

Maailma muuttuu perusteellisesti

Hän on täällä tänään: stagflaatio

Tapahtumarikkaan ensimmäisen neljänneksen jälkeen ainakin salkunhoitajien kannalta on lohduttavaa, ettei varmaan löydy yhtään sijoittajaa, joka ei olisi tietoinen siitä, miksi maailmankirjoja kirjoitetaan parhaillaan uusiksi. Eikä kukaan vielä tiedä miten ja milloin tämä päättyy, tai päättyykö tämä edes ja minkälaisessa maailmassa elämme sen jälkeen. Mutta allekirjoittaneen salkunhoitajan paras veikkaus on nyt, että ensin meille tulee aika pysyvä inflaatio, sitten havahdutaan siihen, että inflaatio ei lähdekään pois, vaikka taloudessa menisi heikommin. Eli stagflaatio.

Stagflaatiossa talous taantuu samalla kun vallitsee merkittävä inflaatio. Stagflaatio köyhdyttää lähes kaikkia yhteiskunnassa. Inflaatio huolehtii ensin siitä, että rahan ostovoima pienenee, kun hinnat nousevat. Konkreettisesti: palkkojen, eläkkeiden, finanssivarallisuudenkin. Samanaikaisesti taloudessa jaettavissa oleva taloudellinen hyvinvointi pysyy paikallaan tai laskee. Tämä johtuu monesta syystä ja niiden yhteisvaikutuksesta. Stagflaatio tekee myös sijoittamisen vaikeaksi. Juuri mikään omaisuusluokka ei välttämättä anna silloin suojaa. Kohtuullisesti hinnoiteltujen hyvien yhtiöiden osakkeiden, joilla on hinnoitteluvoimaa, pitäisi kuitenkin olla paikka, missä ei ainakaan häviä ehkä niin paljon reaalistia ostovoimaa kuin esimerkiksi korkoinstrumenteissa.

Osakemarkkinat laskivat ensimmäisen neljänneksen aikana, kuitenkin loppujen lopuksi aika vähän. Ainekset paljon suurempaan pudotukseen olivat kyllä olemassa. Markkinapohjat tehtiin 8.3., sen jälkeen alkoi vastareaktio. Vastareaktion jälkeen markkinat ovat lähinnä sahanneet, yhtenä päivänä ylös, seuraavana päivänä taas alas. Mutta tämä on tietysti vasta

alkusoittoa. Inflaatio kiihtyy edelleen voimakkaasti, Euroopassa energiakuviot taitavat mennä täysin uusiksi, ja tämä tullee vääjäämättä pudottamaan elintasoja Euroopassa, ainakin väliaikaisesti. Hyvin monesta hyödykkeestä on syntynyt pula, tai hinta on noussut rajusti, mikä haittaa tuotantoa ja esimerkiksi rakentamista. Logistiikkaketju on pahasti sekaisin. Julkisen sektorin velkaantuminen jatkuu ripeänä. Silti elämä jatkuu hyvin normaalina, toistaiseksi, aikavyöhykkeellä CET (Keski-Euroopan aika).

(Mikael Wahlström)

Isojen panosten pöydät

NATO:n kokous maaliskuun loppupuolella oli läntisen maailman yhtenäisyyden osalta tervetullut tapahtuma, kun sitä vertaa epädiplomaattisen ja suorapuheisen Presidentti Trumpin NATO huippukokousvierailuun muutamien vuosia takaa, jolloin hän aiheutti enemmänkin epäsovua ja arvosteli Euroopan maita siitä, että, puolustusmenoihin ei käytetä tarpeeksi varoja ja USA:n osuus Euroopan puolustuksesta on aivan liian suuri. Trump ”diilintekijänä” myöskin antoi ymmärtää presidenttikautensa aikana, että Euroopan olisi parempi ostaa kaasua USA:sta eikä Venäjältä ja oli myöskin rajusti North Stream-II kaasuputkea vastaan. Vaikka Putinin sota ei ihan vielä ole loppunut, maaliskuun NATO kokouksessa uhmakkaasta Bidenista pystyi tulkitsemaan, että USA:n tiettyjä ulko- ja talouspoliittisia tavoitteita on kuitenkin jo saavutettu.

Fourton Rahastoyhtiö

KÄYNTIOSOITE / POSTIOSOITE
Tapiolan Keskustorni, 13. krs
Tapiontori 1, 02100 Espoo
PL 111, 02101 Espoo

PUHELIN 09 4393 780

Fourton Fondbolag

BESÖKSADRESS / POSTADDRESS
Hagalunds Centraltern, 13. vån.
Tapiatorget 1, 02100 Esbo
PB 111, 02101 Esbo

TELEFON +358 9 4393 780

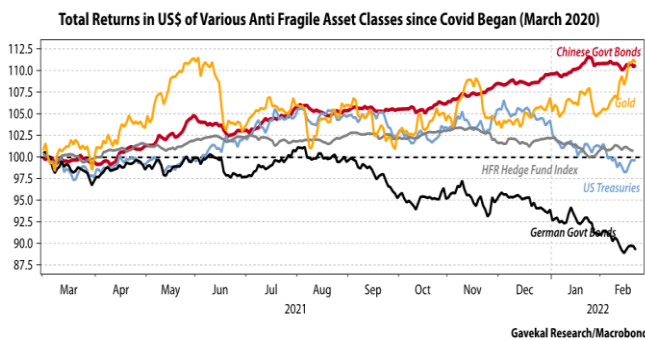
Fourton Fund Management Company

Y-TUNNUS / FO-NUMMER / BUSINESS ID
3141791-3
KOTIPAikka / HEMORT / DOMICILE
Helsinki / Helsingfors

www.fourton.fi

Talouden graalin malja & dollarin ”kunnia”.

Viime aikojen mielenkiintoisin uutinen tuli Saudi-Arabiasta, joka ilmoitti, että osa öljykaupasta, jota käydään heidän suurimman asiakkaansa Kiinan kanssa, tullaan tekemään lähitulevaisuudessa Kiinan yuaneissa eikä dollareissa, missä öljykauppaa on käyty traditionaalisesti aina petrodollariaikakauden alusta lähtien vuosilta 1973-74. Saudien vienti Kiinaan oli 8,2mrd dollaria vuonna 2020, kun taas vienti USA:n oli 1,85mrd dollaria. Silloin, kun kauppaa on käyty dollareissa, on nämä dollarivarannot sijoitettu US Treasuryihin ja näin ollen USA on hyötynyt tästä järjestelystä suunnattomasti, kun lähes kaikkien maiden ylijäämäreservit on sijoitettu raaka-aine ja muuta kauppaa ajatellen US Treasuryihin. Toisin sanoen, muu maailma on rahoittanut Yhdysvaltoja tällä järjestelyllä, jota voisi kutsua talouden graalin maljaksi.



Yllä: Sijoituksena US Treasurit (sininen viiva) eivät ole moneen vuoteen tuottaneet juurikaan mitään, joten petrodollarijärjestelmän heikentyminen on ollut vain ajan kysymys. Lähde: Gavekal

Toinen US Treasuryihin liittyvä tapahtuma oli luonnollisesti Venäjän valuuttavarantojen jäädyttäminen USA:n hallinnoiman SWIFT järjestelmän kautta, joka nyt Putinin järjestömän sodan aikana tuntuu olevankin eettisesti oikein. Tämä toisen valtion varojen jäädyttäminen signaloi luonnollisesti muille dollarireservejä omistaville maille (lähes kaikki maat maailmassa), että heidän varansa voidaan jäädyttää, jos asiat eivät mene USA:n ulkopolitiikan mukaisesti. Tuoreessa muistissa on lisäksi se, että USA konfiskoi Afganistanin 7mrd USD arvoiset valuuttavarannot viime vuonna, kun USA hävisi sodan Talibaneja vastaan. Dollarin ”kunniaa” on puolustettu (ts. sodittu) useamman kerran aikaisemminkin. Mm sekä Irakin johtajalla Saddam Husseinilla ja Libyan

Muammar Gaddafilla oli molemmilla suunnitelmissa käydä maansa öljykauppaa muulla valuutoilla kuin dollareilla, mutta kuinkas sitten kävikään, kun molemmat Arabijohtajat ovat nyt kuolleita, ja petrodollarikauppa on jatkunut. Ihan viime vuosina USA ei suoranaisten sotien kautta ole dollarin asemaa puolustanut, mutta, yllä mainitut dollariase kuin myös mikrotason yhtiöihin kohdistuneet kilpailulliset sanktiot ovat olleet enemmän muodissa, mikä on tullut esille etenkin kiinalaisia teknologisesti kehittyneitä yhtiöitä seurattaessa (Huawei, ZTE, DJI, HikVision jne).

Allekirjoittaneelle tulee tästä globaalista ”dollarikäyttöjärjestelmästä” ja sen nykyisestä asemasta tietyllä tasolla mieleen Nokian dominoiva asema kännykkämarkkinalla 2000-luvun alkupuolella, jolloin yhtiön johto oli sokaistunut omasta ylivoimaisuudestaan, eikä pienten Android ja iPhone-iOS järjestelmien uskottu olevan uhkana. Vaikuttaa siltä, että suurempia muutoksia kansainväliseen rahoitusjärjestelmään saattaa hyvinkin olla tapahtumassa, kun esimerkiksi Kiinan CIPS-maksujärjestelmän lisäksi Intia on ostanut isohkolla alennuksella öljyä Venäjältä, eikä kyseiseen transaktioon voi käyttää SWIFTiä, vaan jotain kahdenkeskistä maksujärjestelmää. Myös Indonesia on osoittanut kiinnostustaan halpaan venäläiseen öljyyn. Intialle ja monille muille väkirikkeille kehittyville maille sota Euroopassa on kaukainen, kun taas mahdollisuus ostaa alennuksella sekä energiaa (öljyä) ja/tai ruokaraaka-aineita, joilla hillitään inflaatiota, on huomattavasti houkuttelevampi vaihtoehto kuin sanktorintamaan liittyminen.



Yllä: Venäjä-sanktiomaat keltaisella (OECD maat). Muu maailma harmaalla eli ns Kehittyvä Maailma ei ole liittynyt sanktorintamaan. Keltaiset maat on yli puolet maailman BKT:sta. Harmaat maat yli 2/3 maailman BKT kasvusta. Muita selkeitä eroja on se, että harmaalta alueelta tulee suurin osa maailman raaka-aineista,

kun taas keltaiselta alueelta tulee lähes kaikki keskuspankkien ilmasta luodut setelielvytysrahat ja isot velkataakat. Raaka-aineita ei tosin keskuspankit pysty tulostamaan.

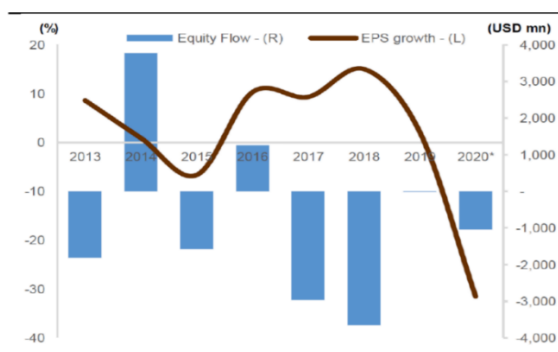
Indonesian ihmeellinen suojausmatka?

Indonesian osakemarkkina on lähivuosina ollut sijoittajille murheenkryyni, kun sijoittajan aika on tullut pitkäksi samaan aikaan, kun muun maailman osakemarkkina on mennyt menojaan. Nyt kuitenkin tilanteeseen on tullut mielestäni rakenteellinen ja syklinen muutos. Ensin kertaus viime aikoihin.

Indeksimuutokset ja teknologiatyhjiö

Vuonna 2017-2019 Indonesian yrityssectorilta saatiin huipputuloksia. Kuitenkin samaan aikaan vuodenvaihteessa 2016-17 indeksitarjoaja MSCI otti kehittyvien markkinoiden indekseihin mukaan USA:ssa ja Kiinan A-markkinalla listatut kiinalaiset yritykset, jonka seurauksena Kiinan paino nousi huomattavasti, kun taas pienempien maiden, kuten Indonesian paino tippui kyseisissä indekseissä yli 60 %. Tämän seurauksena Indonesian isohkot pankit olivat lähes ainoa jollain tasolla performoiva osakeluokka. Myös teknologiatyhtiöiden tyhjiö Indonesiassa sai sijoittajat keskittymään Pohjois-Aasian ja/tai USA:n teknoihin, eikä Indonesia kiinnostanut enää lähes ketään. Luonnollisesti kyseisenä aikana tapahtui kaikenlaista muutakin markkinoihin vaikuttavaa sekä Indonesiassa, että muualla maailmassa, mutta yllä mainitut seikat olivat vaikuttavimpia.

Figure 19. JCI EPS growth vs equity flow

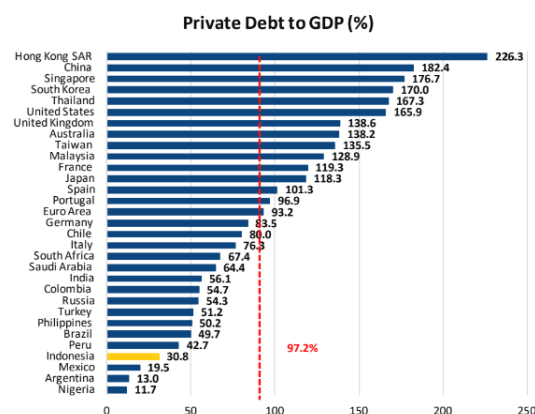


Source: Bloomberg, KISI

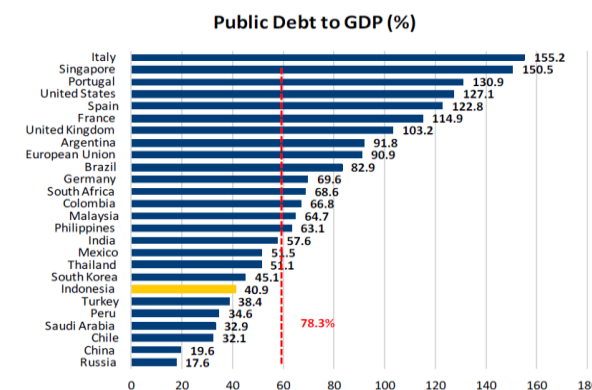
Ulkomaalaisten osakesijoitukset ja EPS kasvu 2013-2020.

Korona-aika

Kyseisenä aikana talous kärsi liikkumisrajoituksista, tukiaisia jaettiin lähinnä ruoka ym. apuna. Yrityssectorilla velkoja neuvoteltiin uusiin muotoihin, ja yleisesti ottaen yritykset trimmasivat operaatioitaan hyvää kuntoon. Pankkilainasykli valahti pakkaselle – yrityssectori eivätkä kotitaloudet ottaneet lisää velkaa, joten lisävastuita ei syntynyt tulevaisuutta ajatellen. Julkisen sektorin velka kasvoi maltillisesti sen ollessa nyt n. 40 % BKT:sta.



Yllä: Yksityissektorin velkasuhde alhaisimpia maailmassa



Yllä: Julkisen sektorin velka myös hyvin alhaalla.

Osakemarkkinan selkeä toipuminen alkoi vasta 2021 viimeisellä kvartaalilla, kun deltamunnoksen viimeinen aalto oli ohi ja liikkumisrajoituksia poistettiin. Tällöin myös ulkomaalaiset sijoittajat alkoivat hiljalleen katsoa Indonesiassa sijoitussilmällä. Vuoden 2022 alun aikana Indonesian osakemarkkina on ylittänyt koronaa ennen olevan tason, mikä ei muuhun maailmaan nähden ole kovinkaan mairittelevaa,

Yllä:

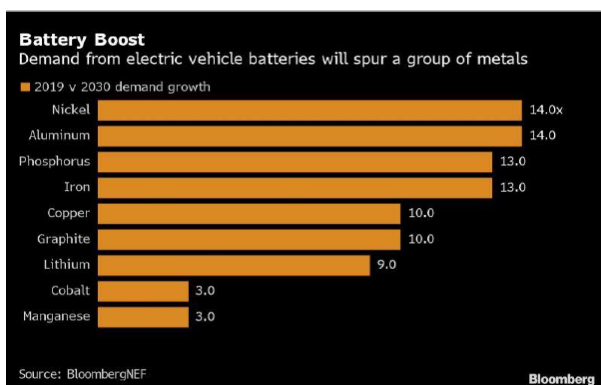
mutta pitänee muistaa, että tämä on tapahtunut ”luomuna” eli lähes ilman keskuspankin apua tai muitakaan tukiaisia. Näin ollen sykli on puhdas, eikä sijoittajan pidä stressata tukiaisten pienentämistä (esim. USA:ssa QT-prosessi, korkojen nostot ja korkea inflaatio).

Nykytilanne

Yhteiskunnan (yritykset, valtio, kotitaloudet) kokonaisvelka-aste n. 100 % BKT:sta eli alhaisimpia maailmassa. Inflaatio ainoastaan n. 2,6 %, kun vastaavasti korkotaso 3.5%: positiivinen reaalkorkotaso eli ei kiirettä nostaa korkoja, vaikka inflaatio tästä nousisikin. Lainanantocykli hyvässä trendissä. BKT kasvaa 2-3 kertaa lujempaa kuin inflaatio, joten maan tilannetta voisi kuvailla käänteiseksi stagflaatioksi.

Vientisektori vain n. 20 % BKT:sta eli hyvin kotimarkkinavetoinen talous, mutta, koska Indonesia on yksi maailman suurimpia raaka-ainetuottajavaltioita, se hyötyy hyvinkin paljon raaka-aineiden hintojen noususta ja vahvasta kysynnästä. Tämä koskee etenkin ns. ”vihreää siirtymää” ja esimerkiksi sähköautoalaa, kun Indonesia

on mm. maailman suurin nikkelintuottaja. Raaka-aine sektorin voimaa laajempaan taloudelliseen aktiviteettiin ei voi väheksyä, kun ala työllistää huomattavan määrän Indonesian 270 miljoonasta asukkaasta.



Yllä: Sähköautoala tarvitsee raaka-aineita huomattavasti

The value of loans in Indonesia increased 5.80 percent in January of 2022 over the same month in the previous year. source: Bank Indonesia



Yllä: Lainanantocykli puhtaassa nosteessa koronakuopasta.

Osakemarkkina

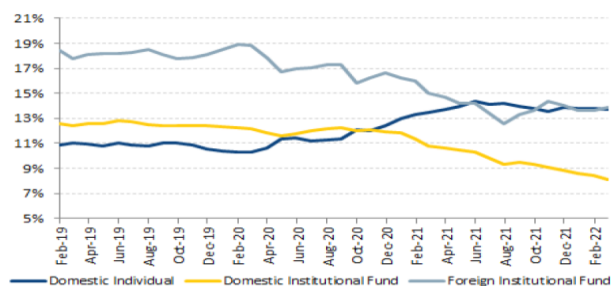
Osakemarkkinan koko on ollut jo pitkään n. 50 % BKT:sta eli alhaisimpia Aasiassa. Lukuina siis JCI-indeksin (kaikki listatut) koko 577mrd USD, kun BKT 1,100mrd USD 2021 lopussa. Listattuja yrityksiä 762. Valuaatio 2022: ROE 14.4 %, P/BV 2.2, P/E 16, osinko 2.2 %. Viisi suurinta yhtiötä yli 30 % indeksistä. Finanssialan yritykset dominoivat, kun näiden kokonaispaino on 33 %. Suurimpien yritysten alta löytyy paljon PK-yrityksiä, joiden valuaatiot ja kasvunäkymät ovat huomattavan valoisia.

Name	Weight (%)
IDX Sector Financials	32.971627
IDX Consumer Non-Cyclica	14.137441
IDX Sector Basic Materia	13.744771
IDX Sector Energy	9.537528
IDX Sector Infrastructur	8.352137
IDX Sector Consumer Cycl	5.854749
IDX Sector Technology	4.762268
IDX Sector Healthcare	3.640073
IDX Properties & Real Es	3.630235
IDX Sector Industrials	2.730849
IDX Transportation & Log	0.638322

Yllä: JCI:n sektoripainot. Huomattavaa, että teknologiasektorin paino oli vielä vuosi sitten 0.77 % ja nyt 4.7 %. GoTo ja muiden teknologiayhtiöiden listautumiset tulevat nostamaan teknologiasektorin painon 15 % tasolle, joka tulee lisäämään Indonesian kiinnostavuutta ulkomaailmassa.

Yksityissijoittaminen on vahvassa kasvussa. Kun kävin ensimmäistä kertaa Jakartassa vuonna 2010 oli yksityissijoittajien (rahasto, osake ja korkosijoittajat) lukumäärä alle puoli miljoonaa ja 2017 se oli kasvanut hieman yli miljoonaan. Tämän jälkeen kasvu on ollut vahvaa, kun 2021 puolivälissä rekisteröityneitä sijoittajia oli jo yli 6 miljoonaa. Tähän merkittävänä tekijänä digitalisaatio, joka on tehnyt sijoittamisesta helpompaa.

FIGURE 5. FOREIGN INSTITUTIONAL FUNDS' OWNERSHIP IN JCI INDEX HAS INCLINED TO 13.9% IN FEB -2021



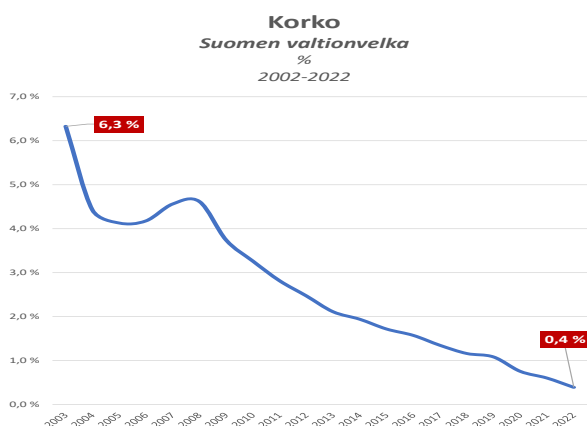
Yllä: Yksityissijoittajat nykyään suurin sijoittajaryhmä, mutta ulkomaalaiset instituutiot palailemassa.

Kokonaisuudessaan tilanne on osakesijoittajan suhteen suhteellisen valoisa. Isoimpana riskinä näen nykytilanteessa vehnän ja öljyn hinnan, jotka voivat nostaa inflaatiota useammalla prosenttiyksiköllä. Isomman pääomapaon riski on myöskin pienentynyt, kun sekä osake, että velkakirjapuolella ulkomaalaisten omistukset ovat historiallisen alhaisia. Vuoden 2022 alusta Indonesia on tuottanut yli 10 % enemmän kuin S&P500 indeksi, eikä JCI-indeksiin ole sota Euroopassa vaikuttanut.

(Juuso Mykkänen)

Suomen valtiontalous ja sen setelirahoitus

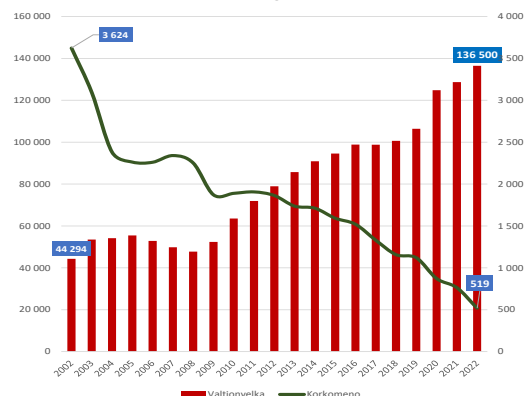
Suomen valtion velalleen maksama korkoprosentti [=budjettitilinpidon mukainen korkomeno / valtionvelan kesikikorko budjettivuoden aikana] on kehittynyt seuraavalla tavalla kuluneen kahdenkymmenen vuoden aikana:



Kuva 1 Suomen valtion velalleen maksama korkoprosentti 2002 - 2022

Vuonna 2022 maksetaan arviolta 519 miljoonaa euroa korkoa 136,5 miljardin valtionvelalle, kun kaksikymmentä vuotta sitten maksettiin 3,6 miljardia euroa korkoa 44,2 miljardin euron velalle. Velan määrä on kolminkertaistunut ja korkomeno on laskenut runsaaseen kymmenyksen.

**Suomen valtionvelka
Finlands statsskuld
määrä ja korkomeno
mängd och räntekostnad
2002-2022
m€**



Kuva 2 Suomen valtion velka ja sen korkomeno, m€, 2002-2022

Valtion velkaa on kasvattanut valtiontalouden budjettialijäämä. Seuraavassa taulukossa on esitetty neljän viimeisen vuoden talousarviot ja lisäksi vertailukohtaksi vuoden 2008 valtion talousarvioesitys:

TULOT m€	2008	2019	2020	2021
Verot ja veronluonteiset tulot	38 047	45 666	42 020	45 186
<i>josta</i>				
Arvonlisävero	14 496	18 600	19 354	20 217
Ansiotulovero + yle-vero	6 051	6 851	6 225	6 750
Pääomatulovero	2 800	3 244	3 357	3 256
Yhteisövero	5 392	4 318	2 716	3 218
Perintö- ja lahjavero	500	720	779	846
Tupakkavero	611	1 126	1 011	1 132
Alkoholivero	1 088	1 520	1 480	1 393
Energiaverot	3 251	4 678	4 454	4 158
Ajoneuvo- ja autovero	1 981	2 141	1 869	1 938
Varainsiirtovero	600	840	762	780
Kaikki muut verot & veronluonteiset	1 277	1 628	13	1 498
Muut tulot	7 274	8 031	7 420	8 106
<i>josta</i>				
Osinkotulot ja omaisuuden myynti	1 983	1 823	1 456	2 388
Kaikki muut tulot	5 291	6 208	5 964	5 718
VALTION TULOT YHTEENSÄ	45 321	53 697	49 440	53 292
MENOT m€	2008	2019	2020	2021
Eduskunta	122	124	127	129
Presidentti	9	20	16	19
Valtioneuvoston kanslia	60	268	918	222
Ulkoministeriö	1 095	1 135	1 262	1 288
Oikeusministeriö	725	978	970	1 005
Sisäministeriö	1 073	815	1 591	1 567
Puolustusministeriö	2 425	3 139	3 203	4 873
Opetus- ja kulttuuriministeriö	6 888	6 432	7 377	7 012
Maa- ja metsätalousministeriö	2 795	2 622	2 868	2 628
Liikenne- ja viestintäministeriö	2 090	2 880	3 770	3 485
Työ- ja elinkeinoministeriö	2 413	2 539	5 660	3 828
Sosiaali- ja terveysministeriö	13 935	15 054	18 254	17 603
Ympäristöministeriö	319	204	396	302
Valtionvarainministeriö	6 748	17 502	19 762	19 467
<i>josta</i>				
verotus ja tulli	551	624	670	647
eläkkeet (valtion työntekijät)	3 487	5 068	5 175	5 218
kuntien valtionosuudet	250	8 525	10 497	10 077
EU ja kansainv. Järjestöt	1 608	2 097	2 131	2 459
muut	852	1 188	1 289	1 066
Valtionvelan korot	2 422	1 180	873	764
VALTION MENOT YHTEENSÄ	45 079	55 578	67 047	64 196
Alijäämä = lisävelanottoarve	242	-1 881	-17 607	-10 904

Taulukko 1 Suomen valtion talousarvioesitys vuosille 2008, 2019, 2020, 2021 ja 2022, m€

Suomen valtion menot ovat kasvaneet 20 miljardilla eurolla vuoteen 2008 verrattuna. Käsitkseni mukaan bruttokansantuotteemme oli tuolloin 233 mrd € ja tällä hetkellä 250 mrd € (olen vähän epävarma minkä vuoden rahassa mikäkin on esitetty).

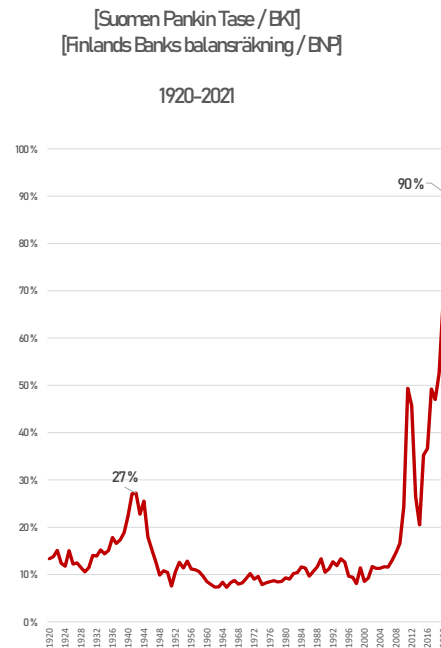
Miten korko voi olla näin superalhainen?

Miten on sitten mahdollista, että korkotaso on laskenut näin alhaiseksi siitä huolimatta, että meillä ja maailmalla on otettu ennätyskellisen paljon valtionvelkaa? Joku voisi väittää, että velkakirjasijoittajat voisivat vaatia korkeampaa eikä alhaisempaa korkoa sitä mukaan, kun valtiontalouden tila heikkenee tällä tavalla?

Setelirahoitus

Tämän asian selittää kautta länsimaailman harjoitettu mit-tava setelirahoitustoiminta, jolla on autettu valtioita kanta-maan velkaansa. Suomen osalta viime vuosina harjoitettuun setelirahoitustoimintaan voi hakea perspektiiviä seuraavan

kuvan avulla - ”Itsenäisen Suomen setelirahoituksen histo-ria”

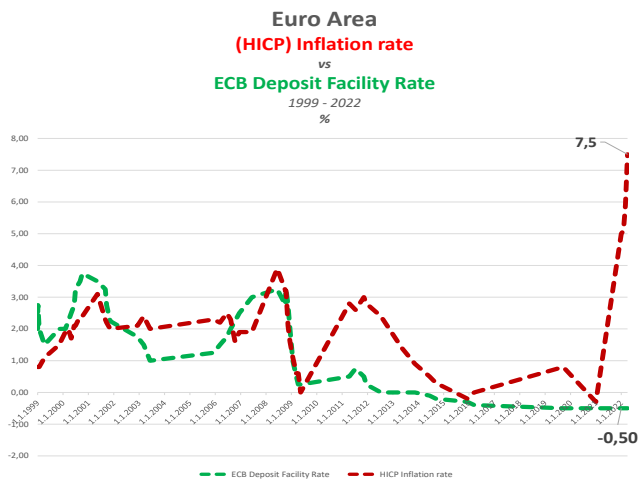


Kuva 3 Suomen Pankin taseen loppusumma jaettuna maan brutto-kansantuotteen määrällä jaksolla 1920-9/2021. Lähteet: zenos-tock.com, suomenpankki.fi, tilastokeskus, Ikonen, Vappu: Working Paper, Suomen Pankin tase vuosina 1868-1992:Kuukausisarjat, Bank of Finland Discussion Papers, No. 19/1998

Vastaus yllä esitettyyn kysymykseen on siten seuraava: Si-joitattajien (aito) velkakirjakysyntä on viime vuosina näytellyt sivuroolia, koska Suomen valtio on itse noussut Suomen val-tion ylivoimaisesti suurimmaksi rahoittajaksi – eli me olemme itse myöntäneet itsellemme lainaa ja painaneet uutta rahaa tarkoitusta varten. Esimerkiksi pandemian puhkeami-sen jälkeisen valtionvelan hyppäys on pitkälti setelirahoitettu Snellmaninkadulta.

Rahan määrän kasvun seuraus

Tämä toiminta (meillä ja muualla), eli rahan määrän ennen-näkemätön kasvu, on puolestaan johtanut tähän:



Lopuksi

Pitäisikö jonkun tehdä jotain? Mutta mitä? Ja kenen?

(Petter Langenskiöld)

Loppusanat

Lopuksi haluamme toivottaa lukijoillemme oikein hyvää kevättä!

Espoossa, 07.04.2022

Fourton Oy

Juuso Mykkänen

Mikael Wahlström

Zenito Oy

Petter Langenskiöld