

# Vuotta 2024 ennakoimassa

Luettuani myös kahden kollegani markkinakatsausosiot muutamaan kertaan läpi, huomaan, että meidän kaikkien kolmen kirjoituksista suorasti tai epäsuorasti ilmi inflaation ja korkojen vaikutus kaikkeen, mitä sijoittamisen ympärillä tapahtuu. Sijoittajien riskinottohalukkuus, sijoituskohteiden arvostus, sijoitusprojektien kannattavuus, valuuttojen liikkeet, markkinalikviditeetti ym. ovat kaikki karkeasti ottaen riippuvaisia koroista ja inflaatiosta. Kuten finanssimedioista on voinut lukea, huomattavasti alhaisemmat korot ovat nyt lähes kaikkien sijoittajien toivelistan kärjessä. Mutta, kuten tiedämme, toivo ei ole kovinkaan hyvä sijoitusstrategia, joten, jos ja kun, inflaatioketjitys jatkuu volatiilina eli heiluvana, on erityisen tärkeää pysyä osakesijoittamisen perushyveissä eli alhaisissa velkatasoissa, turvallisessa markkina-asetoinnissa, hinnoitteluvallassa, korkean sijoitetun pääoman omaavissa yhtiöissä ym. Fourtonin sijoitusfilosofian kulmakivissä.

## Cost of capital eli pääomakustannukset DM- ja EM-maissa

Moderneista ja pitkälle kehittyneistä länsimaista (develop markets, DM) on vuosikymmeniä huudeltu kehittyvään maailmaan (emerging markets, EM) kuinka heidän pitäisi hoitaa paremmin talouttaan ja yhteiskuntaansa. Huonon taloudenpidon seurauksena on lähes aina ollut korkeammat korkokustannukset, heikentyvä valuutta ja korkea inflaatio, jotka ovat heijastuneet kyseisen maan valtionvelkakirjojen (treasurien) hinnoissa ja koroissa eli heidän pääomakustannuksissaan. Kuitenkin useammat EM-maat ovat ottaneet opiksi näistä isällisistä neuvoista, kun taas DM-maat ovat jo pitkään luistaneet omista periaatteistaan. Tämä on alkanut nyt näkyä selkeästi Treasurien hinnoissa eri maiden ja alueiden kesken, kuten alla olevasta kuvasta selviää. Esimerkiksi vuoden 2020 alkupuolelta lähtien EM-Treasurit ovat tuottaneet +25 % paremmin kuin DM-Treasurit (kuva 1). Kun vertaa vielä EM maiden yhtä mallioppilaista eli Indonesiaa taloudenpidossaan DM-maailman huonoimpiin taloudenpitäjiin eli Yhdysvaltoihin, on tuottoero jo huomattavan suuri ja lähentelee jo 100 % vuoden 2020 koronakriisin pohjilta lähtien (kuva 2).

Edellä mainitut pääomakustannukset vaikuttavat luonnollisesti siihen, miten osakkeet hinnoitellaan. DM-maissa siis pääomakustannukset ovat nousussa, joten osakkeiden pitäisi ainakin teorian mukaan hinnoitella tätä alempina valuutioina, kun taas EM-maiden osalta pääomakustannukset ovat laskussa ja osakkeiden valuutioiden pitäisi teoriassa nousta.



Kuva 1: EM Treasuries vrt Global DM Treasuries.  
Lähde: Bloomberg, Fourton

### Fourton Rahastoyhtiö

KÄYNTISOITE / POSTISOITE  
Itälahdenkatu 15-17, 2. krs  
00210 Helsinki

PUHELIN 09 4393 780

### Fourton Fondbolag

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

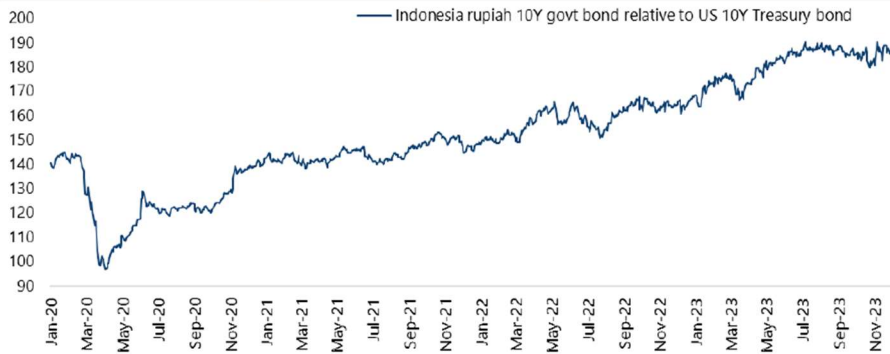
TELEFON +358 9 4393 780

### Fourton Fund Management Company

Y-TUNNUS / FO-NUMMER / BUSINESS ID  
3141731-9  
KOTIPAikka / HEMORT / DOMICILE  
Helsinki / Helsingfors

www.fourton.fi

**Exhibit 21: Indonesia 10Y rupiah govt bond relative to US 10Y Treasury bond**



Note: Based on total-return performance in US dollar terms. Source: Datastream, Jefferies

Kuva 2: Indonesian Treasurit vrt US Treasurit. Lähde: Jefferies.

len pääomakustannukset laskussa, mitä luultavimmin myös Indonesian Treasurit jo ennakoivat. Indonesian Treasury-markkinaa on tukenut myös rakenteellisessa laskussa ollut inflaatio: viimeisen 15 vuoden keskiarvo inflaatio on 4,24 %, kun se nykyään on 2,6 % tasolla.

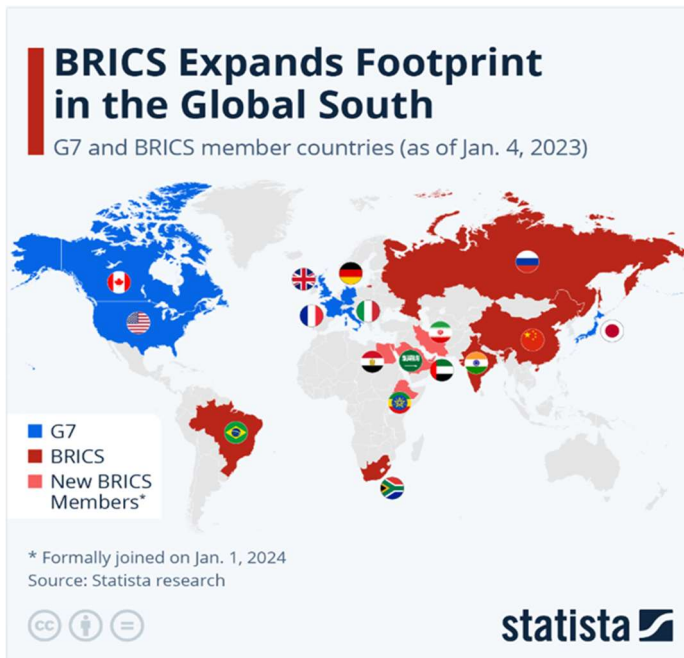
Vuoden 2023 lopulla saatiin jo “virallisia” merkkejä esimerkiksi USA:n pääomakustannusten noususta, kun luottoluokittajat laittoivat USA:n Treasurit tarkkailulistalle. Vastaavasti esimerkiksi Indonesiassa luottoluokitus on vaalien jälkeen mitä luultavimmin nousussa, ja näin ol-

	Vaihtotase-BKT % (2022)	Budjettivaje-BKT %	Inflaatio %	Julkinen velka-BKT %	Osakemarkkina-BKT %	Luottoluokitus-trendi
<b>USA</b>	<b>-3,7</b>	<b>6,5</b>	<b>4</b>	<b>130</b>	<b>170</b>	<b>Alas</b>
<b>Indonesia</b>	<b>1</b>	<b>1,65</b>	<b>2,6</b>	<b>38</b>	<b>55</b>	<b>Ylös</b>

Lukujen puolesta vertailu USA:n ja Indonesian välillä kertoo ainakin Treasureihin sijoittajille, kumpaan maahan kannattaa allokoida varoja. Buffet -indikaattori eli osakemarkkina-BKT suhdeluku taas kertoo, että lähes kaikki ovat ylipainossa USA:n suhteen, kun taas Indonesian vastaava indikaattori on hyvin alhainen. Lähde: Fourton

## BRICS-maiden uudet jäsenet & petrodollaripäivitys

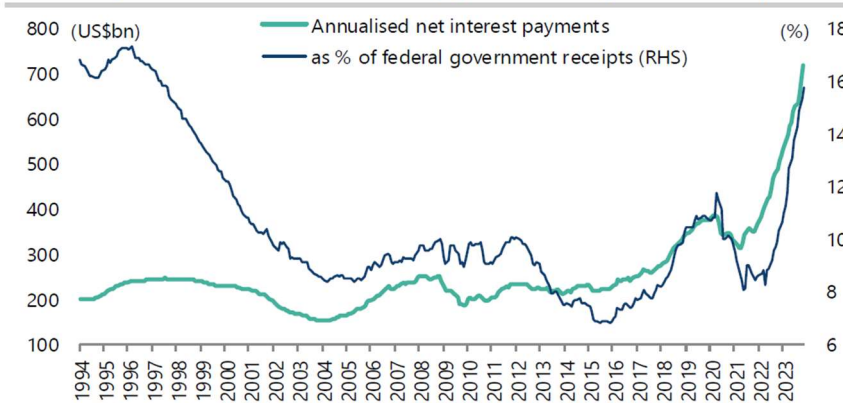
BRICS-maat saivat 1. tammikuuta 2024 uusia jäseniä, jotka ovat Saudi-Arabia, Iran, Egypti, Etiopia ja UAE. Kokonaisuudessaan uusien maiden myötä BRICS-yhteisön osuus maailman BKT:sta on 29 %, populaatiosta 46 %, tavaraviennistä 25 % ja öljyntuotannosta 46 %. Mielenkiintoisin seikka on kuitenkin uusien BRICS-maiden sijainti kartalla; ne ovat Punaisenmeren ja Persianlahden ympärillä eli siellä, missä iso osa maailman kontti-, ja öljyrahdista kuljetetaan.



Geopolitiikan saralla yksi suurimmista uutisista vuonna 2023 oli järkyttävien Lähi-idän tapahtumien ohella petrodollarijärjestelmän heikentyminen, kun Wall Street Journalin mukaan maailman öljykaupasta 20 % oli vuoden 2023 aikana siirtynyt pois dollarista muihin valuuttoihin. Kirjoitimme tästä asiasta vuosi sitten 1/2023 markkinakatsauksessa, mutta allekirjoittanut ei silloin vielä uskonut, että prosessi voisi olla näinkin suuri ja nopea. Karkeasti tästä seuraa, että, mitä enemmän öljykauppaa käydään dollarin ulkopuolisilla valuutoilla, sitä vähemmän rahoitetaan Yhdysvaltojen budjettivajetta ulkomaalaisten tahojen kesken. Vuoden 2024 aikana Fed joutuu mitä luultavimmin luomaan lisää rahaa (QE), jolla ostetaan USA:n Trea-sureita eli rahoitetaan suoraan valtion menoja. Tämän

pitäisi olla hyvin positiivista EM-maille prosessista johtuvan dollarin heikentymisen ansiosta. Hyvin mielenkiintoinen sijoitusvuosi on siis edessä.

US federal government annualised net interest payments as % of government receipts



Source: Bureau of Fiscal Service, US Treasury, CEIC Data

Kuva: USA:n korkokustannukset ovat jo n. 16 % valtion tuloista ja nousussa eli melkein yhtä suuret kuin maan puolustusmenot. Kuvan lähde: Jefferies

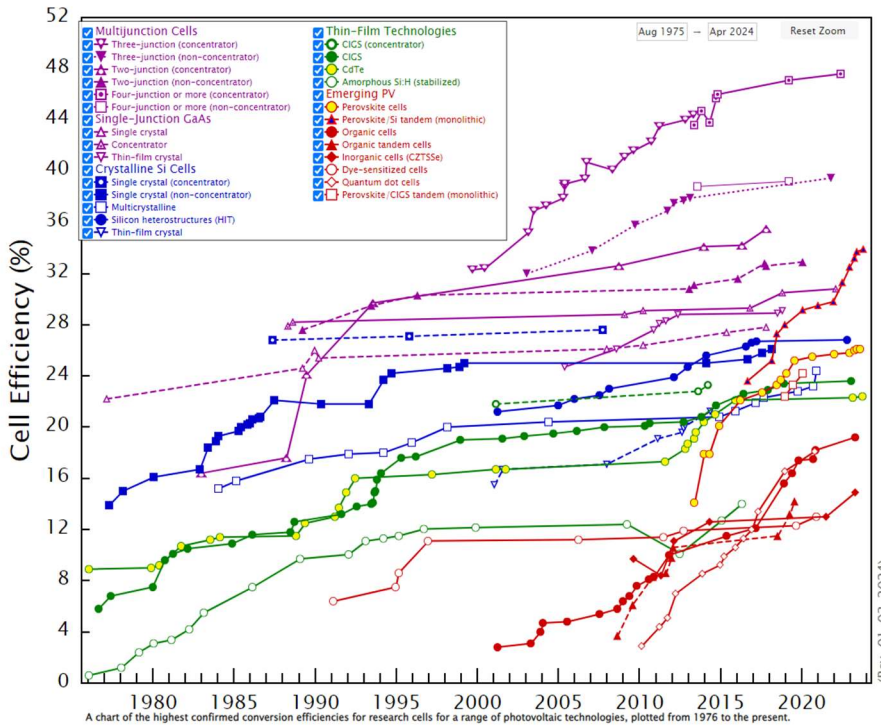
(Juuso Mykkänen)

### Innovaatiot ja pitkän aikavälin voittajat

Pörssivuosi 2023 yllätti sijoittajat, niin kuin hyvin usein käy. Globaalit osakkeet tuottivat paremmin mitä moni alkuvuodesta ajatteli. Varsinkin amerikkalaiset megateknot olivat erittäin vahvoja. Joulun pyhinä mietin itsekseni, miten on mahdollista, että maailman suurimmat osakkeet tekevät yli 100 % vuosinousuja, vaikka niiden pitäisi olla juuri niitä osakkeita, joiden hinnoittelu on tehokkainta. Mietin myös, miten samat osakkeet tuottavat niin hyvin vuodesta toiseen.

Yksi selitys on innovaatiot. Ne yllättävät aina uudestaan. Mooren laki ja mikropiirien jatkuva teknologinen kehitys vuodesta toiseen ovat olleet merkittävä tekijä nykyisten teknologiayhtiöiden nousussa maailman suurimmiksi yrityksiksi.

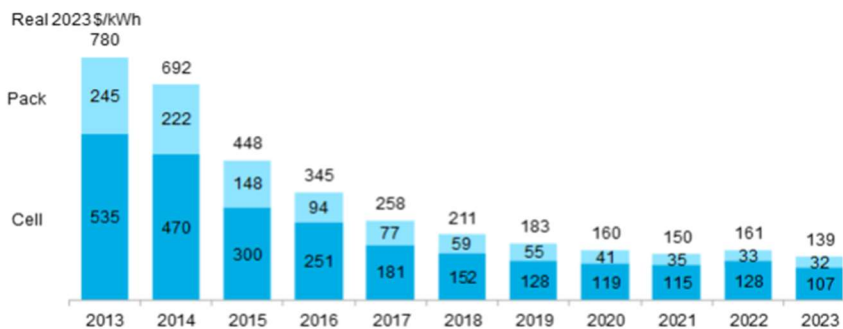
Jatkuva kehitys on tehnyt mikropiireistä halvempia, tehokkaampia ja energiataloudellisempia. Se taas on lisännyt niiden kysyntää ja mahdollistanut palveluita ja erilaisia käyttökohteita niiden ympärille. Mooren laki on toiminut jo yli 50 vuotta. Mikropiirit kehittyvät edelleen ja se mahdollistaa teknologista kehitystä ja uusia käyttökohteita. Mikropiirien lisäksi energia-ala on valtavan kehityksen ja kiinnostuksen kohteena. Se on ala jossa, taloudelliset, geopoliittiset ja ympäristöasiat kohtaavat. Viimeiset pari vuotta aurinkoenergia on ollut halvin tapa tuottaa sähköä. Aurinkopaneelien hinta on laskenut ja samalla niiden tehokkuus on parantunut. Alla olevassa kuvaajassa on monen eri aurinkosähköteknologian historiallinen tehokkuuskehitys.



Nykyään yleisin teknologia on merkitty sinisellä värillä. Kuvaajasta nähdään, että uusimmat teknologiat (punaisella) ovat vasta 10 vuotta vanhoja ja niiden kehitys on ollut suhteellisen nopeaa. Sopii odottaa, että aurinkopaneelien tehokkuus paranee myös tulevaisuudessa ja hinta per watti laskee edelleen. Taloudellisuuden lisäksi aurinkoenergia on uusiutuvaa, päästötöntä ja tuotanto on kotimaassa, joten se on keino vähentää energiariippuvuutta ulkomaista. Haaste on ollut, ja on edelleen, että tuotantoa on vain valoisana aikana.

Yllä: Aurinkosähkön eri teknologioiden kehitys.  
Lähde: <https://www.nrel.gov/pv/interactive-cell-efficiency.html>

Energian varastointi ja akut ovat ratkaisu tähän ongelmaan. Akkujen hinnat ovat laskeneet merkittävästi viimeisen 10 vuoden aikana, kuten alla olevasta kuvasta näkyy.



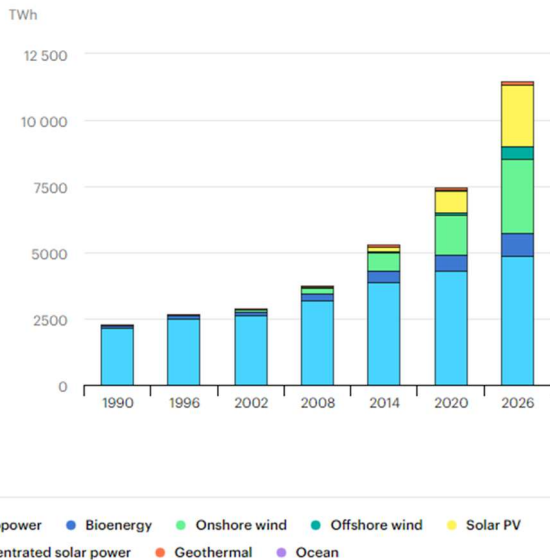
Yllä: Litium-ioniakkujen kennojen ja pakettien hinnat 2013-2023 välillä.  
Lähde: Bloomberg.

Nykyään hinnat ovat niin alhaalla, että sähköautot yleistyvät kiihtyvää tahtia. Hintojen pitää kuitenkin vielä laskea, että energian varastointi tulee kannattavaksi. Samoin kuin aurinkopaneelien, myös akkujen kehitys on ollut huimaa ja se jatkuu. Litiumakkujen rinnalle on tulossa esim. natriumakkuja.

Se saattaa olla ratkaiseva teknologia energiavarastojen markkinoiden kasvulle. Tällä hetkellä aurinkosähkön osuus globaalista sähkötuotannosta on alle 5 %. Energian varastointi on valtava mahdollisuus aurinkosähkölle, joka voi

moninkertaistaa markkinat pidemmällä aikavälillä. Kansainvälinen energiajärjestö IEA ennuste aurinkoenergian vuosikasvulle on 22 % vuosien 2020–2026 välillä. Alla on IEA:n kuvaaja uusiutuvista sähköntuotantotavoista.

Renewable electricity generation by technology, 1990-2026



Open

Jos teknologinen kehitys olisi ainoa ajuri osakkeiden tuotoille, sijoittaminen olisi helppoa. Markkinat kuitenkin ennustavat koko ajan tulevaa ja reagoivat usein voimakkaasti muutoksiin. Siksi esimerkiksi aurinkosähköosakkeet ovat olleet hyvin volatiileja. Alan osakkeet kuploutuivat vuonna 2015 ja kesti viisi vuotta ennen kuin uudet huiput saavutettiin. Sen jälkeen ne kuploutuivat uudestaan 2020-2021. Viimeiset kaksi vuotta on laskettu alaspäin. Kysyntänäkymä on pysynyt koko ajan valoisana, joten tarjontapuolen muutokset ja sijoittajien käyttäytyminen on johtanut yli- ja alilyönteihin hinnassa. Esimerkiksi aurinkopaneelissa on nähty hetkellistä ylitarjontaa, kun korkojen nousu laittoi investointihankkeita jäihin.

Yllä: Uusiutuvista sähköntuotantoteknologioista tuulen ja aurinkosähkön odotetaan kasvavan nopeimmin. Lähde: IEA.

Nyt alan osakkeet tuntuvat olevan hyljeksittyjä eikä alan mahdollisuuksista juurikaan puhuta. Analytiikot painottavat vain seuraavien kvartaalien tuloksia eivätkä anna arvoa pidemmän aikavälin näkymille. Juuri silloin voi olla hyvä hetki uida vastavirtaan.

Toistaiseksi Aasia-rahastoissamme ainoastaan ESG Dynastyn salkussa on yhden aurinkoenergiayhtiön osakkeita pienellä painolla. Ne ostettiin viime kesänä, jolloin hinta vaikutti olevan pohjalla. Olimme kuitenkin liian ajoissa liikkeellä ja osake on laskenut edelleen. Seuraamme alaa tiiviisti ja odotamme draiveria, joka kääntäisi laskutrendin. Arvostukset ovat jo alhaalla ja korotkin ovat kääntyneet laskuun, joten edellytyksiä pitkän aikavälin hyvälle tuotoille on olemassa. Jos historia on tae tulevasta niin alan osakkeet vaativat jatkossakin pitkää pinnaa ja vahvaa vatsaa. (Juho Tilli)

## ”Old Europe”, mahdollisuuksia ja ongelmia sijoittajalle

Vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä lokakuun viimeiseltä viikolta alkaen tuuli markkinoilla kääntyi. Myyntipaine hellitti ja ostajat uskaltautuivat taas ulos poteroistaan. Pitkän myyntipaineen jälkeen markkinoiden välitön reaktio ylöspäin oli tälläkin kertaa aika voimakas, etenkin alas painettujen nk. kasvuyhtiöiden kohdalla. Viimeisen neljänneksen tapahtumat markkinoilla valottavat hyvin sitä, mikä tekee optimaalisen ostohetken löytämisen niin haastavaksi sijoittamisessa: jos olet ulkona markkinoista, kun käänne tapahtuu, merkittävä osa noususta saattaa mennä ohi, ennen kuin huomaat suunnan muuttuneen. Montakohan kertaa on nähty sama, mitä markkinoilla tapahtui vuoden 2023 viimeisen neljänneksen aikana? Lukuisia kertoja! Salkunhoitajana on tietysti mukavaa, että viime vuoden lopussa pystyi esittämään parempaa tuottoa kuin lokakuun loppupuoliskolla, kun markkinat kääntyivät. Pitkäaikaisena sijoittajana taas tuntuu vähän siltä, että



”puhdistus” jäi nyt hiukan kesken. Parhaat ostotilaisuudet kun tulevat pitkäaikaiselle sijoittajalle, silloin kun ”veri virtaa kadulla”, ja monet vain haluavat ulos osakkeista: hinnoittelusta, tulevaisuudennäkymistä jne. riippumatta.

Mikä sitten aiheutti sijoittajien mielenmuutoksen viimeisellä neljänneksellä? Mielestämme lähinnä yksi ainoa asia, ja se oli inflaation hidastumisen myötä vahvistuva näkemys siitä, että Keskuspankit lähtevät laskemaan ohjauskorkoja nyt kommunikoitua aikaisemmin ja enemmän vuonna 2024. Korkomarkkinoiden mukaan tämä aloitetaan ehkä noin toukokuussa, ja sen jälkeen seuraa useita ohjauskorkojen laskuja vielä vuoden 2024 aikana. Ero tämän hetken 6 kuukauden ja 12 kuukauden euriborissa ennustaa nyt, että vuoden päästä euroalueella Keskuspankin talletuskorko tulee ensi vuoden lopussa olemaan noin 3 % nykyisen 4 % sijaan. Edelleen synkkenevä taloustilanne tukee mielestämme näkemystä inflaation selvästä hidastumisesta, jonka perusteella myös ohjauskorot tulevat laskemaan. Allekirjoittanut vietti marraskuussa jälleen kerran paljon aikaa tapaamassa sijoituskohteita. Tapaamisten perusteella jäi käsitys, että suurin piirtein kaikkien fyysisten tuotteiden nk. input hinnat ovat laskussa, siltä puolelta tulee nyt lähinnä deflaatiopainetta talouteen. Samoin vahvistui käsitys edelleen hidastuvasta taloudesta, joskin varsinkin keväällä taloudessa päällä ollut ylisuurten varastojen purkaminen tuotantoketjuissa näyttää nyt olevan aika lailla ohi.

”Wanhassa Euroopassa” on monta uhkaa ja haittaa sijoittajalle, mutta myös eräitä vahvuuksia. Huonoja asioita ovat tietysti puuttuva yleistolouden kasvu, julkisen sektorin voimakas velkaantuminen etenkin viimeisten vuosien aikana, populismin nousu monessa maassa, ja tietynlainen henkinen jähmettyneisyys monella tasolla. Lisäksi sotatilanne Ukrainassa on edelleen päällä ja sotatilanne on perusluonteeltaan inflaatiota kiihdyttävä. Eikä loppua ole näköpiirissä, lähinnä tilanne sillä puolella kai näyttää vain synkkenevän. Saksa on luisumassa Euroopan mallioppilaasta kohti Euroopan sairasta miestä, paljolti sen takia, että maan energiapolitiikka perustui vahvasti halvan venäläisen kaasun saatavuuteen. Lisäksi Saksan teollisuudelle tärkeälle Kiinan markkinoilla olemiselle on alkanut liittyä lisääntyvästi uusia epävarmuustekijöitä.

Hyvää Euroopassa taas on, että kyse on lähtökohtaisesti oikeusvaltioista, joissa sovittuja pelisääntöjä ja sijoittajien oikeuksia noudatetaan. Lisäksi monen hyvän yrityksen hinnoittelu tuntuu nyt vähintäänkin kohtuulliselta markkinoilla. Hyviä osinkotuottoja on saatavilla, vaikka tietysti loppupäässä tulevaisuuden osingot ovat aina riippuvaisia sijoituskohteiden tulevasta kehityksestä. Loppupäätelmä on joka tapauksessa, että onnistuneella osakepoiminnalla sijoittaja voi Euroopasakin pärjätä oikein hyvin. (Mikael Wahlström)

## **Loppusanat**

Lopuksi haluamme toivottaa kaikille lukijoillemme oikein tuottoisaa sijoitusvuotta 2024!

Helsingissä, 12.1.2024

Fourton Oy

Juuso Mykkänen, Mikael Wahlström ja Juho Tilli