Front

Markkinakatsaus

Elokuu / 2019

Tummat pilvet talouden taivaalla lisääntyneet- keskuspankit siirtymässä elvyttävään rahapolitiikkaan

Maailmantalouden kasvumomentum on selvästi heikkenemässä. USA:n kokonaistuotannon odotetaan nousevan edelleen kohtuullista vauhtia, mutta kovin puhti on kadonnut. Euroalueella Italia on vajonnut taantumaan, Saksa keikkuu taantuman partaalla ja Ison-Britannian EU-eron aiheuttama poliittinen epävarmuus luo ikävän varjon koko Euroopan talousnäkymien ylle. USA:n ja Kiinan kauppasodan seurauksena kansainvälisen kaupan kasvu on pysähtynyt. Samalla teollisuuden ostopäällikköindeksit ovat heikentyneet ympäri maailmaa ja indikoivat globaalin teollisuustuotannon olevan kääntymässä laskuun. Talouskasvun hidastuminen on heijastunut myös yritysten kykyyn tehdä tulosta. Yritysten tuloskasvu on hidastunut molemmin puolin Atlanttia, joskin pahimmat pelot ja synkimmät analyytikoiden maalaamat kuvat tuloskunnon hyytymisestä eivät ole toteutuneet alkuvuoden aikana. Tämän ohella osakemarkkinoita on tukenut odotukset keskuspankkien rahapolitiikan keventämisestä sekä erittäin alhaiseksi painunut korkotaso ja korkosijoitusten aiempaa vaatimattomammaksi käynyt tuottopotentiaali.

Kansainvälisen kaupan kasvu pysähtynyt, noususuhdanteesta puhti ehtymässä

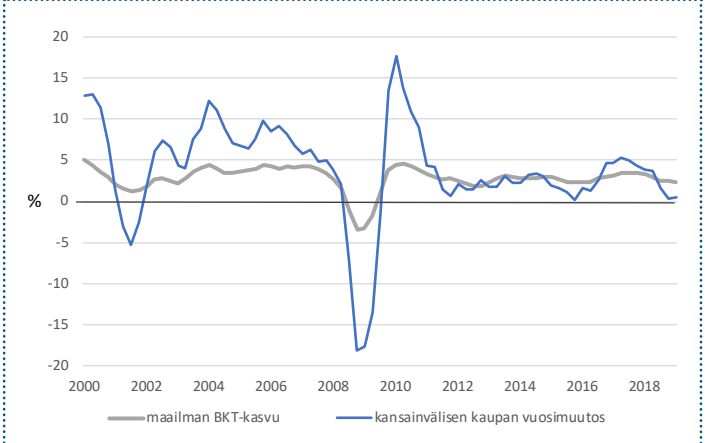
USA:n ja Kiinan sapelien kalistelun seurauksena kansainvälisen kaupan kasvu on tyrehtynyt. Puolitoista vuotta kestäneelle kauppasodalle ei näy loppua, eikä näköpiirissä ole selvää voittajaa. Tällä hetkellä vaikuttaa enemmänkin siltä, että kauppasota on ottamassa lisää kierroksia. Tästä kärsivät molemmat osapuolet, niin USA kuin Kiinakin, ja siinä ohella koko maailmantalous. (Kuva 1 ja 2)

USA:n ja Kiinan kauppaneuvottelut ovat ajautuneet vahvasti umpikujaan, jota ei helpota presidentti Trumpin määräämät uudet tullisanktiot Kiinasta tuotaville hyödykkeille. Kesäkuussa Osakassa pidetyssä G20-maiden tapaamisessa USA:n ja Kiinan päämiehet sopivat, ettei USA aseta uusia tuontitulleja kiinalaisille tuotteille ja vastineeksi Kiina ostaa enemmän amerikkalaisia maataloustuotteita. Samalla päätettiin jatkaa toukokuusta saakka jäähyllä olleita kauppaneuvotteluita. Näin tehtiinkin heinäkuun lopulla kauppasodan osapuolten tavatessa Shanghaissa, mutta neuvottelut päättyivät tuloksettomina.

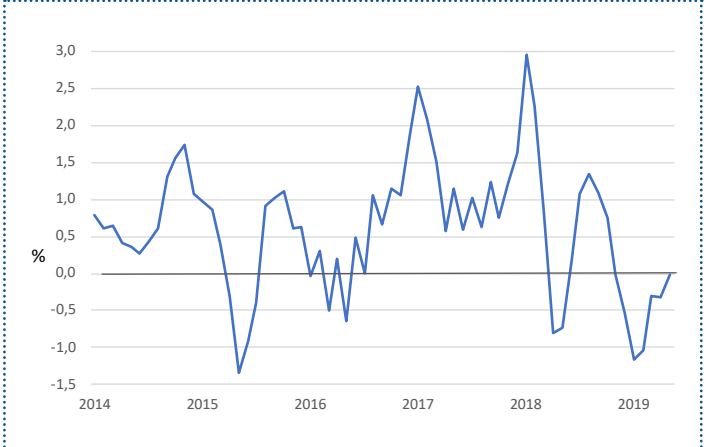
USA:n ja Kiinan kauppaneuvottelut tekee vaikeaksi se, että molemmilla mailla on kovia vaatimuksia, joista ne eivät ole valmiita joustamaan. USA haluaa Kiinan kunnioittavan aiempaa paremmin tekijänoikeuksia, ulkomaisille yrityksille vapaamman pääsyn Kiinan markkinoille ja rakenteellisia muutoksia Kiinan valtiojohtoiseen talousjärjestelmään, johon kuuluvat esimerkiksi tuet kotimaisille yrityksille ja niin sanotut pakotetut teknologian siirrot. Pakotetuissa teknologian siirroissa Kiina on edellyttänyt markkinoilleen tulevilta ulkomaisilta yrityksiltä teknologiansa luovuttamista kiinalaisten käyttöön. Kiina puolestaan haluaa, että USA luopuu kauppasopimuksen myötä välittömästi langettamistaan tullipakotteista. USA:n on valmis purkamaan tullisanktiot asteittain pidemmän ajan kuluessa.

Heinäkuun lopun Shanghain kauppaneuvottelujen olemattomiin tuloksiin ilmeisen turhautuneena presidentti Trump päätti heti elokuun alussa langettaa uusia tullipakotteita Kiinalle.

Kuva 1: Kansainvälisen kaupan kasvuvauhti on hidastumassa kertoen maailmantalouden suhdannesyklin jäähtymisestä



Kuva 2: Kansainvälisen kaupan liukuva 3kk:n kasvu on nollassa

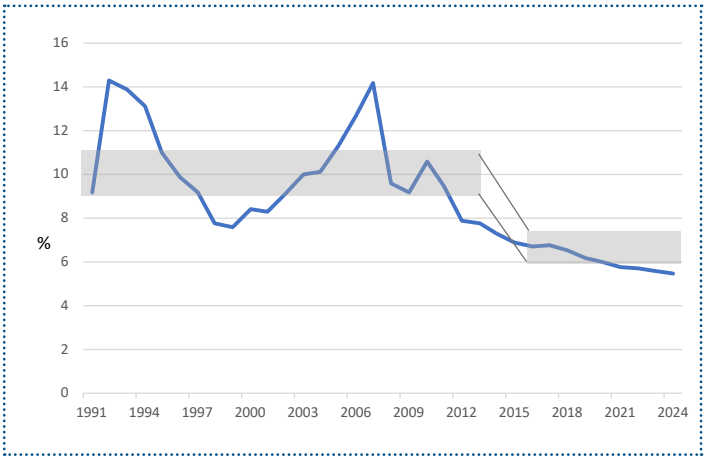


Trump ilmoitti USA:n asettavan syyskuun alusta lukien 10 %:n tuontitullin USD 300 miljardin arvoiselle Kiina-tuonnille, johon ei toistaiseksi ole kohdistunut tulleja. Uusia tullisanktioita Trump perusteli Twitterissä sanomalla, ettei Kiina ole pitänyt kiinni sitoumuksistaan. Presidentin mukaan Kiina lupautui muun muassa ostamaan suuria määriä maataloustuotteita USA:sta, mutta ei ole tehnyt niin. Samaan aikaan Kiina puolestaan väitti ryhtyneensä kasvattamaan maataloustuotteiden tuontia USA:sta. Kiinan kauppaministerin mukaan maa on keskustellut ostoista ja myös ostanut muun muassa soijapapuja, puuvillaa ja porsaanlihaa amerikkalaisilta tuottajilta. Kiina on todennut uusien tullien olevan ”vakava loukkaus” sopuun, jonka presidentit Donald Trump ja Xi Jinping saivat aikaan kesäkuussa Osakan G20-maiden tapaamisessa. Vastavetona USA:n elokuun alun toimille Kiina päätti lopettaa kaikkien amerikkalaisten maataloustuotteiden ostot. Tämän ohella Kiina antoi valuuttansa juanin heiketä. Kiinan keskuspankki muutti valuutan viitetasoa välittömästi USA:n tulleilla uhkailun jälkeen ja juanin arvo päästettiin putoamaan alimmalle tasolleen suhteessa dollariin sitten vuoden 2008.

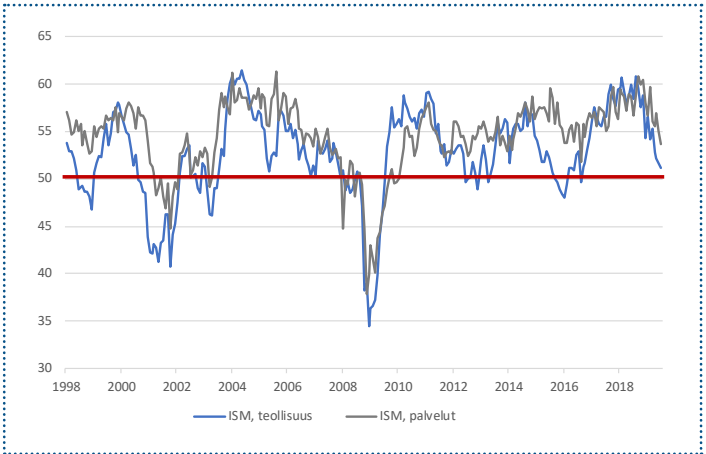
Uusien tullien myötä käytännössä koko Kiinan tuonti on joutumassa tullisanktioiden kohteeksi. Alunperin uudet tullit olisivat kattaneet muun muassa matkapuhelimet, tietokoneet ja lelut, mutta presidentti Trump joutui elokuun puolessa välissä - vain kaksi viikkoa alkuperäisen uusia tulleja koskeneen ilmoituksensa jälkeen - pyörtämään osin päätöksensä. Matkapuhelinten, kannettavien tietokoneiden ja tiettyjen kulutushyödykkeiden osalta, jotka vastaavat yhteensä noin puolta USD 300 miljardin tulliuhan kohteena olleesta Kiina-tuonnista, 10 %:n tullimaksun voimaantuloa päätettiin viivästyttää joulukuun puoleen väliin saakka. Monet amerikkalaiset teknologiajätit, kuten esimerkiksi Apple, valmistavat suurimman osan tuotteistaan Kiinassa, jolloin tullit olisivat kohdistuneet suoraan amerikkalaisten yhtiöiden tuotteisiin ja vaarantaneet vuoden parhaan vähittäiskaupan myyntikauden, joulusesongin.

Kauppasodan syveneminen ja pitkittyminen ovat viime aikoina alkaneet näkyä toden teolla ympäri maailmaa. Keskeiset ennustelaitokset, kuten IMF ja World Bank, ovat laskeneet globaalia taloutta koskevia ennusteitaan kauppasodan takia. Kiinan talouskasvu on selvästi hidastunut. Vaikka Kiinan talous kasvaa virallisten tilastojen mukaan edelleen hieman yli 6 %:n vuotuista vauhtia, on tämä hitain tahti lähes 30 vuoteen. Kiinan kannalta huolestuttavaa on, että monet ulkomaiset yritykset ovat alkaneet kauppasodan seurauksena harkita tuotantonsa siirtämistä Kiinasta muihin maihin. Kauppasodan vaikutukset tuntuvat yhä laajemmin myös USA:ssa. Tähän saakka maan työllisyys- ja talouskehitys on ollut hyvää, mutta kokonaistuotannon nousu on hidastumaan päin. Tänä vuonna USA:n bruttokansantuotteen odotetaan kohoavan hieman yli 2 % ja ensi vuonna enää vajaat 2 %.

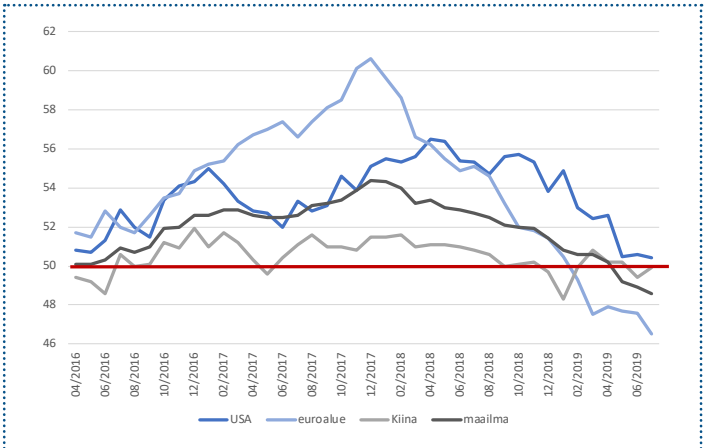
Kuva 3: Kiinan talouskasvu jarruttamassa hitaimmilleen kolmeen vuosikymmeneen



Kuva 4: USA:n ostopäällikköindeksit indikoivat sekä teollisuuden että palvelujen kasvun jatkuvan, joskin kasvumomentum on heikentymässä



Kuva 5: Teollisuuden ostopäällikköindeksit ovat heikentyneet ympäri maailmaa viimeisen vuoden aikana



USA:ssa kauppasota on heijastunut erityisesti maatalouteen. Ostopäällikköindeksit kertovat myös, että erityisesti teollisuustuotannon kasvu on USA:ssa jarruttamassa ja voi huonosti maailmanlaajuisesti. Palvelusektori on vielä toistaiseksi USA:ssa ostopäällikköindeksien mukaan hyvässä vedossa. (Kuva 3, 4 ja 5)

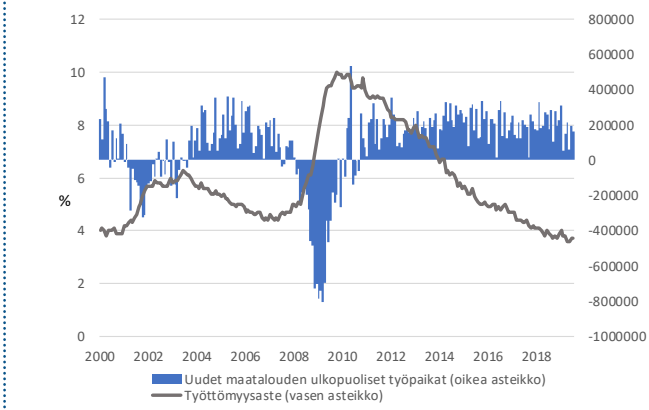
Sekä USA:n että Kiinan edun mukaista olisi välttää kauppasodan kärjistyminen. Kauppasopimuksen syntymisestä ollaan kuitenkin vielä kaukana ja kauppakiista on liennytyksen sijaan itse asiassa syventynyt viimeisen kuukauden aikana. Itse kauppasodassa Kiinalla voi olla enemmän hävittävää, mutta USA:n neuvotteluasema on poliittisesti haavoittuvampi. Kiinan etuna on, että se voi odottaa Trumpin presidenttikauden päättymistä, sillä tulleille ei ole USA:ssa molempien pääpuolueiden - demokraattien ja republikaanien - yhtenäistä tukea. Trumpin väistyminen presidentin virasta tarkoittaisi todennäköisesti USA:n Kiina-linjan pehmentymistä. Oli Trumpin seuraaja kuka tahansa, oletettavaa on, että tämä henkilö ei jaa nykyisen presidentin mieltymystä rankaiseviin ja jyrkkiin tulleihin. Useimmat asiantuntijat ja poliitikot katsovat, että vapaakauppa on positiivinen summapeli, missä kaikki voivat hyötyä, eikä nollasummapeli, kuten presidentti Trump tuntuu uskovan.

FED ja EKP keventämässä rahapolitiikkaansa

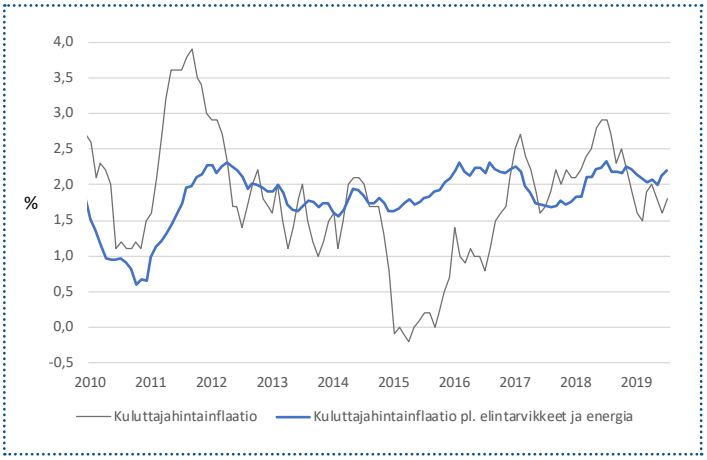
USA:n keskuspankki Fed laski heinäkuun lopussa ohjauskorkoaan ensi kertaa yli kymmeneen vuoteen. Lisäksi Fed kertoi lopettavansa taseensa keventämisen. Loppuvuodelle Fediltä odotetaan vielä vähintään toista 0,25 %-yksikön koronlaskua. Toistaiseksi USA:n talous on varsin hyvässä vedossa, joten rahapolitiikan höllentämiseen ei olisi ollut välitöntä tai pakottavaa tarvetta. Talouskasvu on toki vähitellen hidastumassa ja taantuman riski on kauppasodan eskaloitumisen myötä kasvanut, mutta uhka ei ole välitön. Lisäksi USA:ssa vallitsee käytännössä täystyöllisyystilanne. Työttömyys on painunut selvästi alle rakenteellisen työttömyysasteen ja on nykyisellään alimmillaan puoleen vuosisataan. Pohjainflaatio on hieman maltillistunut, mutta kuluttajahintojen nousuvauhti ilman energiaa ja elintarvikkeita on edelleen Fedin tavoitteen tuntumassa. Rahapolitiikan varsinaisten tavoitteiden - työllisyyden ja inflaation - takia Fedillä ei näin ollen pitäisi olla sanottavampaa painetta rahapolitiikan keventämiseen. (Kuva 6 ja 7)

Fedin koronlaskuja voitaneen toistaiseksi pitää rahapolitiikan hienosäätönä. Toimillaan keskuspankki pyrkii takaamaan siinä määrin tuhdin talouskasvun, että se luo pohjaa osakemarkkinoiden nousun jatkumiselle. Kyse on siis enemmänkin ”vakuutuksen ottamisesta” tai ”ennaltaehkäisevästä rokotuksesta” talouden hidastumista vastaan. Pyrkimyksestä on pitää talouden nousu tasolla, joka pitää sijoittajat ja erityisesti maan presidentin tyytyväisenä. Viimeisen vuoden aikana ei ole voinut välttyä ajatukselta, etteikö Valkoisen talon painostus olisi heijastunut keskuspankin rahapolitiikkaan.

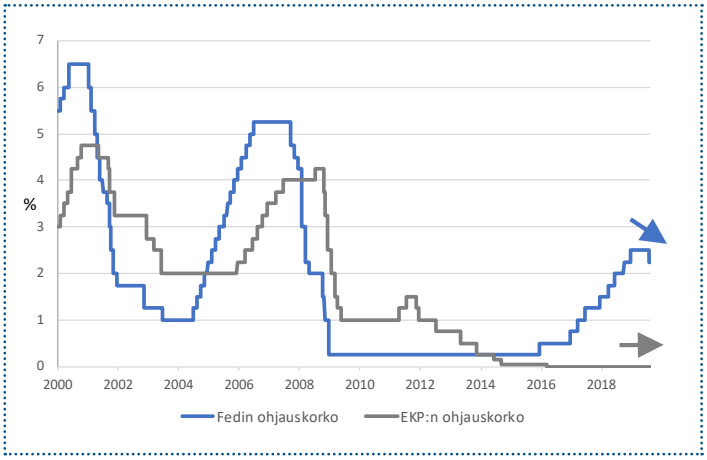
Kuva 6: USA:n työmarkkinat ovat vahvat - työttömyysaste on laskenut alimmilleen lähes 50 vuoteen



Kuva 7: USA:n ydininflaatio lähellä keskuspankin 2 %:n tavoitetta



Kuva 8: Fed ja EKP siirtymässä elvyttävään rahapolitiikkaan - ohjauskoron osalta EKP:n liikkumavara on olematon



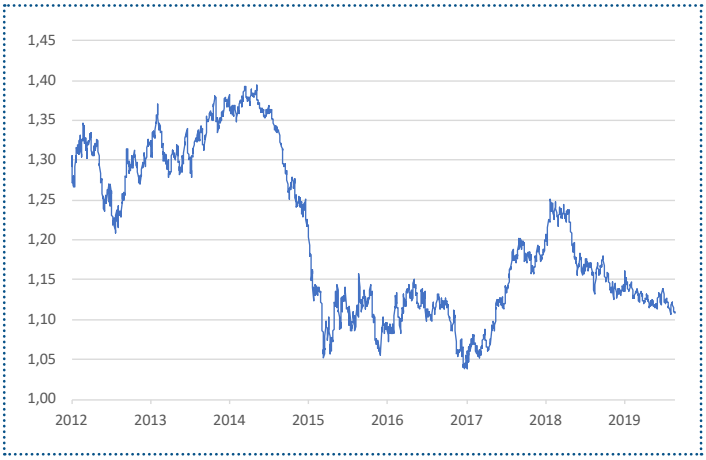
Presidentti Trump on arvostellut painavin sanakääntein keskuspankin toimia ja vaatinut Fediä keventämään rahapolitiikkaansa. Presidentin painostus meni vuoden 2018 lopulla jopa niin pitkälle, että hän uhkasi keskuspankin johtajaa erottamisella.

Keskuspankit turvautuvat ohjauskoron laskuun tyypillisesti silloin, kun taloudella menee huonosti. USA:n talous ei kuitenkaan ole mielestämme niin huonossa jamassa, että ohjauskoron leikkauksia tarvittaisiin välittömästi. Katsomme, että tällä kertaa kyse on pikemminkin keskuspankin huolenilmauksesta kansainvälisen talouden suunnasta, pyrkimyksestä tukea USA:n taloutta epävarmuuden kasvaessa ja keinosta ehkäistä Trumpin kauppasodan kielteisiä vaikutuksia.

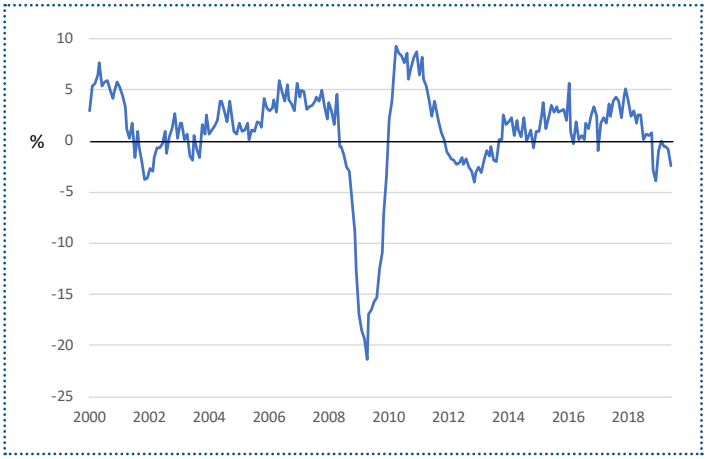
USA:n keskuspankki Fed on huomattavasti otollisemmassa tilanteessa kuin Euroopan keskuspankki EKP siltä osin, että rahapolitiikan keventämisellä on USA:ssa todellisia talousvaikutuksia. Euroalueella keskuspankin ohjauskorko on ollut jo vuosia nollassa ja talletuskorko negatiivinen, eikä EKP ole missään vaiheessa päässyt kiristämään rahapolitiikkaansa. EKP:n elvyttävän rahapolitiikan talousvaikutukset jäävät näin ollen varsin pieniksi vaikka keskuspankki tekisikin reaalitaloutta tukevia toimia. Fedin päätös lähteä laskemaan ohjauskorkoaan patistaa kuitenkin myös Euroopan keskuspankkia toimimaan, vaikka EKP:n liikkumavara olisikin huomattavasti Fediä vaatimattomampi. (Kuva 8)

Euroalueen talouden kannalta on positiivinen seikka, että Fedin rahapolitiikka on kääntynyt taloutta tukevaksi ja USA pystyy pitämään kasvua yllä tilanteessa, jossa euroalueen talous on lähtenyt menemään selkeästi heikompaan suuntaan. USA on maailmantalouden moottori ja sen menestys heijastuu vahvasti euroalueeseen - erityisesti vientisektoriimme. USA:n talouden hyytyminen tarkoittaisi entistä huonompia näkymiä Euroopalle. Fedin keventävä rahapolitikkaa puoltaa kuitenkin näkemystä heikommasta dollarista, mikä on huono uutinen meille. Euroalueen näkökulmasta heikkenevä dollari tarkoittaisi vahvempaa euroa, mikä heikentäisi vientiyritystemme kilpailukykyä kansainvälisillä markkinoilla. Tätä Euroopan keskuspankki ei tällä hetkellä missään nimessä halua. Tämä on yksi keskeinen tekijä, joka puoltaa EKP:n tarvetta keventää rahapolitiikkaansa. EKP:n rahapolitiikan keventämistä puoltaa myös euroalueen talouden viimeisen vuoden aikana tuntuvasti heikentynyt taloustilanne ja aiempaa vaatimattomammaksi muuttuneet tulevaisuuden näkymät. Vaimeneva talouskasvu ja hidastuva inflaatio ovat olennaisia syitä, miksi EKP on antanut vahvan vihjauksen rahapoliittisen elvytyksen aloittamisesta uudelleen tämän syksyn aikana. EKP valmistelee arvopaperien osto-ohjelman käynnistämistä, mikä oli rahapoliittisen elvytyksen keskipisteessä vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen. Lisäksi EKP on antanut ymmärtää, että keskuspankin talletuskorko painetaan yhä enemmän negatiiviseksi. Nykyisin se on -0,40 %. Keskuspankin ohjauskoron EKP arvioi pysyvän tämän hetkisellä tasolla nollassa vähintäänkin vuoden 2020 puoleen väliin saakka. (Kuva 9)

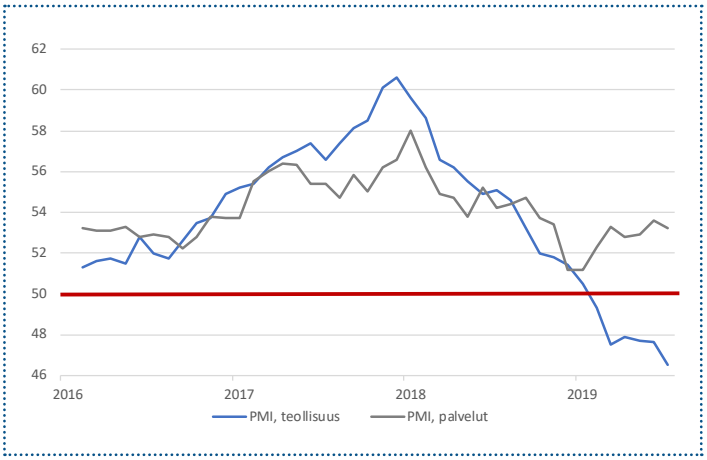
Kuva 9: EUR/USD-valuuttakurssi ei ole toistaiseksi reagoinut odotukseen Fedin rahapolitiikan keventämisestä



Kuva 10: Euroalueen teollisuustuotannon kasvu on hyytynyt viimeisen vuoden aikana



Kuva 11: Euroalueen teollisuustuotannon ostopäällikköindeksi on painunut alle kriittisenä pidetyn 50 pisteen rajan - palvelut vielä yli 50 pisteessä indikoiden kasvun jatkuvan



Euroalueen heikkous johtuu etenkin kauppapoliittisten ja geopoliittisten jännitteiden aiheuttamasta epävarmuudesta. Sitä ovat lisänneet Britannian mahdollinen sopimukseton ero Euroopan unionista ja Kiinan talouskasvun hidastuminen. Euroalueen talouden keskeiset ongelmat ovat teollisuudessa, jossa tuotanto on kangerrellut jo pidemmän aikaa. Maailmantalouden epävarmuuden takia euroalueella valmistettujen tavaroiden kysyntä on vähentynyt varsinkin euroalueen ulkopuolella.

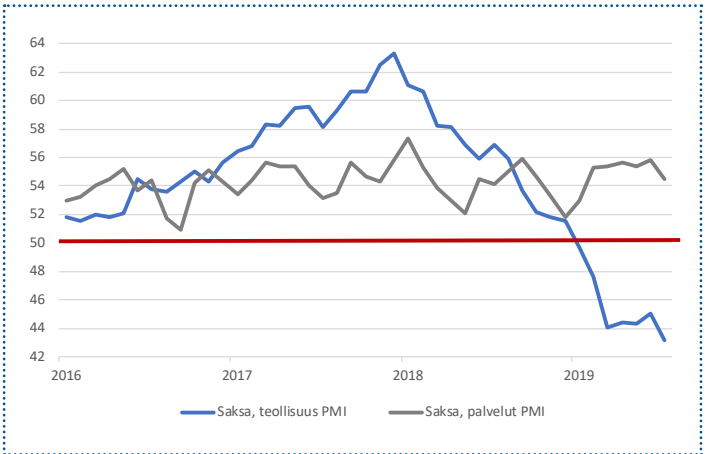
Euroalueen taloudesta on tullut viime aikoina paljon huonoja uutisia. Italian kokonaistuotanto on supistunut tai ollut nollakasvussa viime syksystä lähtien. Samaan aikaan Saksa on keikkunut taantuman partaalla. Kuluvan vuoden toisella neljännekellä Saksan bruttokansantuote laski 0,1% edellisestä neljänneksestä. Vaikka tämä osui markkinoiden odotukseen, oli suoritus silti vaatimaton. Saksalaisten teollisuusyritysten luottamusta talouteen mittaava Ifo-indeksi on tällä hetkellä heikoimmillaan sitten kevään 2013. Euroalueen ostopäälliköindeksien perusteella alkuvuonna alkanut teollisuustuotannon supistuminen jatkuu edelleen niin Saksassa kuin koko euroalueella. USA:n ja Kiinan kauppasodan kiihtyessä euroalueen taantuman riski on kohonnut voimakkaasti. Suhdannetilanteen ei odoteta paranevan loppuvuoden aikana vaan pikemminkin päin vastoin - vuoden mittaan ennustelaitokset ovat laskeneet kilvan euroalueen kasvuennusteita kuluvalle vuodelle. Tällä hetkellä OECD ja EKP arvioivat euroalueen kokonaistuotannon kohoavan 1,2 % ja IMF 1,3 % vuonna 2019. Katsomme, että näissä ennusteissa on edelleen painetta tulla alaspäin. (Kuva 10, 11, 12 ja 13)

Korkomarkkinat maalaavat synkeää kuvaa talouden tulevaisuudesta

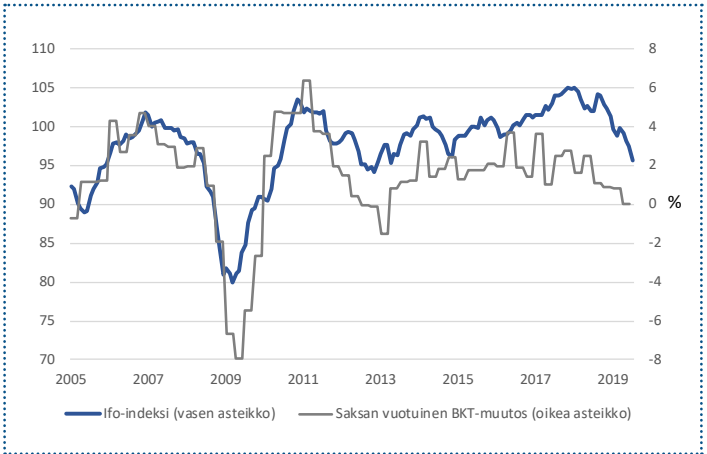
Viime aikaisia korkoliikkeitä katsellessa ei tarvitse olla kovinkaan erikoinen talousasiantuntija oivaltaakseen, että korkomarkkinat hinnoittelevat todella ankeita talouden näkymiä molemmin puolin Atlanttia. Valtionlainakorot ovat laskeneet vauhdilla niin USA:ssa kuin keskeisissä euroalueen maissakin. Laskevien valtionlainakorkojen seurauksena maailman lainamarkkinoilla on nyt USD 15 000 miljardin edestä velkaa, jonka tuotto on negatiivinen. Tämä vastaa yli viidennestä koko maailman yhteenlasketusta valtionlaina- ja yritysten velkapaperimarkkinasta. (Kuva 14)

Pitkien korkojen laskun ja korkokäyrän kääntymisen suurelta osin laskevaksi tulkitaan - kuten asiaan kuuluukin - tarkoittavan kasvavaa taantuman riskiä. USA:n kymmenen vuoden valtionlainojen korko on laskenut kuluvan vuoden aikana prosenttiyksikön verran 1,6 %:iin ja vuoden 2018 marraskuun alusta samainen korko on puolittunut. Samalla korkokäyrä on muuttunut aina viiteen vuoteen saakka laskevaksi ja 10v-12kk -korkoero on kääntynyt negatiiviseksi. Pitkän ja lyhyen koron erotuksen muuttuminen negatiiviseksi on historiassa ollut yksi parhaista talouden lämpömittareista, joskaan sen tarkkuus taantuman ajoituksessa ei ole erinomainen.

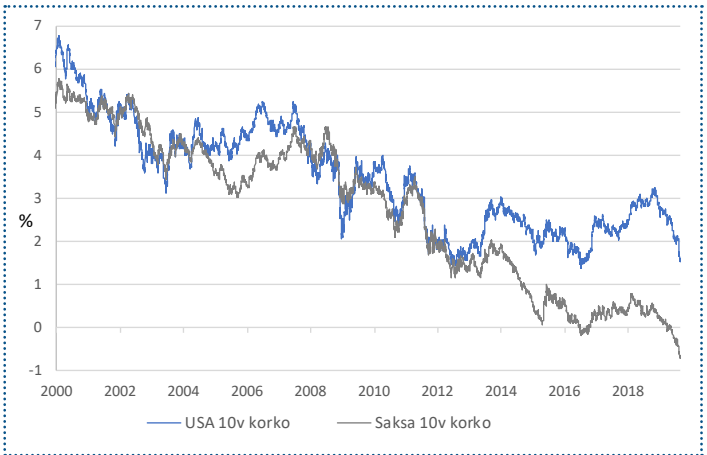
Kuva 12: Saksan teollisuuden ostopäällikköindeksi indikoi vahvasti teollisuustuotannon olevan laskussa



Kuva 13: Saksan IFO-indeksi laskussa antaen varoituksen taantumasta



Kuva 14: USA:n ja Saksan 10v-lainakorot ovat laskeneet reippaasti viime kuukausina



Ajoittain korkoero on kääntynyt negatiiviseksi jo taantuman alettua ja joskus se on saattanut painua pakkaselle jopa paria vuotta ennen taantumaa. Sijoittajia korkoliikkeet ovat kuitenkin alkaneet puhututtaa siinä missä kiihtyvä kauppasotakin. (Kuva 15 ja 16)

Pitkät korot ovat olleet laskusuunnassa myös euroalueella, minkä voi tulkita tarkoittavan aikaisempaa haastavampia aikoja alueen taloudelle. Euroalueen keskeisimmän talouden Saksan valtionlainakorot ovat painuneet kautta linjan aina 30-vuotista lainaa myöten miinusmerkkiseksi. Elokuun puolivälissä Saksan valtion kymmenen vuoden lainakorko laski -0,70 %:iin, mikä on alhaisin taso koskaan historiassa. Euroalueen ydinmaissa vallitsee tätä nykyä korkoympäristö, jota taloustieteen oppikirjat eivät tunnista ja jollaista maisemaa maalaileva taloustieteilijä olisi vielä muutama vuosi sitten passitettu hoitoon. (Kuva 17)

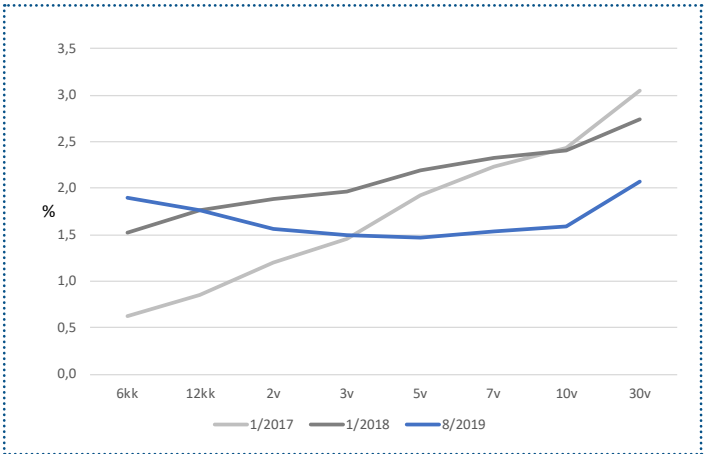
Q2(2019)-tulosjulkistuskaudesta selvittiin kunnialla - osakemarkkinoiden arvostukset kohtuullisella tasolla

Yritysten vuoden toisen neljänneksen tulosjulkistuskausi saatiin rämmittyä läpi kunnialla. Itse asiassa tuloskaudesta muodostui kohtalainen ennakkoarvioihin suhteutettuna. Tosin ennen tuloskautta vallinneet odotukset olivat vaatimattomia, joten niiden hakkaamiseen ei paljoa vaadittu. Q2-tuloskausi hälvensi kuitenkin pahimpia pelkoja hidastuvan talouskasvun ja pahentuneen kauppasodan aiheuttamista negatiivisista vaikutuksista yritysten tuloksentekokykyyn.

USA:ssa aiempaa heikompien talouskasvunäkymien myötä odotukset yritysten tuloskasvusta ovat muuttuneet vaatimattomammiksi. Viime vuoden poikkeuksellisen kovasta tahdista tulosten kohoaminen on hidastunut radikaalisti. Kuluvan vuoden alussa S&P500-yhtiöiden tuloskasvun pelättiin painuvan pakkaselle, mutta tulosnousu jatkui sekä vuoden ensimmäisellä että toisella neljänneksellä, joskin varsin maltillisena. Vuoden toisella neljänneksellä S&P500-yhtiöiden tuloskasvu ylsi hieman vajaaseen 2 %:iin, kun vielä ennen tulosjulkistuskauden alkua tulosten odotettiin laskevan noin 1,5 % vuotta aiemmasta. Tuloskasvun päätyminen plussalle on ollut omiaan tukemaan osakekursseja. Samaan aikaan tulosennusteita vuoden 2019 jälkipuoliskolle on kuitenkin laskettu, mikä ei ole hyvä uutinen sijoittajille. Tällä hetkellä S&P500-yhtiöiden vuoden kolmannen neljänneksen konsensusennusteet ennakoivat tulosten laskevan noin 3,5 % edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta. Vielä ennen juhannusta ennusteet vuotuisesta tuloskasvusta Q3:lle olivat puolisen prosenttia plussan puolella. (Kuva 18)

Vaikka Euroopan tilannetta on rasittanut Italian taantuma, Saksan talouden heikkenevät näkymät ja Iso-Britannian ero EU:sta, kokonaisuutena BE500-yhtiöiden raportoimat luvut eivät ole olleet katastrofaalisia.

Kuva 15: USA:n korkokäyrä on suurelta osin laskeva, mikä kertoo suhdannesyklin olevan jäähtymässä



Kuva 16: USA:n 10v-12kk korkoero on muuttunut negatiiviseksi - perinteisesti korkoeron painuminen pakkaselle on ollut vahva varoitusmerkki lähestyvästä taantumasta

Kuva 17: Saksan 10v-korko on laskenut elokuussa alemmas kuin koskaan aikaisemmin historiassa

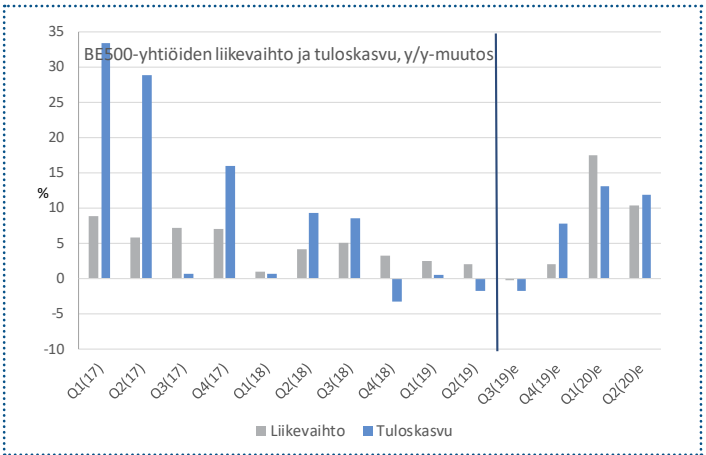
Tosin erityisen hyväksikään tuloskautta ei voi kehua, sillä tulokset laskivat keskimäärin lähemmäs 2 % vuotta aiemmasta. Tämä oli lähellä markkinoiden odotusta. Samoin kuin USA:ssa myös Euroopassa yritysten tulosennusteita vuoden jälkipuoliskolle on laskettu viimeisten kuukausien aikana. Eurooppalaisten BE500-yhtiöiden vuoden kolmannen neljänneksen tuloskasvun ennustettiin olevan toukokuun alkupuoliskolla 11 %, kesäkuun alussa 7,5 %, heinäkuun lopulla nolla ja nyt tulosten odotetaan laskevan 1,5 % vuotta aiemmasta. Vuoden viimeisen neljänneksen tuloskasvuennusteet ovat yhtä lailla tulleet alas. Markkina-analyytikot ovat näin ollen jokseenkin huolissaan loppuvuoden talous- ja yritysten tulosnäkymistä. Eikä suotta! (Kuva 19)

Suomessa pörssilistattujen yritysten tuloskasvu on ollut jo pidempään heikkoa. Viime vuoden jälkipuoliskolta tämän vuoden alkuun suomalaisten yhtiöiden vuotuinen tuloskasvu oli pakkasella. Kuluvan vuoden toisella neljänneksellä tämä kierre saatiin katkaistua ja Helsingin pörssin yhtiöiden tulokset kohosivat runsaat 4 % vuotta aiemmasta. Ennen tuloskauden alkua yritysten tuloskasvun odotettiin edelleen olevan miinusmerkkistä ja tulosten tippuvan noin 2,5 %. Tältä osin Q2-tuloskausi oli Suomessa lohdullinen. Ikävää on kuitenkin, että USA:n ja muun Euroopan tapaan odotukset loppuvuodelle heikentyivät tuloskauden kuluessa. Vielä kesäkuun alussa vuoden kolmannelle neljännekselle ennakoitiin lähemmäs 13 % vuotuista tuloskasvuvauhtia. Nyt odotus on -1,3 %. Vuoden viimeisen neljänneksen osalta ennuste on pudonnut runsaassa kahdessa kuukaudessa lähes kuusi prosenttiyksikköä 13 %:iin. Tässä ennusteessa on todennäköisesti edelleen runsaasti ilmaa. (Kuva 20)

Lohdullista on, että alkuvuoden reippaasta kurssinoususta ja tulosennusteiden laskusta huolimatta keskeisten osakemarkkinoiden arvostukset ovat säilyneet varsin kohtuullisina. USA:ssa S&P500-indeksin P/E-kerroin on kohonnut 18 tuntumaan, mikä ylittää lievästi pitkän aikavälin keskiarvon. Euroopassa EuroStoxx50-yhtiöiden arvostus on kuluvan vuoden tulosennusteissa noin 14, mikä on hieman alle pitkän aikavälin keskiarvon. Suhteessa yhtiöiden tasearvoon (P/B) eurooppalainen osakemarkkina vaikuttaa yleisesti ottaen verrattain edullisesti arvostetulta. Sen sijaan USA:ssa S&P500-yhtiöiden arvostus suhteessa yhtiöiden tasearvoon on jonkin verran koholla. Sikäli kun yritysten tuloskasvu ei petä pahasti, osakkeisiin ei arvostuskertoimien osalta kohdistu painetta alaspäin, eikä markkinaa voi moittia yliarvostetuksi kummallakaan puolella Atlanttia. Tulosennusteiden laskiessa tai yritysten tuloskunnon pettäessä vaarana tosin on, että osakekursseihin kohdistuu paineita. Nykyiset arvostustasot eivät kestä massiivisia pettymyksiä talouden ja yritysten tuloskasvu osalta taikka merkittävää poliittisten riskien kohoamista. (Kuva 21 ja 22)

Kuva 18: USA:n S&P500-yhtiöiden tuloskasvuennusteet ovat laskeneet merkittävästi vuoden 2019 jälkipuoliskolle

Kuva 19: Euroopan BE500-yhtiöiden tuloskasvun odotetaan piristyvän talven tullen, mutta ennusteisiin liittyy huomattava epävarmuus



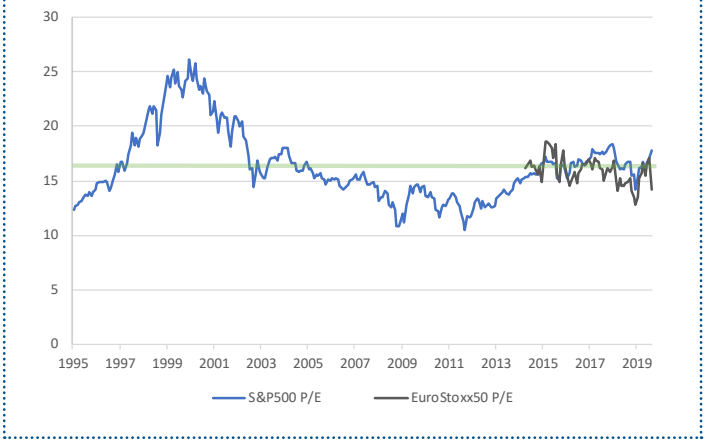
Kuva 20: Suomessa pörssilistattujen yhtiöiden tuloskasvuennusteet ovat talvelle 2019-20 toiveikkaita – epävarmuutta ennusteisiin aiheuttaa maailmantalouden suhdannekehitys

Osakkeet lievässä alipainossa - USA:n suosikki osakemarkkinoista

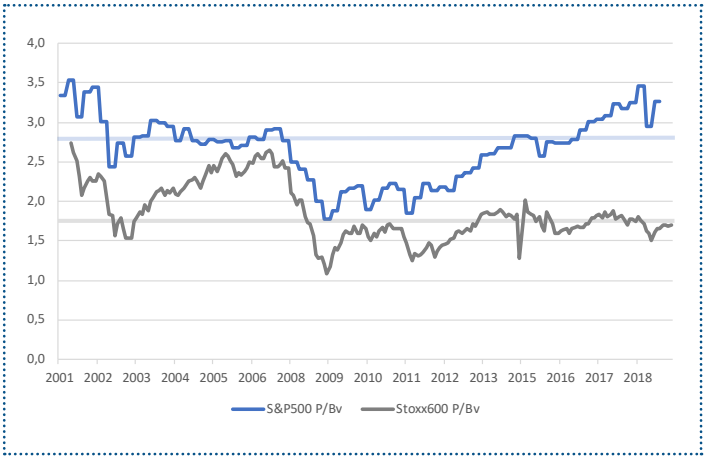
Viime kuukausina markkinoita on kannatellut lähinnä keskuspankkien lupaukset rahapoliittisesta elvytyksestä ja odotukset USA:n ja Kiinan kauppasodassa tapahtuvasta liennytyksestä. USA:n keskuspankilta odotetaan paria koronlaskua tänä vuonna, joista ensimmäinen tapahtui jo heinäkuun lopussa. Nämä talouskasvun jatkumisen varmistamiseksi tehtävät ohjauskoron leikkaukset tuskin enää piristävät markkinoita lisää - ne ovat jo täysin osakkeiden hinnoissa. Euroopan keskuspankin suunnittelema rahapolitiikan höllääminen ja määrällisen elvytyksen aloittaminen uudelleen eivät puolestaan yksistään riitä pelastamaan Euroopan saatikka sitten koko maailman taloutta tai osakemarkkinoita. Kestävä kurssinousu Euroopassa vaatii vanhan mantereen talouden vahvistumista, yritysten tuloskasvua ja poliittisten ongelmien - erityisesti Brexit-kysymyksen - ratkaisua. Ja mitä tulee USA:n ja Kiinan väliseen kauppasotaan, tilanne ei juuri nyt näytä kovinkaan lohdulliselta. Kauppasopimusneuvottelut ovat maiden välillä selvästi jumissa. Tämän takia katsomme osakemarkkinoiden nousupotentiaalin olevan varsin rajattu loppu vuoden aikana.

Maailmantalouteen ja yritysten tuloskasvuun liittyvien epävarmuustekijöiden takia pidämme osakkeet edelleen lievässä alipainossa. Osakeallokaation sisällä ylipainotamme USA:ta. Euroopan markkinat ovat neutraalissa painossa ja kehittyvät markkinat vahvassa alipainossa. Korkoallokaatiossa pidämme valtionlainat alipainossa. Talouden jarruttaessa sekä hyvälaatuiset että korkean riskin ns. high yield -lainat ovat alttiilta korjausliikkeille. Tästä syystä leikkasimme näiden lainojen painoa salkuissamme jo viime vuoden puolella. Yrityslainojen tuottopotentiaali - erityisesti korkean riskin lainojen osalta - on kuitenkin houkutteleva, joten nämä lainat ovat edelleen maltillisessa ylipainossa korkoallokaatiossamme. Käteisen pidämme salkuissamme lievässä ylipainossa. (Kuva 23)

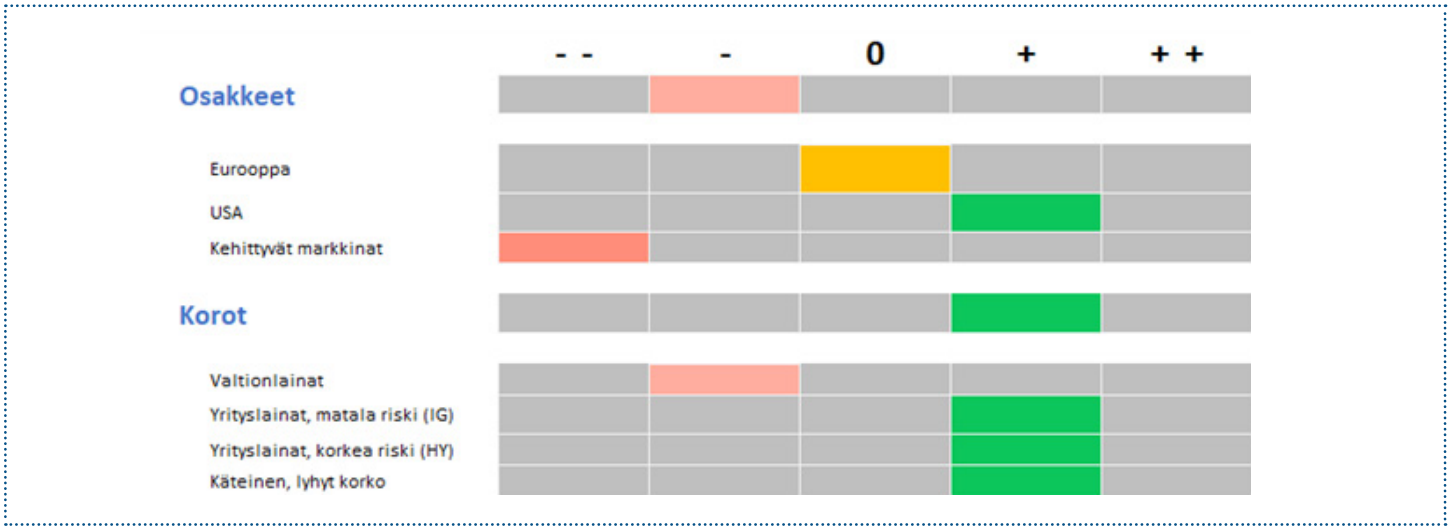
Kuva 21: USA:n ja Euroopan osakemarkkinoiden P/E-arvostus on lähellä pitkän aikavälin keskiarvoa



Kuva 22: Euroopan osakemarkkinoiden P/B-arvostus on maltillinen, mutta USA:ssa P/B-kertoimet ovat koholla



Kuva 23: Front Varainhoidon allokaationäkemys 22.8.2019



Vesa Engdahl

Toimitusjohtaja, Front Varainhoito Oy

Vesa Engdahl on työskennellyt pitkään operatiivisissa johtotehtävissä varainhoidossa. Aiemmin hän toimi johtajana Nordea Private Bankingissä ja FIM Varainhoidossa yhteensä 16 vuotta. Ennen tätä Engdahl työskenteli Pariisissa OECD:n ekonomistina ja tätä aiemmin Euroopan komissiossa ja eri Suomen ministeriöiden palveluksessa.

Frontissa Engdahl vastaa varainhoitoliiketoiminnan kehittämisestä sekä Frontin markkinanäkemyksestä ja varainhoidon sijoitusallokaatiosta.

Puh. 050 592 2639
vesa.engdahl@front.fi

Vastuunrajoitus, tietosuoja ja suoramarkkinointi

Tämä asiakirja on tarkoitettu ainoastaan informaatiotarkoituksiin ja asiakkaan yksityiseen käyttöön. Mikään asiakirjassa esitetty aineisto ei ole tarjous ostaa tai myydä arvopapereita eikä kehotus ryhtyä muuhun sijoitustoimintaan tai sijoituspalvelun käyttöön. Asiakirjassa oleva tieto ei ole ei ole arvopaperimarkkinalain mukainen sijoitustutkimus, eikä myöskään tarkoitettu sijoitusneuvoksi taikka veroneuvoksi, eikä sen tarkoitus ole markkinoida palveluita tai tuotteita.

Sijoitustoimintaan liittyy aina taloudellinen riski. Ennen sijoituspäätöksen tekemistä asiakkaan on syytä tutustua huolellisesti sijoitusmarkkinoihin, rahoitusvälineisiin ja erityisesti niiden riskeihin, sijoitustoiminnan verotuksellisiin vaikutuksiin sekä sijoitustoimintaa koskevan sopimuksen tai ehtojen sisältöön. Asiakkaan tulee kiinnittää huomiota siihen, että sijoituspalveluun liittyvät kustannukset heikentävät sijoitustuottoa, että historiallinen arvonkehitys ei ole tae tulevasta vastaavasta kehityksestä ja että sijoituksesta voi koitua tappiota tai sijoituksen epälikvidisyys voi vaikeuttaa tai tiettynä aikana estää sijoituksen realisoinnin. Sijoittajan tulee tarvittaessa konsultoida sijoituspäätöksissään omaa vero- tai liiketoimintaneuvojaansa.

Front Capital vastaa siitä, että asiakkaan sekä rahoitusvälineiden ja –palveluiden soveltuvuusarviointi sekä tarjottavat sijoituspalvelut on toteutettu huolellisesti ja asiantuntevasti. Asiakas vastaa sijoitustoiminnan taloudellisesta tuloksesta sekä sijoitustoiminnan vaikutuksesta verotukseensa. Asiakas on tietoinen siitä, että sijoituspäätöstä ei voida perustaa pelkästään rahoitusvälinettä koskevaan yksittäiseen markkinointidokumenttiin, vaan rahoitusvälinettä koskeviin tietoihin kokonaisuudessaan.

Asiakirjaa laadittaessa on pyritty varmentamaan siinä käytettyjen tietojen oikeellisuus ja tieto perustuu lähteisiin, joita Front Capital Oy pitää luotettavina. Front Capital Oy tai sen työntekijät eivät takaa asiakirjassa annettujen tietojen, mahdollisten mielipiteiden, arvioiden tai ennusteiden oikeellisuutta, tarkkuutta tai täydellisyyttä tai siinä esitettyjen asioiden soveltuvuutta lukijalle.

Asiakirjassa mahdollisesti olevat viittaukset olemassa olevaan lainsäädäntöön ja sen tulkintaan, perustuvat Front Capital Oy:n käsitykseen lainsäädännöstä ja sen tulkinnasta sinä hetkenä, kun tiedot on julkaistu eikä Front Capital Oy voi antaa takuita laintulkinnan oikeellisuudesta tai pysyvyydestä. Lait ja laintulkinta voivat muuttua tulevaisuudessa.

Tätä asiakirjaa tai sen osaa ei saa kopioida, jakaa tai julkaista ilman Front Capital Oy:n etukäteen antamaa kirjallista lupaa. Kaikki oikeudet pidätetään.

Lisätietoa Front Capital Oy:stä: Front Capital Oy palvelee asiakkaitaan suomeksi ja soveltuvin osin ruotsiksi ja englanniksi. Lainsäädännön niin vaatiessa voidaan asiakkaalle tehdä asianmukaisuus- tai soveltuvuusarviointi ennen tuotteen tai palvelun tarjoamista. Front Capital Oy:n kanssa käydyt puhelinkeskustelut voidaan nauhoittaa. Front Capital Oy on sijoituspalveluyritys, jonka toimintaa valvoo Finanssivalvonta, Snellmaninkatu 6 ja Mikonkatu 8, PL 103, 00101 Helsinki, puhelin 010 831 51; www.finanssivalvonta.fi. Front Capital Oy on Sijoittajien Korvausrahaston jäsen. Lisää tietoa palveluntarjoajasta ja palveluista ovat saatavilla osoitteesta www.front.fi. Asiakasta kehotetaan tutustumaan näihin tietoihin. Mikäli asiakas haluaa lisää tietoa muulla tavalla kuin Internet-sivuilta, pyydetään asiakasta ottamaan yhteyttä Front Capital Oy:hyn.

Tilaamalla Frontin tuoteen tai palvelun henkilö antaa suostumuksen Frontin sijoituspalveluihin liittyvään suoramarkkinointiin sähköisesti, puhelimitse tai postitse koskien Frontin nykyisiä ja tulevia tuotteita ja palveluita. Front noudattaa suoramarkkinoinnissa ja henkilötietojen käsittelyssä Henkilötietolain ja muun tietosuojasääntelyn vaatimuksia. Suoramarkkinoinnin vastaanottajalla on oikeus saada Frontilta informaatio henkilötiedoistaan ja niiden lähteestä sekä oikeus kieltää milloin tahansa suoramarkkinointi.