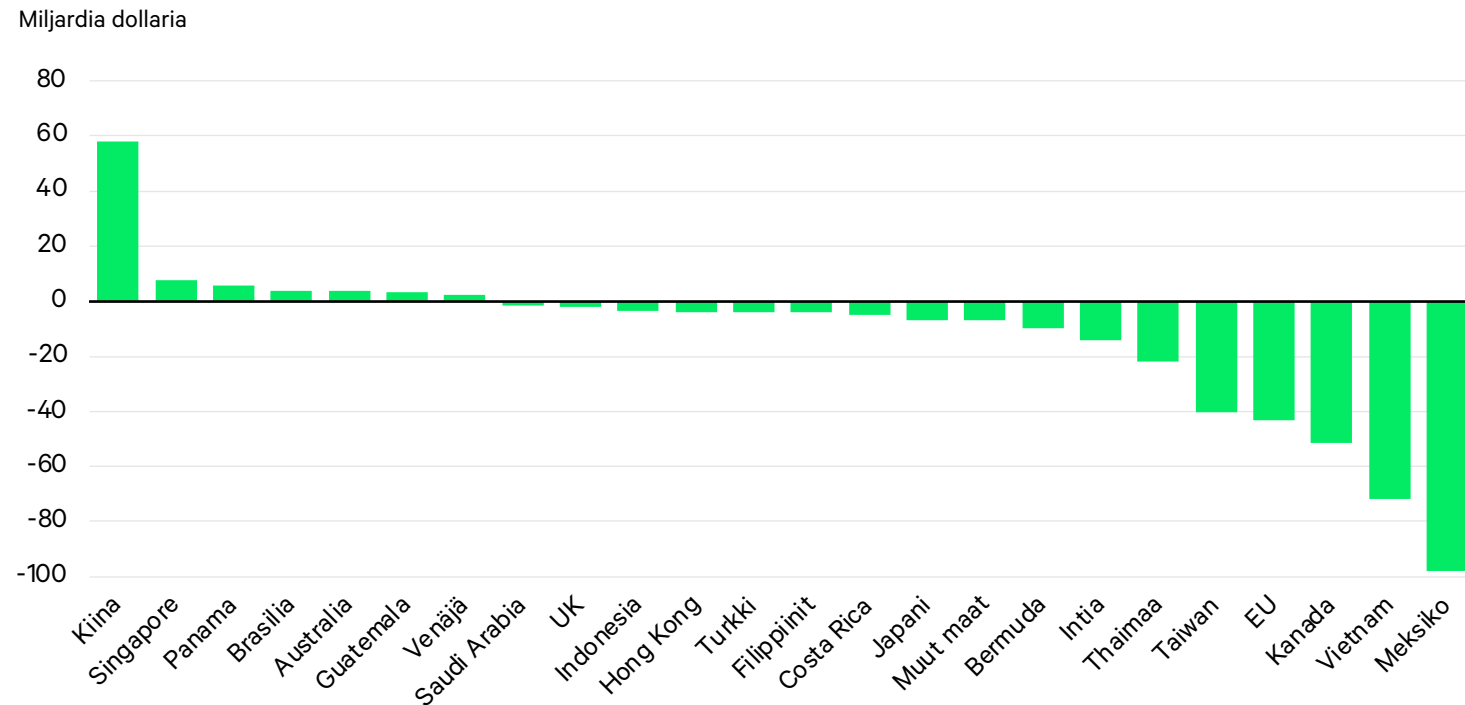
Trump ehti vaali-innostuksissaan luvata tähdet ja kuun taivaalta ja vähän päälle. Pitäisi lopettaa sodat, kasvattaa kotimaan teollisuutta, asettaa tullit, tehdä iso veroremontti ja karkottaa paperittomia työntekijöitä. Osasta lupauksista on jo luistettu. Eurooppaa selvästi huolestuttanut Ukrainan

sodan nopea lopettaminen ei toteudu luvatussa ajassa. Luvattu 24 tunnin lopetus on pidentynyt noin puolen vuoden projektiksi, jos sekään riittää.

Tulleja tulee, siitä voimme olla varmoja. Kysymys onkin, kuinka paljon ja millä ajanjaksolla. Äänestäjille on pakko antaa jotain. Yhdysvaltojen tuleva valtiovarainministeri Scott Besset on puhunut tullien asteittaisesta käyttöönotosta. Todennäköisyys välittömille merkittäville tuontitulleille on melko pieni.

Trumpin ensimmäisen kauden tullit ovat pienentäneet kauppaa-alijäämää Kiinan kanssa, mutta – ja aika iso mutta – se mitä Kiinan kaupassa voitettiin, on enemmän kuin hävitty muiden maiden ulkomaankauppa-alijäämän kasvuna. Tämä ilmenee verratessa Yhdysvaltojen kauppaa-alijäämän muutosta vuosina 2016–2023. Alijäämä Meksikon, Vietnamin ja Kanadan kanssa on kasvanut merkittävästi. Niin tai näin, jotain tulleja näemme aivan varmasti.

### Kauppataseen muutos 2016-2023, tavarat ja palvelut



Lähde: Aktia, Macrobond, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).

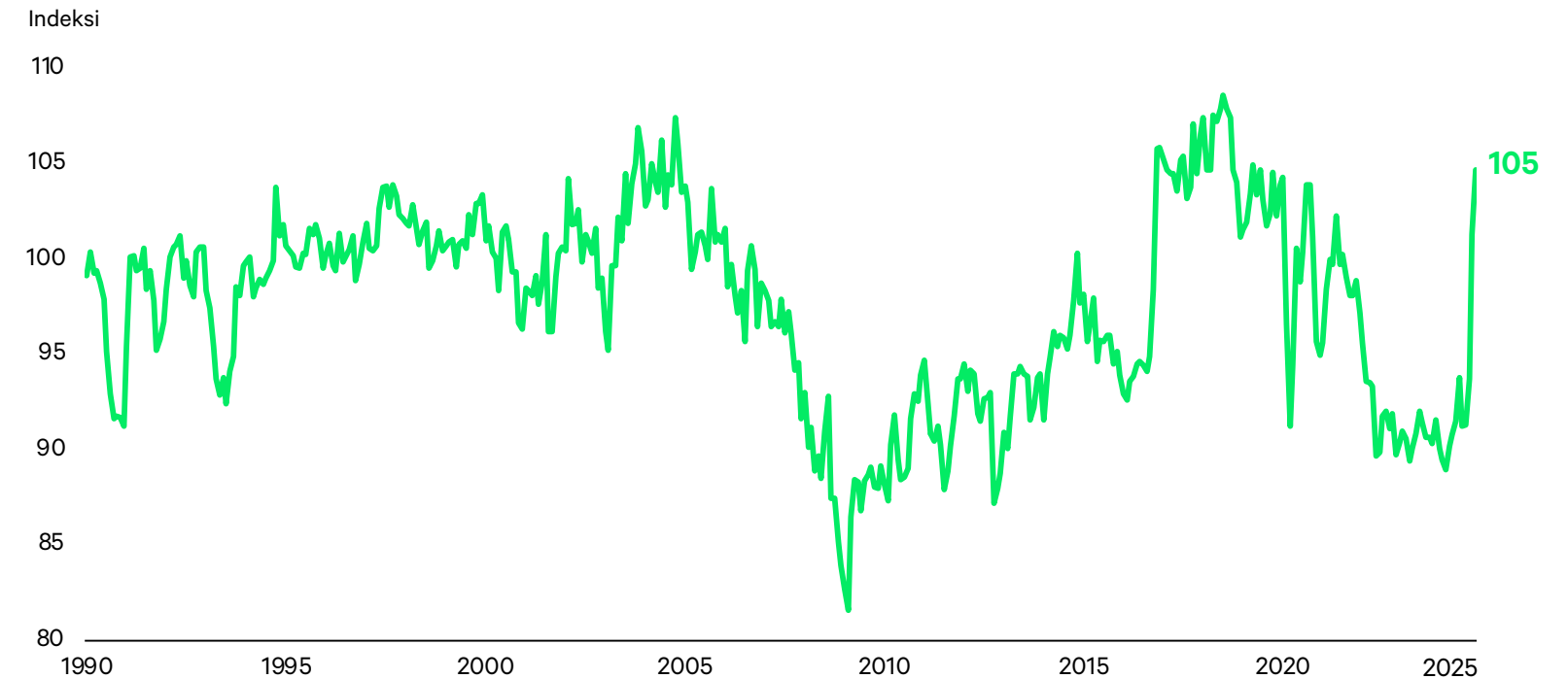
Tullien ohella pitäisi toteuttaa verouudistus ja lait-toman työvoiman karkotukset. Veroleikkaukset ovat myrkkyä jo erittäin suureksi kasvaneelle julki-sen talouden alijäämälle. Veroleikkauksille tärkeän Elon Muskin vetämän julkisen talouden leikkaus-ohjelman haasteet ovat nekin merkittävät. Leikka-ustavoitetta ehdittiin jo laskea 1 000 miljardiin dol-lariin (alunperin 2 000).

Kaiken epävarmuuden keskellä liike-elämä Atlantin toisella puolella vaikuttaa hyvin optimistiselta tu-levan presidenttikauden osalta. NFIB:n julkaisema

pk-yritysten optimisti-indikaattori pomppasi poik-keuksellisen paljon Trumpin voitettua vaalit.

” **Epävarmuuden keskellä liike-elämä Atlantin toisella puolella vaikuttaa hyvin optimistiselta tulevan presidenttikauden osalta.**

### Yhdysvallat, pk-yritysten optimismi



Lähde: Aktia, Macrobond, National Federation of Independent Business

### Euroopan taloudessa roolit vaihtuivat

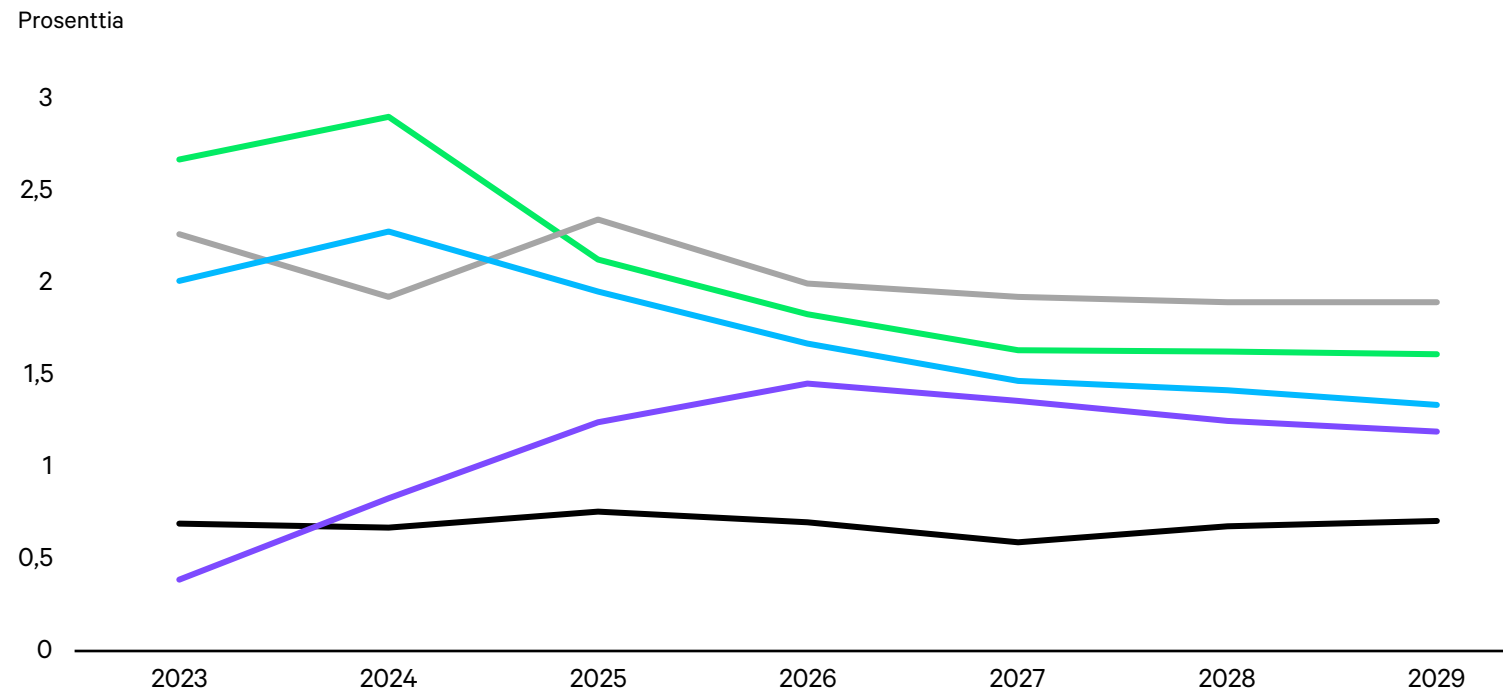
Muistamme Euroopan taloushistoriasta lyhenteen PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece ja Spain). Ly-henteellä viitattiin eurokriisissä ryvettyneisiin mai-hin, joiden taloudenpito oli retuperällä.

Tilanne on kuitenkin muuttunut eurokriisin ajoista. Etelä-Euroopan maiden toteutunut ja ennustettu talouskasvu on pohjoista Eurooppaa sekä Saksaa ja Ranskaa selvästi nopeampaa tulevina vuosina.

Esimerkiksi IMF ennustaa Espanjan vuoden 2025 talouskasvuksi 2,1 prosenttia ja Saksan kasvuksi 0,8 prosenttia. Etelä-Euroopan maiden talouskrii-sien aikaiset uudistukset kantavat nyt hedelmää. Samalla vaihtotaseiden ennustetaan olevan ylijää-mäiset Espanjassa, Portugalissa ja Italiassa.

Asetelma on tervetullut muutos euroalueelle. Ranskan ja Saksan taloudet kärsivät tällä hetkellä hieman eri syistä, mutta on hyvä, että euroalueen talouskasvu ei ole yksin Saksan harteilla.

### Taloukasvuennuste, IMF



Lähde: Aktia, Macrobond, International Monetary Fund (IMF)

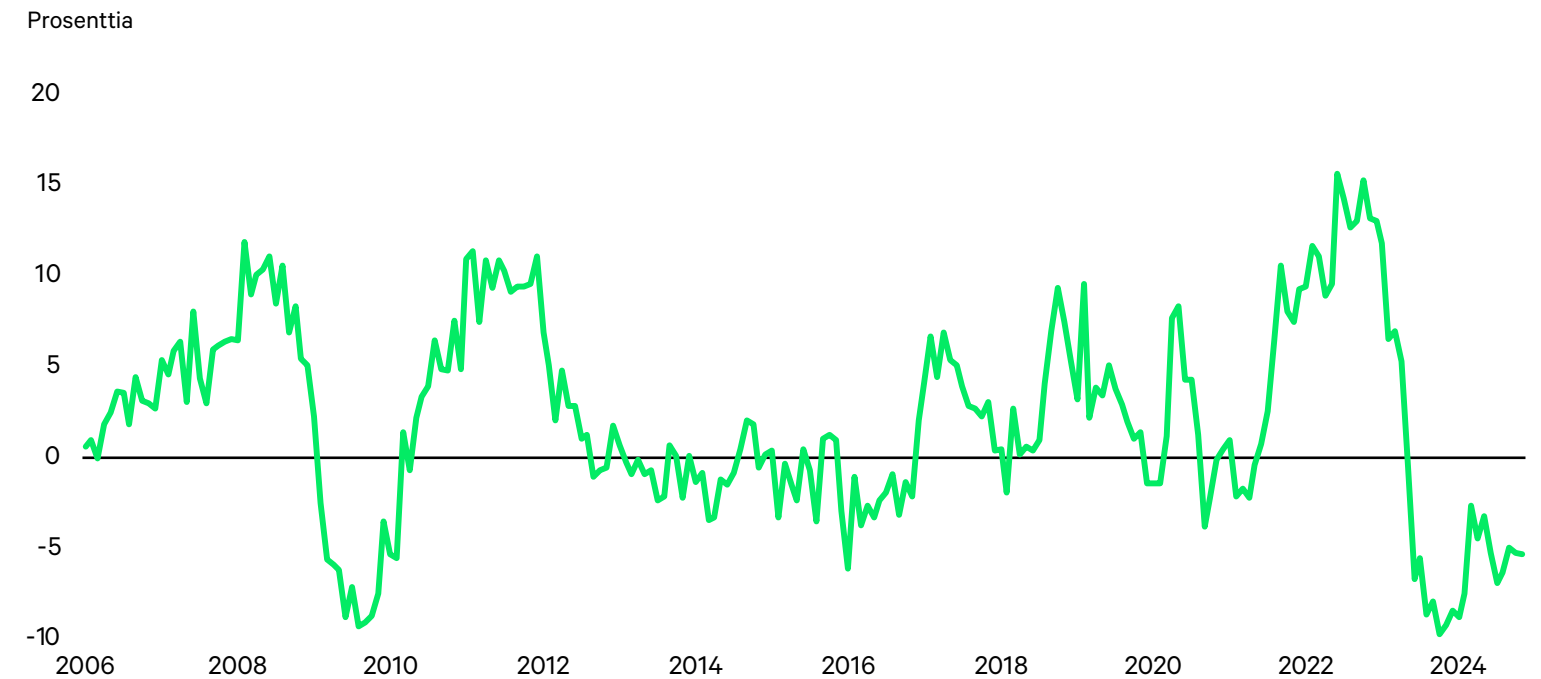
Nyt tarvitaan uudistustahtoa myös Ranskaan ja Saksaan. Vaalitulokset eivät valitettavasti vaikuta kovin lupaavalta alulta toimintakykyisen hallituksen aikaansaamiselle. Viime aikojen kehitys valtioiden velkakirjamarkkinoilla on ollut huolestuttavaa. Korot ovat nousseet, kun sijoittajat hinnoittelevat suurempia riskejä. Tämä pätee etenkin Ranskaan, jossa hallitus kaatui toimintakyvyttömänä. Poliittinen epävarmuus on myrkyä jo valmiiksi velkaiselle maalle.

### Kiinan viennin kasvu kertoo talousongelmista

Kiinan vienti on kasvanut talouskasvuhuolien keskellä. Joku voisi luonnehtia kehitystä jopa huojentavaksi asiaksi. Todellisuus on kuitenkin toinen. Tilastojen tarkempi tarkastelu paljastaa suurempia haasteita taloudessa.

Kuten sanottu, Kiinan vienti vetää oikein hyvin täl-

### Kiinan vientihintojen vuosimuutos



Lähde: Aktia, Macrobond, China General Administration of Customs (GAC)

lä hetkellä. Samaan aikaan maan vientihinnat ovat laskeneet, joten vientiä edistää hintojen selvä lasku. Kehitys ei kerro menestyksestä, vaan pikemminkin heikkoudesta. Tuotteita ei saada kotimaassa kaupaksi, joten niitä on pakko myydä ulkomaille, ja myyntiä edistetään laskemalla hintoja. Tämä näkyy esimerkiksi sähköautoissa. Tätä samaa tarinaa kertovat myös teollisuuden kannattavuustilastot. Merkittävä osa kiinalaisista teollisuusyrityksistä on tappiollisia.

Tässä ympäristössä Kiinan valtapuolue tavoittelee talouden piristämistä merkittäväillä tukitoimilla. Nähtäväksi jää, onnistuvatko he siinä.



**Kiinan vienti on kasvanut talouskasvuhuolien keskellä.**

# Vuosi 2024 oli lopulta oikein hyvä sijoitusvuosi



Teksti: Patrik Moring, allokatiojohtaja

Osakemarkkinoiden tuotot olivat päämarkkinoilla kaksinumeroisen positiivisia Yhdysvaltain osakemarkkinoiden pysytellessä tuottokärjessä. Pettymyksiäkin nähtiin esimerkiksi kotimaisen markkinan kehityksen osalta. Korkomarkkinoilla riskillisemmissä luokissa nähtiin myös erittäin hyviä tuottoja valtionlainojen tuottojen jäädessä vaatimattomiksi.

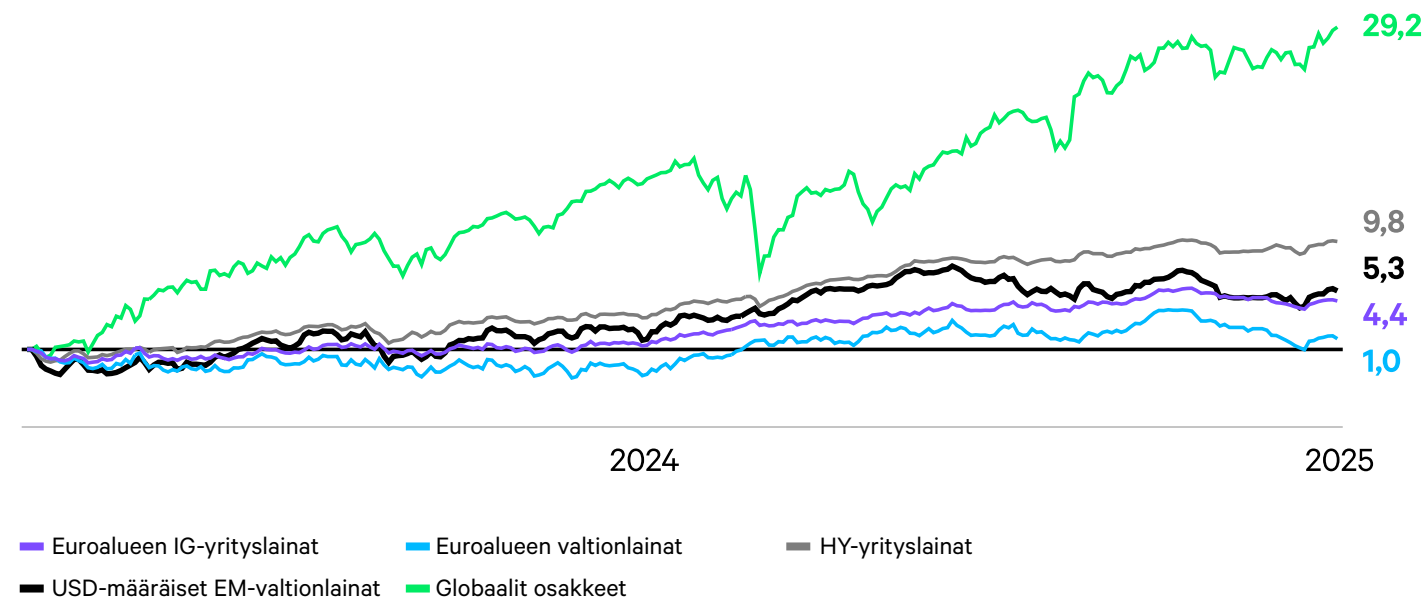
## Yhdysvallat ylivoimaisen hyvä osakkeissa

Osakemarkkinoiden tuotto menneen vuoden aikana oli lopulta yllättävänkin hyvä. Globaalit osakemarkkinat tuottivat noin 20 prosenttia omissa valuutoissaan ja jopa 25 prosenttia euroissa mitattuna. Yhdysvallat oli paras markkina yli 30 prosentin euromääräisillä tuotoillaan. Eurooppa ja muut päämarkkinatkin ylsivät kyllä kaksinumeroisiin tuottoihin, mutta Suomi ja loppuvuodesta heikentyneet Pohjoismaat jäivät nollan tuntumaan.

Korkomarkkinoilla viime vuoden silmiinpistävin havainto on heikon luottoluokituksen High Yield -yrittäjälainojen erittäin hyvä tuotto yhdistettynä todella matalaan volatiliteettiin. Lainojen arvot kulkivat lähes viivoittimella piirrettyä viivaa tasaisesti ylöspäin päättyen Euroopassa lähes 10 prosentin tuottoon. Hyvän juoksevan tuoton ja matalan korkoriskin yhdistelmä oli kehityksen taustalla. Paikallisvaluuttamääräisissä kehittyvien talouksien lainoissa vuoden tuotto oli samassa mittakaavassa. Hyvän luottoluokituksen Investment Grade -yrittäjälainoissa tuotto oli myös hyvä, lähes 5 prosenttia.

## Markkinakehitys vuoden alusta

Prosenttia



Lähde: Aktia, Macrobond, Bloomberg



**Sijoitusvuoteen lähdettiin alkuun hieman epävarmoissa tunnelmissa odottaen keskuspankeilta merkittäviä koronlaskuja.**

Eurooppalaisten valtionlainojen tuotot olivat heikommat korkojen liikuessa vuoden mittaan melko isossa haarukassa.

Sijoitusvuoteen lähdettiin alkuun hieman epävarmoissa tunnelmissa odottaen keskuspankeilta merkittäviä koronlaskuja. Yhdysvaltain osalta oli edelleen epävarmaa, ajavatko edellisvuoden nopeat koronnostot talouden lopulta taantumaan. Jo ensimmäisten kuukausien aikana talousnäkömät alkoivat kuitenkin kirkastua. Tämän valossa kävi

selväksi, että koronlaskuja ei tulla näkemään odotetun suuruisina. Alkuvuonna parhaassa vedossa olivat syklisemmät markkinat, kuten Eurooppa, jotka hyötyivät paranevasta talousympäristöstä. Kesään mennessä koronlaskuodotuksia oli leikattu jo reippaasti, ja samaan aikaan talouskasvukin ajautui heikompaan vaiheeseen. Kesän aikana osakemarkkinoiden vetovastuu siirtyi täysin Yhdysvaltain harteille. Trumpin vaalivoitto marraskuussa sinetöi kehityksen lopullisesti viime vuoden osalta.

Arvostuskertoimien valossa osakemarkkinat näyttävät edelleen suhteellisen edullisilta lukuun ottamatta USA:n markkinaa, joka on selvällä premialla sekä omaan historiaansa että muihin markkinoihin nähden. USA:n arvostusta nostavat isot teknologiayhtiöt, joita ilman USA:n arvostus on aika lähellä keskimääräistä historiallista tasoa. Arvostustasot eivät kuitenkaan mielestämme ole erityinen huolenaihe, jos talouskasvu ja yritysten tulokasvu toteutuvat suunnilleen odotusten mukaisesti.

Korkomarkkinoiden hinnoittelussa riskilisät painuivat vuoden kuluessa historiaansa verrattuna aavistuksen mataliksi. Tämä edisti korkosijoitusten tuottoja vuoden aikana, mutta tarkoittaa samalla, että jatkossa puskuri korkojen heiluntaa vastaan on pienempi. Loppuvuoden aikana nähty pitkien korkojen nousu parantaa kuitenkin tilannetta.



# Osakkeissa kasvua yhä laajemmalla rintamalla



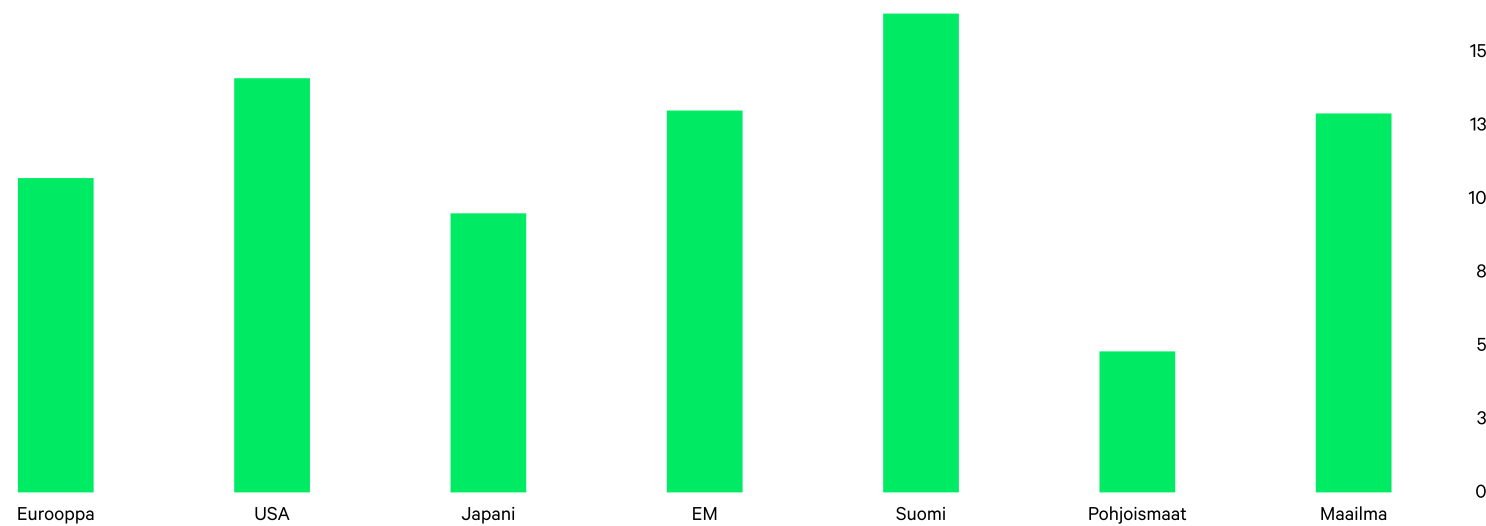
Teksti: Anna-Liisa Rissanen, salkunhoitaja

Globaalin osakemarkkinan kasvuajureina ovat jatkaneet yhdysvaltalaiset osakkeet, mutta kasvun keihäänkärki on ollut kapea. Niin kutsuttu ”mahtava seitsikko” on paisuttanut markkina-arvoaan, ja näiden yhtiöiden tulokasvuodotuksia on kerta toisensa jälkeen nostettu. Ensireaktioiden perusteella sijoittajat olivat tyytyväisiä Trumpin uudelleenvalintaan sekä vaalilupauksiin, joissa korostuivat regulaation vähentäminen, veronalennukset, tuontitullit sekä siirtolaisten karkotukset. Pidämme Yhdysvaltoja markkinoiden suhteellisenä voittajana, vaikka ilmassa on myös epävarmuuksia. Eurooppa on tietynlaisessa välivaiheessa, kun yhtäältä kasvun kanssa on edelleen haasteita, mutta toisaalta korot jatkavat laskuaan inflaatiokehityksen ollessa oikean suuntaista. Korkoympäristön muuttuminen maalaa alkaneelle vuodelle helpotusta, ja investoinnit palannevat pikkuhiljaa kasvu-uralle. Laajemman kasvun vetureina toimivat globaali markkina ja talouskehitys.

## Uusi hallinto ja vaalilupaukset keskiössä Yhdysvalloissa

Yhdysvalloissa Trumpin kaavailemilla veronalennuksilla nähdään olevan lyhyellä aikavälillä positiivinen vaikutus laajaan joukkoon yhtiöitä veronalennusten tuodessa helpotusta etenkin pienemille yhtiöille. Tuontitulleilla voi myös olla positiivinen vaikutus joihinkin yhtiöihin kotimarkkinan kysynnän kasvaessa. Regulaation keventäminen hyödyttäisi etenkin pankkeja ja teknologiayhtiöitä. Kauppapolitiikan osalta moni asia on kuitenkin vielä epävarmaa. Tuontitullit iskevät ainakin Kiinaan, mutta tuleva presidentti on vihjaillut mahdollisista tariffeista myös muun muassa Meksikoon ja Kanadaan. Lähes varmaa on siis se, että tuontitulleja tullaan näkemään, mutta niiden laajuudesta ei ole vielä tietoa. Siirtolaiskysymys on myös auki. Trump on lähinnä kertonut karkottavansa ison määrän siirtolaisia, millä olisi selvä vaikutus Yhdysvaltojen työmarkkinaan. Näemme yhtenä merkittävänä riskinä inflaation kiihtymisen, jos uusi hallinto toteuttaa lupauksiaan.

### Tuloskasvuodotus seuraavalle raportoitavalle vuodelle (2025), %



Lähde: Aktia, Macrobond, Bloomberg

Kuluvana vuonna katse on siis vahvasti siinä, min-kälaisia muutoksia vallan vaihtuessa todellisuudessa nähdään. Yhdysvalloissa koronakätkut jatkuvat, vaikkakin hitaammin kuin osakemarkkinoilla alun perin odotettiin. Korokojen laskut yhdessä veroleikkausten kanssa luovat otollisen ympäristön yhdysvaltalaisille yhtiöille, ja viime vuonna hyvin kapeaan joukkoon keskittyneen osakemarkkinan kasvun pitäisi alkaa laajentua. Myös Yhdysvaltojen talousdata ja työllisyystilanne ovat pysyneet vakaana. Vaikka tekoäly on tällä hetkellä siivittänyt tietyt isot yhtiöt merkittävään kasvuun, sen hyödyt valuvat myös laajempaan markkinaan pitkällä

aikavälillä, kun pienemmät yhtiöt pääsevät hyötymään jo tehdyistä investoinneista, ja tuottavuutta saadaan parannettua tekoälyä hyödyntäen.

Näemme Yhdysvallat markkinoiden suhteellisena voittajana, ja potentiaalia on etenkin pienemmissä, laadukkaissa yhdysvaltalaisissa osakkeissa, joiden hinnoittelu on vielä kohtuullisella tasolla verrattuna isoimpiin yhtiöihin. Mielestämme isot, AI-liitännäiset yhtiöt hinnoittelevat jo hyvin paljon hyvää, eikä näiden yhtiöiden tuloskasvuluvuissa ole varaa pettymyksille. Lisäksi korkokuva on positiivinen koronakätkujen jatkuessa, ja talousympäristö an-

taa muutenkin tukea yhtiöille mahdollistaen näin tuloskasvun tasaisemman jakautumisen. Osakemarkkinan kasvun kulmakerroin tulee todennäköisesti kuitenkin laskemaan. Yhdysvaltalaisia suuria yhtiöitä seuraava S&P 500-indeksi on noussut kaksi vuotta peräkkäin yli 20 prosenttia, ja pidämme epätodennäköisenä, että yhtä vahva kasvu jatkuisi.

### Korkokuva maalaa helpotusta Eurooppaan

Euroopan laaja osakemarkkina on laahannut globaalin osakemarkkinan perässä. Yksityinen kysyntä on pysynyt vaisuna, ja säästämisasteet ovat olleet koholla. Euroopan teollisuuteen on muun muassa vaikuttanut niin euroalueen sisäinen investointien vähyys kuin myös Kiinan hidas elpyminen. Lisäksi epäyhtenäinen politiikka ja geopoliittikan aiheuttamat haasteet pitävät epävarmuutta yllä. Poliittinen teatteri jatkunee Euroopassa, ja silmällä kannattaa pitää niin Ranskaa kuin Saksaa, jossa pidetään uudet vaalit helmikuussa. Sijoittajan kannalta tärkeää on kuitenkin se, että inflaatiokehitys on ollut oikeansuuntaista, ja korkorotaation myötä ympäristö on kuluvana vuonna suotuisampi niin eurooppalaisille yhtiöille kuin kuluttajillekin. Suurella osalla eurooppalaisista yhti-

öistä on globaalia toimintaa, joten globaalin kasvukuvan merkitys on suuri. Uudet investoinnit saanevat tukea matalammista koroista, ja kuluttajan reaalitulojen kasvun myötä kotitalouksien kysyntä kääntyy kasvuun. Myös selvemmat merkit Kiinan elpymisestä olisivat piristysruiske Euroopalle.

Hinnoittelun osalta Euroopan osakemarkkinaan seuraava STOXX 600-indeksi on hieman alle oman historiallisen keskiarvonsa. Vaikka Eurooppaa on vaivannut hidas kasvu, yhtiöiden taseet ovat suhteellisen hyvässä kunnossa, ja tuloskas-

**” Näemme Yhdysvallat markkinoiden suhteellisena voittajana, ja potentiaalia on etenkin pienemmissä, laadukkaissa yhdysvaltalaisissa osakkeissa, joiden hinnoittelu on vielä kohtuullisella tasolla verrattuna isoimpiin yhtiöihin.**

vulle tulee tukea matalammista koroista. Näemme eurooppalaisissa osakkeissa potentiaalia, kunhan talous näyttää positiivisemmän kehityksen merkkejä. Valmistavan teollisuuden kehitystä seuraavat indikaattorit ovat olleet kuitenkin edelleen molli-voittoisia. Suurista toimialoista etenkin teollisuus hyötyy korkojen laskusta. Toisaalta pankit ovat päässeet nauttimaan korkeampien korkojen myötä kasvaneista korkokatteista, joista ei enää saada hyötyä. Korkosuojausten myötä korkokatteen muutos ei kuitenkaan tapahdu heti, ja samalla luotonannon volyymin pitäisi kasvaa ja luottotappioiden vähentyä. Alkuvuoteen asti Euroopan suurin yhtiö markkina-arvolla mitattuna on ollut laihdutuslääkkeestä tunnettu tanskalainen Novo Nordisk, jonka kurssiliikkeet etenkin loppuvuodesta ovat olleet nopeita ja mittavia. Uutisvirta yhtiöstä tuleekin heilauttelemaan yhtiön osakekurssia, mikä näkyy etenkin pohjoismaisissa indekseissä.

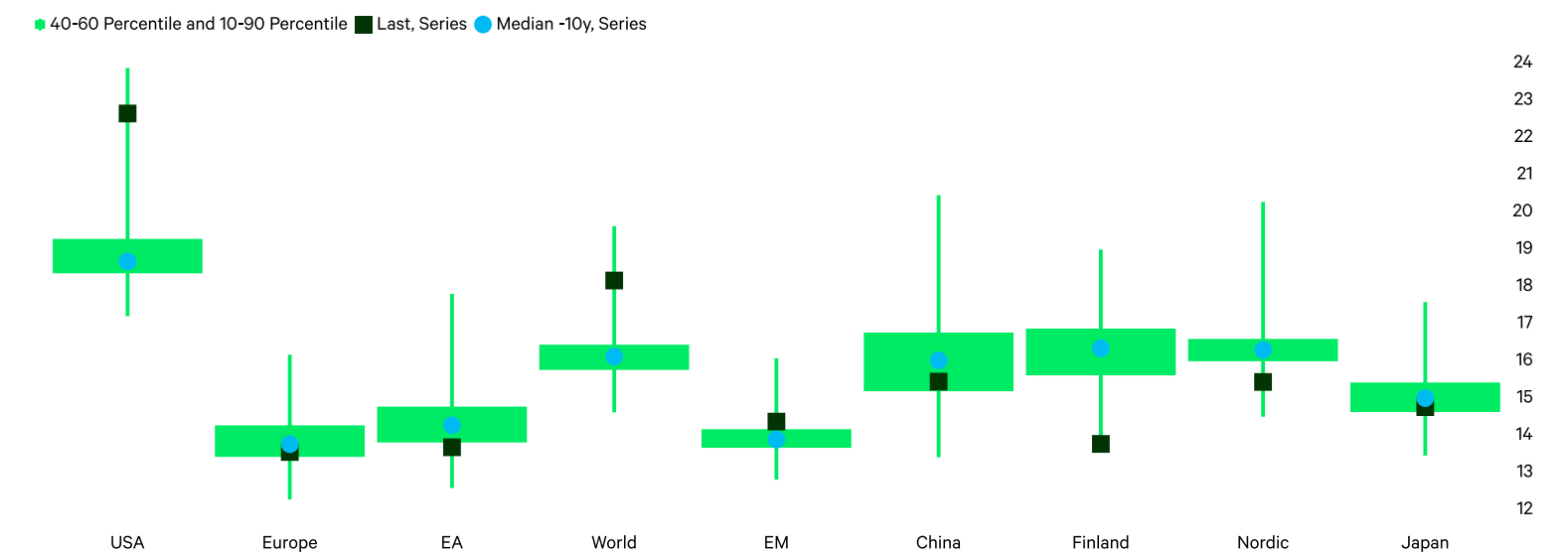
**” Näemme eurooppalaisissa osakkeissa potentiaalia, kunhan talous näyttää positiivisemmän kehityksen merkkejä.**

## Helsingin pörssissä edelleen potentiaalia

Helsingin pörssin heikkous jatkui läpi koko viime vuoden. Kotimaisen kuluttajan luottamus on pysynyt ennätysalhaalla, kun työttömien määrä on jatkanut kasvuaan ja korkojen laskut eivät ole vielä valuneet kotitalouksien lainanhoitokuluihin. Kysynnän heikkous on näkynyt niin rakentamisessa kuin muussa talouden aktiviteetissa. Helsingin pörssi on erittäin keskittynyt tiettyihin toimialoihin, ja yksittäisten yhtiöiden painot ovat merkittäviä. Etenkin kotimainen teollisuus on kärsinyt niin Euroopan vaisusta taloustilanteesta kuin Kiinan heikosta markkinasta. Piristysruiskeina ovat toimineet tietyt yksittäiset yhtiöt ja hieman yllättäen osa konepajoista.

Helsingin pörssin kannalta on oleellista saada Euroopan laajuista kasvua ja vahvistusta Kiinan elvytystoimille. Kotimaiset yhtiöt ovat pääsääntöisesti hyvässä kunnossa ja kilpailukykyisiä, joten uutta kasvua lähdetään hakemaan vakaasta tilanteesta. Mielestämme Helsingin pörssissä on selvää nousupotentiaalia arvostustasojen ollessa edelleen matalat, kunhan talous elpyy. Positiivinen sentimentti voi levitä laajaan joukkoon osakkeita pienessä pörssissä nopeastikin. Riskit kuitenkin py-

## Osakemarkkinoiden eteenpäin katsova arvostustaso ja historiallinen vaihteluväli



Lähde: Aktia, Macrobond

syvät ilmassa, mikäli kasvukuva ei vahvistu Euroopassa ja Kiinassa. Näemme kehittyvien markkinoiden osalta tilanteen kaksijakoisena. Kiinassa ilmoitettiin syksyn ja talven mittaan laajoista elvytystoimista kuluttajien rohkaisemiseksi ja tukitoimista osakemarkkinaan, mikä on sinällään positiivinen merkki, mutta selvempi konkretia puuttuu vielä. Poliittiset jännitteet Kiinan ja Yhdysvaltojen välillä kasvavat vallan vaihtuessa, jos Trump to-

teuttaa lupaamaansa tuontitullit. Toisaalta Kiinan vienti on hyvin globaalia, joten tullien vaikutus voi jäädä maltilliseksi. Muiden kehittyvien markkinoiden osalta tariffeista ei ole varmuutta, ja vielä on aikaista arvioida, millaisia vaikutuksia niillä olisi eri markkinoihin. Yhdysvaltain dollarin vahvistumisen jatkuminen olisi lähtökohtaisesti huono asia kehittyvien markkinoiden osakkeille.

# Riskillisemmät korkoluokat edelleen houkuttelevimpia



Teksti: Patrik Moring, allokaatiojohtaja

Mennyt vuosi oli korkosijoitusten osalta hyvä vuosi. Silmiinpistävää oli erityisesti heikomman luottoluokituksen yrityslainojen tasaisen hyvän kehityksen. Hyvät juoksevat tuotot luovat näkemyksemme mukaan erittäin hyvän lähtökohdan korkosijoituksille painotusten pysyessä edelleen riskillisemmissä luokissa, kuten yrityslainoissa ja kehittyvien talouksien lainamarkkinoilla.

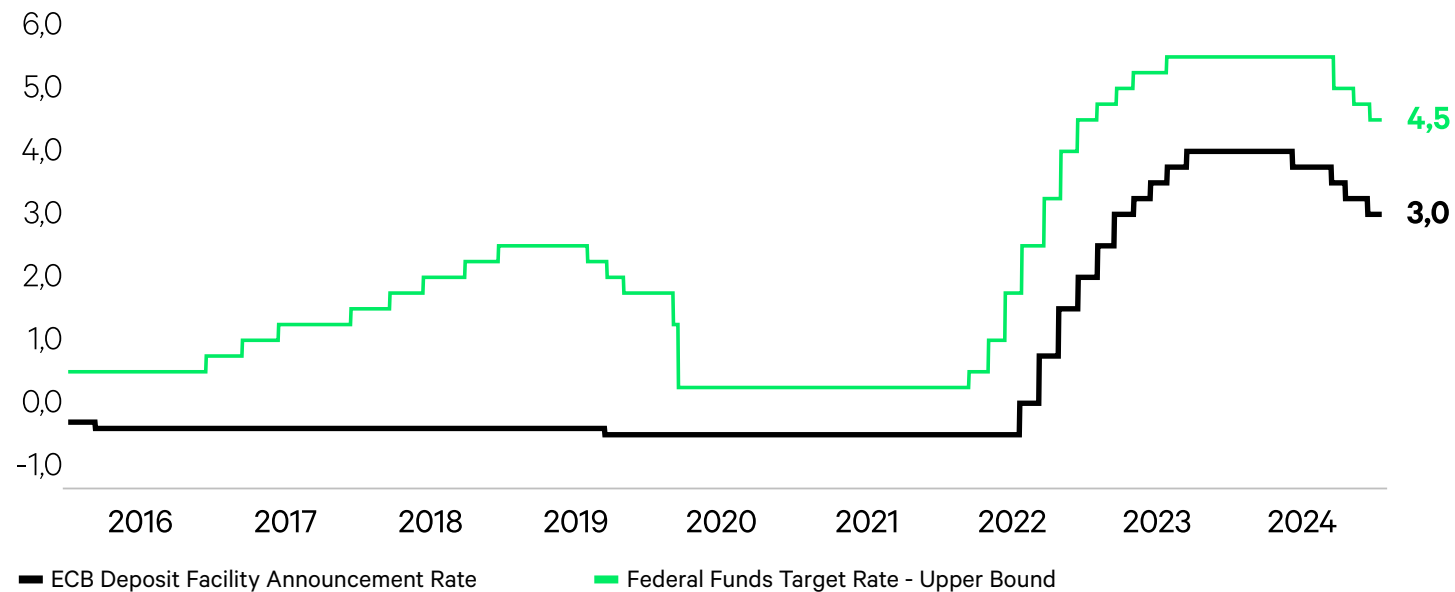
Korkosijoittamisen lähtökohta alkaneeseen vuoteen näyttää edelleen hyvältä. Parhaat tuotothan tehdään korkosijoituksissa silloin, kun korot ovat saavuttaneet huippunsa ja kääntyvät laskuun. Viime vuoden lopussa valtionlainakoroissa nähtiin merkittävää nousua. Nyt pohjakorkona toimiva valtionlainojen korko on lähellä tämän korkosyklin korkeimpia tasojaan. Näin ollen korot mahdollistavat sekä hyvän päivittäisen tuottotason että antavat tilaa korkojen laskulle. Korkeat korot myös suojaavat kehitystä, vaikka korkotaso kääntyisikin uudestaan nousuun.

Inflaatio on ollut selvässä laskusuunnassa viimeisen vuoden aikana, mikä auttoi keskuspankkeja viime kesänä aloittamaan koronlaskut. Vuoden loppuun mennessä sekä EKP että Fed olivat laskeneet korkojaan 100 korpisteellä. Jatkon osalta toimet näyttävät erkaantuvan hieman. Molempien

odotetaan jatkavan koronlaskujaan, mutta EKP:lla on selvästi suurempi paine toimille. Edelleen vaiheena jatkuva kasvu sekä vaikeasta poliittisesta tilanteesta johtuva epävarmuus painavat vaakakupissa enemmän, kun inflaatio on painunut jo varsin lähelle tavoitetasoa. Yhdysvalloissa inflaation lasku tavoitteeseen saakka on selvästi hitaampaa. Vahvana jatkuva kasvu sekä hyvä työllisyystilanne ovat ylläpitäneet hintapaineita erityisesti palveluilla. Yhdysvaltain keskuspankilli ei siksi ole tarvetta eikä samalla tavalla mahdollisuuttakaan jatkaa aggressiivisia koronlaskuja.

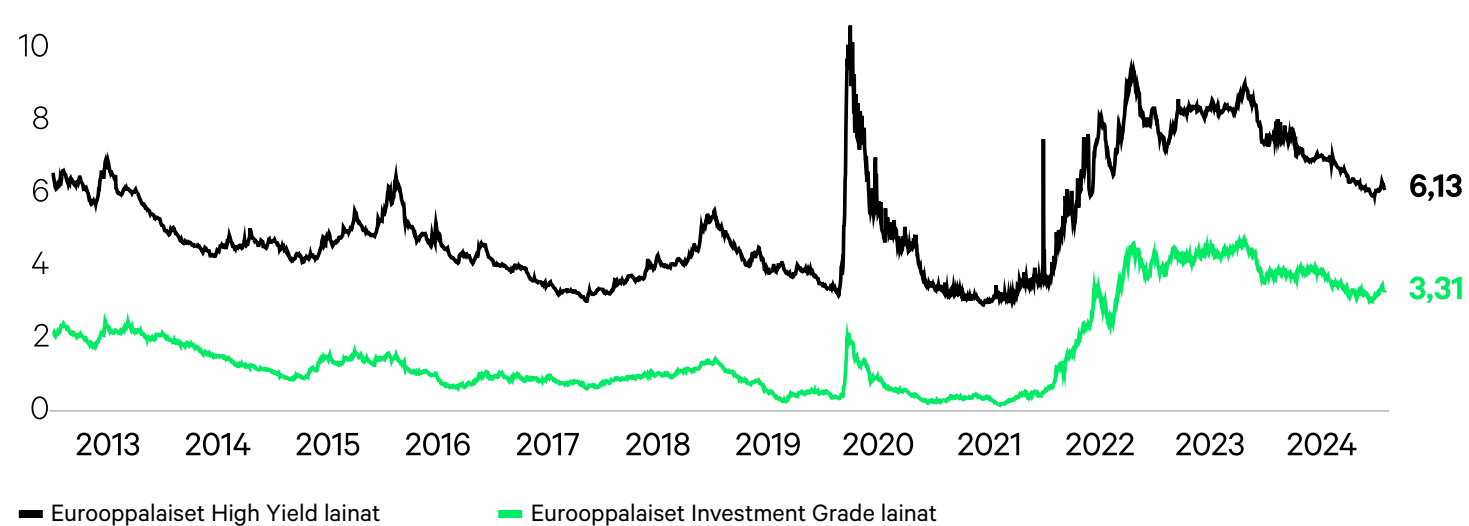
Epävarmuutta korkonäkymiin tuo kuitenkin Yhdysvaltain uusi hallinto. Trumpin vaalikamppailun aikana ehdottamat toimet ovat sellaisenaan varsin vahvasti inflaatiota ruokkivia, ja siksi keskuspankkiiritkin haluavat nähdä, miten toimenpiteitä käytännössä aletaan tehdä. Lisäksi veronalennuk-

### Keskuspankkien koronlaskut etenevät hyvää tahtia



Lähde: Aktia, Macrobond, Bloomberg

### Euroalueen yrityslainojen juoksevat tuotot edelleen houkuttelevalla tasolla



Lähde: Aktia, Macrobond, Bloomberg

set olisivat valtion velkaantumista kasvattava toimi, jos niihin ei yhdisty voimakkaita säästötoimia, jotka taas voivat olla kasvulle haitallisia. Todennäköistä onkin, että korkomarkkinoillakin tullaan näkemään heiluntaa sekä valtiolainakorkojen että koronlaskuodotusten osalta.

Mikäli politiikasta ei koidu merkittäviä takaiskuja, voisi kokonaisuutena sanoa, että näkymät ovat edelleen valoisat. Vakaa talouskasvu pitäneen inflaatio-odotukset laskevalla uralla ja mahdollistaa luottotappioiden pysymisen matalina. Korkeana pysyneet juoksevat tuotot huolehtivat päivittäisestä korkotuotosta, mutta koronlaskut painavat korkoja alaspäin lyhyissä ja keskipitkissä maturiteeteissa, mikä parantaa korkosijoittajan näkymää. Vaikka riskilisät ovatkin monin paikoin jo melko tiukat, ei näköpiirissä ole syitä, miksi ne levenisivät merkittävästi. Korkosijoittajan vuoden tuotot tulevatkin pääosin lainojen juoksevista tuotoista, jolloin riskillisemmät luokat nousevat tärkeään rooliin korkoallokointiossa.

**” Korkeana pysyneet juoksevat tuotot huolehtivat päivittäisestä korkotuotosta.**

### Lyhyt korkoriski ja korkeampi kuponki edelleen voittava yhdistelmä

Valtionobligaatioissa päästiin monen käänteen jälkeen viime vuonna lopulta positiivisiin tuottoihin. Korkoliikkeet näkyivät läpi vuoden luokan kehityksessä. Matalahko korkotasoa ja pitkä korkoriski tekevät valtionlainoista herkkiä tunnelman vaihtelulle. Valtionlainojen korot ovat nyt mielestämme tasolla, jonka ajattelemmekin olevan kestävä pitkillä aikavälillä. Näin ollen korkotasossa ei ole ainakaan kovin paljon laskuvaraa, jos ei talouden kehitys muutu selvästi odotettua synkemmäksi. Valtionlainoista on kuluvana vuonna saatavissa lähinnä kuponkituotto, mikä ei ole erityisen houkutteleva etenkin verrattuna muihin korkoluokkiin.

Turvallisimmista korkolajeista lyhyet yrityskorot näyttävät edelleen varsin houkuttelevilta lyhyen ajan sijoituskohteeksi. Tuottotaso on edelleen lähes sama kuin pidemmissä matalan riskitason luokissa, ja euroalueella jatkuvat koronlaskut tuovat luokkaan lisätukea ainakin alkuvuoden ajan. Lyhyt korkoriski suojaa mukavasti, jos pidemmissä koroissa nähdäänkin liike ylöspäin nopean laskun jälkeen.

Hyvän luottoluokituksen Investment Grade (IG) -yrityslainoissa tilanne näyttää sekin edelleen hyvältä. Tuottotasot ovat Euroopassa edelleen historiallisesti katsoen korkeat, vaikka korot ovat-

kin laskeneet vuoden takaisista huipuistaan. Pieni huolenaihe ovat melko kapeiksi painuneet riskilisät, mutta hyvä pohjakorko ja markkinoiden runsas likviditeetti ylläpitävät kiinnostusta luokkaan. Hyvän luottoluokituksen yrityslainoissa juokseva tuotto on edelleen hyvä, emmekä odota riskilisien levenevän ainakaan merkittävästi nykyisenkaltaisessa talousympäristössä.

Heikomman luottoluokituksen High Yield (HY) -yrityslainoissa näkymä on myös positiivinen. Riskilisät ovat toki kaventuneet muiden korkolajien tapaan, mutta riskittömän koron ollessa edelleen suhteellisen korkealla HY-lainat näyttävät edelleen hyvältä sijoituskohteelta. Maksuhäiriöiden osalta odotamme vuoden olevan tavanomainen. Tasainen talousnäkemä ja laskevat korot ylläpitävät vakaata tilannetta, mutta jos talousnäkemä heikkenee selvästi odotuksia enemmän, HY-lainat ovat haavoittuvaisia. Pidämme eurooppalaisia HY-lainoja mielenkiintoisempina kuin globaaleja, mikä johtuu hieman paremmasta luottolaadusta ja siitä

**” Hyvän luottoluokituksen yrityslainoissa juokseva tuotto on edelleen hyvä.**

huolimatta korkeammista riskilisistä. Eurooppalaisissa lainoissa on myös globaaleja lainoja lyhyempi korkoriski, mikä lisää niiden houkuttelevuutta.

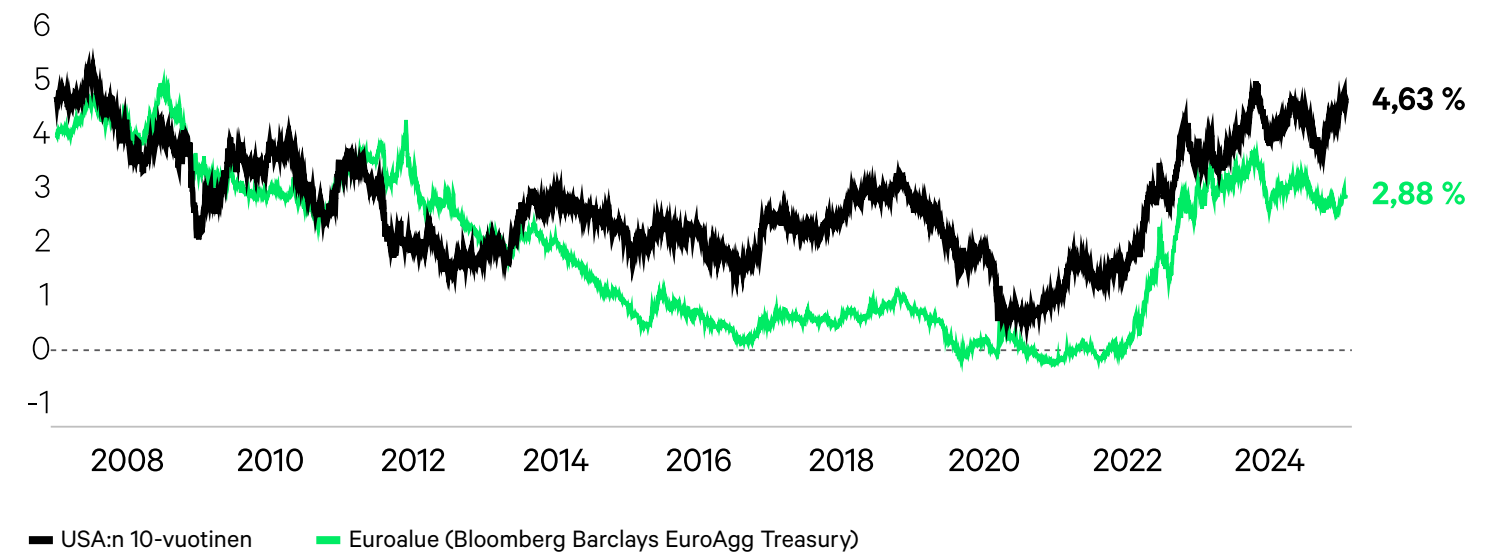
### Kehittyvät markkinat edelleen suosikkina

EMD on edelleen varsin houkutteleva omaisuusluokka. Erityisesti paikallisvaluuttamääräiset lainat tarjoavat vahvan tuottonäkymän korkotasojen ollessa edelleen koholla, vaikka useissa maissa inflaatiokuva on jo normalisoitunut. Toisin sanoen EM-keskuspankeilla on tilaa keventää rahapolitiikkaa, vaikka Fediin liittyvä epävarmuus saattaa lisätä varovaisuutta koronlaskutahdissa.

EM-paikallisvaluuttamääräiset korot ovat nousseet viime vuoden lopun jälkeen, mutta nousu on ollut selvästi maltillisempaa kuin US-koroissa. Vakautta ovat tukeneet ulkomaisten sijoittajien matala omistusaste, mutta myös uskottava keskuspankkipolitiikka ja myönteinen inflaatiokuva.

EM-maiden kasvun odotetaan vahvistuvan suhteessa länsimaihin, eikä talouden fundamenttitekijöissä ole merkittäviä epätasapainoja. USA:n kauppapolitiikkaan liittyvät riskit ovat negatiivinen tekijä EM-valuuttojen kannalta, mutta riskejä on hinnoiteltu jo merkittävästi sisään. Odotamme valuuttojen heikentyvän seuraavan 12 kuukauden ai-

**Valtionlainakorot nousivat loppuvuodesta lähelle korkosyklin ylimpiä tasojaan**



Lähde: Aktia, Macrobond, Bloomberg

kana, joskin maltillisesti. Inflaatioero suhteessa länsimaihin on historiallisen matala, mikä tukee valuuttoja. Lisäksi EM-valuutat ovat keskimäärin aliarvostettuja, ja koronlaskusykli on huomattavasti pidemmässä vaiheessa kuin Fedillä.

Dollarimääräisissä valtionlainoissa tuotto-odotus on edelleen positiivinen. US-valtionlainoissa korkotaso on noussut loppuvuodesta suhteellisen reippaasti, mutta tilaa jatkonusulle ei mielestämme ole enää paljon. Pikemminkin korkotaso voisi kääntyä hieman alemmaksi. Riskilisät ovat pitkälti pitkän aikavälin keskiarvoissaan indeksitasolla,

mutta uskomme, että yksittäisten maiden kohdalla riskilisissä on tapauskohtaisesti edelleen tilaa tiukentua. Riskilisien puolella erityisesti kaikkein korkeimman riskin maiden tasot ovat kaventuneet voimakkaimmin viime kuukausien aikana. Huolimatta riskittömien korkojen hieman korkeammista tasoista uusien lainojen emissiomarkkina on käynnistynyt vauhdikkaasti tämän vuoden alkupuoliskolla. Sijoittajavirrat isossa kuvassa ovat kuitenkin edelleen loistaneet poissaolollaan, ja näemme tämän mahdollisen kääntymisen markkinaa tukevana tekijänä.

# Odotuksissa hyvä sijoitusvuosi, mutta epävarmuudet ovat aiempaa suuremmat



Teksti: Patrik Moring, allokaatiojohtaja

Sijoitusmarkkinoiden lähtöasetelmat vuoteen 2025 näyttävät melko hyviltä. Talouskasvun odotetaan jatkuvan tasaisena ja inflaatio lähestyy keskuspankkien tavoitteita, mikä mahdollistaa koronlaskujen jatkumisen. Osakemarkkinoilla arvostustasot ovat kohtuulliset, ja korkomarkkinoilla korkotasot ovat yhä houkuttelevat. Epävarmuutta nostaa kuitenkin Yhdysvaltain uusi hallinto, jonka toimet ovat toistaiseksi arvailujen varassa.

## Talouskasvu jatkuu vakaana, mutta Trumpin hallinto luo epävarmuutta

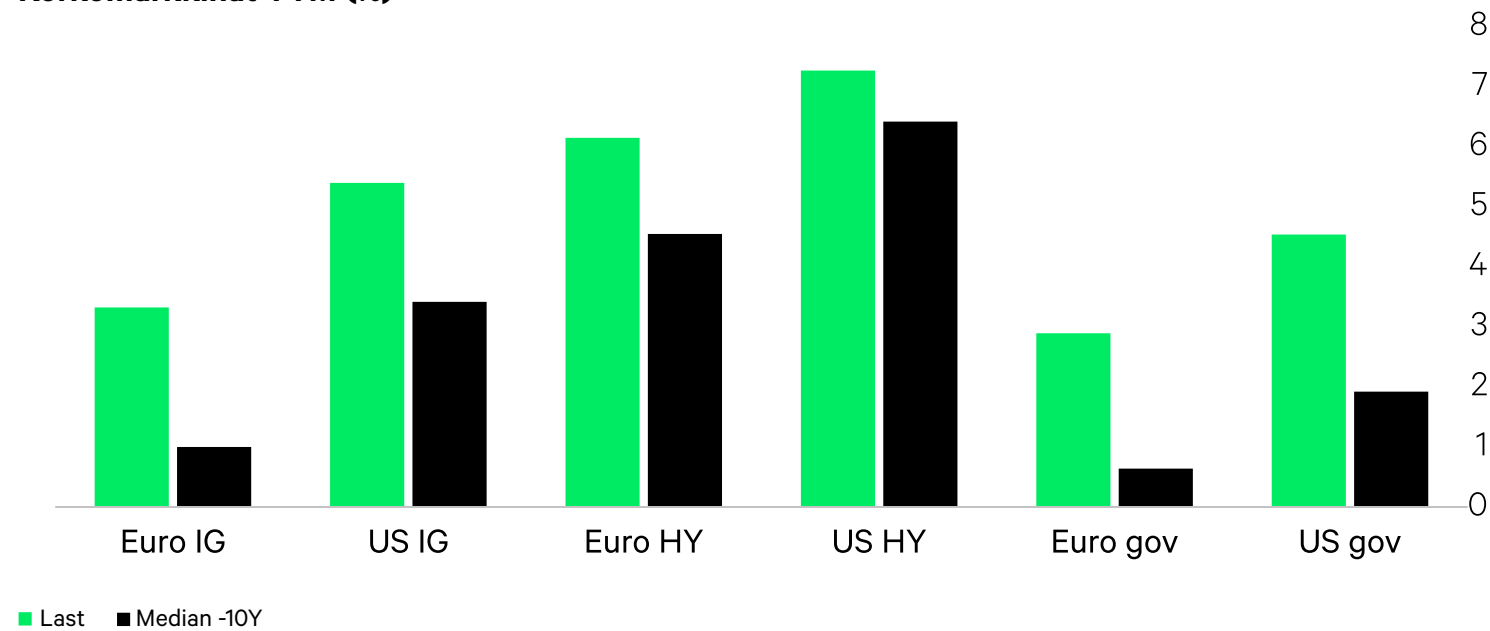
Globaalin talouskasvun odotetaan jatkuvan tasaisena. Konsensusennuste globaalille talouskasvulle on sekä tänä että ensi vuonna 3,0 prosenttia. Kehittyneissä maissa kasvu on hiljalleen paranemassa Euroopan ohitettua heikoimman vaiheensa ja Yhdysvaltain kasvun jatkuessa vakaana. Kehittyvien maiden kasvu on hieman hidastumassa Kiinan hidastumisen myötä. Kasvu on toki edelleen nopeampaa kuin kehittyneissä talouksissa. Talouskasvun painotukset ovat edelleen varsin kahtiajakautuneet. Teollisuuden aktiviteetti on jo pitkään ollut alakuloinen samalla, kun palvelusektorit vetävät hyvin.

Inflaation hidastuminen on ollut hieman aiempaa verkkaisempaa jo jonkin aikaa. Loppuvuodesta heräsivät huolet inflaation viriämisestä uudelleen, kun kasvuennusteita on nostettu, ja työmarkkinat ovat Atlantin molemmin puolin vahvassa vedossa. Keskuspankkien noin 2 prosentin tavoitetasolle pääseminen on hidasta, mutta ennusteiden valossa taso saavutettaneen loppuvuodesta. Jos työllisyystilanne pysyy vakaana, lähtökohdat taloudelle ovat hyvät.

Keskuspankkien säätelykykyä on monesti epäilty, mutta ne vaikuttavat nyt onnistuneen tehtäväänsään. Inflaatio on hidastunut kovasta piikistään, eikä koronnostojen seurauksena ajaututtu taantumamaan. Sekä EKP että Fed ovat laskeneet korkoja yhdellä prosenttiyksiköllä. Jatkossa markkinat hinnoittelevat koronlaskupolkujen erkanemista. Yhdysvaltain Fedin osalta odotus on, että laskuja nähdään kuluvan vuoden aikana korkeintaan kaksi. EKP:ltä taas odotetaan reippaasti lisää koronlaskuja ensimmäiselle vuosipuoliskolle. Jos keskuspankit toimisivat kuten markkinat odottavat, Fedin ohjauskorko olisi ensi vuoden lopussa noin 4,0 prosenttia ja EKP:n talletuskorko noin 2,0 prosenttia. Mielestämme tämänhetkinen markkinahinnoittelu on varsin realistinen.

Talousnäkemien osalta odotuksiin sisältyy kuitenkin merkittäviä riskejä. Yhdysvaltain uusi hallinto on jo ennen virkaan astumistaan aloittanut varsin räväköillä keskustelunavauksilla. Vaalilupausinaan Trump uhkasi asettaa globaalit tuontitullit kaikelle Yhdysvaltoihin tuotavalle tavaralle. Erityisen kovat tullit olisivat Kiinalle. Toisena lupausinaan Trump uhkasi karkottaa laittomat maahanmuuttajat, mikä veisi suuren osan mm. Yhdysvaltain maatalouden työntekijöistä. Kolmantena

### Korkomarkkinat YTM (%)



Lähde: Aktia, Macrobond, Bloomberg

lupauksena oli alentaa verotusta ja vähentää sääntelyä. Näistä lupauksista kaksi ensimmäistä on kasvulle haitallisia ja inflaatiota nostavia. Viimeiset ovat ainakin lyhyellä aikavälillä kasvua ja sijoitusmarkkinoiden näkymiä tukevia.

Lupausten lisäksi uusi hallinto on tehnyt merkittäviä avauksia geopolitiikassa liittyen mm. vaatimukseen Grönlannista, suhteesta Kanadaan ja Meksikoon sekä roolista Natossa. Luvattu Ukrainan so-

dan päättäminenkin on vielä puheen tasolla. Kokonaisuutena voinee sanoa, että parhaimmillaan Trump toimittaa sitä, mitä talous ja sijoitusmarkkinat toivovat ja tarvitsevat. Pahimmillaan inflaatio laukkaa, julkinen velka kasvaa holtittomasti ja keskuspankin uskottavuus on mennyt. Uskoa tulevaan luo se, että Trumpin ajatellaan mittaavan onnistumistaan osakemarkkinoiden kehityksen kautta. Jos kurssit nousevat, hän on tyytyväinen, ja silloin pahimmat skenaariot eivät ole toteutuneet.

### Korkosijoittajan tilanne jatkuu hyvänä

Kaikkien keskeisten korkomarkkinoiden korot ovat edelleen selvästi korkeammilla tasoilla, kuin mihin esimerkiksi viimeisen 10 vuoden aikana on totuttu. Loppuvuonna nähty pitkien valtionlainakorkojen nousu nosti tuotto-odotuksia entisestään. Mielestämme pitkien korkojen tämänhetkinen taso istuu hyvin vallitsevaan talouskasvu- ja inflaationäkymään, joten uskomme pitkien valtionlainakorkojen pysyvän lähellä nykytasojaan. Odotamme myös yrityslainojen korkoerojen valtionlainoihin nähden pysyvän lähellä nykyisiä tasojia.

Kuluvan vuoden korkomarkkinoiden tuottojen odotamme olevan kohtuullisen hyvät kautta linjan. Euroalueen valtionlainojen tuoton odotamme olevan 2–3 prosentin haarukassa. Euroalueen korkean luottoluokituksen Investment Grade -yrityslainoille tuotto-odotuksemme on 3–5 prosenttia. Korkeamman riskin High Yield -yrityslainoille enustamme samoin 4–6 prosentin tuottoa. Myös dollarimääräisten kehittyvien markkinoiden valtionlainojen tuoton odotamme asettuvan eurosuo- jattuna 4–6 prosentin välimaastoon. Paikallisvaluuttamääräisten kehittyvien markkinoiden valtionlainojen tuotto on 5–7 prosentin haarukassa.

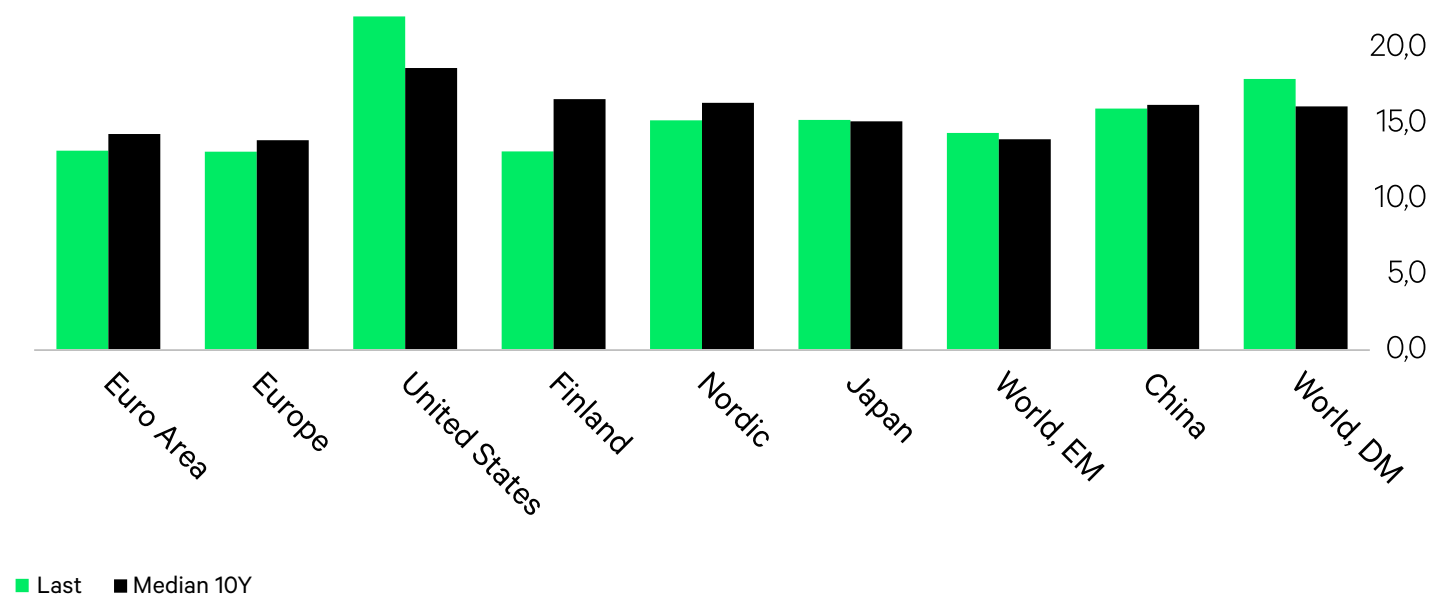
### Osakemarkkinoiden nousulla on edellytykset jatkua

Globaaleiden osakemarkkinoiden eteenpäin katsova arvostustaso P/E-luvulla mitattuna on 17,9, mikä on noin 10 prosenttia yli viimeisten 10 vuoden mediaanitason. Päämarkkinoista USA on kallis historiaansa nähden, mutta korkea arvostustaso on seurausta suurimpien erittäin nopeasti ja kannattavasti kasvavien yhtiöiden painon noususta. Muu osa markkinoita on arvostettu linjassa historiallisiin tasoihinsa. Japani ja kehittyvät markkinat ovat melko lähellä mediaanitasoaan. Eurooppa, Pohjoismaat ja Suomi näyttävät hyvinkin edullisilta. Suhteessa korkoihin osakkeiden arvostustaso on kuitenkin kokonaisuudessaan edelleen kalliinpuoleinen, sillä osakkeiden riskipreemio korkoihin nähden on tällä hetkellä keskimääräistä alempi.

Tälle vuodelle tulokasvuennusteet povaavat yrityksille globaalisti noin 13 prosentin tulokasvua. Tulokasvuennuste on todennäköisesti hieman liian optimistinen, mikä on varsin tavanomaista tässä vaiheessa vuotta. Arvioimme, että tulokasvu on lopulta kuitenkin kohtuullisen hyvää, globaalisti 5–10 prosenttia. Korkotaso huomioiden arvostustasoissa ei ole mielestämme paljoa nousuvaraa Yhdysvalloissa, mutta muilla markki-



### Osakemarkkinoiden arvostukset



Lähde: Aktia, Macrobond, FactSet

noilla arvostuksissa on edelleen tilaa nousta. Tulokasvun pitää kuitenkin toteutua lähelle odotettua, jotta tämä olisi mahdollista. Kun huomioidaan osingot, tuloskasvu ja vallitseva arvostustaso, arvioimme globaaleiden osakemarkkinoiden koko tämän vuoden tuoton olevan 6–9 prosentin haarukassa. USA:n osakemarkkinoiden tuotto-potentiaaliksi arvioimme 6–8 prosenttia ja muiden USA:n ulkopuolisten markkinoiden 7–9 prosenttia. Yksittäiset markkinat voivat tuottaa selvästi enemmänkin, ja kaksinumeroisiin tuottoihin on mahdollista päästä. Varsinkin Euroopan ja Suomen

osakemarkkinat ovat arvostustason näkökulmasta houkuttelevat. Jos talouskasvu pysyy vakana ja tekee hiljalleen käänteen parempaan, eivätkä Yhdysvaltain linjaukset tuontitulleista realisoitu, Suomessa ja Euroopassa on paljon tuotto-potentiaalia. Myös heikomman ympäristön riski on toki olemassa. Mielestämme erittäin houkuttelevilta näyttävät myös eurooppalaiset ja yhdysvaltalaiset pienet ja keskisuuret yhtiöt. Näiden arvostukset ovat erittäin matalat, ja vakaa toimintaympäristö, kotimarkkinakeskeisyys sekä matalammat korot tukevat niiden kehitystä.



**Kun huomioidaan osingot, tuloskasvu ja vallitseva arvostustaso, arvioimme globaaleiden osakemarkkinoiden koko tämän vuoden tuoton olevan 6–9 prosentin haarukassa.**

### Allokaatiossa lähiaikoina varovaisuutta – koko vuoden tasolla positiivisuutta

Koronlaskusykli, tasaisena jatkuva talouskasvu, tuloskasvun parantuminen ja kohtuulliset arvostustasot USA:n ulkopuolella tukevat osakkeita. Yhdysvaltain uuden hallinnon toimintalinjaukset vahvan osakemarkkinoiden jakson jälkeen lisäävät lyhyen aikavälin epävarmuutta. Olemme laskeneet osakkeet ylipainosta neutraaliin tammikuun puolella välissä.

Osakkeiden maantieteellisessä allokaatiossa ylipainotamme Yhdysvaltoja ja Suomea. Yhdysvallat on kallis, mutta tarjoaa toisaalta ylivertaista kasvua ja kannattavuutta. Suomen kehitys on ollut heikkoa jo useamman vuoden, minkä seurauksena arvostus on pudonnut erittäin matalaksi. Mielestämme potentiaalia parempaan on enemmän kuin useimmilla markkinoilla, kunhan Trump-riskit eivät realisoitu. Eurooppa on osakeallokaatiossamme neutraalissa painossa. Edullinen arvostus huomioi monet heikkoudet, muttei yhtä hyvin kuin Suomen osalta. Alipainotamme Japania ja kehittyviä markkinoita. Molemmissa arvostukset ovat lähellä historiallisia tasojaan. Japanissa rahapolitiikka on kiristymässä, ja Kiinan taloudessa on nähty kovin vähän konkretiaa heikon talouskierteen katkaisemiseksi. Molemmat ovat myös ulkomaankaupasta riippuvaisia alueita, mikä lisää riskejä kauppasodan uhan alla.

Korkoallokaatiossa ylipainotamme yrityslaino- ja korkean luottoluokituksen Investment Grade- ja matalan luottoluokituksen High Yield -luokissa sekä kehittyvien maiden paikallisvaluuttamääräisiä valtionlainoja. Euroalueen valtionlainat ovat isossa alipainossa, sillä niiden korkotaso on selvästi muita markkinoita alempi. Kehittyvien maiden dollarimääräiset valtionlainat ovat neutraalipainossa. Korkosijoituksissa ylipainotamme edelleen lyhyitä korkoja suhteessa pitkiin korkoihin, sillä lyhyet korot ovat edelleen poikkeuksellisen houkuttelevilla tasoilla.

# Vaihtoehtoiset omaisuuslajit ovat vakiinnuttaneet paikkansa sijoitus-salkussa



**Teksti: Marjo Koivisto, johtaja ja salkunhoitaja, vaihtoehtoiset sijoitukset**

Kun korkojen nousu ja inflaatio ovat hidastaneet yrityskaupamarkkinoita ja pörssilistautumisia, Private Equity -sijoittajat ovat keskittyneet salkkuyritystensä arvontuontiin ja hyötäneet jälkimarkkinan kasvusta. Samaan aikaan Private Debt -markkina on jatkanut ennätysvauhtiaan tarjoten vakaata tuottoa ja laajempia sijoitusmahdollisuuksia. Kiinteistö- ja infrastruktuurisijoituksissa arvontuonti näyttää pysähtyneen, ja erityisesti uusiutuvan energian projektit luovat pitkän aikavälin kasvupotentiaalia.

## Private Equity -markkinassa arvontuonti säilyy

Korkeampien korkojen vuodet ja korkeampi inflaatio ovat johtaneet listaamattomalla markkinalla hidastuneeseen yrityskaupamarkkinaan ja vähäisempiin pörssilistautumisiin. Pääomasijoittajat ovat keskittyneet viime vuosina salkuissaan olevien yritysten kannattavuuden parantamiseen ja arvontuontin tukemiseen. Samanaikaisesti Private Equity -rahastojen jälkimarkkina on kehittynyt ja siitä on tullut likvidimpi. Se on osaltaan lisännyt likviditeettiä Private Equity -primäärimarkkinalle ja auttanut pääomasijoittajia tukemaan salkuissaan olevien yritysten arvontuontia. Samoin NAV-lainamarkkinan (nettovarallisuusarvoon pohjautuvien lainojen markkinan) kehitys ja Private Credit -markkinan kasvu ovat epäsuorasti tukeneet pääomamarkkinaa viime vuosina. Silti vielä vuoden 2024 loppuun mennessä isot listautumiset ja muut exitit antoivat odottaa itseään. Tämä kaikki huomioon ottaen, Private Equityn arvontuonti pääsee edelleen läpi tarkemman tarkastelun – miksi?

Pääasiallinen arvontuonti Private Equity -sijoittamisessa liittyy epälikviditeetti-preemioon. Epälikviditeetti-premio on asteittainen tuoton parannus, joka kompensoi sijoittajaa sellaisen omaisuuden omistamisesta, joka ei ole erittäin likvidi. Epälikviditeetti-premion olemassaolosta listaamattoman markkinan sijoituksissa on näyttöä; se näkyy esimerkiksi siinä, että yhdysvaltalainen Private Equity ylitti S&P 500 -indeksin 2,3–3,4 prosenttia vuodessa vuosina 1986–2017. Koska Private Equity -sijoittajat tällä hetkellä kohtaavat ns. bid-ask-eron, eli eivät yrityskauppajärjestelyissä saa niitä arvontuontia, joita he tarvitsevat käydäkseen kauppaa, he keskittyvät portfolion ”jatkamiseen” ja arvontuontiin. Markkinadata indikoi, että buy-out-pääomasijoittajat ovat siinä onnistuneet viime vuoden kolmannella kvartaalilla ja parantaneet yritystensä käyttökatetta ja siten myös arvontuontia. Myös uusien transaktioiden markkina on alkanut aktivoitua, ja viime vuoden kolmannella kvartaalilla nähtiin jo n. 20 prosenttia enemmän Private Equity -transaktioita globaalisti kuin vastaavalla kvartaalilla vuonna 2023. Vuodelle 2025 odotetaan laajasti aktivoituvaa yrityskaupamarkkinaa, ja myös pörssiin listautumiseen alkaa olla jono.



## Private Debt teki jälleen ennätysvuoden

Private Debt -markkina on kaikessa hiljaisuudessa kasvanut jo 2 biljoonan dollarin globaaliksi markkinaksi. Pelkästään vuonna 2024 kerättiin 30 miljardia Private Debt -rahastoihin, mikä teki viime vuodesta neljännen peräkkäisen ennätysvuoden tämän omaisuusluokan varainkeruussa.

Melkein 80 prosenttia Private Debt -markkinasta koostuu seniorilainoista, joita ei-pankkitoimijat eli Private Credit -rahastot tarjoavat listaamattomille yrityksille. Tyypillisesti lainat liittyvät pääomasijoittajien tekemiin yrityskauppoihin; joissain tapauksissa Private Credit -rahastot lainaavat suoraan esimerkiksi perheomisteisille yrityksille tai kasvuyrityksille, jotka eivät halua diluoida omistustaan. Cliffwater Private Debt -seniorilainaindeksin odotus seniorilaina Private Debt FY24:n vuosi-

tuotolle oli 10,5 prosenttia alle 1 prosentin luottomerkinnöillä. Riski-tuottoprofiililtaan Private Debt -seniorilainat ovat siten tuottavampia ja vakaampia kuin listatulla markkinalla kaupankäynnin kohteena olevat korkotuotteet.

Kasvavia varainkeruu- ja transaktiovolyymejä nähtiin viime vuonna myös yritysjärjestelytilanteisiin sijoittavassa Distressed credit -alaluokassa, jonka tuottoprofiili on korkeampi kuin seniorilainoilla, sekä tietenkin laajemmin Opportunistic-alaluokassa, jossa Private Credit -toimijat voivat tukea yrityksiä erilaisissa kasvu-, laajenemis- tai järjestelytarpeissa. Sijoittajat myös hajauttivat Private Debt -sijoituksiensa riskiä listaamattomista yrityksistä kuluttajalainaportfolioihin sijoittamalla Asset Backed Finance (ABF) -alaomaisuusluokkaan. Näiden edellä mainittujen alaluokkien odotetaan kasvavan lisää tulevana vuonna ja löytävän paikkansa yhä useamman sijoittajan salkussa.

## Reaaliomaisuusluokissa arvonlasku näyttää pysähtyneen

Kiinteistösektori on kamppailut korkojen ja arvostusten kanssa, joskin esimerkiksi Covid-pandemian haastamien toimitilakiinteistöjen arvonlaskun pohja lienee saavutettu. Kun korot vakiintuvat uudelle, alemmalle tasolle, kiinteistöjen arvojen odotetaan nousevan. On selvää, että reaaliomaisuusluokissa arvonnousu ei ole yhtä nopeaa kuin muussa markkinassa.

Korkeampien korkojen vuosina uusiutuvan energian infrastruktuuri- ja pääomasijoittajat ovat keskittyneet hankeportfolioonsa, kehittämään alkuvaiheessa olevia omistuksiaan ja ottamaan huomioon korkeamman inflaation operatiivisessa kehittämisessä ison profiilin exitien sijaan. Pitkäjänteinen listaamaton markkina tulee olemaan jatkossakin paikka uusiutuvan energian kehittämiseksi, kos-

ka maailman suurimmat pääomasijoitusrahastot ovat ostaneet pörssiä alan toimijoita viime vuosina. Lisäksi energiantarve tulee kasvamaan muun muassa suurten palvelinkeskusten ja liikenteen sähköistymisen myötä, ja uusiutuva energia on lopulta edullisin ja kustannustehokkain tapa vastata tarpeeseen. Tämänhetkiset uusiutuvan energian rakennushankkeet Euroopassa ovat etenkin aurinkoenergia- ja sähkövarastohankkeita.



**Energiantarve tulee kasvamaan mm. suurten palvelinkeskusten ja liikenteen sähköistymisen myötä, ja uusiutuva energia on lopulta edullisin ja kustannustehokkain tapa vastata tarpeeseen.**

# Markkinatuotot

Osakemarkkinat alueittain

Korkomarkkinat

Osakeindeksit maanosittain

Globaalit osakeindeksit sektoreittain

Korkomarkkinoiden tuottokehitys

The image shows a large, dark, rectangular sign with the word "Aktia" in a bright, white, sans-serif font. The sign is positioned in the foreground, slightly to the right. In the background, there is a wall with a grid of small, circular perforations, likely part of a modern office or financial institution's interior. The lighting is soft, highlighting the sign and the texture of the wall.

# Markkinatuotot

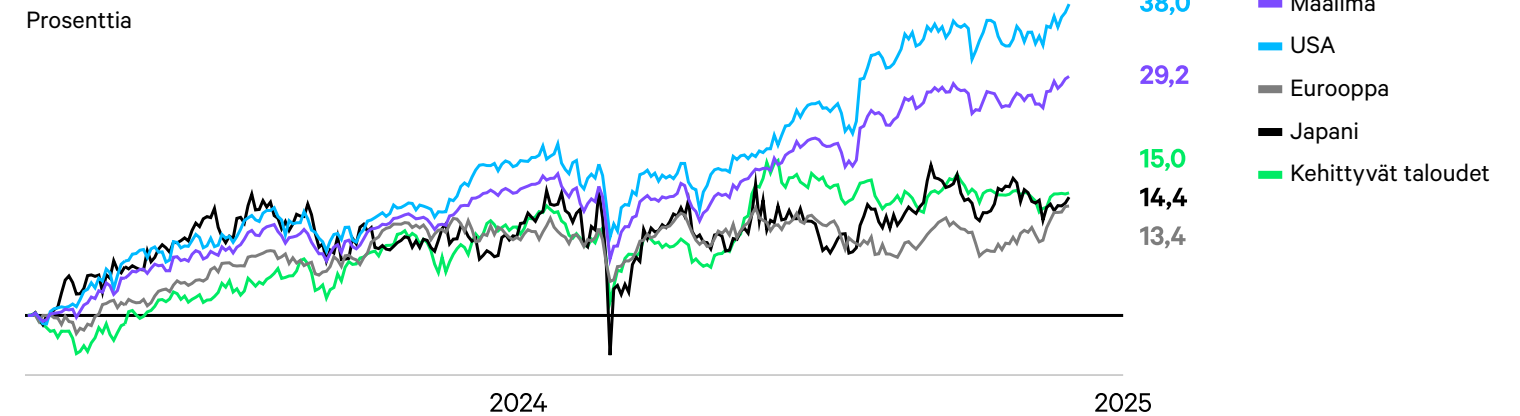
Osakemarkkinat alueittain	YTD	1 kk	3kk	6 kk	12 kk
<b>Maailma (MSCI)</b>	<b>2.8 %</b>	<b>3.3 %</b>	<b>6.4 %</b>	<b>12.0 %</b>	<b>27.2 %</b>
<b>USA (MSCI)</b>	<b>3.8 %</b>	<b>3.3 %</b>	<b>9.5 %</b>	<b>16.3 %</b>	<b>33.7 %</b>
S&P 500	3.2 %	3.2 %	8.5 %	15.2 %	33.0 %
NASDAQ	3.0 %	2.4 %	11.8 %	16.2 %	36.3 %
Russell 2000	2.9 %	3.2 %	7.4 %	8.7 %	21.8 %
<b>Eurooppa (MSCI)</b>	<b>4.2 %</b>	<b>5.7 %</b>	<b>1.8 %</b>	<b>3.3 %</b>	<b>14.6 %</b>
Suomi (OMX HELSINKI)	4.1 %	5.7 %	-2.0 %	0.4 %	5.8 %
<b>Japani (MSCI)</b>	<b>-1.2 %</b>	<b>2.6 %</b>	<b>4.4 %</b>	<b>2.7 %</b>	<b>9.1 %</b>
NIKKEI 300	-1.0 %	2.0 %	4.2 %	2.7 %	8.6 %
<b>Kehittyvät taloudet (MSCI)</b>	<b>0.2 %</b>	<b>1.0 %</b>	<b>-1.3 %</b>	<b>5.1 %</b>	<b>20.2 %</b>
Aasia (MSCI)	-1.1 %	0.4 %	-2.5 %	5.3 %	24.5 %
Kiina (MSCI)	-3.2 %	-1.9 %	-2.7 %	15.3 %	38.9 %
Intia (MSCI)	-4.9 %	-4.7 %	-5.9 %	-6.2 %	10.1 %
Itä-Eurooppa (MSCI)	8.7 %	8.9 %	10.3 %	2.7 %	18.0 %
Turkki (MSCI)	2.1 %	3.6 %	14.0 %	-12.9 %	20.7 %
Etelä-Amerikka (MSCI)	5.6 %	3.6 %	-4.4 %	-6.8 %	-12.1 %
Brasilia (MSCI)	6.5 %	4.6 %	-6.4 %	-6.2 %	-14.9 %
Meksiko (MSCI)	4.0 %	1.1 %	-1.9 %	-11.1 %	-14.8 %

Korkomarkkinat	YTD	1 kk	3 kk	6 kk	12 kk
Euroalueen valtionlainat	-0.9 %	-1.3 %	-0.3 %	1.8 %	2.4 %
USA:n valtiolainat	-0.1 %	-0.1 %	-1.2 %	0.4 %	1.7 %
Globaalit valtionlainamarkkinat	-0.1 %	0.0 %	2.3 %	5.2 %	6.0 %
Euroalueen IG-yrittäjälainat	-0.3 %	-0.4 %	0.5 %	3.0 %	5.3 %
Euroalueen HY-yrittäjälainat	0.1 %	0.2 %	1.5 %	4.5 %	8.0 %
Globaalit HY-yrittäjälainat	0.8 %	0.9 %	1.7 %	5.2 %	10.3 %
EM-valtionlainat (USD-määräiset)	0.6 %	0.4 %	0.0 %	2.5 %	7.3 %
EM-valtionlainat paikallisessa valuutassa	1.6 %	1.5 %	2.8 %	4.1 %	5.5 %

Valuutat euroa vastaan	YTD	1 kk	3 kk	6 kk	12 kk
Yhdysvaltojen dollari (USD)	-0.8 %	0.0 %	3.5 %	4.1 %	4.2 %
Ruotsin kruunu (SEK)	-0.1 %	0.3 %	-0.7 %	1.8 %	-0.7 %
Iso-Britannian punta (GBP)	-1.9 %	-1.6 %	-1.4 %	-0.1 %	1.5 %
Japanin jeni (JPY)	0.1 %	0.4 %	0.4 %	5.0 %	-0.8 %

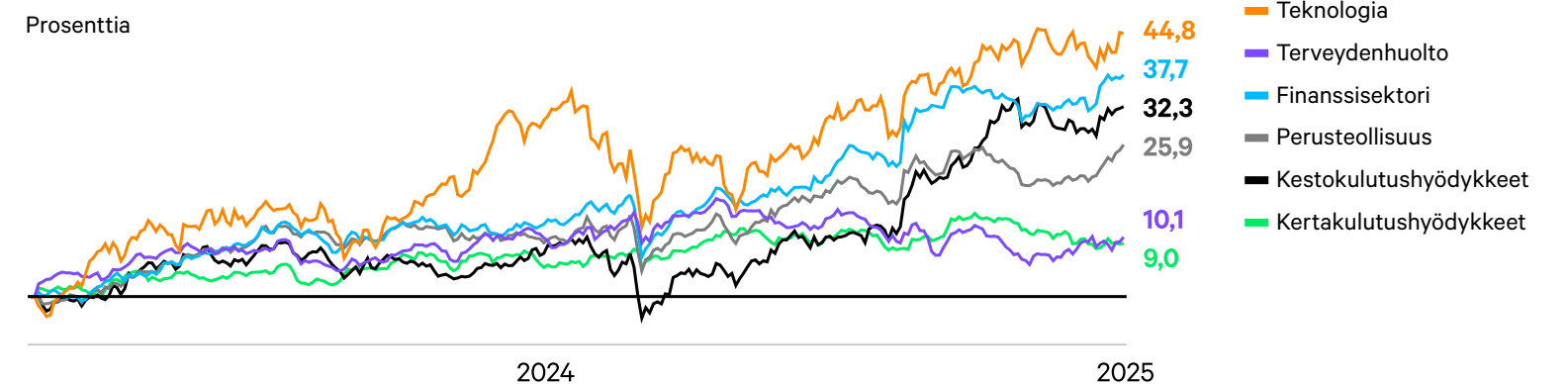
Historiallinen tuottokehitys ei ole tae tulevasta tuotosta. Tulevia tuottoja ei voida päätellä aiemmasta tuloksesta.

## Osakeindeksit maanosittain



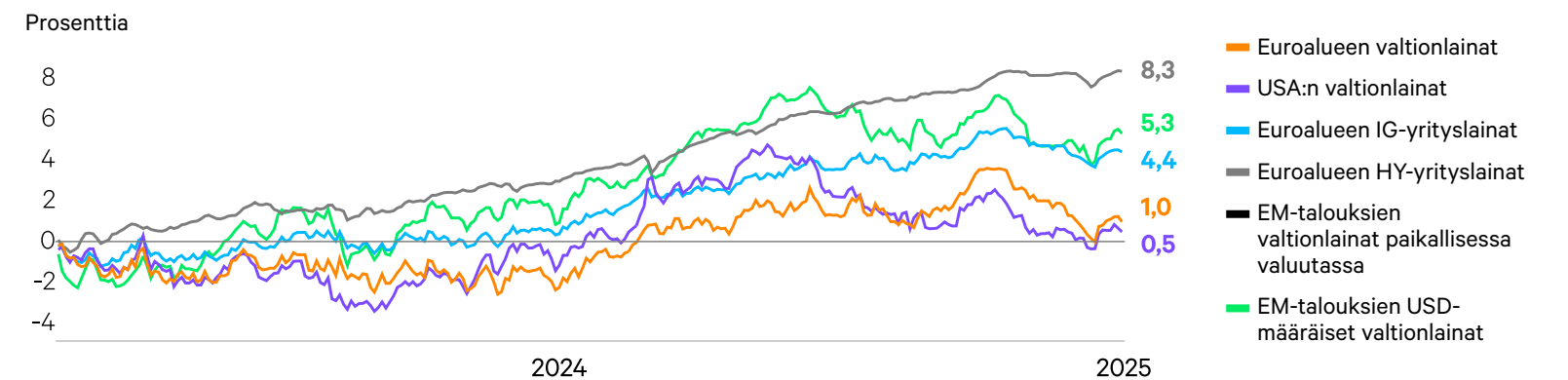
Lähde: Aktia, Macrobond, Bloomberg

## Globaalit osakeindeksit sektoreittain



Lähde: Aktia, Macrobond, Bloomberg

## Korkomarkkinoiden tuottokehitys



Lähde: Aktia, Macrobond, Bloomberg

# Ajattele pidemmälle Aktia



Aktia Pankki Oyj ("Aktia") on tuottanut tämän katsauksen sijoittajien käyttöön. Informaatio on koottu julkisista lähteistä, joita Aktia pitää luotettavina. Aktia ei kuitenkaan vastaa sisällön oikeellisuudesta tai täydellisyydestä. Tämä katsaus on tarkoitettu yhtenä monista apuvälineistä avustamaan sijoittajan päätöksentekoa, mutta sijoittajan tekemä sijoituspäätös on viime kädessä hänen omansa ja sen tulee perustua sijoittajan riittävinä pitämiin tietoihin ja tutkimuksiin. Sijoittajan tulee huomioida markkinoilla nopeasti tapahtuvat muutokset ja niiden vaikutukset tämän katsauksen sisältöön. Aktia-konserniin kuuluvat yritykset, Aktian yhteistyökumppanit tai näiden yhtiöiden henkilökunta ei vastaa suorista tai epäsuorista tappioista tai vahingoista, jotka aiheutuvat tämän katsauksen tai sen osien käytöstä sijoitustoiminnassa. Katsauksen sisältämä informaatio on tarkoitettu sijoittajalle jolle katsaus on esitetty eikä sitä pidä antaa kenenkään toisen henkilön käyttöön. Tämän katsauksen kopioiminen tai lainaaminen kokonaisuudessaan tai osittain on kiellettyä ilman Aktian lupaa. Tämän materiaalin tekijänoikeus © ja kaikki muut immateriaalioikeudet kuuluvat Aktialle, ja kaikki oikeudet on pidätetty kaikissa maissa.

Sijoitustoimintaan liittyy aina taloudellinen riski. Asiakas vastaa itse omien sijoituspäätöstensä taloudellisista tuloksista. Tuotto voi jäädä saamatta ja sijoitetun pääoman voi jopa menettää. Rahoituspalvelujen ja -tuotteiden kulut voidaan periä asiakkaalta sijoitustoiminnan tuloksesta riippumatta. Asiakkaan tuleva sijoitustoiminnan tulos riippuu verotuksesta, joka puolestaan riippuu kunkin sijoittajan henkilökohtaisesta tilanteesta ja voi muuttua jatkossa. Ennen sijoituspäätöksen tekemistä asiakkaan on syytä tutustua huolella sijoitusmarkkinoihin ja eri sijoitusvaihtoehtoihin. Sijoitusten arvo voi nousta tai laskea. Sijoittaja voi menettää osan tai kaikki sijoittamistaan varoista. Aktia ei vastaa dokumentissa esitettyjen tuotto-olettamusten toteutumisesta. Annetut tiedot pohjautuvat rahoitusvälineiden historialliseen tuottoon perustuviin oletuksiin, mutta tämä ei ole tae tulevasta tuotto- tai arvonkehityksestä. Tämä katsaus ei perustu asiakkaan henkilökohtaisiin tietoihin eikä ole tarkoitettu sijoitusneuvoksi. Katsaus ei ole tarkoitettu sijoitustutkimukseksi, eikä sitä välttämättä ole laadittu sijoitustutkimuksen riippumattomuutta koskevien säännösten mukaisesti. Mahdollisesti esiteltyihin rahoitusvälineisiin ei sovelleta sijoitustutkimusta koskevia kaupankäyntirajoituksia. Asiakas voi joutua maksamaan muitakin kuin Aktian välityksellä suoritettavia veroja ja julkisia maksuja. Asiakkaan tulee olla tietoinen siitä, että sijoittamiseen ja sijoitusomaisuuteen liittyy veroseuraamuksia, joiden taloudellisia vaikutuksia ei välttämättä ole huomioitu tässä esityksessä. Asiakkaan pitää itse hankkia tarvittavat tiedot sijoitustensa ja niihin liittyvien päätösten veroseuraamuksista. Asiakkaan tulee aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä tutustua avaintietoesitteeseen/avaintietoasiakirjaan. Esitteet ja tietosivut ovat saatavilla kunkin tuotteen tuotekohtaisilla sivuilla osoitteessa [aktia.fi/sijoituskohteet](https://www.aktia.fi/sijoituskohteet).

Säännöt, rahastoesitteet, avaintietoesitteet ja muut viralliset asiakirjat sekä Aktia Pankki Oyj:n sijoittajatiedote ovat saatavilla veloituksetta suomen- ja ruotsinkielisenä Aktian toimipisteissä ja osoitteessa [www.aktia.fi](https://www.aktia.fi). Tätä materiaalia tai sen kopioita ei saa levittää Yhdysvaltoihin eikä yhdysvaltalaisille vastaanottajille vastoin Yhdysvaltain laissa asetettuja rajoituksia. Materiaalin levittäminen Yhdysvalloissa saatetaan katsoa rikkomukseksi näitä lakeja vastaan.