

# Amplian katsaus 2025

## Johdanto

Tulevaisuuden ennustaminen on mielenkiintoista askartelua, joka liikkuu valistuneen arvailun ja suoranaisen spekuloinnin välimaastossa. Se tuo mieleen kuuluisan anekdootin sääennusteista: kun meteorologi väitti 100-prosenttisella varmuudella, ettei tule satamaan, äkillinen sadekuuro kasteli kaupungin. Anekdootti on terävä muistutus nöyryydestä, jota ennustaminen edellyttää, olipa kyse sitten säästä, markkinoista tai geopolitiikasta. Vuosi 2025 lähestyy ainutlaatuisine haasteineen ja mahdollisuuksineen, mutta sen mahdollisuuksiin tutustuessamme meidän on muistettava ennustamisen rajat ja yllätysten väistämättömyys.



Tässä katsauksessa tarkastellaan kolmea keskeistä pilaria, jotka muokkaavat vuoden 2025 sijoitusmaisemaa: **makrotekijät**, **arvostus** ja **sentimentti**. Sisällytämme myös joitakin kiehtovia esoteerisia näkemyksiä laajemman näkökulman tarjoamiseksi. Lopuksi julkaisemme tuotto-odotuksemme vuodelle 2025 höystettynä keskustelulla epävarmuudesta.

## Makro

Yhdysvaltojen tullimaksut tulevat dominoimaan makrotaloudellista keskustelua vuonna 2025, ja ne voivat oleellisesti muuttaa maailmankaupan dynamiikkaa ja talouskasvua. Yhdysvaltain hallinto on ilmoittanut aikovansa nostaa suojatullit 10 prosenttiin maailmanlaajuisesti ja jopa 60 prosenttiin tuonnille Kiinasta. Toteutuessaan nämä toimenpiteet voivat aiheuttaa vakavia häiriöitä. Kiinan odotettuihin vastatoimiin saattaa kuulua kriittisten komponenttien, kuten tekoälyn ja muun kehittyneen teknologian kannalta elintärkeiden harvinaisten maametallien viennin rajoittaminen. Tällaiset rajoitukset häiritsisivät toimitusketjuja maailmanlaajuisesti, mikä saattaisi lisätä tuotantokustannuksia miljardeilla euroilla aloilla, jotka ovat riippuvaisia näistä materiaaleista. Kauppasodan heijastusvaikutukset voisivat hidastaa maailmanlaajuisia talouskasvua merkittävästi, ja pienemmät ja kaupasta riippuvaiset taloudet joutuisivat kärsimään vaikutuksista eniten.

Geopoliittiset riskit ovat yhtä lailla näkyvästi esillä makrotaloudellisessa maisemassa. Kiinan, Taiwanin ja Yhdysvaltojen väliset jännitteet voivat johtaa merkittäviin häiriöihin kaupankäynnissä, mikä lisää entisestään maailmantalouden epävarmuutta. Toiveikkaampaa on, että mahdollinen tulitauko Ukrainassa saattaa käynnistää talouden elpymisen erityisesti Euroopassa, jossa rakennus- ja materiaalialat hyötyisivät jälleenrakennuksesta. Sitä vastoin Lähi-idän jännitteiden lisääntyminen, kuten Iranin ja Yhdysvaltojen välinen suora yhteenotto, voisi saada raakaöljyn hinnan nousemaan kymmeniä dollareita tynnyriltä, jolloin jokainen 10 dollarin nousu tynnyriltä saattaisi vähentää 0,1 prosenttia maailman talouskasvusta. Lisäksi kaikki vakavat

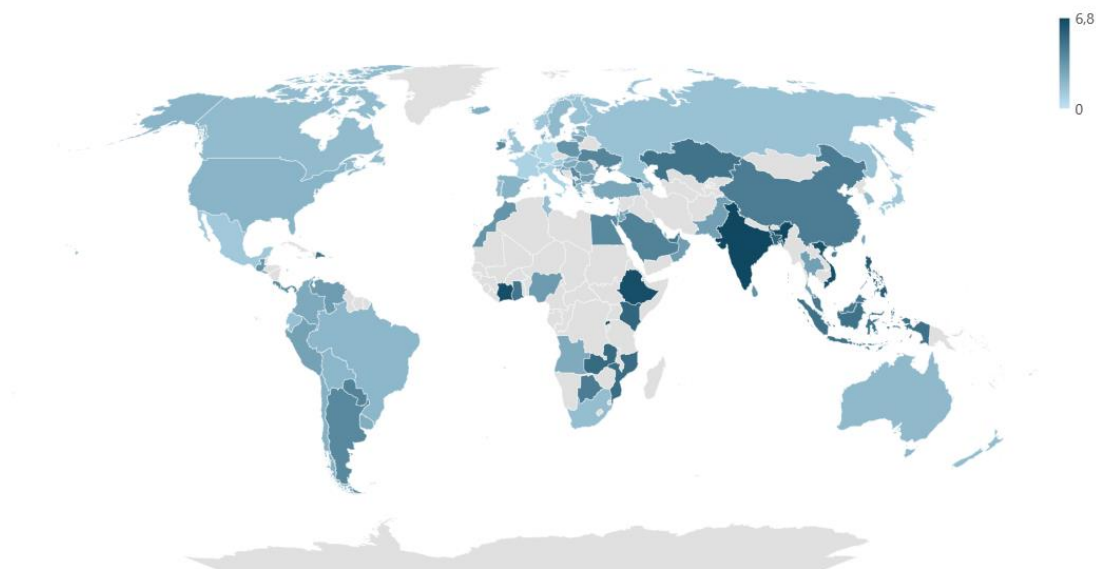
keskustelut Yhdysvaltojen vetäytymisestä Natosta voisivat pakottaa Euroopan valtiot lisäämään puolustusmenoja, mikä rasittaisi budjetteja ja vähentäisi julkisia investointeja muilla aloilla.

Yhdysvalloissa finanssipolitiikalla on keskeinen rooli, sillä seuraavan vuosikymmenen aikana odotetaan noin 5,8 biljoonan dollarin taloudellisia elvytystoimia. Tämä lisäys voisi lisätä kotimaista kysyntää, ja sillä voisi olla myönteisiä heijastusvaikutuksia myös Saksan ja Kiinan kaltaisiin talouksiin (ilman suojatulleja), joilla on vahvat kauppasuhteet Yhdysvaltojen kanssa. Toimenpiteet voivat kuitenkin myös lisätä inflaatiopaineita. Laittomaan työvoimaan kohdistuva karkotuspolitiikka yhdessä suojatullien ja aggressiivisen finanssipolitiikan keventämisen kanssa loisi korkeiden inflaatiopaineiden ympäristön. Aluksi nämä toimet saattavat vauhdittaa kasvua, mutta pidemmän aikavälin seuraamukset ovat kilpailukyvyn heikkeneminen ja mahdollinen stagflaatio - pysähtyneen kasvun ja nousevien hintojen myrkyllinen yhdistelmä.

Euroopan taloudelliset vaikeudet jatkuvat liiallisen sääntelyn ja korkean verotuksen seurauksena. Vaikka merkkejä mahdollisista uudistuksista on havaittavissa kilpailupaineiden ansiosta, eteneminen on tuskallisen hidasta. Saksan riippuvuus viennistä, erityisesti autoteollisuuden, korostaa alueen haavoittuvuutta maailmankaupan häiriöille. Saksan autoteollisuuteen, jonka osuus Saksan BKT:stä on noin 20 prosenttia, kohdistuu riskejä maailmanlaajuisen kysynnän laskusta tai kaupan esteiden lisääntymisestä, mikä voi johtaa tuotannon ja työllisyyden merkittävään supistumiseen.

Samaan aikaan Japanissa talouskasvu on hidasta väestön ikääntyessä, ja kehittyvät markkinat kamppailevat Yhdysvaltain dollarin ja maailmanlaajuisen inflaatiokehityksen kanssa. Hyödykkeitä vievät maat, kuten Brasilia ja Australia, voivat hyötyä hintojen noususta, jos inflaatio kiihtyy, samalla kun hyödykkeitä tuovat maat kärsivät lisääntyneistä kustannuksista ja budjettipaineista. Yhdysvaltain dollarin vahvistuminen lisää kompleksisuutta entisestään, kun kehittyvillä talouksilla, joilla on paljon dollarimääräistä ulkomaanvelkaa, voi olla vaikeuksia hallita sisäisiä inflaatiopaineita ja valuutan heikkenemistä.

BKT:n odotettu reaalikasvu 2025



## Arvostus

Arvostustasot ovat edelleen korkeahkolla tasolla useimmilla osakemarkkinoilla, mikä heijastaa optimismia tulevien kasvunäkymien suhteen. Suurten markkinoiden, kuten S&P 500:n, historialliset keskimääräiset hinta/voittosuhteet (P/E) ovat tyypillisesti olleet noin 16-17-kertaiset. Tällä hetkellä monilla indekseillä käydään kuitenkin kauppaa huomattavasti korkeammilla kertoimilla, mikä johtaa siihen, että ne ovat herkempiä korkomuutoksille ja inflaatiohäiriöille. Korkea P/E-luku tarkoittaa, että pienetkin poikkeamat odotetusta inflaatio- tai kasvusuuntauksesta voivat aiheuttaa merkittäviä markkinakorjauksia, koska P/E-suhde itsessään on eräänlainen korkoriskin herkkyyden (duraation) mittari.

Hajonta S&P 500:n sisällä on erityisen silmiinpistävää. Niin sanotut "Magnificent 7", jotka koostuvat suurista teknologia- ja tekoälypohjaisista yrityksistä, hinnoitellaan 40:n P/E-suhteella, kun taas indeksin "Not So Magnificent 493" yrityksillä on paljon vaatimattomampi arvostus (P/E 22). Tämä kahtiajakautuneisuus korostaa korkean momentumin osakkeiden spekulatiivista luonnetta, sillä ne hinnoittelevat usein ennemminkin tulevaisuuden muutoskenaarioita kuin nykyisiä perustekijöitä.

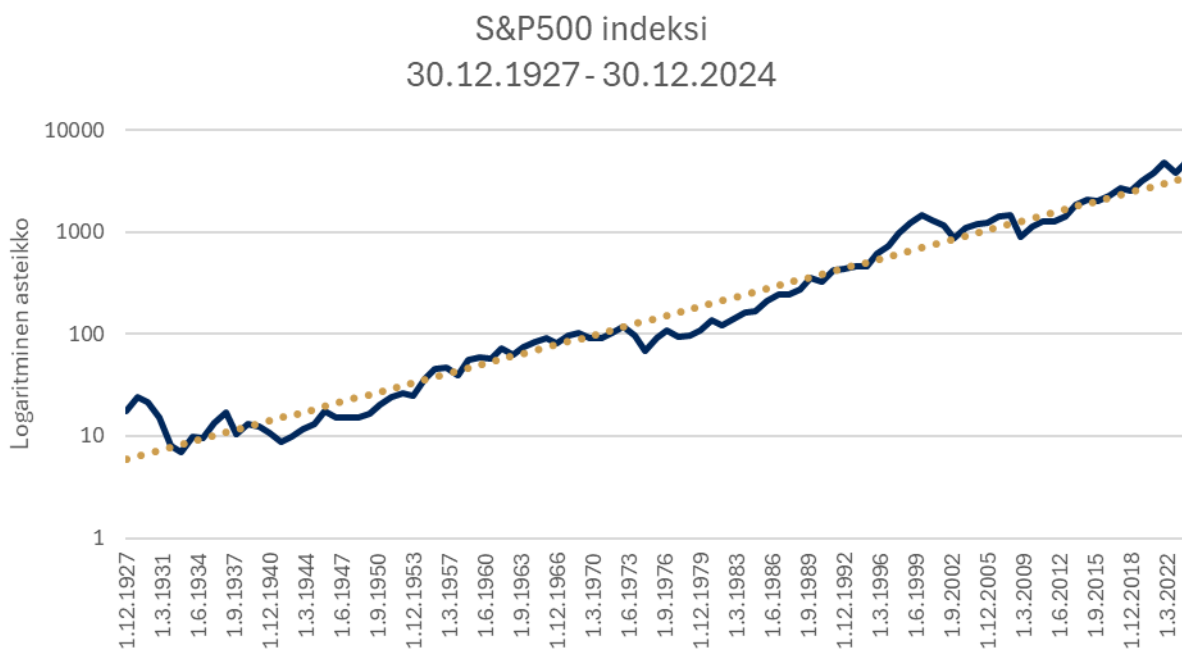
Tekoälyyn ja kehittyvään teknologiaan liittyvät yritykset edustavat tätä ilmiötä. Niiden arvostuksissa ennakoidaan usein tulevaisuutta, jossa nämä teknologiat ovat integroituneet saumattomasti jokapäiväiseen elämään. Samankaltainen spekulatiivinen optimismi ulottuu mikroydinvoimaloiden kaltaisille aloille, joilla innovaatio-odotus saa sijoittajat innostumaan. Nämä korkeat arvostukset johtavat taas korkeaan herkkyyteen diskonttokorkojen muutoksille, jolloin korkotason nousu voi johtaa jyrkkiinkin markkinamuutoksiin.

Markkinoiden ajoittaminen arvostuksen perusteella on historiallisesti ollut haastavaa. Vaikka Amplian omat arvostusmittarit ovat robusteja, ne on suunniteltu jakamaan arvostustasot neljään laajaan luokkaan sen sijaan, että ne osoittaisivat markkinoiden taktiset käännekohtat. Vaikka arvostustasosignaalit ovat luotettavia, esiintyvät ne harvemmin kuin kerran vuodessa, mikä korostaa niiden hyödyllisyyttä pikemminkin pitkän kuin lyhyen aikavälin päätöksenteossa. Lisäksi vaikka arvostusarvot tarjoavat yleisen kontekstin, niitä on parasta käyttää yhdessä laajempien talous- ja sentimentti-indikaattoreiden kanssa.

## Sentimentti

Vuoden 2025 vuodenvaihteessa markkinasentimenttiä leimaa optimismi, indeksien liikkussa lähellä omia huippujaan. Tällainen euforinen sentimentti tuo mukanaan luontaista epävakautta. Lyhytaikaiset heilahtelut, vaikka ne ovatkin hetkellisiä, muuttuvat usein sitä huolestuttavammiksi, mitä pidempään markkinat jatkavat nousujohteista kehityskulkuaan.

Se, että markkinat ovat omissa huipuissaan, ei ole toisaalta minkäänlainen myyntisignaali. Pitkällä aikavälillä markkinoiden keskiarvoilla on taipumus seurata kaikkien aikojen huippujen polkua, joskin *Brownin liikkeen* kaltaisen poukkoilun takia indeksit koskettavat huippujaan vain satunnaisesti.



Lähde: Amplia, Bloomberg

Nykyisiltä tasoilta sentimentti voi vain huonontua. Ratkaiseva kysymys on, missä määrin sentimentti voi heikentyä ja voiko se käynnistää itseään vahvistavan syöksykierteen. Markkinakäänteet johtuvat usein pelkistä sentimenttimuutoksista, kun muutokset sijoittajien psykologiassa nostattavat osakkeiden riskipreemiota (ERP), mikä vaikuttaa pääoman painotettuun keskikustannukseen (WACC) ja siten johtaa alempaan oikeutettuun arvostustasoon. Tämä luo itseään vahvistavan kehän - "circulus in probando". Sama pätee myös käänteisesti: huonon sentimentin ja laskevien markkinoiden aikana pelkkä muutos optimistisempaan suuntaan voi ohjata perusteltuun korjaukseen ylöspäin, kun ERP - ja siten diskonttokorko - laskee.

Tämä herkkä tasapaino - oikeutettu pelko pelosta itsestään - luo markkinoille horjuvan tasapainon ja on sentimenttipohjaisen volatiliteetin ydin. Pitkään jatkuva negatiivinen sentimentti voi ulottua rahoitusmarkkinoiden ulkopuolellekin ja vaikuttaa reaali maailman taloudelliseen päätöksentekoon. Yritysjohtajat voivat lykätä tulevia hankkeita tai kyseenalaistaa pääoman käyttöä korkeampien rahoituskustannusten vuoksi. Tämä konkretisoitunut huono sentimentti voi

heijastua vielä laajemmin talouteen, mikä saattaa lisätä haasteita ja aiheuttaa pitkäaikaisempia vaikutuksia koko järjestelmälle.

Vuodelle 2025 on odotettavissa vaihtelevan pituisia ja voimakkaita sentimenttivaihteluita. Näiden heilahtelujen ennakointi on hedelmätöntä. Amplia keskittyy analysoimaan pidemmän aikavälin sentimenttimuutoksia, voidakseen sovittaa ne yhteen laajempien talous- ja arvostusmuutosten kanssa. Ilman merkittävää laskusuhdannetta taloudessa ei ole kuitenkaan syytä odottaa pitkäkestoista sentimentin heikkenemistä. Kun kuitenkin otetaan huomioon tämänhetkiset ERP-tasot, mikä tahansa sentimenttimuutos voi hetkessä tehdä nykyisistä arvostuksista kalliita, mikä taas korostaa valppauden merkitystä.

## Esoteeriset oivallukset

Tämän katsauksen täydentämiseksi tarkastelemme muutamia ajatuksia herättäviä faktoja, jotka ovat linjassa teemojemme kanssa:

**Perhosvaikutus** on kaaosteoriaan perustuva käsite, joka havainnollistaa, miten pienillä muutoksilla yhdellä alueella voi olla valtavia vaikutuksia maailmanlaajuisesti. Esimerkiksi Yhdysvaltojen tekemä yksittäinen suojatullimuutos voi vaikuttaa kansainvälisiin toimitusketjuihin ja muuttaa tuotanto- ja kulutustottumuksia maailmanlaajuisesti. Vastaavasti **inflaation heiluri heilahtaa** usein ennen merkittäviä teknologisia tai poliittisia muutoksia, kuten on nähty teollisten vallankumousten, 1900-luvun energiakriisien ja mahdollisesti tekoälyn odotetun nousun aikana seuraavana muutosvoimana. **Ekosysteemien ja talouksien kestävyys riippuvat monimuotoisuudesta**. Aivan kuten ekologiset järjestelmät kukoistavat biologisesta monimuotoisuudesta, myös talousjärjestelmät hyötyvät erilaisista teollisuudenaloista ja kauppakumppaneista, mikä korostaa tasapainoisen ja osallistavan lähestymistavan säilyttämisen tärkeyttä kasvun tavoittelussa.



## Tuotto-odotukset vuodelle 2025

Tuotto-odotukset kuuluvat vuosikatsaukseen kuin vuoraus arkkuun. Vertaus saattaa tuntua kammottavalta, mutta se ei osu yhtä harhaan kuin mitä tuotto-odotukset itsessään tulevat varmuudella tekemään. Sijoittajan kannalta on mielekästä, että on järkevä ja esteettisesti miellyttävä tuottoennuste, johon nojata vuodenvaihteessa. Parhaimmillaan tuotto-odotukset toimivat muistutuksena siitä, miksi ylipäättään kannattaa sijoittaa. Jos niitä kuitenkin tulkitaan väärin, ne voivat myös luoda illuusion mahdollisuudesta valita sijoituskohteita riskittömästi pelkästään tuottoprofiilin perusteella. Metafora toimii siten myös *memento mori* - muistutuksena sijoittamiseen liittyvistä riskeistä.

Havainnollistaaksemme, miten vaarallista on luottaa odotettujen tuottojen yksittäisiin piste-estimaatteihin, päätimme sisällyttää tiheysfunktioit odotusarvojen ympärille. Tämä jakauma ottaa siis huomioon volatilitiitin ennusteen ympärillä.

## Käteinen

Aloittaen yksinkertaisimmasta omaisuusluokasta, tuotto-odotuksemme käteisvaroilte EUR, USD ja CHF ovat seuraavat:

	Tuotto-odotus 2025
Rahamarkkina EUR	2,4 %
Rahamarkkina USD	4,2 %
Rahamarkkina CHF	0,2 %

Kuten nähdään, olemme luottavaisia käteistuottojen suhteen, sillä olemme arvioineet jakaumien olevan suhteellisen kapeita odotusarvojen (jakauman korkeimman pisteen) ympärillä.



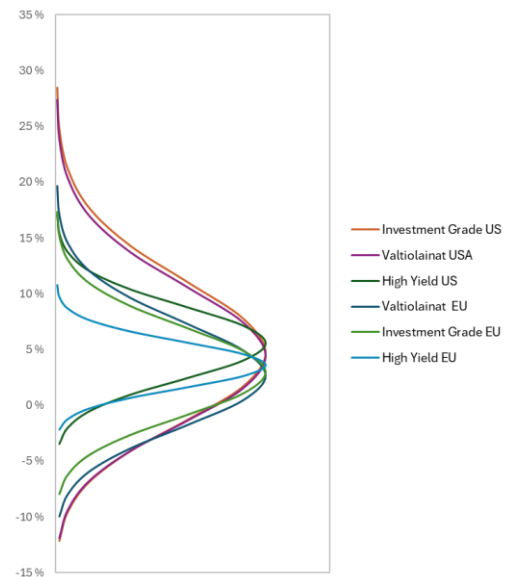
Lähde: Amplia, Bloomberg

## Joukkovelkakirjalainat

Tilanne muuttuu hieman monimutkaisemmaksi, kun tarkastelemme joukkovelkakirjoja. Tuotto-odotuksemme ja vastaavat jakaumat ovat:

	Tuotto-odotus 2025
Valtiolainat EU	2,7 %
Valtiolainat USA	4,5 %
Investment Grade EU	3,0 %
Investment Grade US	4,7 %
High Yield EU	3,6 %
High Yield US	5,6 %

Jakaumien huiput ovat edelleen siististi riskittömän koron yläpuolella. Mutta, kuten näemme, todennäköisten tulosten vaihteluväli on laajentunut merkittävästi. Esimerkiksi Yhdysvaltojen joukkovelkakirjalainat, joiden duraatio on lähes kuusi vuotta, voivat helposti liikahtaa  $\pm 10$  prosenttia.



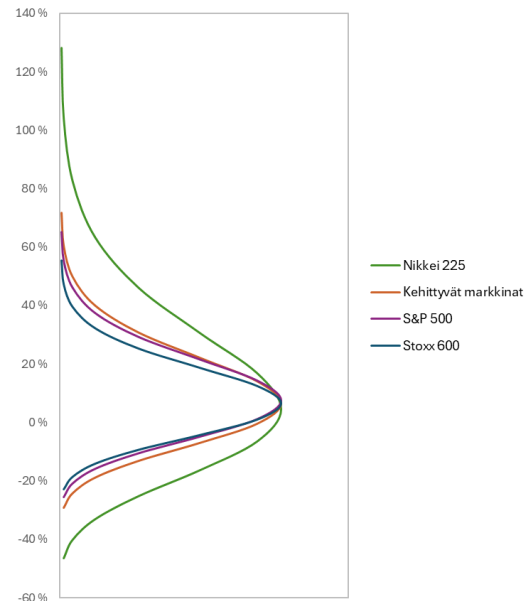
Lähde: Amplia, Bloomberg

## Osakkeet

Lopuksi, riskiasteikkoa ylöspäin, ovat osakkeet. Ne tarjoavat vielä enemmän vaihtelua ja kenties myös viihdettä:

	Tuotto-odotus 2025
Stoxx 600	6,5 %
S&P 493	6,3 %
Mag 7	10,7 %
S&P 500	7,6 %
Nikkei 225	4,6 %
Kehittyvät markkinat	6,6 %

Jälleen kerran odotusarvot ovat hämmästyttävän samankaltaisia, mutta jakaumat ovat hyvin hajanaisia, mikä korostaa todennäköisimmän lopputuloksen merkityksettömyyttä.



Lähde: Amplia, Bloomberg

## Tuotto-odotusten rajoitukset

Markkinoiden volatiliteetin sisällyttäminen tuotto-odotusten kehukseen tuottaa hieman draamaa tuotto-odotuksiin, ja siihen liittyy toki puutteita. Tuotto-odotuksemme perustuvat skenaarioihin, joissa taloudellinen ympäristö pysyy suhteellisen vakaana. Tällaisen vakauden oletaminen edellyttää kuitenkin, että volatiliteetti itsessään poikkeaisi merkittävästi historiallisista normeistaan, mikä tietysti saattaa pitää tai olla pitämättä paikkansa.

Näistä varoituksista huolimatta uskomme edelleen siihen, että tuotto-odotuksemme vastaavat parasta harkintaamme tulevaisuudesta. Asianmukaisesti tulkittuna ne antavat tietoa markkinoiden liikkeen todennäköisestä suunnasta. Sijoittajien on kuitenkin hyvä muistaa, että ennusteet eivät korvaa jokaisen sijoituspäätöksen sisältämän riskin perusteellista ymmärtämistä.

## Johtopäätökset

Navigoitaessa vuoden 2025 sumuisia vesiä, tämä katsaus toimii oppaana, ei kristallipallona. Keskittymällä keskeisiin makrotaloudellisiin suuntauksiin, arvostusdynamikkaan ja sentimenttimalleihin pyrimme tarjoamaan puitteet mahdollisuuksien ja riskien ymmärtämiseksi. Amplia on edelleen sitoutunut valppauteen ja tarkkailee markkinoita ja taloutta sortumatta hätiköimiseen. Lähestymistapaamme ohjaa nöyryys, sillä ennustamisen taito on yhtä lailla valmistautumista odottamattomaan kuin todennäköisen ennakoimista.

Toistaakseni johdantomme anekdootin, ennustaminen on luonnostaan epätäydellinen tiede. Aivan kuten meteorologin varmuuden kumosi odottamaton myrsky, tulevaisuus tulee epäilemättä yllättämään meidät. Huolellisen havainnoinnin ja harkittujen reaktioiden avulla Amplia pyrkii kuitenkin selviytymään vuoden 2025 epävarmuustekijöistä notkeudella ja sopeutumiskyvyllä.

21. joulukuuta 2024,

Ystävällisin terveisin,

**Mikael Simonsen**