

Syksyn sävel

Pääomalla onkin taas kustannus

Vuoden 2022 kolmannella neljänneksellä vastatuuli osakemarkkinoilla jatkui voimakkaana. Juuri mistään ei löytynyt minkäänlaista turvasatamaa. Laukkaava inflaatio ja etenkin USA:n keskuspankin jyrkähköt toimet koronnostojen muodossa inflaation taltuttamiseksi alkoivat vaikuttaa myös Euroopan Keskuspankin mielipiteisiin. Odotukset pysyvästi ja merkittävästi korkeammasta korkotasosta tulevaisuudessa painoivat kolmannella neljänneksellä markkinaa kuin markkinaa alaspäin. Suurin piirtein kaikki omaisuuslajit laskivat arvossa, eivät pelkästään osakkeet. Nousevan koron vaikutus näkyy sitä kautta, että vaikka koronnostoilla ei välttämättä ole juuri merkitystä yksittäisen yhtiön tulevaisuuden tuloksentekokykyyn, niin markkinat arvostavat korkeammalla diskonttauskorolla tulevaisuuden tulovirran sitä matalammaksi mitä enemmän korko nousee ja mitä kauempana tulevaisuudessa tulokset ovat. Tämä pätee kaikkiin omaisuuslajeihin. Myös esimerkiksi pitkien korkoinstrumenttien puolella nouseva korko on saanut merkittävää kurssituhhoa aikaiseksi.

Osakemarkkinoiden kohdalla myrkyllinen yhdistelmä merkittävästi nousevat korot, laukkaava inflaatio, aika huolestuttava geopoliittinen ilmapiiri, tulossa oleva vaikea talvi Euroopassa energiahuollon suhteen, hyvin todennäköinen taloustaantumata joka voi olla jyrkkäkin, pääomamarkkinoiden muuttuminen epälikvidimmäksi etenkin ei-noteerattujen sijoituskohteiden kohdalla, suursijoittajat, jotka ovat velvoitetuja ylläpitämään tiettyä solvenssitasoa, saivat aikaan aika jatkuvaa myyntipainetta, kun likviditeettiä pyrittiin

kasvattamaan ja yleistä riskitasoa ottamaan alas. Kuten yleensä tällaisessa tilanteessa on ollut tapana, osakemarkkinat olivat nytkin kaikkein likvidein markkinapaikka, joten luultavasti myyntipainetta kohdistui osakemarkkinoihin myös juuri siitä syystä.

Sinänsä allekirjoittanut yhtyy markkinakonsensusukseen, lähitulevaisuus näyttää aika pahalta. Toisaalta tällaiselle jo aika pitkän tien kulkeneelle salkunhoitajalle markkinat tuntuvat nyt alhaisesti hinnoitelluilta. Jos jotakin myönteistä tapahtuisi mikä saa nykyiset pelot edes vähän hälvenemään, nousu osakemarkkinoilla voi olla merkittävä, osin hyvinkin merkittävä. Hyvien, alansa johtavien yritysten osakkeita, yrityksiä, jotka menestyvät yleistalouden mukana, ja joilla lisäksi pitäisi olla hyvä kyky siirtää nousevia kustannuksia omien tuotteidensa ja palveluidensa hintoihin, saa nyt hankittua ainakin aikaisempaan verrattuna alennetuin hinnoin. Historia ei toki aina toista itseään, mutta yleensä syvän markkinapessimismin aikana on pystytty tekemään hyviä pitkän ajan sijoituksia.

(Mikael Wahlström)

Kiina pohjilla ja geopolitiikan kiemurat

”Onko Kiinasta tulossa investointikelvoton?” on kuluvan vuoden aikana kuulunut useamman tahon suusta, kun jokseenkin yksipuolinen länsilehdistö on kertonut viimeaikaista anti-Kiina julistustaan. Tästä tulee allekirjoittaneelle mieleen pitkäaikaisen laskumarkkinan pohja osakemarkkinalla, jolloin kukaan ei yleensä halua koskea osakkeisiin pitkällä

Fourton Rahastoyhtiö

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

PUHELIN 09 4393 780

Fourton Fondbolag

BESÖKSADRESS / POSTADRESS
Hagalunds Centraltorn, 13. vån.
Tapiatorget 1, 02100 Esbo
PB 111, 02101 Esbo

TELEFON +358 9 4393 780

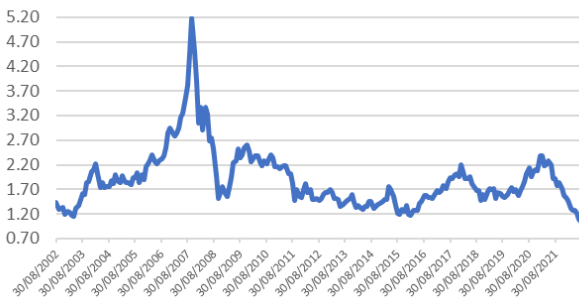
Fourton Fund Management Company

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

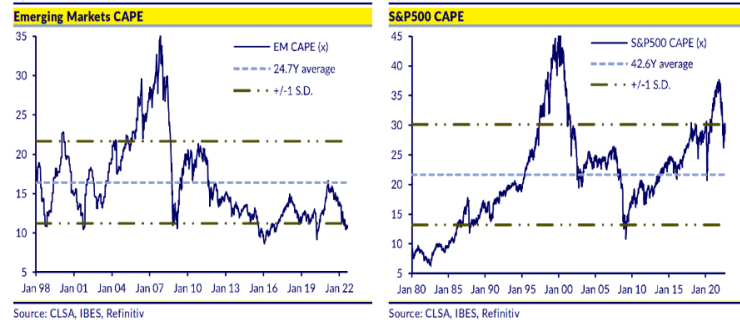
www.fourton.fi

kepilläkään. Kiinan osakemarkkinan ja talouden ongelmat selkeästi tiedostetaan, kuin myös se, että Kiinan osakkeiden arvostus on parhaillaan alhaisempi kuin viimeisen 25 vuoden aikana. Mutta eivät Kiinan osakkeet ainakaan vielä kelpaa, koska autoritääriin maa ym. kulttuurishokkiasiat ovat lehtien otsikoissa. Kiinalaisten osakkeiden puolesta puhuu se, että asuntomarkkina on ollut laskusuhdanteessa jo vuoden 2021 alkupuolelta saakka, joten alamäkiprosessin loppu alkaa olla lähempänä. Inflaatio ei myöskään ole Kiinassa ongelmana ja korkopolitiikka on selkeästi laskusuunnassa. Sykli on siis huomattavasti pidemmällä kuin läntisessä maailmassa, missä asuntomarkkinan laskusuhdanne on vasta aluillaan ja inflaatio korkeimmilla tasoilla sitten 1970-luvun. Kiinan poliittinen tilanne selkenee lokakuusta lähtien myös, kun kansankokouksessa maan johtoon Xi:n alle valitaan uudet päättäjät. Näin ollen epävarmuus talouspolitiikan suhteen vähenee, ja sijoittajat pystyvät tekemään varmempia päätöksiä tulevaisuuden suhteen.

MSCI China P/BV 2003 -2022



Kuva 1: Kiinan P/BV valuatio on kuluvan vuosisadan pohjilla. Lähde: Bloomberg



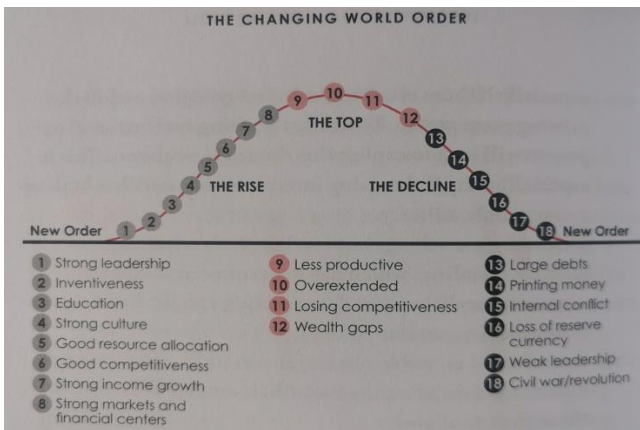
Kuva 2: Kehittyvien markkinoiden Schillerin PE (CAPE) on historiallisen alhaisilla tasoilla, kun vastaavasti USA:n S&P500 indeksin CAPE on korkeampi kuin lähes koskaan. Lähde: CLSA

Geopolitiikan asemat murroksessa

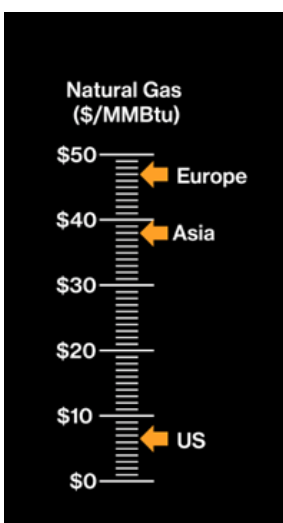
“To be an enemy of America can be dangerous, but to be a friend is fatal” – Henry Kissinger

Entisen USA:n ulkoministerin Kissingerin sanonta on tullut mieleen allekirjoittaneelle kuluvan vuoden traagisten tapahtumien aikana, kuin myös antiikin Rooman Ciceron sanonta ”Qui Bono” eli kuka tästä hyötyy. Ukrainan sodan seurauksista Euroopassa hyötyy ainakin USA, kun he saavat maakaasun ja aseiden myynnistä huomattavia myyntituloja Euroopasta. Nämä kaupat tehdään siis taaloissa, eikä euroissa, joka on tässä erityisen merkityksellistä aikaisempaan tilanteeseen verrattuna. Myös Arabimaat, Norja ja muut kaasuntuottajamaat hyötyvät. Jos tilanne jatkuu samanlaisena voivat esimerkiksi USA ja muut halvan energian maat alkaa hyötyä myös siitä, että teollisuutta aletaan siirtää Euroopasta muualle. Lisäksi itse asetettujen sanktioiden takia Eurooppa ja etenkin Saksa ovat nyt miljardeja euroja köyhempiä, ehkä pysyvästi, jos tilanne jatkuu samanlaisena. Euroopan, joka on energian netto-ostaja, suurimmista valttikorteista viime vuosikymmeninä on ollut halpa energia, jonka avulla on pystytty olemaan globaalissa kentässä kilpailukykyinen. Ja pystyykö Eurooppa sotimaan samaan aikaan kolmella rintamalla: inflaatio sodassa, ilmastonmuutossodassa ja Ukrainan sodassa?

Kuitenkin, vaikka USA:n vaikutusvalta näyttää olevan vahvistunut Euroopassa Ukrainan sodan aikana, sen vaikutusvalta Arabian niemimaalla, Afrikassa, Etelä-Amerikassa ja Aasiassa on heikentynyt. Maailman suurimman hedge -rahaston Bridgewaterin perustaja, yhdysvaltalainen Ray Dalio analysoi kirjassaan, miten USA:n asema ns. suurvaltasyklissä on sen loppupäässä, ja miten maailman suurvaltojen pitempiaikaiset syklit ovat tulleet historiallisesti päätökseensä (kts kuva alla). Parhaillaan USA on syklin loppupuolella kohdassa 15-17, joka on yleensä syklin vaarallisimpia osia. Kohta 18 saattaa olla myös hyvin lähellä, koska ”Leipää & sirkushuveja” -aikakausi on lopuillaan (eli QE ja nousevat pääomamarkkinat).



Kuvan lähde: ”Changing World Order”, Ray Dalio, 2021.



Yllä: Siirtykö teollisuutta Euroopasta USA:n halvan energia perässä. Näin ollen USA:n ”onshoring” tulisi osittain eurooppalaisten maksettavaksi. Kuvan lähde: Doomberg

SCO, OPEC & BRICS+

Vastavoima USA:n johtamalle länsihegemonialle on ns. ”Global South” -ryhmittymä, johon voidaan laskea Shanghai Co-operation Organisation (SCO), OPEC+ ja BRICS+, joilla kaikilla alkaa olla huomattava valta-asema maailmanpolitiikassa. OPEC käytännössä kontrolloi maailman öljyvarojen käyttöä eli määrittää öljyn/energian hinnan. USA:n vaikutusvalta OPEC:iin tuli viimeistään selväksi viime viikolla OPEC:n kokouksessa, kun päätettiin 2 miljoonan barrelin leikkauksesta päivätuotantoon, vaikka Bidenin hallinto oli toivonut tuotannon lisäyksiä, joka olisi lähinnä auttanut demokraatteja marraskuun vaalien suhteen. BRICS+ -ryhmittymän ovelle on ollut myös tungosta, kun useammat maat haluavat virallisesti liittyä BRICS:iin, joka ajaa kyseisten maiden etuja maailmankaupassa ja politiikassa. Kyseiset maat ovat myös suunnittelemassa uutta reservivaluutaa, joka ei olisi vain yhtä maata hyödyttävä, kuten nykyinen fiat-pohjainen dollarijärjestelmä parhaillaan on.

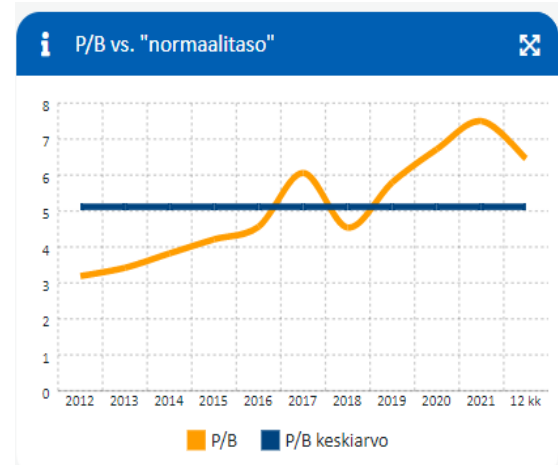
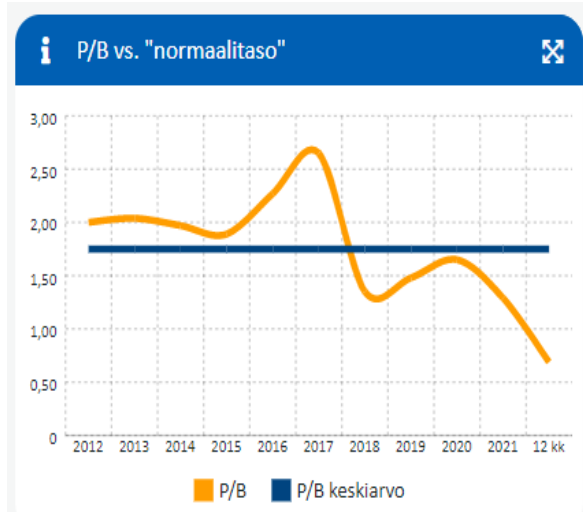
Sijoittamiseen ja sijoitusten allokointiin geopolitiikalla ja maailman valtasuhteiden muutoksilla on luonnollisesti iso vaikutus. Historian tuntemisella pääsee jo aika pitkälle, kuten Mark Twain sanoi: ”Historia ei toista itseään, mutta sillä on sama riimitys”.

(Juuso Mykkänen)

Saksan 20 ”halvinta” suurempaa pörssi-yhtiötä

= [39 % x 10 vuoden normaalihinta]

Käppyrä alla piirtää Saksan kahdestakymmenestä ”halvimasta”*) suuremmasta (m.arvo > 1000 m€) pörssi-yhtiöstä kootun salkun markkina-arvon ja oman pääoman suhteen (P/B) kehitystä kuluneelta kymmeneltä vuodelta.



Salkku koostuu seuraavista yhtiöistä (listattu ”halpuusjärjestyksessä”):

#	Company	Industry
1	Continental AG	Auto Parts: OEM
2	Covestro AG	Chemicals: Specialty
3	BASF SE	Chemicals: Major Diversified
4	1&1 AG	Telecommunications
5	Evonik Industries AG	Chemicals: Major Diversified
6	ThyssenKrupp AG	Steel
7	Siltronic AG	Industrial machinery, engineering, construction
8	Mercedes-Benz Group AG	Motor Vehicles
9	HeidelbergCement AG	Construction materials
10	ProSiebenSat.1 Media SE	Media: Broadcasting/publishing
11	KION GROUP AG	Industrial machinery, engineering, construction
12	Aurubis AG	Other Metals/Minerals
13	Fuchs Petrolub SE	Industrial Specialties
14	Bayerische Motoren Werke AG	Motor Vehicles
15	K+S AG	Chemicals: Specialty
16	Merkel Group AG	Other Metals/Minerals
17	TRATON SE	Motor Vehicles
18	Lanxess AG	Chemicals: Major Diversified
19	Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA	Health care services
20	Bilfinger SE	Industrial machinery, engineering, construction
21	Wacker Chemie AG	Chemicals: Major Diversified

Seuraavaksi piirretään sama käppyrä länsimaailman markkina-arvoltaan 20 arvokkaimmasta pörssi-yhtiöstä:

(Alphabet, Amazon, Apple, Berkshire, Chevron, Eli Lilly, Exxon, Johnson&Johnson, JPMorgan, LVMH, Meta, Microsoft, Nestle, NVIDIA, Roche, Tesla, Home Depot, UnitedHealth, Visa, Walmart)

Se, että ”halvoista” osakkeista koottu salkku piirtää paremman näköisen käyrän kuin maailman arvokkaimmat yhtiöt eivänsä ole merkittäviä.

Mutta se, mikä on huomionarvoista, on että kuinka monta perinteisesti vahvaa yritystä Saksan 20 halvimmalla listalla tällä hetkellä pitää sisällään.

Siksi voikin olla niin, että sijoitus kahteenkymmeneen saksalaiseen yhtiöön ”alhaisella arvostuksella, joka on selvästi alhaisempi kuin historiassa normaalisti” voisi tällä hetkellä erinäisistä suuristakin huolenaiheista huolimatta olla parempi valinta kuin sijoitus länsimaailman kahteenkymmeneen arvokkaimpaan yhtiöön ”korkealla arvostuksella, joka on korkeampi kuin historiassa normaalisti”.

(Petter Langenskiöld, Zenito Oy)

*) = ”halvalla” tarkoitetaan tässä Fourton Hannibal-rahaston sijoituskohteiden etsinnässä apuvälineenä käytettyä ”halpuusarvosanaa” (Lähde: www.zenostock.com)

Loppusanat

Lopuksi haluamme toivottaa lukijoillemme oikein hyvää syksyä!

Espoossa, 10.10.2022

Fourton Oy

Juuso Mykkänen

Zenito Oy

Petter Langenskiöld

Mikael Wahlström