

Amplian kuukausittainen sijoittajakirje



Talous raiteillaan

1840-luvun puolivälissä Iso-Britannia löysi tulevaisuuden. Rautatiet olivat mullistamassa liikenteen, yhdistämässä kaupunkia ja luomassa kokonaan uusia taloudellisia mahdollisuuksia. Sijoittajat olivat oikeassa teknologiasta. Vuoteen 1847 mennessä rautatieinvestoinnit olivat nousseet lähes 8 prosenttiin Britannian BKT:ä ja vastasivat lähes puolta maan kaikista bruttoinvestoinneista. Yli 250 000 ihmistä työskenteli rautateiden rakentamisen parissa. Teknologisesta vallankumouksesta ja sijoitustarinasta oli tullut merkittävä koko Britannian taloutta vetävä voima.

Tästä syntyi mielenkiintoinen kehä. Odotukset poikkeuksellisesta tulevasta kasvusta houkuttelivat pääomaa. Pääoma rahoitti rakentamista, työllisyyttä ja kysyntää, mikä vahvisti taloutta ja näytti siten vahvistavan alkuperäiset kasvuo-dotukset. Rautatieosakkeet olivat kuitenkin saavuttaneet huippunsa jo kaksi vuotta aikaisemmin.

Yhtäläisyys tämän päivän tekoälybuumiin on ilmeinen. AI ei ole enää pelkästään osakemarkkinoiden teema. Datakeskuksista, puolijohteista, sähköntuotannosta ja niitä ympäröivästä infrastruktuurista on tullut yhä tärkeämpi osa investointeja ja talouskasvua. Samalla kasvava osakevarallisuus parantaa rahoitusolosuhteita ja tukee kulutusta.

Mikään tästä ei tarkoita, että AI olisi kupla. Brittiläiset rautatiesijoittajat olivat pohjimmiltaan oikeassa: rautatie muutti maailman. Mielenkiintoisempi kysymys onkin, kuinka suuri osa kasvusta, joka tänään näyttää vahvistavan AI ympärille rakentunutta sijoitusteesiä, on itse asiassa AI-investointibuumin itsensä synnyttämää?

Tuotto

Osakemarkkinoiden tuotot olivat elokuussa hyviä Nasdaqin johtaessa joukkoa ja useimpien markkinoiden noustessa 2–4 %.

31.08.2026					
Osakkeet	Valuutta	Tuotto kk:n alusta(eur)	Tuotto vuoden alusta (eur)	Tuotto 12 kk (eur)	
Maailma	USD	1,8 %	14,3 %	21,1 %	
Kehittyvät markkinat	USD	2,6 %	25,4 %	40,1 %	
USA	USD	1,9 %	14,1 %	20,7 %	
USA Pieniyhtiöt	USD	0,2 %	21,3 %	27,2 %	
Nasdaq	USD	3,4 %	18,4 %	27,3 %	
Eurooppa	EUR	0,5 %	12,2 %	21,3 %	
Iso-Britannia	GBP	0,0 %	13,6 %	22,8 %	
Japani	JPY	0,8 %	31,5 %	45,7 %	
Etelä-Korea	KRW	7,3 %	90,0 %	157,8 %	
Kiina	USD	0,6 %	6,6 %	12,1 %	
Suomi	EUR	3,6 %	12,9 %	30,9 %	
Ruotsi	SEK	0,5 %	11,6 %	25,2 %	

Bondit	Valuutta	Tuotto kk:n alusta(eur)	Tuotto vuoden alusta (eur)	Tuotto 12 kk (eur)	
EU valtio	EUR	-0,6 %	-1,0 %	-0,3 %	
USA valtio	USD	-0,5 %	0,6 %	1,8 %	
Europe IG	EUR	-0,1 %	0,0 %	0,9 %	
US IG	USD	-0,3 %	0,0 %	2,0 %	
EU HY	EUR	0,5 %	2,0 %	3,1 %	
US HY	EUR	0,9 %	1,5 %	2,9 %	
Kehittyvät taloudet, kova valuutta	EUR	0,6 %	0,3 %	3,1 %	
Kehittyvät taloudet, paikallinen valuutta	EUR	0,2 %	0,7 %	0,7 %	

Lähde: Amplia, Bloomberg

Myös korkomarkkinat tuottivat kohtuullisen hyvin, lukuun ottamatta eurooppalaisia valtionlainoja, joiden tuotto jäi lievästi negatiiviseksi (-0,3 %).

Makro

Yhdysvaltain talous on erikoisessa tilanteessa. Inflaatio on yllättänyt alaspäin ja vähentänyt Fedin painetta nostaa korkoja lisää. Jos kehitys jatkuu, ovi voi myöhemmin aueta jopa koronakausille. Valtiolle, jonka velkasuhde on noin 120 prosenttia BKTä ja budjettialijäämä edelleen valtava, tämä on enemmän kuin akateeminen yksityiskohta.

Samalla Treasuryn ja Fedin yhteispeli muuttuu yhä mielenkiintoisemmaksi. Treasury pyrkii emissioillaan ja takaisinostoillaan vaikuttamaan siihen, missä kohtaa korkokäyrää markkinoiden on absorboitava valtion rahoitustarve, samalla kun Fed ostaa lyhyitä Treasury-papereita ylläpitääkseen järjestelmän likviditeettiä. Kumpikaan toimenpide ei klassisessa mielessä ole QE:ä, mutta kauempaa katsottuna niissä alkaa yhdessä olla tiettyä sukunäköä. Siksi seuraamme Fedin ostojen määrää suhteessa Treasuryn omaan ”twistiin”.

Tämä toimii niin kauan kuin markkinat pitävät toimenpiteitä teknisinä. Jos sijoittajat alkavat tulkita ne korkokäyrän aktiiviseksi hallinnoinniksi valtion rahoituskustannusten pitämiseksi kurissa, kysymys muuttuu rahapolitiikasta luottamukseksi. Ja luottamus on huomattavasti vaikeammin kontrolloitava muuttuja kuin ohjauskorko.

Yhdysvaltain toinen moottori on AI. Investoinnit jatkuvat makrotaloudellisesti merkittävässä mittakaavassa samalla kun myös laajempi investointitrendi on vahvistunut. Kysymys kuuluukin, olemmeko juuri todistamassa hetkeä, jolloin AI-buumi osuu taloustuulettimeen.

Keskittyminen synnyttää samalla haavoittuvuuden. Kun yksittäisestä investointitarinasta tulee riittävän suuri vaikuttamaan yhtä aikaa pörssiin, investointeihin ja tulevaisuudenuskoon, sen ei tarvitse romahtaa aiheuttaakseen ongelmia – riittää, että odotuksia korjataan.

Jos AI-moottori alkaa yskiä samaan aikaan kun Treasury/Fed jatkaa markkinoiden QE kaltaiseksi tulkitsemaa tukea, dollarista tulee hiilikaivoksen kanarialintu. Heikompi dollari auttaa kauppatasetta, mutta ei budjettialijäämää. Yhdysvalloilla on verotusoikeus, oma valuutta ja keskuspankki, joka tuskin jää sivusta katsomaan valtion rahoituksen alkaessa natista. Amerikkalaisen Minsky-hetken ei siksi tarvitse näkyä ensimmäisenä valtionlainoissa – sopeutuminen voidaan pakottaa valuutan kautta. Valtio ei välttämättä mene nurin, mutta dollari voi bananisoiutua.

Myös Euroopassa näkyy vihreitä versoja. Ongelma on, että energian hinta toimii jälleen verona taloudelle. Iranin tilanne on pääpiirteissään ennallaan, mutta aika on itsessään taloudellinen ies: jokainen viikko, jonka Brent viettää 90 dollarin tuntumassa, painaa kohtalokkaasti Euroopan kasvupotentiaalia hieman alemmas.

Tämä tekee myös EKP tilanteesta epämurkavan. Jos energiashokki alkaa valua inflaation akvedukteihin, EKP voi joutua nostamaan korkoja keskinkertaisesta reaalityaloudesta huolimatta. Korkeampien energiahintojen ja korkeampien korkojen yhdistelmä on Euroopalle huomattavasti myrkyllisempi kuin Yhdysvalloille.

Fujairah säilyy siksi selkeimpänä geopolittisena makrotriggerinä. Iranin isku sinne osuisi taloudellisesti pahiten Eurooppaan energiakanavan kautta, mutta veisi samalla dollarin askeleen lähemmäs amerikkalaista luottamuskysymystä. Useat toisistaan erillisinä pidetyt riskit alkaisivat yhtäkkiä korreloida.

Jenin pitkän aikavälin heikkenemistrendi jatkuu. Interventiot ja Yhdysvaltain swap-linjat voivat ostaa aikaa, mutta eivät muuta perustavanlaatuisia

epätasapainoa. Jos BoJ jatkaa suurten Treasury-omistustensa käyttämistä jenin puolustamiseen, Japani yrittää vakauttaa valuuttaansa myymällä juuri niitä amerikkalaisia valtionlainoja, joita Yhdysvallat tarvitsee muun maailman edelleen haluavan omistaa.

Japani ja Yhdysvallat istuvatkin eri tavoin melko kaukana samalla oksalla. Se kestää niin kauan kuin markkinat uskovat sen kestävän. Iranin geopolitiittinen häiriö, joka vaikuttaisi samanaikaisesti energiavirtoihin, petrodollarijärjestelmään ja amerikkalaisten valtionlainojen kysyntään, voisi olla se Minsky-event, joka yhdistää riskit, joita markkinat vielä käsittelevät erillisinä.

Arvostus

S&P 500 forward P/E on laskenut kireimmiltä tasoiltaan noin 19,5. Se on edelleen yli hieman yli 17 historiallisen keskiarvon, mutta tuskin arvostustaso, joka yksinään antaisi aihetta tuomiopäivän pasuunoihin. Jos tulokset kasvavat odotetusti, on täysin mahdollista rakentaa maailma, jossa tämän päivän arvostus on rationaalinen.

Mielenkiintoisempi ongelma on se, mitä sekä tulosten että kertoimen takaa löytyy.

Al-capex vaikuttaa investointikasvuun, yritysten myyntiin, tuottavuusodotuksiin ja – nousevien omaisuusarvojen kautta – myös varallisuuteen ja tulevaisuudenuskoon. Sama tekijä, joka ajaa osaa P/E-luvun E:ä, auttaa siis samalla ylläpitämään P:ä.

Tämän ei tarvitse olla kupla. Mutta kun yhteisestä faktorista tulee riittävän dominoiva, hajautuksen luonne muuttuu. Paperilla eri yrityksiä, sektoreita ja talouksia edustavat sijoitukset voivat alkaa reagoida samaan taustalla olevaan uutiseen. Jos Al-faktori vaihtaa etumerkkiä, riski voi siksi muuttua nopeasti sellaisten sijoitusten välillä, jotka ex ante näyttivät hajautetuilta.

Tehokkaiden markkinoiden puolestapuhujat huomauttavat tietenkin, että kaiken tämän pitäisi jo olla hinnoissa – ja huomautus on perusteltu. Mutta vaikka odotusarvo olisi oikea, epävarmuusjakauman ei tarvitse olla hyvinluonteinen. Dominoiva yhteinen faktori voi tarkoittaa paksumpaa vasenta häntää.

Makrokeskustelusta saamme samanaikaisesti vastakkaisen hännän: Yhdysvaltain pitkien korkojen epävarmuus on vinoutunut ylöspäin. Tämä on epämiellyttävä yhdistelmä Al-sidonnaisille omaisuuserille, joiden arvostuksesta suuri osa perustuu kaukana tulevaisuudessa oleviin kassavirtoihin.

Meillä on siis potentiaalisesti kaksi häntäriskiä, jotka osoittavat samaan hintaan: paksumpi vasen häntä odotetuissa kassavirroissa ja paksumpi oikea häntä diskonttokorossa. Tämä ei tarkoita, että tämän päivän markkinatase olisi väärä, vaan että nykyinen tasapainokonstellatio on labiili. Labiili markkina voi toimia aivan mainiosti niin kauan kuin sitä tasapainossa pitävät voimat säilyvät.

Oma faktorianalyysimme havainnollistaa ongelmaa. Eristimme puhtaan ”Al-faktorin” muusta S&P 500 -riskistä ja kysimme, kuinka suuri osa salkun vaihtelusta voidaan selittää tällä taustalla olevalla riskillä.

Kasvusalkussa hieman yli 31 prosenttia varianssista voidaan selittää Al-faktorilla – vaikka eksplisiittiset Al-sijoitukset muodostavat vain murto-osan salkusta. Al-riski tulee sisään useasta ovesta: tuotesegmentistä, makrotaloudellisesta investointisyklistä ja varallisuusvaikutuksesta. Nvidiaa ei siis tarvitse omistaa ollakseen pitkänä Nvidia-taloudessa.

Samalla sama faktori selittää noin 68 prosenttia MSCI Worldin varianssista. Kasvusalkun altistus on siis suhteellisesti varsin maltillinen. Paradoksi on, että olemme hyvin hajautettuja suhteessa markkinaan.

Kysymys kuuluu, kuinka hyvin itse markkina on hajautettu.

Sentimentti

Sentimenttikuva on edelleen draamaton, vaikka S&P 500 on laskenut noin 2 prosenttia historiallisesta huipusta. Tekniset indikaattorit vahvistavat kuvan – tekninen analyttikko sanoisi, ettei markkina ole yliostettu eikä ylimyyty.

Volatiliteettikaan ei signaloi stressiä. VIX noin 15,8 vastaa karkeasti noin prosentin odotettua normaalia päiväliikettä. Markkina ei siis tällä hetkellä maksa erityisen suurta vakuutusmaksua yllä käsitelystä epävarmuudesta.

Mielenkiintoiseksi tilanne muuttuu, jos sentimentti yhtäkkiä muuttaa tilaa. Riittävän nopea liike voi horjuttaa volatiliteettipositivoiden tasapainoa ja pakottaa esiin uusia, suurempia liikkeitä: volatiliteetti synnyttää myyntiä, joka synnyttää lisää volatiliteettia.

Siksi pidämme VIX 24 triggerinä. Ei siksi, että 24 itsessään olisi dramaattinen, vaan koska nopea siirtymä 16 24:ään indikoisi markkinan vaihtaneen tilaa – ja sisältäpäin vaikuttavan markkinamekaniikan alkaneen työskennellä meitä vastaan.

Allokaatio

Al-investoinneista on tullut sekä osakemarkkinoiden että Yhdysvaltain talouden moottori, eikä toistaiseksi ole kovinkaan paljon merkkejä siitä, että veturi olisi pysähtymässä.

Tämä on myös allokaatiomme lähtökohta. Al-capexaalto jatkuu, Iran nakertaa eteenpäin ilman ratkaisevaa eskalaatiota, ja yritysten tuloskasvu sekä marginaalit pysyvät hyvinä. Arvostus on korkea, muttei absurdi, sentimentti neutraalista positiiviseen ja volatiliteetti normaali. Tässä ympäristössä riskilliset omaisuuserät voivat aivan hyvin jatkaa nousuaan.

Ongelma ei ole odotusarvossa vaan sitä ympäröivässä jakaumassa. Al on tullut yhteinen faktori investoinneille, kasvulle, tuloksille ja varallisuudelle, samalla kun Yhdysvaltain pitkien korkojen epävarmuusjakauma on epämiellyttävän paksuhäntäinen ylöspäin. Näiden välissä on markkina, joka hinnoittelee varsin vähän volatiliteettia.

Yhdistelmä ei ole aivan optimaalinen. Riski ei kuitenkaan ole sama asia kuin toteutuma. Labiiliin tasapainon ei ole pakko romahtaa – ja niin kauan kuin se kestää, on kallista seistä sivussa odottamassa olevansa oikeassa.

Siksi emme tee muutoksia allokaatioon.

Sen sijaan keskitymme ääniin, jotka saisivat meidät arvioimaan tilanteen uudelleen. Fujairah on nopea geopolitiittinen triggeri. Korkopuolella seuraamme Yhdysvaltain 30-vuotista valtionlainaa kuuden prosentin tuntumassa, jossa kysymys voi siirtyä diskonttokorosta luottamukseen itse rahoitusmekanismia kohtaan.

Kolmas triggeri on VIX 24. Nopea volatiliteetin nousu voi nostaa markkinan riskipreemiota, painaa pitkien Al-kassavirtojen arvostusta ja samalla pakottaa volatiliteettiohjatut strategiat mekaaniseen riskin vähentämiseen. Triggeri voi silloin muuttua omaksi katalysaattorikseen.

VIXin noustessa yli 24 teemme siksi allokaatiostrategian pakotetun uudelleenarvioinnin. Tämä ei automaattisesti tarkoita myymistä. Jos markkina on jo laskenut riittävästi, tavoitteena voi pääinvastoin olla mahdollisesti konvekssi tuotto-profiili, jossa lisälasku antaa meille yhä paremmat edellytykset lisätä riskiä.

Triggerimme eivät siis ole ennusteita siitä, että jokin menee pieleen. Ne kertovat, milloin vanha todennäköisyysjakauma ei enää kelpaa.

Veturin pyöristä kuuluva epäilyttävä ääni voi ennakoida lähestyvää suistumista. Mutta niin kauan kuin ääntä ei kuulu, voimme odottaa kaiken kulkevan kuin raiteillaan.

1. syyskuuta 2026

Ystävällisin terveisin,

Mikael Simonsen