

Amplian kuukausittainen sijoittajakirje



Kynä laatikossa

Sanotaan, että yksi filosofian klassisista kysymyksistä on, onko työpöydän laatikkoon jätetty kynä edelleen siellä, kun laatikko on suljettu. Useimmille kyse on ajatusleikistä. Salkunhoitajalle se kuvaa pikemminkin kesälomaa.

Laadukkaassa sijoitusprosessissa on useita erikoistuneita vastuualueita, joista jokaisella on kesän ajaksi sekä ensisijainen että varahenkilö. Näin vastuut voidaan siirtää hallitusti, ja myös kokeneilla salkunhoitajilla on mahdollisuus irrottautua työstä hetkeksi. Silti uteliaisuutta on vaikea sammuttaa kokonaan. Epävarmuus on kuitenkin salkunhoitajan luonnollinen vihollinen.

Niinpä kesämökillä saattaa tulla vilkaistua pörssikursseja kahvin kiehuessa tai selailtua markkinaotsikoita huomaamattomasti samalla, kun muu perhe luulee lukevan sääennustetta. Tarkoituksena ei ole ennustaa jokaista markkinaliikettä, vaan muodostaa mielikuva siitä, miltä markkinan ääriviivat näyttävät. Kun ne näyttävät tutuilta, voi todeta, että "kynä on edelleen laatikossa". Todellisuudessa haluaa vain varmistua siitä, ettei poissaolon aikana ole käynnissä markkinoiden sulamista. Tutut ääriviivat luovat turvallisuuden tunnetta.

Tuotto

Osakemarkkinat tuottivat kesäkuussa positiivisesti Pohjoismaita lukuun ottamatta.

30.06.2026				
Osakkeet	Valuutta	Tuotto kk:n alusta(eur)	Tuotto vuoden alusta (eur)	Tuotto 12 kk (eur)
Maailma	USD	1,3 %	12,8 %	25,2 %
Kehittyvät markkinat	USD	0,6 %	27,4 %	48,1 %
USA	USD	1,1 %	13,1 %	25,8 %
USA Pieniyhtiöt	USD	5,4 %	25,4 %	44,6 %
Nasdaq	USD	0,3 %	21,7 %	36,4 %
Eurooppa	EUR	2,6 %	10,3 %	21,5 %
Iso-Britannia	GBP	1,6 %	8,9 %	23,2 %
Japani	JPY	5,7 %	38,8 %	60,4 %
Etelä-Korea	KRW	1,4 %	118,2 %	201,1 %
Kiina	USD	4,1 %	14,9 %	40,8 %
Suomi	EUR	-3,6 %	9,4 %	30,5 %
Ruotsi	SEK	-0,7 %	8,5 %	29,2 %

		Tuotto kk:n alusta(eur)	Tuotto vuoden alusta (eur)	Tuotto 12 kk (eur)
Bondit	Valuutta			
EU valtio	EUR	0,4 %	1,3 %	1,4 %
USA valtio	USD	2,4 %	3,1 %	6,0 %
Europe IG	EUR	0,5 %	1,2 %	2,6 %
US IG	USD	2,2 %	3,5 %	7,6 %
EU HY	EUR	0,6 %	1,8 %	4,3 %
US HY	EUR	0,1 %	1,0 %	3,7 %
Kehittyvät taloudet, kova valuutta	EUR	0,4 %	1,1 %	5,8 %
Kehittyvät taloudet, paikallinen valuutta	EUR	0,5 %	0,6 %	0,8 %

Lähde: Amplia, Bloomberg

Myös korkomarkkinat tuottivat kesäkuussa positiivisen kokonaistuoton.

Makro

Kesäkuun Lähi-idän kriisi rauhoittui huomattavasti nopeammin kuin useimmat uskalsivat odottaa. Markkinat siirtyivät nopeasti hinnoittelemasta mahdollista öljyshokkia takaisin korkojen, inflaation ja yritysten tuloksetkehityksen seuraamiseen. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että riskit olisivat kadonneet.

Ensinnäkin konflikti voi luonnollisesti kärjistyä uudelleen. Vaikka aseet pysyisivätkin hiljaisina, ratkaisematta on edelleen logistinen ulottuvuus.

Hormuzinsalmen kautta kulkeva tankkeriliikenne ei ole vielä täysin normalisoitunut, ja vakuutusmaksujen, kuljetusreittien sekä satamalogistiikan voidaan odottaa pysyvän herkinä vielä pitkään. Samalla globaalien strategisten öljyvarastojen todellinen koko on edelleen epävarma. Geopoliittisessa konfliktissa kaikilla osapuolilla on kannustin näyttää todellista vahvemmilta, minkä vuoksi markkinoiden käytettävissä oleva tieto on väistämättä epätäydellistä.

Merkittävin makrotaloudellinen riski löytyy kuitenkin toisaalta. Yhdysvallat ylläpitää edelleen noin seitsemän prosentin liittovaltion budjettialijäämää suhteessa bruttokansantuotteeseen samalla, kun sekä vaihtotase että kauppatase ovat alijäämäisiä. Talous on siten riippuvainen jatkuvasta ulkomaisen pääoman virrasta, jolla rahoitetaan sekä julkista taloutta että yksityistä kulutusta. Historia osoittaa, että tällaiset epätasapainot voivat jatkua hyvin pitkään, mutta myös sen, että ne voivat muuttua huomattavasti nopeammin kuin markkinat ehtivät sopeutua. Jo pienikin muutos kansainvälisten sijoittajien halukkuudessa rahoittaa Yhdysvaltojen alijäämiä voi aiheuttaa suhteettoman suuria liikkeitä Yhdysvaltain valtionlainamarkkinoilla.

Pidemmällä aikavälillä esiin nousee myös rakenteellisempi kysymys. Kansainvälinen rahoitusjärjestelmä on vuosikymmenten ajan rakentunut pitkälti sille, että öljykauppa käydään pääasiassa Yhdysvaltain dollareissa. Mikäli suuret öljyntuottajamaat alkaisivat vähitellen hajauttaa hinnoitteluaan muihin valuuttoihin, vaikutus ei olisi välitön, mutta se voisi vähitellen heikentää dollarin ja Yhdysvaltain valtionlainojen rakenteellista kysyntää.

Samaan aikaan uusi Fedin pääjohtaja Welsh on yllättänyt markkinat odotettua haukkamaisemalla linjallaan. Korkomarkkinat hinnoittelevat nyt selvästi aiempaa vähemmän ohjauskoron laskuja, ja rahapolitiikan odotetaan pysyvän kireänä pidempään kuin vielä vuoden alussa arvioitiin. Tämä ei ole täysin linjassa niiden odotusten kanssa, joita markkinoilla oli presidentti Trumpin nimittäessä hänet tehtävänsä. Mikäli poliittinen paine keskuspankkia kohtaan kasvaa, huomio voi jälleen kohdistua Federal Reserven riippumattomuuteen. Se olisi ensisijaisesti riski luottamukselle Yhdysvaltain dollariin ja valtionlainamarkkinoihin, ei niinkään osakemarkkinoille.

Federal Reserve on jo jonkin aikaa tukenut markkinoiden likviditeettiä ostamalla lyhyemmän maturiteetin valtionlainoja. Mikäli pitkät korot kuitenkin lähtisivät hallitsemattomaan nousuun, keskuspankki saattaisi myöhemmin joutua laajentamaan ostojaan myös korkokäyrän pidempään päähän. Tällöin markkinat alkaisivat käytännössä pohtia, missä järjestelmän viimeinen vakauttava mekanismi sijaitsee – ja viime kädessä kysymys palautuu luottamukseen Yhdysvaltain dollaria kohtaan.

Tämä voi näkyä esimerkiksi siinä, että energiavaltaiset tuotantomuodot muuttuvat kannattamattomiksi. Voimme siten odottaa häiriöitä erityisesti sellaisilla toimialoilla, joissa energia muodostaa suuren osan tuotantokustannuksista.

Tuotannon uudelleenallokoituminen ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita negatiivista kasvua pitkällä aikavälillä. Valtaosa yrityksistä ei ole erityisen energiaintensiivisiä, ja ne voivat edelleen kasvaa vahvasti korkeista energianhinnoista huolimatta. Tämä voi johtaa huomattavasti suurempaan hajontaan eri toimialojen välillä. Osa sektoreista voi elää noususuhdannetta samalla kun toiset kärsivät taantumasta.

Tällaisessa ympäristössä kokonaistalouden kasvu voi antaa harhaanjohtavan kuvan todellisuudesta. Jos maantieteellinen allokatio oli aiemmin tärkein

sijoituspäättös, tulevaisuudessa toimiala-allokaation merkitys voi korostua entisestään.

Arvostus

Yhdysvaltain osakemarkkinoiden arvostustaso on edelleen historiallisesti korkea, ja vertaukset teknologiakuplaan vuosina 1999–2000 ovat alkaneet tuntua aiempaa perustellummilta. Niin sanottu Fed-malli – joka ei oikeastaan ole varsinainen malli eikä myöskään Federal Reserven kehittämä – vertailee osakemarkkinoiden tulostuottoa (earnings yield) Yhdysvaltain kymmenvuotisen valtionlainan korkoon. Kesäkuun puolivälissä S&P 500 -indeksin tulostuotto oli noin 3,7 prosenttia, kun vastaava valtionlainan korko oli noin 4,4–4,5 prosenttia. Tämän yksinkertaistetun mittarin perusteella osakkeiden riskipreemio on siis negatiivinen – kuten se oli myös teknologiakuplan loppuvaiheessa.

Merkittävin ero vuoteen 2000 verrattuna on kuitenkin se, että tämän päivän johtavat tekoöly- ja teknologiayhtiöt tekevät pääsääntöisesti vahvaa kassavirtaa, niiden taseet ovat terveitä ja liiketoiminta perustuu todelliseen tuloksentekokykyyn. S&P 500 -indeksin suurimmat yhtiöt noteerataan edelleen selkeällä arvostuspreemiolla, mutta samalla niiden osuus indeksin kokonaisvoitoista on huomattavasti suurempi kuin teknologiakuplan aikana. Vertailu on siis perusteltu, mutta ei täysin suoraviivainen.

Teknisesti haastavin piirre liittyy siihen, että juuri ne yhtiöt, joiden tulevat kassavirrat ulottuvat pisimmälle tulevaisuuteen, ovat samalla markkinoiden korkeimmin arvostamia. Mitä kauempana tulevaisuudessa kassavirrat syntyvät, sitä herkemmin niiden nykyarvo reagoi korkojen ja riskipreemioiden muutoksiin. Konveksisuuden takia korkoherkkyys kasvaa edelleen, jos korot tai riskipreemiot laskevat ja arvostuskertoimet laajenevat. Toisin sanoen sama kehitys, joka nostaa osakkeiden arvostusta, tekee niistä samalla entistä herkempiä markkinamuutoksille. Teoriassa kasvavan volatiliiteetin pitäisi toimia luonnollisena jarruna yhä korkeammille arvostuskertoimille. Käytännössä markkinat voivat kuitenkin pitkään sivuuttaa tämän mekanismin.

Tässä piilee Minskyn kuvaaman dynamiikan riski. Jos tekoölyyn liittyvien yhtiöiden kurssit jatkavat nousuaan ilman vastaavaa tulosodotusten paranemista, arvostukset alkavat yhä enemmän nojata siihen oletukseen, ettei toimintaympäristöön kohdistu merkittäviä häiriöitä. Tällöin markkinoita eivät enää kannattele pelkästään yritysten tulokset, vaan myös oletus siitä, että korot, luottoriskimarginaalit ja riskipreemiot pysyvät vakaina. Myös BIS on viime aikoina varoittanut tekoölyinfrastruktuuriin liittyvistä ylisuurista investoinneista, mahdollisista pullonkauloista sekä epävarmoista tuotoista, vaikka markkinat toistaiseksi hinnoittelevat alan toimitusketjun yhtiöitä edelleen erittäin optimistisesti.

Tulevasta tuloskaudesta muodostuu siksi poikkeuksellisen tärkeä. Alcoa käynnistää tuloskauden 16. heinäkuuta Yhdysvaltain pörssin sulkeuduttua, minkä jälkeen saamme vähitellen paremman kuvan siitä, miten yritykset ovat selviytyneet öljyn hinnan vaihteluista, kuljetuskustannuksista, korkotasosta ja mahdollisesta kysynnän epävarmuudesta. Kiinnitämme erityistä huomiota yhtiöiden tulevaisuuden näkymiin (guidance). Toisin kuin viime neljänneksinä, yritysjohdolla on nyt todennäköisesti paremmat edellytykset antaa luotettavia ennusteita, sillä pahimmat tulli- ja öljyshokkiskenaarit ovat ainakin toistaiseksi väistyneet.

Kokonaisuutena johtopäätöksemme ei ole, että markkinoilla olisi väistämättä kupla. Pikemminkin kyse on siitä, että nykyinen arvostustaso jättää hyvin vähän tilaa pettymyksille. Niin kauan kuin tuloskasvu jatkuu, korot pysyvät hallinnassa ja tekoölyinvestoinneille löytyy näkyviä kassavirtoja tukevat perustelut, markkinat voivat hyväksyä korkeat arvostuskertoimet. Mitä suurempi osa tulevasta tuotosta kuitenkin perustuu arvostuskertoimien jatkuvaan laajenemiseen, sitä riippuvaisemmaksi markkina muuttuu siitä, että kynä todella on laatikossa joka kerta, kun avaaamme sen.

Sentimentti

Markkinasentimentti on viimeisen kuukauden aikana normalisoitunut vuoden aiemmista kaikkein optimistisimmista tasoista. Sijoittajien positiointi näyttää nyt

tasapainoisemmalta, ja volatiliiteetti on palautunut tasolle, joka on historiallisesti ollut suotuisa riskinotolle. Lähtökohtaisesti tämä on myönteinen kehitys.

Sentimentissä on kuitenkin toinen ulottuvuus, josta puhutaan huomattavasti harvemmin. Kun suotuisa markkinaympäristö jatkuu pitkään, sijoittajat alkavat vähitellen pitää itsestään selvänä, että negatiiviset uutiset joko unohtuvat nopeasti tai eivät enää vaikuta merkittävästi hintoihin. Jokainen kriisi, josta markkinat toipuvat nopeasti, vahvistaa uskoa siihen, että myös seuraava kriisi jää lyhytaikaiseksi. Näin merkittävien vastoinkäymisten puuttumisesta tulee vähitellen osa markkinoiden yhteistä ajattelutapaa.

Kesäkuukaudet vahvistavat tätä ilmiötä entisestään. Kaupankäyntivolyymit pienenevät ja moni markkinoiden kokeneimmista päätöksentekijöistä on lomalla. Markkinat eivät välttämättä muutu tehottomammiksi, mutta niistä tulee ohuemmat. Uutta informaatiota käsittelee pienempi joukko toimijoita, jolloin negatiiviset uutiset voivat kasautua sen sijaan, että ne heijastuisivat välittömästi hintoihin. Näin syntyy edellytyksiä ilmiölle, jota voisi kutsua markkinaregimiin hitaaksi diffuusioiksi – markkinan perustilan asteittaiselle muuttumiselle, jota seuraa suhteellisen äkillinen sentimentin muutos, kun kriittinen kynnyks lopulta ylittyy.

Juuri tästä syystä kesän riskienhallinnassa tärkeintä ei ole ennustaa jokaista markkinaliikettä, vaan tunnistaa ne harvat muuttujat, jotka voivat aidosti muuttaa pelin sääntöjä. Seuraamme siksi edelleen erityisen tarkasti Yhdysvaltain pitkiä korkoja, inflaatio-odotuksia, energiemarkkinoita ja markkinoiden volatiliiteettia. Emme siksi, että jokin niistä väistämättä käynnistäisi seuraavan korjausliikkeen, vaan siksi, että juuri ne muodostavat tämänhetkisen markkinaympäristön todennäköisimmät riskitekijät. Mikäli jokin näistä alkaa käyttäytyä tavalla, joka poikkeaa nykyisestä tasapainotilasta, kasvaa samalla myös todennäköisyys laajemmalle sentimentin muutokselle.

Allokaatio

Iranin tilanteeseen liittyvän epävarmuuden hellittäessä ja markkinoiden vähitellen normalisoituessa Investment Committee päätti nostaa mallisalkkujen osakepainoa. Koska osakemarkkinat käyvät samanaikaisesti lähellä historiallisia huipputasojaan, päätimme toteuttaa allokaatiomuutoksen vaiheittain. Näin hankintahinta hajautuu ajallisesti, mikä pienentää riskiä siitä, että merkittävä osa sijoituksista tehtäisiin juuri ennen mahdollista markkinakorjausta.

Vaiheittainen toteutus antaa meille myös mahdollisuuden keskeyttää tai lykätä seuraavia allokaatiovaiheita, mikäli markkinaympäristö muuttuu. Vaikka volatiliiteetti on tällä hetkellä matala, markkinoilla voi nopeastikin ilmetä uusia häiriöitä, jotka muuttavat taktista tilannekuvaa olennaisesti. Tämän vuoksi Investment Committee on määritellyt joukon kvantitatiivisia triggeritasoja, jotka voivat tarvittaessa johtaa ylimääräisen kokouksen koollekutsumiseen heinäkuun aikana.

Keskeisimmät triggerit liittyvät Yhdysvaltain pitkien valtionlainakorkojen sekä pitkän aikavälin inflaatio-odotusten kehitykseen. Mikäli markkinat alkavat epäillä keskuspankin kykyä ylläpitää tasapainoa inflaation ja talouskasvun välillä, pitkät korot voivat nousta nopeasti samalla, kun Yhdysvaltain dollari heikkenee. Lisäksi seuraamme tarkasti markkinoiden implisiittistä volatiliiteettia. VIX-indeksin nousu yli 24:n olisi mielestämme selkeä merkki siitä, että markkinaympäristö on muuttumassa aiempaa epävakammaksi.

Niin kauan kuin yksikään näistä triggeritasoista ei aktivoidu, perusskenaariomme säilyy ennallaan: markkinoiden odotetaan jatkavan positiivista kehitystä, vaikka matkan varrella nähtäisiinkin ajoittaisia korjausliikkeitä ja lyhytaikaisia volatiliiteettipiekkureja. Sijoitusnäkemyksemme on siten edelleen semitaktisesti positiivinen, mutta pidämme samalla valmiuden reagoida nopeasti, mikäli markkinoiden riskikuva muuttuu.

1. heinäkuuta 2026

Kynän ääressä,

Mikael Simonsen