

Amplian kuukausittainen sijoittajakirje



Si vis pacem, para bellum

Roomalainen kirjailija Publius Flavius Vegetius Renatus kirjoitti teoksessaan De Re Militari (n. 370 jaa.), että rauhaa haluavan on varauduttava sotaan. Ajatus vaikuttaa aluksi paradoksaaliselta, mutta pohjautuu ajatukseen, että sotaan valmistautunutta yhteiskuntaa vastaan hyökätään epätodennäköisemmin. Valmistelut tehdään siis siinä toivossa, ettei niitä koskaan tarvittaisi. Venäjän ohjusten jylinä Ukrainassa on tehnyt ajatuksesta epämiellyttävän ajankohtaisen.

Salkunhoidossa tehdään usein transaktioita, joiden toivotaan osoittautuvan tarpeettomiksi. Sijoittaja voi esimerkiksi ostaa myyntioptioita suojautuakseen pörssiromahdukselta ja samalla toivoo niiden raukeavan arvottomina. Samoin asunnonomistaja ottaa palovakuutuksen, vaikka vakuutusmaksu pienentää käytettävissä olevia tuloja ja vakuutuksen taloudellinen hyöty realisoituu vasta vahingon sattuessa.

Vakuuttamispäätös riippuu epäedullisen tapahtuman todennäköisyydestä ja sen seurauksista. Vakuutustarve muuttuu olosuhteiden mukana. Suomessa autojen lasivahinkojen määrä suhteessa vakuutusvuosiin kasvoi noin 20 % vuosina 2020–2025, samalla kun keskimääräiset korjauskustannukset nousivat lähes 40 % kehittyneen teknologian ja antureiden vuoksi. Kaliforniassa maastopalot ja vakuutusyhtiöiden haluttomuus vakuuttaa riskialttiita kiinteistöjä ovat puolestaan ajaneet yhä useampia asunnonomistajia osavaltion FAIR Plan -järjestelmään, jonka vakuutuskanta yli kolminkertaistui vuosina 2015–2024.

Vakuutustarve siis mukautuu olosuhteisiin. Sama ajatus on myös viimeisimpien allokaatiomuostemme taustalla.

Tuotto

Osakemarkkinoiden tuotot olivat syyskuussa negatiivisia.

30.09.2026					
	Osakkeet	Valuutta	Tuotto kk:n alusta(eur)	Tuotto vuoden alusta (eur)	Tuotto 12 kk (eur)
	Maailma	USD	1,3 %	15,9 %	19,3 %
	Kehittyvät markkinat	USD	2,0 %	27,9 %	33,8 %
	USA	USD	2,2 %	16,6 %	19,4 %
	USA Pieniyhtiöt	USD	-2,5 %	18,3 %	20,8 %
	Nasdaq	USD	5,7 %	25,2 %	28,1 %
	Eurooppa	EUR	-2,4 %	9,5 %	16,6 %
	Iso-Britannia	GBP	-1,6 %	11,8 %	19,6 %
	Japani	JPY	5,2 %	38,4 %	46,4 %
	Etelä-Korea	KRW	4,3 %	98,2 %	147,4 %
	Kiina	USD	-3,0 %	3,5 %	5,5 %
	Suomi	EUR	-0,2 %	12,7 %	28,1 %
	Ruotsi	SEK	-3,1 %	8,2 %	19,6 %

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

Lähde: Amplia, Bloomberg

Myös korkomarkkinoiden tuotot jäivät negatiivisiksi pitkien korkojen noustessa ja keskuspankkien nostaessa ohjauskorkoja Euroopassa ja Yhdysvalloissa.

Makro

Syyskuuta leimasi edelleen vahva luottamus tekoölyyn sekä investointien ja odotettujen tuottavuushyötyjen tuomaan kasvuun. Samalla Hormuzinsalmen kasvava epävarmuus ja nousevat energiahinnat varjostivat globaaleja kasvunäkymiä.

Sekä vahva talouskehitys että energian kallistumisesta seuraava inflaatio voivat nostaa korkoja. Syyskuussa Yhdysvaltain 10 vuoden valtionlainan korko nousi yli 50 korkopistettä noin 5,3 prosenttiin. Pitkään jatkuessaan korkea korkotasoa käy Yhdysvalloille myrkylliseksi. Liittovaltion bruttovelkan ollessa noin 124 % BKT:stä pienetkin korkomuutokset vaikuttavat merkittävästi valtion tuleviin korkomenoihin.

Valtion lainojen asteittaisen jälleenrahoituksen vuoksi korkeammat korot eivät kuitenkaan iske budjettialijäämään välittömästi, vaan vaikutus kasvaa vanhojen lainojen erääntyessä. Jos nimellinen BKT kasvaa valtionvelan efektiivistä korkoa nopeammin, velkasuhde voi pienentyä, ellei perusjäämän alijäämä syö tätä etua.

Jos Yhdysvaltain talous ei sen sijaan kasva odotetusti, laskelma heikkenee nopeasti. Hitaan kasvun, jatkuvien budjettialijäämien ja kallistuvan jälleenrahoituksen yhdistelmä voi lopulta ajaa valtionlainat tai dollarin kohti eräänlaista Minsky momentia: hetkeä, jolloin markkinat kollektiivisesti havahtuvat siihen, ettei juhla voi jatkua entiseen malliin.

Euroopassa tilanne on hieman toisenlainen. Maanosa on vahvasti riippuvainen tuontien energiasta, erityisesti raakaöljystä, maakaasusta ja jalostetuista öljytuotteista. Brent-öljyn hinta on sitkeästi pysytellyt sadan dollarin tuntumassa, vaikka Saudi-Arabia on onnistunut korvaamaan osan häiriintyneistä toimituksista öljyputkiensa avulla. Ongelma piilee osittain fyysisessä infrastruktuurissa: väärät tuotteet ovat väärissä paikoissa, kuljetuskapasiteetti on rajallinen ja varastot alkavat huveta. Kiina on lisäksi ostanut merkittävän osan markkinoille tulleesta fyysisestä öljystä.

Erityisen riskin muodostavat matalat maakaasuvarastot talven lähestyessä. Energian kallistuminen synkentää sekä inflaatio- että kasvunäkymiä, mikä näkyy korkotasossa ja BKT-ennusteissa. Ostopäälikköindeksit antavat edelleen suhteellisen myönteisen kuvan, mutta energiahintojen pysyessä korkeina kehitykseen liittyy huomattava riski odotettua heikommasta kasvusta.

Ranskan valtionlainat ovat samalla siirtyneet uudelle korkotasolle, noin 130 korkopistettä vastaavien Saksan valtionlainojen yläpuolelle. Tämä heijastaa sekä markkinoiden epäluottamusta Ranskan kykyyn tasapainottaa julkista talouttaan että kasvavaa huolta korkomenojen vaikutuksesta jo ennestään vaikeaan velkatilanteeseen.

Uuden eurokriisin ei voida sanoa olevan aivan nurkan takana, mutta euromaiden valtionlainojen kasvavat korkoerot kertovat sijoittajien muuttuneen aiempaa valikoivammiksi valtoriskien suhteen.

Sekä Yhdysvaltain että Euroopan tulevaisuudennäkymät ovat siten hyvin kaksijakoiset. Jos kaikki sujuu hyvin ja tekoöly lunastaa lupauksensa, edessä voi olla vahvan tuottavuuskasvun, kasvavan nimellisen BKT:n ja vähitellen alenevan velkasuhteen kausi. Inflaatio voi pysyä suhteellisen korkeana, mutta sen ei tarvitse muodostua tuhoisaksi, mikäli talous kasvaa vastaavasti.

Jos talous sen sijaan menettää vauhtiaan, velkavuorten koko voi alkaa hallita kehitystä. Tällöin vaarana on maailmanlaajuinen valtionvelkakriisi, joka voi lopulta horjuttaa myös luottamusta fiat-valuuttoihin.

Arvostus

Historiallisesti tarkasteltuna osakkeiden arvostustasot vaikuttavat korkeilta. S&P 500:n ennakkoiva P/E-luku on 21,2, STOXX Europe 600:n 15,2 ja Nikkei 225:n 21,6. Tavanomaisessa suhdannesykliässä kokenut strategi pitäisi osakemarkkinoita nykyisellä korkotasolla kalliina.

Arvostusten keskiössä on kuitenkin tekoäly ja sen odotettu tulos- ja tuottavuuskasvu. Perinteiset osakemarkkinat ovat hieman laskeneet AI-sektorin jatkaessa nousuaan. Kokonaisuutena markkinat voivat silti olla terveellä pohjalla ja yhtiöt kohtuullisesti hinnoiteltuja. AI-yhtiöihin kohdistuu korkeita odotuksia, mutta niiden toteutuessa nykyiset arvostukset voivat olla perusteltuja.

Syyskuussa pitkät korot ovat kuitenkin nousseet merkittävästi ilman huomattavaa vaikutusta osakeindekseihin. Samalla tulosen nusteet ovat pysyneet lähes ennallaan. Osakkeiden arvostukset ovat siten kallistuneet suhteessa korkotasoon, eli osakkeiden implisiittinen riskipreemio on laskenut.

Kuten makro-osiossa totesimme, tekoälyyn liittyy huomattava potentiaali, ja se ylläpitää pitkälti myönteisiä pitkän aikavälin kasvunäkymiä. Eurooppaan puolestaan kohdistuu suurempia laskuriskejä, vaikka Iranin sodan päätyminen nopeasti voisi tuoda merkittävän kurssinousun (windfall gain). Nämä kaksi hallitsevaa riskitekijää ovat siis luonteeltaan hyvin kaksijakoisia.

Osakeindeksien kvantitatiivinen tarkastelu osoittaa, että osakekohtaisten tuottojen hajonta eli dispersio on tällä hetkellä suhteellisen suuri. Yksittäisten osakkeiden kehitys poikkeaa toisistaan, mikä antaa vaikutelman hyvin toimivasta hajautuksesta. Samalla VIX-indeksi on matala suhteessa tunnistamiimme makrotaloudellisiin riskeihin.

Tässä piilee mielenkiintoinen ristiriita. Suuri osakekohtainen dispersio ei välttämättä tarkoita, että salkku olisi hyvin hajautettu yhteisiä makrotaloudellisia sokkeja vastaan. Normaalioloissa yhtiökohtaiset riskit voivat hallita tuottojakamaa, mutta kriisitilanteessa samat yhtiöt voivat yhtäkkiä altistua muutamalle yhteiselle riskitekijälle.

Jos heittää sata toisistaan riippumatonta noppaa, silmälukujen keskiarvo asettuu varsin varmasti lähelle 3,5:tä. Kahdella nopalla hajonta on huomattavasti suurempi. Riskitekijöiden lukumäärällä on siis merkitystä.

Markkinoiden hinnoittelu näyttää olettavan, että heitämme edelleen sataa noppaa. Riskianalysimme kuitenkin viittaa siihen, että jakauman vasemmassa hännässä noppien efektiivinen määrä voi olla huomattavasti pienempi.

Tästä näkökulmasta markkinoiden näennäisen liiallinen luottavaisuus on ongelmallista. Väärin hinnoiteltu ei välttämättä ole odotettu tuotto, vaan korvaus, jonka sijoittajat saavat epäedullisen lopputuloksen riskin kantamisesta.

Sentimentti

Markkinasentimentti on edelleen vahva. VIX-indeksi on matala ja tekniset indikaattorit positiivisia, mutta eivät vielä viittaa yliostettuun markkinaan. Kuten olemme aiemmin todenneet, vahvaa sentimenttiä seuraa todennäköisimmin vahva sentimentti.

Markkinoita on myös leimannut kollektiivinen haluttomuus korjata AI-osakkeiden arvostuksia. AI-osakkeet ovat kerta toisensa jälkeen palkinneet uskovaiset ja aiheuttaneet kirveleviä tappioita epäuskoisille. Buy the dip on ollut erinomainen strategia: jokaista laskua on seurannut elpyminen, jota on toisinaan voimistanut short squeeze, kun laskun puolesta lyöneet sijoittajat ovat joutuneet ostamaan myymänsä osakkeet takaisin korkeampaan hintaan.

Tämä on opettanut markkinatoimijoita välttämään seuraavaan myyntiaaltoon osallistumista. Skeptisyys on yksinkertaisesti osoittautunut kalliiksi.

Sama ilmiö on koetellut sijoittajia, jotka ovat vähentäneet riskiä Hormuzinsalmen tilanteen kiristytessä. Sinänsä perustellut geopolittiset riskianalysit ovat kerta toisensa jälkeen kaatuneet Valkoisen talon rauhoitteleviin lausuntoihin, joita ovat seuranneet uudet markkinanousut. Markkinat ovat sopeutuneet ja suhtautuvat Iranin uutisiin yhä välinpitämättömämmin.

Markkinat ovat siis oppineet kaksi asiaa: AI:ta koskevista tuomiopäivän ennustuksista ei kannata välittää, ja energiamarkkinoiden hälyttävälle uutisille kannattaa sulkea korvansa. Samalla sivuutetaan kuitenkin yhä enemmän juuri niitä riskejä, joita käsittelemme makro-osiossa, sekä arvostusosiossa tunnistamaamme riskitekijöiden keskittymistä.

Tämä ei välttämättä ole irrationalaista. Toistuvasti palkitsevaa strategiaa kannattaa jatkaa. Pitkän nousumarkkinan jälkeen sentimentin kääntyminen on kuitenkin usein äkillistä.

Täysjärkinen autoilija ei silti ala hidastaa liikennevaloissa vain siksi, että vihreä valo on palanut jo tuskastuttavan pitkään, vaikka hän tietää punaisen valon syttyvän ennenmin tai myöhemmin. Sentimentti voikin pysyä vahvana markkinoiden omaan Minsky momenttiin asti – tai kunnes seuraava musta joutsen lehahtaa esiin.

Allokaatio

Musiikki soi, kunnes se lakkaa, ja peliteoreettisesti optimaalista voi hyvinkin olla jatkaa tanssimista niin kauan kuin musiikki soi. Salkunhoidossa on kuitenkin arvioitava myös hiljaisuuden todennäköisyysjakamaa – ja ennen kaikkea sitä, mitä tapahtuu musiikin vaiettua.

Kuten olemme todenneet, suhteellisen monta munaa on samassa korissa, samalla kun riskin kantamisesta saatava korvaus on heikentynyt. Arviomme mukaan markkinoita hallitsee kaksi riskitekijää: Eurooppa, johon kohdistuu suurempi laskuriski, ja AI, joka pitkälti määrittää nousupotentiaalin kaiken sujussa hyvin.

Olemme siksi keventäneet mandaattisalkkujen eurooppalaisia osakesijoituksia ja palauttaneet osakepainon neutraaliksi. Muutos ei perustu oletukseen osakemarkkinoiden tai erityisesti Euroopan heikosta kehityksestä, vaan riskin kantamisesta saatavan korvauksen heikkenemiseen ja siihen, että merkittävä osa salkkujen vasemman hännän riskistä keskittyy Eurooppaan.

Venäjän kasvava uhka Euroopalle muodostaa ylimääräisen riskitekijän. Vaikka suoran sotilaallisen yhteenoton todennäköisyyden arvioidaan edelleen olevan pieni, sen seuraukset Euroopan osakemarkkinoille voisivat olla huomattavat. Riskin ei tarvitse olla todennäköinen ollakseen merkityksellinen salkun rakentamisessa.

Osakeriskin vähentäminen ei siis ole yritys ennustaa seuraavaa pörssiromahdusta, vaan vakuutusarpeemme sopeuttamista muuttuneisiin olosuhteisiin. Riskit ovat kasvaneet, mahdolliset seuraukset vakavoituneet ja riskin kantamisesta saatava korvaus heikentynyt.

Maksamme siten vakuutusmaksun hieman matalamman odotetun tuoton muodossa suotuisassa skenaariossa ja saamme vastineeksi paremmin hajautetun jakauman vasemman hännän.

Ja aivan kuten Vegetius, toivomme valmistelujemme osoittautuvan tarpeettomiksi.

1. lokakuuta 2026

Ystävällisin terveisin,

Mikael Simonsen