

Uusi vanha maailma

Markkinalla taitaa paraikaa vallita aika yhtenäinen konsensus syistä siihen, miksi melkein kaikki omaisuusluokat antoivat vuonna 2022 huonon tuoton. Osakepuolella parhaita olivat sijoituskohteet, jotka hyötyivät etenkin energian hinnan noususta, mutta kohtalaisesti meni myös niillä, jotka hyötyivät inflaatiosta tai sen seurauksena nousseista koroista, kuten pankit. Ei siis toisteta tässä enempää kaikille jo tuttuja asioita. Eilispäivän uutiset ovat jo vanhentuneita, mutta paljon vanhemmat uutiset, vaikkapa neljäkymmenen vuoden takaa, voivat tarjota kiinnostavan näkökulman siihen, mitä voi olla tarjolla sijoittajille vuonna 2023. Sanotaan, että historia ei toista itseään, mutta riimittelee joskus.

1970-luvulla inflaatio räjähti ylöspäin useimmissa maissa, ja korot seurasivat mukana. Etenkin, kun USA:n keskuspankin pääjohtaja Paul Volker vuosina 1979–1981 päätti katkaista inflaatiokierteeltä siivet koronnostoilla (yli 20 % huipussaan!), vaikka hintana oli ankara taloudellinen taantuma USA:ssa. Samanlaisia äänensävyjä on nyt alkanut kuulua USA:sta. Ehkä kantti ei kuitenkaan aivan kestä tällä kertaa, etenkin kun julkisen talouden velkaantumisasasteet maassa kuin maassa ovat nykyään aivan eri tasoilla kuin neljäkymmentä vuotta sitten. Ajatusleikkinä on kuitenkin mielenkiintoista miettiä myös sellaista mahdollista skenaariota, että kyllä, inflaatio jyllää vielä vuosia, mutta inflaatio ei kohta hyödytä velallisiakaan, koska korot ovat vieläkin korkeampia kuin inflaatio. Samanaikaisesti talous ei kasva, vaan taantuu. Julkisella sektorilla ei ole enää varaa jakaa etuuksia ihmisille samalla tavalla kuin nyt. Erilaiset leikkaukset ovat päinvastoin pakon edestä päällä, koska julkisen sektorin ja

etenkin valtionvelan koronmenot ovat kasvaneet voimakkaasti ja alkavat muodostaa merkittävän osan vuotuisesta tulo- ja menoarviosta. Samalla on pakko kiristää verotusta, jotta valtion- ja kuntasektorin kassoihin tulee edes sen verran tuloja, että voidaan suoriutua aivan pakollisista menoista, kun ikkuna lisälainoille on vaihtoehtona mennyt kiinni.

Kuulostaako pelottavalta? Allekirjoittaneen mielestä lähinnä epämääräisen tutulta, koska tämä oli se maailma, missä hän varttui 1970- ja 1980-luvulla, ensin pienenä harrastussijoittajana, sitten tuoreena alan ihmisenä. Muutama ajatus tämän perusteella siitä, mitä lähivuodet nyt voivat tarjota meille osakesijoittajille:

- Tappiollisten ja velkaisten yritysten eliniän odotusarvo lyhenee dramaattisesti.
- Erilaiset kuplat markkinoilla puhkeavat nopeasti, koska niiden rahoittaminen on kallista.
- Osakkeiden yleinen arvostustaso on selvästi alhaisempi kuin on ollut viimeisten viidentoista vuoden aikana.
- Terveistä, kasvavista yhtiöistä tulee sijoittajille entistäkin kullanarvoisempia.
- Osinkoja maksetaan vähemmän kuin aikaisemmin, paras suoratuotto saadaan korkomarkkinoilta.

Lopuksi muutama sana omassa asiassa, eli Fiesta rahastotamme. Fiestan sijoitusalueella menee tällä hetkellä vielä varsin hyvin, vaikka tietty pelko odotetusta tulevasta taantumasta ajaa yritykset varovaisemmaksi ennustamisen suhteen. Marraskuiset yritystapaamiset Madridissa antoivat

Fourton Rahastoyhtiö

KÄYNTIOSOITE / POSTIOSOITE
Itälahdenkatu 15-17, 2. krs
00210 Helsinki

PUHELIN 09 4393 780

Fourton Fondbolag

BESÖKSADRESS / POSTADDRESS
Östersjögatan 15-17, 2. vån.
00210 Helsingfors

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

edelleen myönteisen kuva siitä, että oikeastaan yrityksillä menee varsin mukavasti eikä vielä ole näkynyt mitään merkittävämpää hidastumista taloudessa. Jollei mitään kovin kielteistä vuoden 2023 aikana tapahdu, Fiestan sijoituksilla pitäisi kaiken järjen mukaan olla merkittävä kurssinousuvara. Fiestan sijoitusalueen kurssikehitys laahasi lisäksi vielä hyvinä aikoina monta vuotta monien muiden markkinoiden perässä.

(Mikael Wahlström)

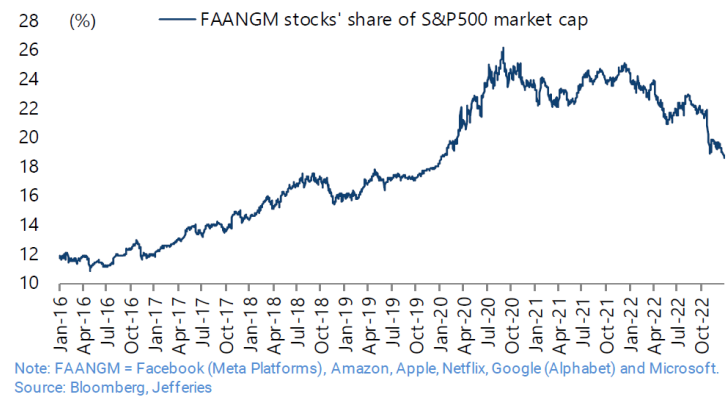
Uusi sykli, uudet kujeet

Vuonna 2022 tapahtui muutamia järjestyttäviä tapahtumia sekä pääomamarkkinoilla, että geopolitiikassa (sota), jotka varmasti tulevat vaikuttamaan vielä vuosikymmeniä eteenpäin.

Osakemarkkina

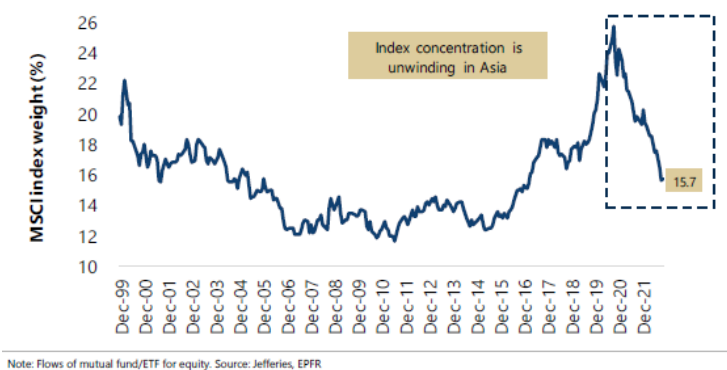
USA:ssa sekä osakemarkkina, että valtionlainamarkkina heikentyivät kaksinumeroisin luvuin, joka on erittäin harvinaista, mutta ottaen huomioon isot velkatasot ja historiallisen suuren kulpan pääomamarkkinalla, on luonnollista, että kuplat myös puhkeavat. Osakemarkkinoilla isojen teknologiayhtiöiden kupla myös päästi suuremmat ilmat pihalle vuoden 2022 aikana, vaikkakin tämä prosessi vaikuttaa selkeästi jatkuvan vuoden 2023 puolella (kts kuva 1 ja kuva 2.). Useammissa G7 maissa eli länsimaissa osakekurssit ovat tippuneet vuoden 2019 tasolle tai sen alle, mutta USA:ssa, missä kuplaa on kasvatettu kauemmin, ollaan vielä n. 20 % vuoden 2020 alun huipputasojen yläpuolella, kun vastaavasti USA:n valuaatiot ovat huomattavasti korkeammilla tasoilla kuin muualla maailmassa (kts kuva 3 ja 4). Sijoittajia askarruttava kysymys on tietenkin se, mitkä ja minkälaiset yhtiöt tulevat olemaan uuden nousun voittajia, kunhan tämä nykyinen prosessi on ajettu ns. loppuun asti (kuva 5).

US Big Tech's share of S&P500 market capitalisation



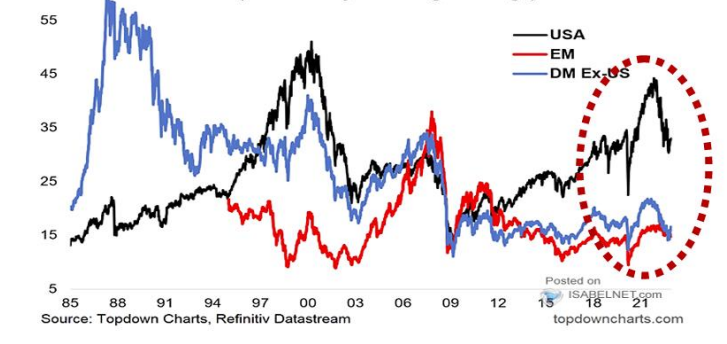
Kuva 1: FAANGM yhtiöiden osuus S&P500-indeksistä on lähtenyt vihdoin pienenemään, mutta vielä on matkaa terveemmille tasoille.

MSCI Asia Pacific ex-JP – Top 5 weight over time



Kuva 2: Aasiassa isojen ideksi-yhtiöiden kupla puhkeksi jo 2021-2022 aikana, kun näiden yhteispaino on tippunut 25% tasolta nykyiselle 15% tasolle.

Global Equity Valuations - PE10 (Price vs 10-year average earnings)



Kuva3: USA:n valuaatiotasot huomattavasti korkeammalla kuin EM tai DM (ex-USA) maailmassa. Rotaatiota pois päin

USA:sta mitä luultavimmin luovassa seuraavina vuosina. Kuvan lähde: Twitter



Kuva 4: S&P500 Indeksien P/Sales valuatio on yhä korkeammalla kuin IT-kuplan korkeimmilla huipuilla, jolloin puhuttiin ettei kyseisiä tasoja tulla enää ikinä saavuttamaan. Lähde: Bloomberg, Fourton

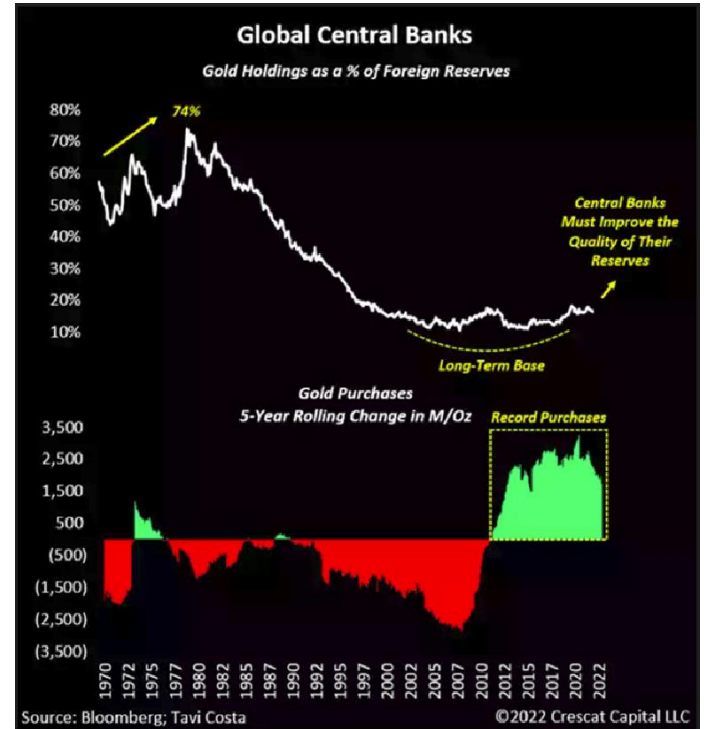
The World's Top Ten Largest Companies by Market Capitalization (ex Aramco)				
1980: Peak Oil	1990: Japan will take over world	2000: TMT bubble	2010: China will take over world	2021: Only tech can deliver growth
Malthusian Bull	Ricardian Bull	Schumpeterian Bull	Malthusian/Ricardian Bull	Schumpeterian Bull
IBM	NTT	Microsoft	Exxon Mobil	Apple (US\$ 2.43tr)
AT&T	Bank of Tokyo-Mitsubishi	General Electric	PetroChina	Microsoft (US\$2.25tr)
Exxon	Industrial Bank of Japan	NTT DoCoMo	Apple Inc.	Alphabet/Google (US\$1.88tr)
Standard Oil	Sumitomo Mitsui Banking	Cisco Systems	BHP Billiton	Amazon (US\$ 1.73tr)
Schlumberger	Toyota Motors	Wal-Mart	Microsoft	Meta/Facebook (US\$ 975b)
Shell	Fuji Bank	Intel	ICBC	Tesla (US\$745bn)
Mobil	Dai Ichi Kangyo Bank	NTT	Petrobras	Berkshire Hathaway (€30b)
Atlantic Richfield	IBM	Exxon Mobil	China Construction Bank	TSMC (US\$602bn)
General Electric	UFI Bank	Lucent Technologies	Royal Dutch Shell	Tencent Holdings (S\$708b)
Eastman Kodak	Exxon	Deutsche Telekom	Nestlé	Nvidia (S\$22b)

Kuva 5: Eri aikakausien 10 suurinta yhtiötä vuodesta 1980 lähtien. Vuoden 2023 alussa vuoden 2021 listasta on tippunut pois Tencent, TSMC, META. Nvidia, Tesla, kun vastavasti tilalle on tullut Exxon Mobil, J&J, Visa ja United Health. Kuvan lähde: Gavegal

Geopolitiikka ja valuuttareservit

Geopolitiikan saralla Ukrainan tilanteen eskaloituminen ihan oikeaksi sodaksi vuoden 2022 helmikuussa ja tähän liittyneen Venäjän valuuttavarantojen jäädyttäminen USA:n ja tiettyjen muiden maiden toimesta oli yksi suurimmista tapahtumista koskien kansainvälistä valuuttareservijärjestelmää. Venäjän sulkeminen pois SWIFT järjestelmästä ja dollari-pohjaisesta kaupasta antoi signaalin useammalle muulle maalle, että valuuttavarannot eivät välttämättä ole turvassa ellei maan ulkopolitiikka myötäile USA:n ja anglosaksisen maailman ns. "rules based order" -järjestelmää (ts.

yksinäpainen maailmanjärjestys). Tämän seurauksena useat maat ympäri mailman (etenkin kehittyvissä maissa) ovat vuoden 2022 aikana ostaneet kasvavasti kultaa (kuva 6), jotta heidän valuuttavarantonsa olisivat paremmin suojassa järjestelmäriskiltä.



Kuva 6: Keskuspankit ympäri maailmaa ovat alkaneet kasvattamaan kultavarantojaan osaksi myös sen takia, että kultaa nähdään hyvänä inflaatio-suojana ja arvonsäilyttäjänä verraten esimerkiksi maailman suurimpaan "riskittömään" pääomaluokkaan eli USA:n 10v Treasuryihin, joiden ostovoimasta inflation seurauksena vuonna 2022 deflatoitui n. 8%. Vuoden 2022 kolmannen kvartaalin aikana keskuspankit ostivat ennätyselliset 400 tonnia kultaa varantoihinsa. Kuvan lähde: Crescat Capital.

Petrodollari & petroyuan

Yllä olevaan liittyen toinen suuri tapahtuma valuuttareserveihin ja raaka-ainekauppaan liittyen oli Kiinan Xi:n vierailu loppuvuonna Saudi-Arabiaan, missä julkistettiin, että öljykauppaa Kiinan ja Lähi-Idän maiden kanssa aletaan käymään lähivuosina myös Kiinan yuaneilla. Kiinan ja Arabimaiden kannalta tämä vaikuttaa hyvin luonnolliselta kehitykseltä, kun Kiina on loppupeleissä maailman suurin energian

ostajavaltio, maailman suurin vientimaa, maailman suurimpia valmistavan teollisuuden maita jne, joten energiakaupankäynti muilla kuin omalla valuutalla ei ole kovinkaan järkevää. Toisaalta energiakaupankäynnin siirtyminen osaksi ns.” petrodollarijärjestelmästä” muuhun valuuttaan ei historiallisesti ole sujunut ihan ongelmitta – Irakin Saddam Hussein sitä mm. yritti 2000-luvun alussa Euroopan kanssa euron tullessa isoksi globaaliksi reservivaluutaksi, mutta USA sanoi ei, ja antoi myös muille Arabimaille varoituksen vuosina 2003-2022 Lähi-Idän konfliktien kautta. Kuitenkin tällä hetkellä olisi vaikea uskoa, että dollarin kunniaa puolustettaisiin yhtä ankarasti, koska vastassa on nyt paljon isompi ja vahvempi joukko maita, jotka haluavat vähentää altistusta dollarijärjestelmään, Fedin korkopolitiikkaan ym kontrollista ja yksinapaisesta -järjestelmästä.

mCBDC & dollari

Parhaillaan maailma on menossa moninapaista maksujärjestelmää kohti, missä kauppaa käydään kasvavasti kauppaa käyvien maiden omilla valuutoilla. Bank for International Settlements (BIS tai ns. Kansainvälinen järjestelypankki) mm. promotoi maksualustaa nimeltä multi-CBDC (mCBDC tai keskuspankkien digitaalinen valuuttamaksujärjestelmä), jonka avulla kyseiset transaktiot voidaan toteuttaa kokonaan SWIFT ja dollarijärjestelmän ulkopuolella, joka nyt pilottivaiheessa on halvempi ja suoraviivaisempi käyttää kuin nykyinen SWIFT-järjestelmä. Jos ja kun tämä järjestelmä saa “markkinaosuutta” SWIFTilta, eri kaupankäyntikumppanimaiden tarve varastoida dollareita valuuttareserveihin (US 10v Treasureita tms) luonnollisesti pienenee, ja näin ollen pienenee myös USA:n valtion rahoituslähteet, kun samaan aikaan budjettivaje USA:ssa on melkoisen korkealla yli 7 % tasolla. Näin ollen nykyinen FED:n korkojennostisykli ja QT (setelielvytyksen supistaminen) on pakko lopettaa usean eri lähteen mukaan 2023 ensimmäisellä puoliskolla, kun nykyisellä kulurakenteella muuten USA Inc voi olla pian maksukyvyttömyyskriisissä.

Aasian maiden kannalta mCBDC järjestelmä olisi hyvin hyödyllinen useammalle taloudelle, kun dollareiden varastointitarve voitaisiin käyttää tuottavampiin

sijoituskohteisiin, kuten vaikkapa infrastruktuurin kehittämiseen, terveydenhuoltoon ja koulutukseen. Parhaillaan projektin pilottivaiheessa on mukana Thaimaan, HongKongin, Kiinan ja Yhdistyneiden Arabiemiirikuntien keskuspankit.

Näiden tapahtumien valossa vuodesta 2023 on tulossa vähintään yhtä mielenkiintoinen pääomamarkkinoilla kuin vuodesta 2022.

(Juuso Mykkänen)

(pankki-) Maailma on muuttunut

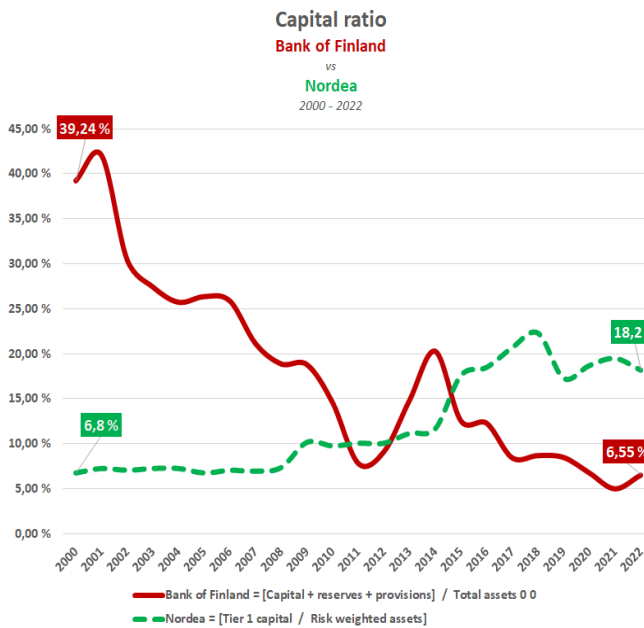
Keskuspankkien yksi tehtävä muiden joukossa on valvoa liikepankkien vakavaraisuutta ja myös tarjota näille hätärahoitusta (turvaavaa vakuutta vastaan) mahdollisten likviditeetti- tms. ongelmien sattuessa.

Maailma tuntuu kuitenkin siinä mielessä muuttuneen, että lukujen valossa ei enää ole lainkaan selvää kuka tarvitsee tukea ja keneltä.

Tai, pitääkö asia nähdä niin, että liikepankkisektorin vakavaraisuus on parantunut keskuspankkien vakavaraisuuden kustannuksella?

Nordea Oyj vs. Suomen Pankki

Havainnollistamme merkillisen nykytilanteen kotimaisella käppyräesimerkillä. Kuva alla piirtää maamme keskuspankin Suomen Pankin ja maamme suurimman liikepankin Nordea Oyj:n vakavaraisuuden kehityksen koko 2000-luvulta.



Keskuspankkien ylivoimaisesti tärkein vakavaraisuuspuskuri on liberaali kirjanpitosääntö

Suomen Pankin vakavaraisuus on laskettu seuraavalla tavalla (perustuen keskuspankin julkaisemiin 31.12.2022 lukuihin): [oma pääoma + varaukset + arvomuutostili] / taseen loppusumma = $[2941 + 5309 + 4262] / 191\,127 = 6,5\%$.

Suomen pankin vakavaraisuuspääoma tällä tavalla laskettuna on siis 12 512 m€. Tähän lukuun liittyy kuitenkin ongelma: Suomen Pankin taseesta löytyy jättimäinen 95 857 m€:n (QE-) velkakirjasalkku (taserivi: "Rahapolitiikan arvopaperit").

Koska tämä salkku on ostettu nollakorkoympäristössä, eli kaikkien aikojen korkeimpaan hintaan, on salkun markkina-arvo laskenut huomattavasti vuoden 2022 aikana nousevien markkinakorkojen seurauksena.

Taseessa velkakirjasalkku voidaan kuitenkin pitää hankinta-arvossaan.

Onko Suomen Pankilla (ja koko Eurosystemillä) enää ollenkaan omia varoja?

Herää siis kysymys, olisiko Suomen Pankilla enää lainkaan vakavaraisuuspääomaa jäljellä jos velkakirjasalkku kirjattaisiin markkina-arvoon?

Tilanne on pitkälti sama koko Eurosystemin osalta.

(Petter Langenskiöld)

Loppusanat

Lopuksi haluamme toivottaa lukijoillemme oikein hyvää talvea!

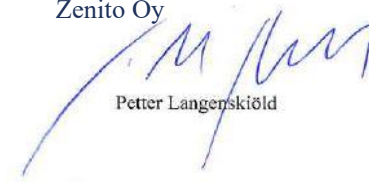
Helsingissä, 12.1.2023

Fourton Oy


Juuso Mykkänen


Mikael Wahlström

Zenito Oy


Petter Langenskiöld