

Kasvava entropia

Varhaiskeskijalla anglosakit kutsuivat lokakuun täysikuuta nimellä "Winterfylleth," talven alkamisen merkiksi. Katsellessamme markkinoiden viilenemistä lokakuun puolivälin täysikuun jälkeen, toivomme, ettei talvi ole saapunut finanssimarkkinoille.

Nousseiden osakkeiden ja laskeneiden korkojen mukava syysrauha päättyi kuin perhosvaikutus kaaosteoriassa, kun vahvat elokuun vähittäiskauppaluvi Yhdysvalloissa pakottivat korot kääntymään pohjalukemista, aiheuttaen "three black crows" kuvion 10-vuotiseen valtion bondin hintaan, kolmen peräkkäisen päivän alempien huippujen ja pohjien muodossa.

Kuukausi päättyi negatiivisissa merkeissä Euroopan ja kehittyvien markkinoiden osakkeissa, ja myös sekä Euroopan että Yhdysvaltojen joukkovelkakirjamarkkinat kärsivät tappioita.

31.10.2024				
Osakkeet	Valuutta	Tuotto kk:n alusta(eur)	Tuotto vuoden alusta (eur)	Tuotto 12 kk (eur)
Maailma	USD	0,3%	18,2%	35,6%
Kehittyvät markkinat	USD	-2,2%	13,3%	27,1%
USA	USD	1,4%	22,3%	39,4%
Eurooppa	EUR	-3,3%	8,1%	19,7%
Iso-Britannia	GBP	-2,8%	11,2%	18,2%
Japani	JPY	-0,4%	11,3%	20,9%
Etelä-Korea	KRW	-3,5%	-8,3%	8,1%
Kiina	USD	-2,3%	17,5%	16,6%

31.10.2024				
Bonds	Valuutta	Tuotto kk:n alusta(eur)	Tuotto vuoden alusta (eur)	Tuotto 12 kk (eur)
EU valtio	EUR	-0,9%	1,1%	7,8%
USA valtio	USD	-0,1%	2,8%	10,0%
Europe IG	EUR	-0,4%	3,0%	8,7%
US IG	EUR	-3,2%	0,5%	12,9%
EU HY	EUR	0,6%	6,9%	13,1%
US HY	EUR	-0,7%	5,9%	14,4%

Osakkeiden ja joukkovelkakirjojen tuotot. Lähde: Bloomberg, Amplia.

Markkinoiden epävarmuutta lisäsivät huolet Kiinan elvytyspaketin riittävydestä kiinteistösektorin kriisin hillitsemiseksi sekä mahdollisen republikaanien vaalivoiton mahdollisesti inflaatiota kiihdyttävät vaikutukset Yhdysvalloissa.

Lisäksi markkinatilanteeseen vaikuttivat tulevat tulokset kuudelta S&P 500 -indeksin "Magnificent 7" -yhtiöltä, joiden markkina-arvo kattaa noin 30 % indeksistä. Nämä raportit vaikuttavat merkittävästi osakeindeksin hintakäyttäytymiseen indeksipainonsa vuoksi, ja ne toimivat samalla happotestinä teknologian aikaansaamalle tuottavuushypoteesille.

Inflaatoriskit

Inflaatio-odotukset Euroopassa ovat nousseet viime viikkoina, mutta markkinat näyttävät jättäneen tämän huomiotta keskittyen sen sijaan Yhdysvaltoihin. Yhdysvaltain keskuspankki vaikuttaa saavuttaneen pehmeän laskun tappamatta taloussuhdannetta, mikä on harvinaista keskuspankeille.

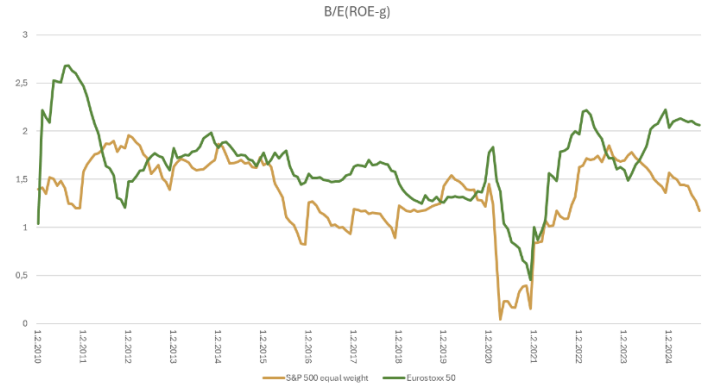
Yhdysvaltojen työmarkkinat ovat hieman viilentyneet viimeaikaisesta huipusta, mutta historiallisesti ne ovat edelleen ylikuumenevilla tasolla. Työpaikkailmoitusten määrä on laskenut pandemiahuipusta mutta on yhä korkea. Työttömyyskorvaushakemukset ovat edelleen suhdannehuippuun verrattavissa.

Jos republikaanit voittavat sekä kongressin että presidentinvaalit, maahanmuuton väheneminen voisi kiristää työmarkkinoita entisestään, mikä lisäksi palkkainflaation riskiä. Palkkainflaatio on kuin talouden "LDL-kolesteroli" – keskuspankin on vaikeampi torjua sitä. Kun yhtälöön vielä lisätään

odotettavissa olevat tullit ja kaupan esteet, inflaatiokuva ja korkoriski muuttuu entistä synkemmäksi republikaanien voittaessa vaalit.

Arvostukset heijastavat pehmeää laskua

Osakemarkkinoiden arvostuksissa on tärkeää erottaa "Mahtava 7" ja muu markkina. Siksi valitsemme Yhdysvaltain arvostustason havainnollistamiseen tasapainotetun indeksin, joka vääristää hieman sektoreiden jakaamaa mutta tuo esiin yleisen arvostustason.



Euroopan vs. Yhdysvaltain osakearvostukset. Lähde: Amplia, Bloomberg.

Eurostoxx 50 -indeksi näyttää kalliilta verrattuna historiallisiin normeihin, mikä heijastaa odotuksia jatkuvasta (vaikkakin vaimeasta) kasvusta ja matalista koroista. Yhdysvalloissa Magnificent 7 -neutraali indeksi näyttää kohtuullisemmalta. Markkinoiden nykyhintojen suurin riski on matalan kasvun ja korkean inflaation tilanne, mikä nostaisi pääomakustannuksia samalla, kun yritysten hinnoitteluvoima ja marginaalit heikkenisivät.

Yllätysaltis sentimentti

Sentimentti, joka heijastaa markkinoiden elinvoimaisuutta, on kuin oikukas puoliso: sama hintakuvio voidaan nähdä joko yliostettuna tai hyvänä momenttina – puoliksi täynnä tai puoliksi tyhjä lasi.

Osakemarkkinat ovat syksyn aikana saavuttaneet toistuvasti uusia huippuja, mikä on ylläpitänyt "kaikki uutiset ovat hyviä uutisia" -ilmapiiriä. Tämä altistaa markkinat äkillisille sentimentin muutoksille, jolloin pienikin järkytys voi lisätä volatiliiteettia ja muuttaa markkinatilannetta nopeasti. Kirjoitushetkellä johdannaisten implisiittinen volatiliiteetti on noussut 2–3 pistettä, ja markkinat korjaavat sen mukaisesti. Vaikka tämä voi tuntua huolestuttavalta, se voi myös selkeyttää ilmapiiriä kuin puhdistava ukkosmyrsky.

Allokaatiomme tällä hetkellä

Riskilliset sijoitukset tuottavat pitkällä aikavälillä enemmän, vaikka ne alisuoriutuvat stressitilanteissa. Mikrokrisisien ajoittaminen on hyödytöntä ja lisää transaktiokustannuksia sekä verovaikutuksia. Tunnistamalla markkinatasoa korjaavia "tunnettuja tuntemattomia" ja laatimalla näille toimintasuunnitelman, voimme lieventää tuottojakauman epäsuotuisimpia lopputuloksia.

Siirrymme osakkeissa semi-strategiseen ylipainoon samalla, kun pysymme valppaina tunnistamiemme riskikatalyyttien suhteen. Nykyisessä makrotaloudellisessa ympäristössä, jossa on riskejä liittyen sekä kasvuun että odotettuun pidempään suhdanteeseen, suosimme defensiivisiä sektoreita,

joiden odotetaan menestyvän heikossa markkinaympäristössä muita paremmin ja kuitenkin nousevan nousumarkkinoilla. Suosimme myös korkoherkkiä sektoreita, jotka voisivat hyötyä heikon kasvun aiheuttamasta matalampien reaalikorkojen ympäristöstä.

Osakkeet ja kiinteistöt ovat inflaatioherkkiä reaalisijoituksia, vaikka osakkeet yleensä alisuoriutuvat inflaatioshokin alkuvaiheessa. Siksi lisäämme kiinteistösektoria Yhdysvalloissa ja maailmanlaajuisesti myös yhteiskuntapalvelusektoria (60 % painotuksella Yhdysvaltoihin). Nämä sektorit ovat jossain määrin myös suojattuja Yhdysvaltain hallituksen eristämispolitiikan seurauksilta.

Koska odotamme Euroopan kasvun pysyvän heikkona ja vientiherkkien yritysten altistuvan mahdolliselle protektionismille, vähennämme hieman pohjoismaisten yritysten osuutta salkussamme.

Korkosijoituksissa suosimme edelleen investment grade -joukkovelkakirjoja high yield -lainojen sijasta ja pidempiä maturiteetteja lyhyiden sijaan, perustuen hajautushyötyihin globaalin kasvun jäähtyessä.

Marraskuun 1. päivänä 2024

Mikael Simonsen