



*Sijoitusvuosi 2017*



# Sisällysluettelo

Johdanto.....	3
Katsaus markkinoihin.....	4
Makrotalous.....	5
Tuotto-oletukset.....	6
Allokaationäkemys.....	7
Osakenäkemys.....	9
Korkonäkemys .....	10
Markkinainformaatio .....	11

*Sijoitusstrategia perustuu Danske Bank Oyj:n tekemiin arvioihin ja mielipiteisiin. Niiden perustana olevat tiedot on koottu Danske Bankin luotettavina pitämistä julkisista lähteistä. Danske Bank tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhtiö taikka niiden palveluksessa olevat henkilöt eivät vastaa esitettyihin arvioihin ja mielipiteisiin sisältyvistä mahdollisista virheistä eikä mistään suorista tai epäsuorista kuluista, vahingoista tai menetyksistä, joita sijoitusstrategian tai sen sisältämien tietojen käyttö mahdollisesti voi aiheuttaa. Sijoitusstrategiassa annetut suositukset ja arviot edustavat Danske Bankin mielipiteitä ja arvioita tiedotteen julkaisuhetkellä ja niitä voidaan muuttaa ilman eri ilmoitusta.*

*Sijoitusstrategia on tarkoitettu ainoastaan alkuperäisen vastaanottajan käyttöön eikä sitä saa millään tavalla jäljentää, julkaista tai levittää ilman Danske Bankin kirjallista etukäteislupaa. Danske Bankin tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhtiö taikka niiden palveluksessa oleva henkilö saattaa tarjota palveluita sijoitusstrategiassa mainitulle yhtiölle, käydä kauppaa tiedotteen kohteena olevien yhtiöiden liikkeeseen laskemilla arvopapereilla, hoitaa tiedotteen kohteena olevien yhtiöiden toimeksiantoja taikka on saattanut toimia raportissa esitetyn tiedon perusteella jo ennen raportin julkaisemista. Tätä sijoitusstrategiaa ei voida missään tilanteessa pitää arvopapereiden myynti- tai ostotarjouksena tai kehotuksena arvopaperi- tai muuhun kaupan käyntiin. Sama koskee myös niitä alueita, joiden laki ei salli tarjousten, kehotusten tai suositusten esittämistä.*

Sijoitusvuosi 2017

Antti Seppänen, Senior Analyst  
Wealth Management  
Danske Bank

## Johdanto

Lähtökohdat sijoitusvuodelle 2017 ovat maailmantalouden kasvun puolesta hyvät, mutta viime vuoden tapaan odotamme sijoittajan vuoden sisältävän varmasti taas paljon yllätyksiä. Globaalit osakekurssit ovat nyt nousseet seitsemänä vuotena peräkkäin ja viimeinen merkittävä laskuvuosi oli 2008. Samoin korkosijoittajat ovat nauttineet viime vuodet hyvistä tuotoista korkotason laskun ansioista. Vuonna 2017 erityisesti korkosijoittajat voivat kuitenkin varautua selvästi heikompaan tuottokehityksen, koska korkojen uskotaan nyt vihdoin lähtevät nousu-uralle. Sen sijaan osakesijoittajan näkökulmasta uskomme vuodesta tulevan tuottomahdollisuuksiltaan vähintään kohtuullisen.

Mitkä tapahtumat sitten saattavat aiheuttaa epävarmuutta sijoitusmarkkinoille? Ensimmäiseksi tulee mieleen luonnollisesti maailmanpolitiikkaan liittyvät epävarmuustekijät: Trumpin hallinnon ensiaskeleet, Iso-Britannian EU-eron eteneminen ja Ranskan vaalien suunta. Toiseksi keskuspankkien toimet ja korkojen nousu-uralle siirtyminen tulee varmasti aiheuttamaan pomppuja markkinaliikkeisiin. Nämä edellä mainitut tapahtumat ovat luonnollisesti salkunhoitomme ja siihen liittyvän riskienhallintamme tarkassa seurannassa.

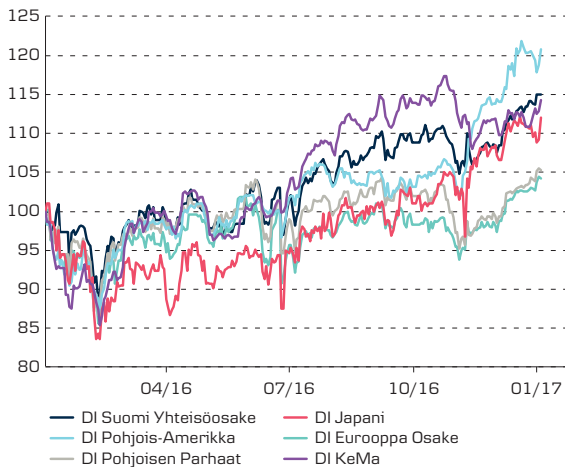
Talousnäkymien ja mahdollisten niihin liittyvien riskien lisäksi myös useat muutkin sijoittamiseen ja säästämiseen liittyvät asiat pohdituttavat sijoittajia. Esimerkiksi korkosijoitusten juoksevien korkotuottojen painuttua historiallisen matalalle joutuvat useat sijoittajat miettimään kuinka paikata ”kassavirtavajettaan”. Toiseksi alati kasvava tarjonta eri tavoista sijoittaa vaihtoehtoisin omaisuuslajeihin luo sijoittajille täysin uusia mahdollisuuksia tuottoihin ja hajautushyötyihin.

Kolmanneksi nuoremmat polvet joutuvat pohtimaan, kuinka varautua aina vaan entistä pidempään odotettuun elinaikaansa. Omalta osaltamme me Danske Bankissa tarjoamme näihin kaikkiin tarpeisiin ratkaisuja ja neuvontaa sekä institutionaalisille sijoittajille että yksityissijoittajille.

Vuonna 2016 saimme useita tunnustuksia sijoitusratkaisustamme ja palveluistamme. Kansainvälinen Professional Wealth Management (PWM) ja The Banker -lehti arvioivat yksityispankkipalvelumme parhaaksi Suomessa. Arviointikriteereinä olivat muun muassa kyky vastata asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin varallisuudenhoidon ratkaisujen osalta, palvelun korkea laatu, tuotot ja riskienhallinta. Instituutiosijoittajat arvioivat vastaavasti SFR:n tutkimuksessa palvelumme laadun kolmen parhaan joukkoon ”Service Performance” -osiossa, jossa mitataan muun muassa sijoittajan tarpeiden ymmärrystä, ammatillista osaamista ja luotettavuutta. Vuonna 2017 haluamme parantaa sijoituspalvelujemme laatua entisestään ja tarjota kaikille sijoittajasiakkaillemme ratkaisuja, jotka auttavat kutakin pääsemään omiin tavoitteisiinsa.

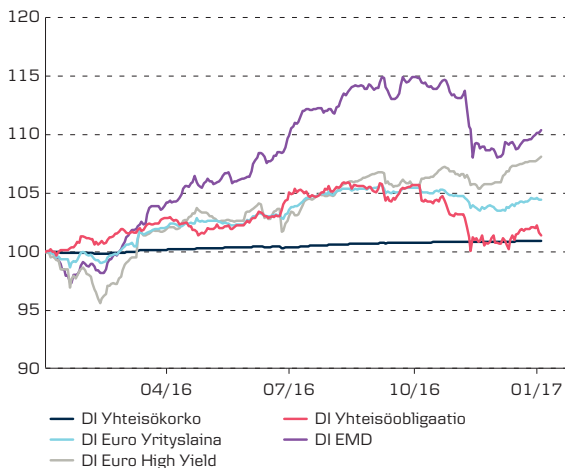
Kimmo Laaksonen  
Head of Wealth Management, Finland  
Danske Bank

DI osakerahastojen tuottokehitys € (1vuosi)



Lähde: FactSet

DI korkorahastojen tuottokehitys € (1vuosi)



Lähde: FactSet

Öljyn hintakehitys



Lähde: FactSet

## Katsaus markkinoihin

Maaialtaluuden kasvu jäi vuonna 2016 hieman pitkän aikavälin keskiarvoa heikommaksi ja erityisesti alkuvuonna eri alueiden talouskehitys poikkesi toisistaan. Yhdysvaltojen taloutta painoivat raakaöljyn hinnan voimakas lasku ja sen laajat heijastusvaikutukset talouden eri sektoreille sekä yritysten voittoihin. Raaka-aineiden hintojen alaisuus rasitti myös useita kehittyviä maita. Kiinan kasvukuvan heikkenemistä pelättiin erityisesti alkuvuonna, mutta Kiinan keskushallinto onnistui elvytystoimillaan ylläpitämään kasvun tavoitetasolla ja palauttamaan luottamuksen maan kasvumallin toimivuuteen. Euroopassa kasvu pysytteli läpi vuoden kohtuullisena, mutta talouden ja sijoitusmarkkinoiden ilmapiiriä leimasivat lukuisat poliittiset epävarmuustekijät niin kansallisesti kuin EU-tasollakin.

Talouskehityksen ohella politiikka leimasi vahvasti sekä talouden että sijoitusmarkkinoiden kehitystä vuonna 2016. Juhannuksen alla Iso-Britannia äänesti vastoin odotuksia maansa EU-eron puolesta. Iso-Britannian odotetaan käyttävän EU:n Artikla 50:tä alkaneen vuoden ensimmäisellä neljänneksellä ja käynnistävän siten vähintään kaksi vuotta kestävä prosessin maansa erottamiseksi Euroopan Unionista. Neuvotteluista on tulossa vaikeat. Toinen poliittinen yllätys koettiin marraskuun alussa, kun Yhdysvalloissa republikaanipuolueen Donald Trump valittiin vastoin ennako-odotuksia maansa uudeksi presidentiksi. Trumpin tulevasta politiikasta tiedetään todellisuudessa varsin vähän, mutta valituksi tulonsa jälkeen hänen esiintymisensä on ollut huomattavasti vaalikampanjan aikaisia kommentteja rakentavampaa. Joulukuun alussa Italian pääministeri Renzi kärsi odotetusti tappion perustuslain uudistamista koskeneessa kansanäänestyksessä ja hän ilmoitti eroavansa. Äänestystuloksen myötä Italiassa on nyt menneillään korostunut poliittisen ja taloudellisen epävarmuuden aika. Erityisesti Italian pankkisektorin tila aiheuttaa huolia.

Odotuksia vaatimattomammaksi jääneestä talouskasvusta ja poliittisista shokeista huolimatta sijoitusmarkkinoiden kehitys vuonna 2016 oli vahvaa. Osakemarkkinoilla yllettiin keskimäärin yli 11 prosentin euromääräiseen tuottoon, joskin Euroopassa kurssikehitys jäi selvästi vaatimattomammaksi. Osakemarkkinoilla kehitys oli kuitenkin hyvin vaihtelevaa ja ajoittaiset kurssilaskut olivat jyrkkiä. Riskilisten korko-omaisuusluokkien tuottokehitys oli myös odotettua vahvempaa korkotason laskiessa ja luottomarginaalien kaventuessa edelleen. Valtionlainojen vahvana jatkunut tuottokehitys yllätti, sillä korkotaso laski vuoden aikana osin jopa negatiiviselle alueelle Euroopassa. Hyödykemarkkinoilla raakaöljyn hinnassa nähtiin voimakas palautuminen tammikuun alle 30 dollarin per tynnyri pohjatasoilta yli 50 dollarin tasolle per tynnyri vuoden lopussa.

Vuoden 2017 alussa suhdannesykli näyttää samaan aikaan kasvua kaikissa suurissa talouksissa, ja kasvunäkymät vuodelle 2017 ovat myönteiset. Tähän viittaa esimerkiksi kuluneen syksyn aikana nähty toipuminen globaalien teollisuuden näkymissä. Euroopassa keskuspankki EKP pidensi joulukuussa arvopapereiden osto-ohjelmaansa vuoden 2017 loppuun, mutta pienensi kuukausittaisten ostojen määrää huhtikuusta alkaen 20 miljardilla 60 miljardiin euroon. Yhdysvalloissa keskuspankki Fed nosti odotetusti korkoaan 0,25 %-yksiköllä sarjassaan toisen kerran, mutta korosti rahapolitiikan kiristämistähdin säilyvän maltillisena. Mielestämme globaalien talouden fundamentit sekä sijoitusmarkkinoiden näkymät vuodelle 2017 ovat hyvät. Keskuspankkien rooli säilyy keskeisenä myönteisen talouskehityksen varmistamiseksi, mutta keskuspankkien rooli ei nähdäksemme enää kasva.

## Makrotalous

(Danske Bank, Suhdanekatsaus, 12/2016)

Danske Bank odottaa maailmantalouden kasvun voimistuvan vuonna 2017 lähemmäksi pitkän aikavälin keskiarvoa. Suhdannesykli näyttää samaan aikaan kasvua kaikissa suurissa talouksissa. Kehittyneissä maissa ekspansiivinen raha- ja finanssipolitiikka voimistavat kasvua. Kehittyvillä markkinoilla hieman korkeammat raaka-aineiden hinnat vakauttavat talustilannetta. Inflaation lievä kiihtyminen vaikuttaa kuitenkin globaalisti ostovoimaan sekä rahapolitiikkaan.

Yhdysvalloissa kasvunäkymät ovat melko suotuisat, vaikka nousu-suhdanne onkin jatkunut jo melko pitkään. Yksityinen kulutus piti pintansa koko viime vuoden ja jatkossa yritysten investoinnit voivat myös piristyä heikomman jakson jälkeen (myös energiasektorilla). Rahapolitiikka on edelleen kevyttä ja yritysten näkymiä kuvaavat mittarit kertovat positiivisista odotuksista. Uusi presidentti Trump on luvannut keventää verotusta ja polkaista käyntiin infrastruktuuri-hankkeita, jotka voivat ainakin tilapäisesti voimistaa talouskasvua. USA:n BKT:n kasvu kiihtyy ennustemme mukaan tänä vuonna hieman yli 2 prosenttiin ja 2018 jo lähelle 3 prosenttia.

Euroalue jatkaa maltillisen kasvun tiellä. Kotitalouksien tilanne on vakaa ja keskuspankin historiallisen kevyt rahapolitiikka tukee taloutta. Toisaalta inflaation lievä nousu vähentää hieman keskuspankin taakkaa ylläpitäjä elvytystä. Euroopan vientiyritysten tilannetta vaikeuttaa maailmankaupan kasvussa tapahtunut hidastuminen, mutta toisaalta heikentynyt euro tukee kilpailukykyä. Yleinen ilmapiiri finanssipoliittista elvytystä kohtaan on kääntymässä myös suvaitsevaisempaan suuntaan. Esimerkiksi Euroopan komission investointirahaston (ns. Juncker plan) kokoa ollaan kasvattamassa 315 mrd. eurosta vähintään 500 mrd. euroon.

Kiinan taloudessa on menneillään rakenteellinen muutos investointi- ja vientivetoisesta kasvusta kohti kulutus- ja palveluvetoisempaa kasvua. Kiinan keskushallinto tavoittelee vähintään 6,5 prosentin kasvua lähivuosina ja tämä virallinen tavoite ohjaa paljon Kiinan talouspolitiikan suuntaa, joskin myös kasvun laadullisia tekijöitä korostetaan aiempaa selvemmin.

Muulla kehittyvissä maissa talouskuva vaihtelee suuresti. Intian talous kasvaa yli 7 prosentin vauhtia ylittäen siten esim. Kiinan kasvuluvut. Intian taloutta tukee maltillistunut inflaatio sekä merkittävä perässähihtäjän etu. Brasilian taloudessa on myös merkkejä käänteestä vakavan taantuman jälkeen. Maan vienti on elpymässä heikomman valuutan avittamana ja myös kotitalouksien kulutus ja investoinnit supistuvat aiempaa hitaammin. Venäjällä talous kärsii edelleen öljyn hinnan mataluudesta, talouspakotteista ja geopoliittisesta epävarmuudesta. Venäjän bruttokansantuote supistui viime vuonna, mutta ilmassa on merkkejä talouden käänteestä.

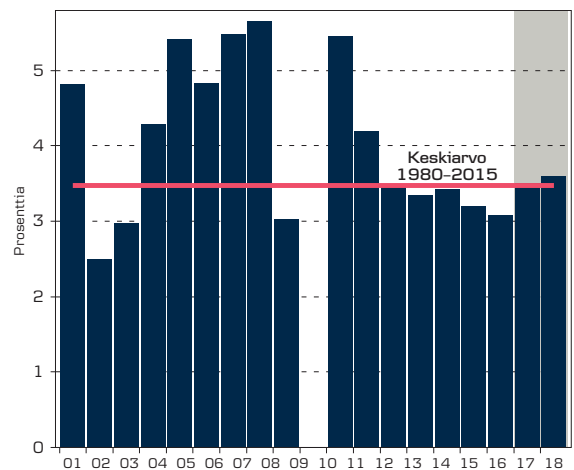
Viime vuoden aikana merkit noususuhdanteen jatkumisesta Suomen taloudessa vahvistuivat. Yksityisen kulutuksen kehitys on ollut odotuksia vahvempaa, joskin jatkossa kiihtyvä inflaatio ja hyvin matalat palkankorotukset nakertavat ostovoimaa. Myös Suomessa investoinnit ovat piristyneet, mutta ne painottuvat pääosin rakentamiseen. Tästä eteenpäin Suomen talouden näkymät ovat hieman valoisammat globaalien talouskasvun jatkuessa, kustannuskilpailukyyn kohentuesssa ja Venäjän talouden elpymässä. Suomen talous kasvaa ennusteen mukaan 1,3 prosenttia vuosina 2017 ja 2018. Suomen talouden nousu jää kuitenkin historiallisessa tarkastelussa totuttua vaikeammaksi.

Maaailman BKT (%), konsensusennusteet

BKT alueittain ja maittain	2015	2016	2017
Pohjois-Amerikka	2,6	1,6	2,2
Euroalue	1,9	1,6	1,5
Kiina	6,8	6,7	6,6
Japani*	1,2	0,7	0,8
Saksa	1,5	1,8	1,9
Ranska	1,2	1,2	1,0
Britannia	2,2	1,8	0,7
Suomi	0,2	1,3	1,3
Italia	0,6	0,9	1,0
Espanja	3,2	3,2	2,3

Lähde: Danske Global Forecasts (12/2016)  
\* Lähde: FactSet Economic Estimates (12/2016)

Maaillmantalouden kasvu (%)



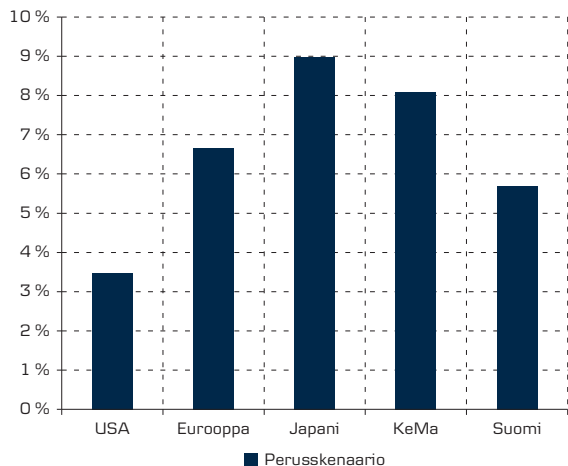
Lähde: Macrobond, ennusteet Danske Bank

Kuluttajien luottamus



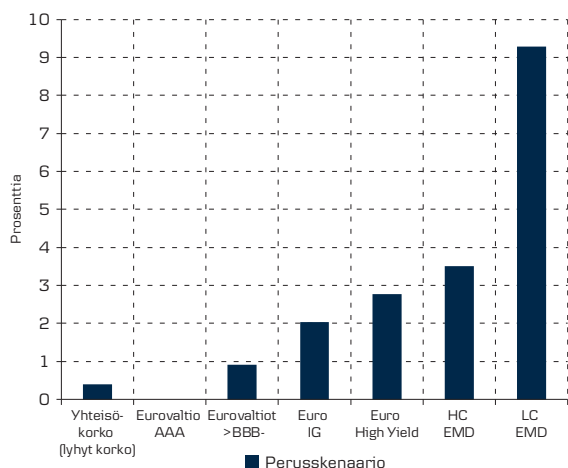
Lähde: FactSet

### Osakemarkkinoiden tuotto-oletus 12 kk (paikallisvaluutassa)



Lähde: Danske Bank

### Korko-omaisuuslajien tuotto-oletukset 2017



Lähde: Danske Bank

Tuotto-oletusten laskenta on suunta-antava ja tuottoon vaikuttavia palkkioita, maksuja ja veloituksia ei ole otettu kaikilta osin huomioon. Sijoitusten toteutuvasta tuotosta tai siitä että valittujen sijoitusten arvonkehitys olisi esitettyjen tuotto-oletusten mukainen tai aina positiivinen, ei ole takeita. Sijoitusten arvo voi nousta tai laskea ja näin ollen sijoittajat saattavat menettää sijoittamiaan varoja.

## Tuotto-oletukset

Finanssikriisin jälkeen maailmantalouden kasvu on jäänyt historiallisessa vertailussa vaatimattomaksi. Siitä huolimatta sijoitusmarkkinoilla eri omaisuusluokkien tuottokehitys on ollut vahvaa. Sijoitusmarkkinoilla onkin jo useamman vuoden ajan hinnoiteltu selvästi kohentuvaa talouskehitystä. Myös poikkeuksellisen matala korkotaso on ollut omiaan kohottamaan riskillisten sijoitusten hintoja. Danske Bankin makrotaloudelliset ennustukset ennakoivat kuitenkin vain maltillisesti kohentuvaa taloustilannetta ennusteajanjaksolle. Tästä lähtökohdasta eri omaisuusluokkien tuottonäkymät jäävät hieman historiallisia keskiarvotasoa vaatimattomammaksi.

Perusskenaariossa odotamme rahamarkkinasijoitusten tuotto-ole-tusten säilyvän hyvin vaatimattomina niin kauan, kun keskuspankit pitävät ohjaukset poikkeuksellisen matalina. Tämä pätee erityisesti Euroopassa, jossa keskuspankin ohjauksen odotetaan pysyvän nollassa ainakin pitkälle vuoteen 2018 asti.

Euroalueen valtionlainamarkkinoilta ei myöskään ole saatavilla merkittäviä tuottoja, sillä Euroopan talouskasvu on hidasta, inflaation uhkaa ei käytännössä ole ja poliittiset epävarmuustekijät ovat pinnalla. Näin ollen korkoriskin kantamisesta ei saa juurikaan kompensaa-tiota. Esimerkiksi Saksan valtion tuottokäyrä on negatiivisella alueella 9 vuoden juoksuaikaan asti (AAA-luottoluokitus). Euroalueen ns. reunavaltioiden tuottotasot ovat hieman korkeammalla, mutta näemme näissä lainoissa korkeintaan taktisia sijoitusmahdollisuuksia.

Eurooppalaisten yrityslainojen tuottonäkymät ovat edelleen vakaat. Korkean luottoluokituksen lainojen tuottonäkymiä tukee EKP:n elvyttävä rahapolitiikka. Eurooppalaisten alhaisen luottoluokituksen yrityslainojen tuottonäkymät ovat myös vakaat. Tuottotasot ovat edelleen houkuttelevat ja maksuhäiriöasteet ovat matalalla, joskin luotto-marginaalien odotetaan nousevan hieman Yhdysvaltojen high yield -markkinan mukana.

Kehittyvien maiden dollarimääräisissä lainoissa on korkea tuottotaso, mutta odotukset USA:n korkotason noususta sekä lainojen pitkä maturiteetti heikentävät hieman tuotto-odotuksia. Lisäksi valuuttasuojauksustannukset ovat nousussa USA:n ja euroalueen kasvavan korkoeron seurauksena. Kehittyvien maiden paikallisvaluuttamääräisiä lainoja tukee korkean tuottotason lisäksi useiden kehittyvien maiden parantuneet talousfundamentit. Parantuneiden talousnäky-mien odotetaan laskevan luottomarginaaleja ja nostavan maiden luottoluokituksia.

Maailman osakemarkkinoilta on maantieteellisestä alueesta riippuen saatavissa noin 4-9 prosentin paikallisvaluuttamääräinen tuotto vuonna 2017 (arvonnousu + osingot). Odotamme siten osakkeista saatavan tänäkin vuonna korkosijoituksia paremman tuoton. Eri maantieteellisten alueiden noin 2-5 prosentin välille asettuva liike-vaihdon kasvu indeksitasolla tukee yritysten tulosmarginaalien paranemista. Yksittäisten yritysten kohdalla tilanteet vaihtelevat luonnolli-sesti merkittävästi. Osakemarkkinoiden tulosperusteiset arvostustasot ovat kuitenkin jo historiallisia tasoa korkeammalla ja odotamme-kin arvostustasojen laskun leikkaavan useimpien osakemarkkinoiden tuottoja. Odotamme siis tulosperusteisten arvostustasojen laskevan vuoden edetessä yritysten paranevan tuloskehityksen seurauksena. Huomattava osa ennakoimastamme osakemarkkinoiden kokonais-tuotosta muodostuu arviomme mukaan osingoista.

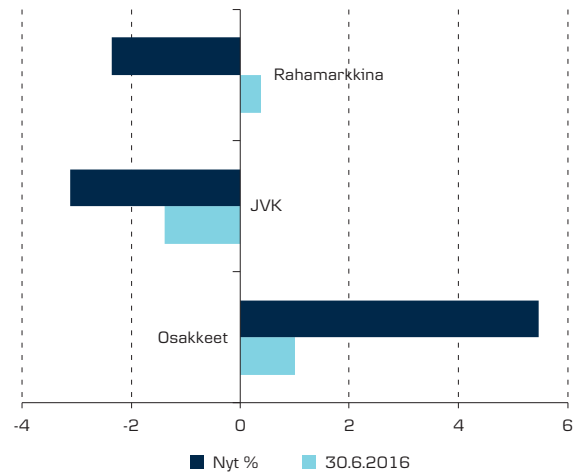
## Allokaationäkemys

Odotamme maailmantalouden kasvun säilyvän vakaana Yhdysvaltojen ja Euroopan vetoavulla. Molemmat talousalueet kasvavat tällä hetkellä hieman yli trendivauhtiaan ja odotamme kasvun pysyvän trendsinä tasolla tai sen yläpuolella vuoden 2017 aikana. Myös Kiinassa kasvu jatkuu virallisesti asetetulla tavoitetasolla maan keskushallinnon osoittaessa kykynsä hallita talouden rakennemuutosta elvytyksen avulla. Globaalia talouskasvua tukee myös johtavien keskuspankkien sitoutuminen elvyttävään ja ennakoitavaan rahapolitiikkaan. Mielestämme vallitseva makrotaloudellinen ympäristö suosii tuottohakuista sijoitusstrategiaa. Suosimmekin strategiassamme osakesijoituksia suhteessa korkosijoituksiin. Strategiamme korko-osio on myös tuottohakuinen ja suosimme kehittyvien maiden lainoja.

Yhdysvalloissa talouden kasvusykli on edennyt pitkälle ja kasvu on laaja-alaista mm. työ- ja asuntomarkkinoiden hyvän kehityksen seurauksena. Uusien maatalouden ulkopuolisten työpaikkojen lukumäärä on pysytellyt trendinomaisesti hieman vajaan 200 000 kappaleen tasolla per kuukausi ja työmarkkinoilla tilanne lähestyy ns. täystyöllisyyttä. Lisäksi Yhdysvaltojen talous saa loppuvuonna kiihdytystä presidentti Donald Trumpin politiikasta. Trump on luvannut toteuttaa merkittäviä veronalennuksia sekä yksityishenkilöille että yrityksille. Lisäksi Trump on kertonut toteuttavansa merkittäviä investointeja Yhdysvaltojen infrastruktuuriin parantamiseksi. Parantuneista kasvunäkymistä sekä Trumpin politiikan antamasta kasvusysäyksestä huolimatta emme usko USA:n inflaation kiihtyvän nopeasti keskuspankki Fedin tavoitetasoa korkeammalle. Fed toteutti joulukuussa sarjassaan toisen koronoston ja vihjasi lehdistötilaisuudessa mahdollisuudesta odotettua aggressiivisempaan koronnostojen tahtiin. Odotamme Fediltä kahta tai kolmea koronnostoa vuoden 2017 aikana, mutta riskinä on Fedin aggressiivisempi linja inflaation kiihtymisen torjumiseksi. Fedin johtokunta koostuu kuitenkin maltillisista henkilöistä ja odotamme jäsenten enemmistön sallivan talouden lievän ylikuumenemisen verrattuna tilanteeseen, että rahapolitiikkaa kiristettäisiin liian aikaisin. Hieman pidemmällä aikavälillä Yhdysvaltojen talous voi kärsiä, mikäli presidentti Trump ylikuumentaa finanssipoliittikallaan USA:n talouden ja nykyisten optimististen odotusten vastaisesti ryhtyykin ajamaan vaalikampanjansa aikana lupaamia rajoituksia USA:n maahanmuutto- ja ulkomaankauppapolitiikkaan.

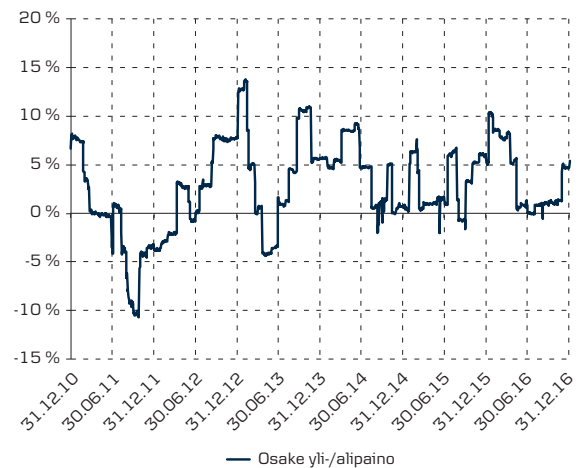
Euroopassa talouskasvu jatkuu tänä vuonna suunnilleen edellisen vuoden tasolla reilussa 1,5 prosentissa ja ylittää siten pitkän aikavälin trendikasvun. Erityisesti yksityisen kulutuksen kehitys on ollut vahvaa, mutta investoinneissa ei ole nähty toivottua elpymistä. Kasvun keskeisenä tukijana jatkaa Euroopan keskuspankki, joka päätti joulukuussa jatkaa arvopapereiden osto-ohjelmaansa odotettua kauemmin, eli yhdeksällä kuukaudella tämän vuoden loppuun asti. Kuukausittaisia arvopapereiden ostomääriä kuitenkin pienennetään huhtikuusta alkaen 80 miljardista eurosta 60 miljardiin euroon, joten osto-ohjelman euromääräinen kasvu jää maltilliseksi. Rahapolitiikka jatkuu siten kevyenä – joskin vuoden loppupuolella pelkona on EKP:n arvopapereiden osto-ohjelman asteittainen alasajo. Mielestämme hintavaikautavoitteen pysyvä saavuttaminen ei kuitenkaan näytä vielä uskottavalta, joten EKP:n on jatkettava elvytystä jossakin muodossa pitkälle vuoteen 2018. Rahapoliittisten toimien rinnalle on nousemassa myös finanssipoliittinen elvytys. Esimerkiksi EU-komission kanta on muuttunut selvästi kannustavammaksi finanssipoliittisen elvytyksen suhteen. Suurimman epävarmuuden Euroopan myönteisen talouskehityksen jatkumiselle muodostaa koholla olevat poliittiset riskit.

Yhdistelmästrategiamme omaisuuslajikohtaiset yli-/alipainot



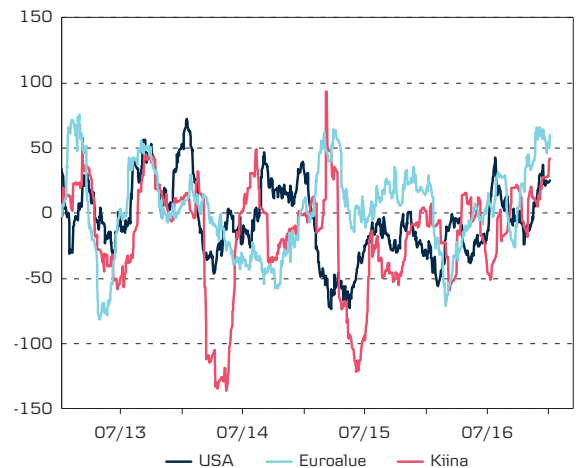
Lähde: Danske Bank

Sijoitusstrategian osake yli-/alipainon kehitys



Lähde: Danske Bank

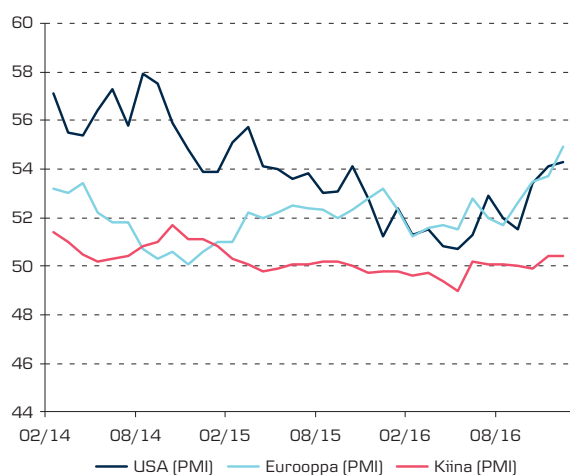
Talussyllätysindeksit Euroalue, USA ja Kiina



Lähde: Citigroup, FactSet



### Ostopäälikköindeksien kehitys



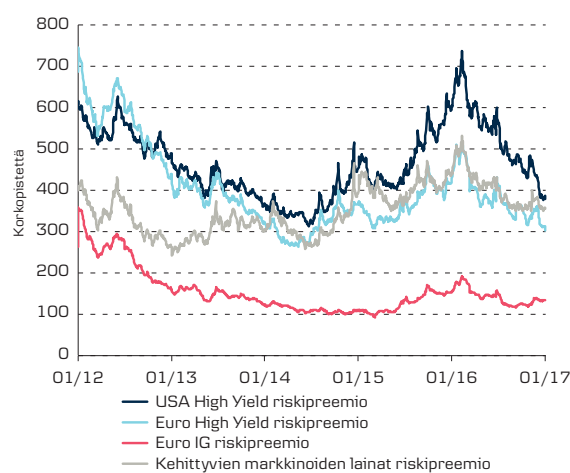
Lähde: Bloomberg

### Inflaatio – USA ja Euroalue



Lähde: FactSet

### Korko-omaisuusluokkien tuottoeroja valtionlainoihin nähden



Lähde: FactSet

Esimerkiksi Ranskassa, Hollannissa ja Saksassa järjestetään keväällä vaalit ja myös ns. Brexit-neuvottelut EU:n ja Iso-Britannian välillä käynnistyvät. Toisaalta sijoitusmarkkinat hinnoittelevat Euroopan poliittista riskiä jo varsin korkealle, joten myös odotettua paremman lopputuloksen mahdollisuus on olemassa.

Kiinan kasvu on rakenteellisesti hidastumassa, joskin viime vuosi osoitti selvästi maan talusmallin toimivuuden, eli keskushallinnon kyvyn hallita talouskehitystä elvytyspolitiikallaan. Kasvun hidastuessa talouspolitiikkaa muokataan elvyttävämmäksi ja vastaavasti kasvun kiihtyessä politiikkaa muokataan kiristävämpään suuntaan. Tällä hetkellä maan talouden kasvunäkymät ovatkin vakaat, eikä vuoden takainen pelko romahduksesta ole mielestämme todennäköinen. Nähdäksemme Kiinan keskushallinnolla on hyvät edellytykset saavuttaa tänäkin vuonna "virallisesti asetettu" 6,5-7,0 prosentin vuotuinen kasvutavoite. Elvytyksellä saavutettava kasvun laatu voidaan kuitenkin kyseenalaistaa, sillä elvytystoimet suuntautuvat pitkälti perinteisiin infrastruktuurihankkeisiin sekä kiinteistömarkkinoille. Kiinan perinteinen vientiin tukeutuva kasvumalli voi myös kohdata haasteita, mikäli Trump alkaa toteuttamaan protektionistisia toimiaan. Trump uhkasi Kiinaa vaalikampanjansa aikana merkittäville tuontitullien asettamisella. Myös korkealle kohonnut velkaantumisen on Kiinassa riski talouskehitykselle, eikä lisävelkaantumiseen tukeutuva kasvu ole pidemmän päälle mahdollista – pikemminkin päinvastoin, sillä Kiinalla on jossakin vaiheessa edessään kasvua vaimentava velkasopeutus. Kiinan talouden painopisteen muuttuminen investoinneista ja teollisuudesta enemmän yksityisen kulutuksen ja palvelusektorin varaan nojaavaksi on haasteellinen prosessi.

Muulla kehittyvissä maissa talusnäkymät vaihtelevat suuresti, eikä kuva ole laisinkaan yhtenäinen. Kokonaiskuva kallistuu kuitenkin myönteiselle puolelle, sillä suhteellisesti talouskehitystään parantavia maita on enemmän kuin maita, joilla tilanne heikkenee. Suurista kehittyvistä maista Intialla on hyvät edellytykset jatkaa nopeaa kasvuaan. Myös Venäjällä ja Brasilialla on edellytykset katkaista heikko talouskehitys, sillä raaka-aineiden (ml. raakaöljy) hinnat ovat vahvistuneet vuoden takaisilta tasoiltaan selvästi. Toisaalta useiden pienten ja avoimien kehittyvien maiden näkymiä haittaa Yhdysvaltojen kauppa- ja ulkopoliittikan muuttuminen vaikeammiksi ennustetavaksi Trumpin voiton seurauksena. Sisäisten sopeutustoimien ansiosta useiden kehittyvien maiden ulkoinen tasapaino on kuitenkin parantunut nostaten niiden kykyä selviytyä ulkoisista shokeista.

Japanissa talous pysyttelee vaisussa kasvussa ja deflaatiopelkojen johdosta maan keskuspankki joutui alkusyksyllä kasvattamaan jo ennestään kokoluokassaan massiivista elvytystä. Alkuvuoden aikana japanin vientiyrittäjien tilannetta painoi jenen voimakas vahvistuminen, joskin tämä ns. turvasatamakysyntä on loppuvuoden aikana hie-män hellittänyt, joten talous voi elpyä viennin vedolla. Vientivetoinen Japani on kuitenkin potentiaalisesti haavoittuvainen maailmankaupan protektionististen suuntausten lisääntymiselle. Lisäksi pääministeri Aben rakenteelliset uudistukset etenevät hitaasti, mikä pitää Japanin kasvupotentiaalin matalana.

Suomessa yksityisen kulutuksen ja rakentamisen veto tuki talouskehitystä viime vuonna, mutta 2017 myös viennillä on edellytykset elpyä vahvistuvan globaalin suhdannetilanteen seurauksena. Lähihistoriaansa nähden Suomen talustilanne näyttää varsin kohtuulliselta vuonna 2017. EKP:n rahapolitiikka pitää myös Suomen rahoitusolot kevyenä tukien kasvua.



## Osakenäkemys

Maailmantalouden kasvun nopeutuminen sekä syksyllä nähdyt merkit yritysten tuloskehityksen kääntymisestä kasvuun Yhdysvalloissa ja Euroopassa useita neljänneksiä jatkuneen laskun jälkeen luovat myönteisen lähtökohdan osakemarkkinoiden kehitykselle. Myönteinen kehitys kuitenkin edellyttää, että yritysten tuloskehitys jatkuu odotetun kaltaisena tai sitä parempana. Osakemarkkinoilla arvostustasot ovat nimittäin jo pidemmän aikaa pysytelleet historiallisia tasoja korkeammalla ja ne heijastelevat odotuksia kohentuvasta liikevaihto- ja tuloskehityksestä. Odotammekin osakemarkkinoiden arvostustasojen maltillistumisen leikkaavan tuloskasvun kautta syntyvää nousupotentiaalia useimmilla päämarkkinoilla. Perusskenaariossa osakemarkkinoiden kokonaistuotto asettuu maantieteellisestä alueesta riippuen noin 4-9 prosentin välille vuonna 2017. Suosimme osakestrategiasamme Eurooppaa (ml. Suomi ja muut Pohjoismaat).

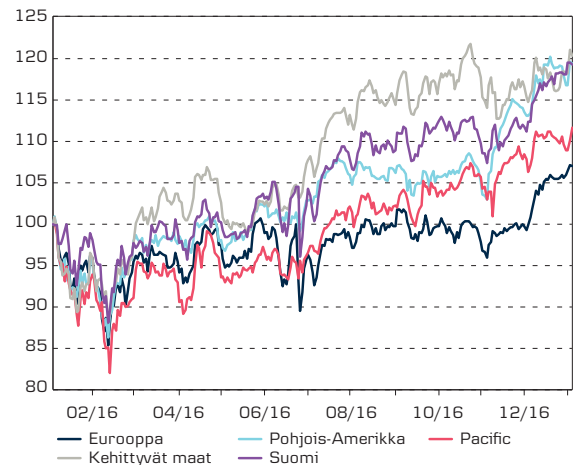
Pohjois-Amerikassa talouden kasvunäkymät ovat vahvat ja lisäksi presidentti Trumpin suunnittelemat finanssipoliittiset elvytystoimet voimistavat USA:n jo ennestään hyvää talouskuvaa. Nämä odotukset ovat heijastuneet korkotason nousuna, dollarin vahvistumisena sekä osakemarkkinoilla tuloskasvuodotusten voimistumisena. Mielestämme Trumpin suunnittelemissa infrastruktuuri-investoinneilla sekä kotitalouksille ja yrityksille suuntaamilla veronkevennyksillä voi olla merkittävä positiivinen vaikutus yritysten tuloksiin. Toisaalta dollarin vahvistuminen sekä Trumpin protektionistiset lausunnot voivat häiritä USA:n vientiteollisuutta sekä kansainvälisesti toimivia yrityksiä. Odotamme USA:n yritysten tulosten jatkavan vahvistumistaan lähivuosineljänneksen aikana, mutta korkeahkolla tasolla kohonneet arvostustasot, riskit Fedin odotettua aggressiivisemmasta rahapolitiikasta sekä mahdolliset pettymykset Trumpin politiikasta rajoittavat USA:n osakemarkkinoiden nousupotentiaalia.

Euroopassa talous kasvaa kohtuullisesti ja sen odotetaan pysyvän trendinsä tasolla tai sen yläpuolella 2017. Poliittiset riskit ovat koholla, mutta ne eivät nähdäksemme muuta talouden suuntaa. Euroopassa yritysten tuloskehitystä tukee hyvin matala korkotaso, lisääntyvät finanssipoliittiset elvytystoimet sekä heikentynyt euron arvo, mikä tukee Euroopan laajaa vientisektoria (mm. teollisuus). Lisäksi yritysten tulosmarginaaleilla on tilaa kohentua globaalin kysynnän kasvun seurauksena. Euroopan finanssisektorin tuloskehitystä tukee korkotason kääntyminen noususuuntaiseksi. Vahvistuneet tuloskasvuodotukset sekä Pohjois-Amerikkaa maltillisemmat arvostustasot saavatkin meidät suosimaan Euroopan osakemarkkinoita.

Kehittyvillä markkinoilla päähuomio kiinnittyy Kiinaan, sillä maan kasvu on toisaalta rakenteellisesti hidastumassa ja toisaalta muuttumassa kestävämmälle pohjalle. Toinen merkittävä huomion kohde on raaka-aineiden hintojen kehittyminen ja sen vaikutukset useiden raaka-aineita vievien maiden yritysten tulospöytäkirjoihin. Useat pienet ja avoimet kehittyvät maat ovat onnistuneet vakaannuttamaan talouttaan, mutta niiden talousnäkömien ennustettavuutta vaikeuttaa Yhdysvaltojen kauppa- ja ulkopoliittikan muuttuminen epäselvemmäksi Trumpin vaalivoiton seurauksena. Kehittyvillä markkinoilla arvostustasot ovat kuitenkin maltilliset.

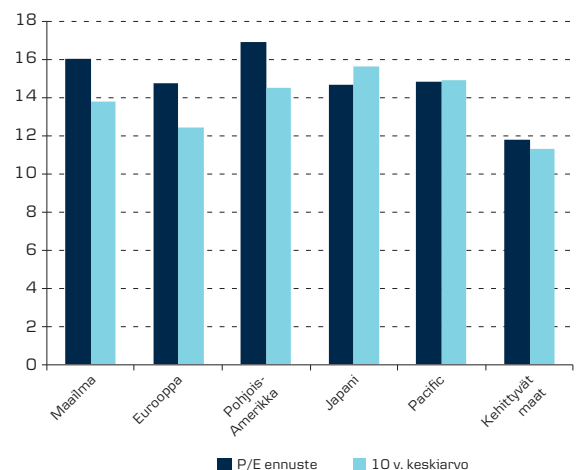
Suomen talouden heikko kehitys osoittaa käännteitä parempaan, vaikka elpyminen onkin rakenteellisista syistä johtuen totuttua hitaampaa. Erityisesti kotimaisesta kysynnästä riippuvaisten yhtiöiden suoriutumisessa on nähtävissä kohentumista. Suomessa toimii myös runsaasti globaalille kysynnälle altistuneita yhtiöitä, joten niillä on edellytykset muun Euroopan tavoin parantaa suoriutumistaan globaalin kasvun piristytessä.

Osakemarkkinoiden kehitys 12 kk (EUR)



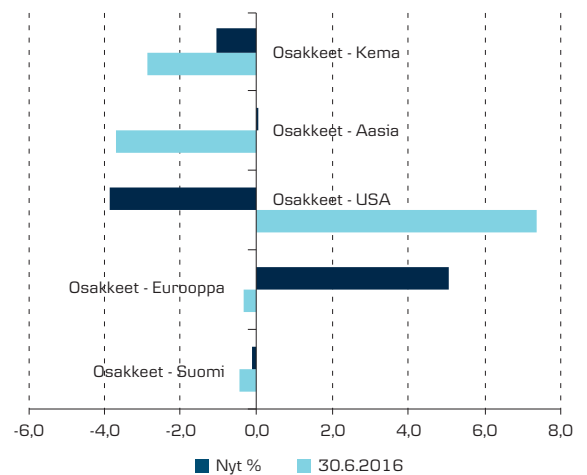
Lähde: FactSet

Osakemarkkinat: PE-luvut



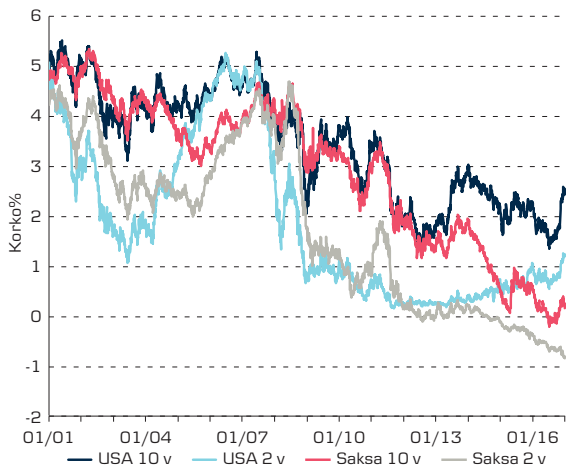
Lähde: Danske Bank

Osakestrategiamme maantieteelliset yli-/alipainot



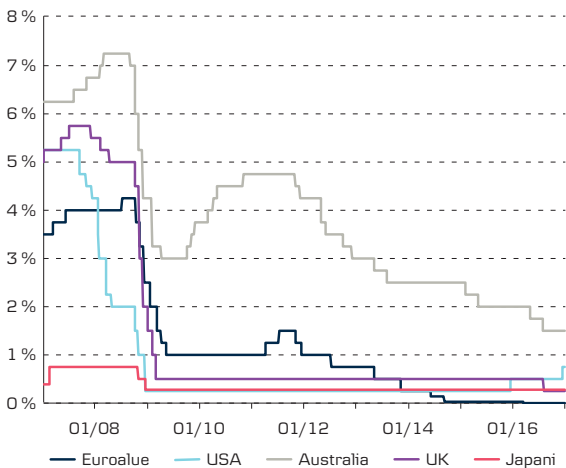
Lähde: Danske Bank

Saksan ja USA:n valtionlainojen kehitys



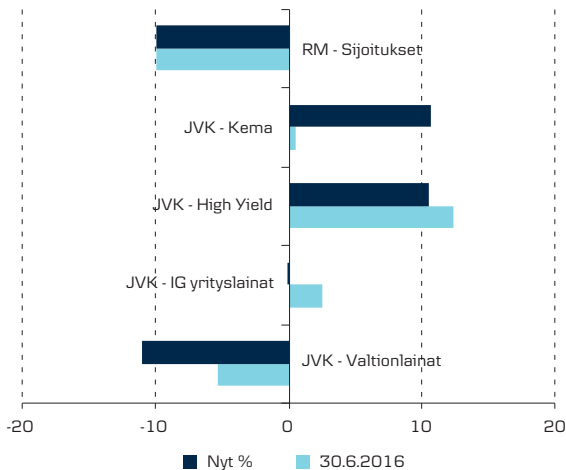
Lähde: FactSet

Länsimaiden ohjaukorot



Lähde: FactSet

Korkostrategian omaisuusluokkien yli-/alipainot



Lähde: Danske Bank

## Korkonäkemykset

Korkomarkkinoilla lähtöasetelmat ovat hieman muuttuneet globaalien kasvunäkymien piristymisen sekä Trumpin presidenttiyden seurauksena. Pitkään jatkunut korkotason lasku on päättynyt ja tästä eteenpäin globaalien korkotason suunta on mikroskooppisin ja epätasaisin askelin nouseva. Selvimmin korkotasolla on tilaa nousta Yhdysvalloissa, jossa talouskasvu ylittää trenditasonsa ja Trumpin politiikka vielä vauhdittaa kasvua ja inflaatio-odotuksia. Keskuspankki Fed voi joutua reagoimaan tilanteeseen ennakoitua aggressiivisemmalla kiristämispolitiikalla. Euroopassa korkotaso pysyy matalalla, sillä taloussykli on useita vuosia Yhdysvaltoja jäljessä, inflaatio on olematonta ja keskuspankki EKP toimillaan pitää korkotason matalana, erityisesti lyhyissä juoksuajoissa. Globaalien korkotason nousupaineet heijastuvat kuitenkin myös Euroopan korkomarkkinoille erityisesti pidemmissä juoksuajoissa. Matalat tuottotasot ja korkoympäristön kääntymisen noususuuntaiseksi pitää meidän varovaisina valtionlainasijoituksia kohtaan. Hyödynnäme kuitenkin mahdollisia taktisia liikkeitä euroalueen maiden valtionlainoissa mm. poliittisten tilanteiden vaihteluiden seurauksena.

Euroalueen yritysainamarkkinoilla korkean luottoluokituksen (IG) yritysainoja tukee EKP:n arvopapereiden osto-ohjelma sekä parempaan suuntaan kehittyvä taloustilanne. Yritysainojen riskilisät ovat lähellä keskiarvotasoa ja maksuhäiriöasteiden odotetaan pysyvän alhaisella tasolla. Euroalueen alhaisen luottoluokituksen (HY) yritysainojen tuottonäkymät ovat niin ikään vakaat. Kuponkituottotaso on edelleen houkutteleva ja maksuhäiriöasteet alhaalla. Euroopan high yield -yritysainojen luottomarginaaleihin voi kuitenkin kohdistua lievää levenemispainetta johtuen siitä, että Yhdysvaltojen high yield -markkinoilla yritysten velkaantumistasot ovat kohonneet ja USA:n korkotaso on noususuuntainen. Euroalueen ulkopuoliset valuuttasuojatut yritysainasijoitukset eivät houkutele myöskään siksi, että USA:n ja euroalueen korkoero on kasvussa nostaten valuuttasuojauksenkustannuksia.

Kehittyvien maiden liikkeeseen laskemissa lainoissa tuottotasot ovat edelleen korko-omaisuusluokkien korkeimmat. Kehittyvien maiden dollarimääräisissä lainoissa korkea kuponkituottotaso sekä odotukset luottomarginaalien kaventumisesta talousfundamenttien paranemisen seurauksena riittää kompensoimaan Yhdysvaltojen korkotason nousun sekä kasvavien valuuttasuojauksenkustannusten aiheuttamaa negatiivista vaikutusta tuottoon.

Paikallismääräisissä valuutoissa liikkeeseen laskettujen kehittyvien maiden lainojen tuottonäkymiä tukee useiden kehittyvien maiden talousfundamenttien selvä paraneminen muutaman vuoden takaiseen tilanteeseen verrattuna. Useiden maiden ulkoinen tasapaino on parantunut, inflaatio on hidastunut ja valuuttojen heikkeneminen on pysähtynyt. Ehkäpä selvimmin tämä näkyy raaka-aineita vievien maiden kohdalla. USA:n uuden presidentin Trumpin protektionistiset ja maailmankauppavastaiset kommentit ovat potentiaalinen epävarmuustekijä etenkin pienille ja avoimille kehittyville maille. Mielletämme useiden kehittyvien maiden vakaantuneet talouden fundamentit puoltavat kuitenkin tämän lainaluokan suosimista.



## Markkinatuottoja (€):

Osakemarkkinoiden tuottoja alueittain 31.12.2016	Kuukauden alusta	Vuoden alusta	12 KK
Maaailma	3,3 %	11,7 %	11,7 %
Eurooppa	6,2 %	3,5 %	3,5 %
Aasia ja Tyynen valtameren maat	1,4 %	7,9 %	7,9 %
Pohjois-Amerikka	2,8 %	16,0 %	16,0 %
Suomi	5,5 %	13,3 %	13,3 %
Ruotsi	5,4 %	5,3 %	5,3 %
Norja	4,3 %	18,4 %	18,4 %
Tanska	5,9 %	-12,4 %	-12,4 %
Yhdysvallat	2,8 %	15,3 %	15,3 %
Japani	1,9 %	6,1 %	6,1 %
Kehittyvät taloudet	1,2 %	15,3 %	15,3 %
Kehittyvät taloudet: Aasia	-0,5 %	10,0 %	10,0 %
Kehittyvät taloudet: Eurooppa	12,2 %	43,3 %	43,3 %
Kehittyvät taloudet: Latinalainen Amerikka	1,8 %	35,8 %	35,8 %
Kiina	-3,2 %	4,4 %	4,4 %
Venäjä	13,6 %	61,0 %	61,0 %

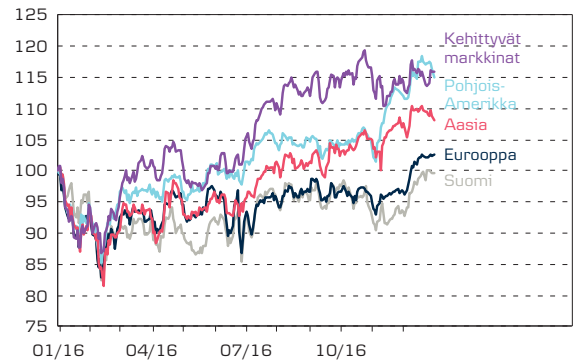
MSCI Maaailma tuottoja toimialoittain 31.12.2016	Kuukauden alusta	Vuoden alusta	12 KK
MSCI Maaailma	3,3 %	11,7 %	11,7 %
Energia	4,6 %	31,8 %	31,8 %
Informaatioteknologia	2,3 %	15,7 %	15,7 %
Yhdyskuntapalvelut	5,4 %	10,4 %	10,4 %
Kulutushyödykkeet ja palvelut	2,3 %	7,0 %	7,0 %
Teolliset tuotteet ja palvelut	1,8 %	17,3 %	17,3 %
Päivittäiskulutus	4,0 %	5,6 %	5,6 %
Perusteollisuus	2,5 %	27,1 %	27,1 %
Rahoitus	4,9 %	16,9 %	16,9 %
Tietoliikennepalvelut	6,9 %	10,0 %	10,0 %
Terveydenhuolto	2,5 %	-3,2 %	-3,2 %

Korkomarkkinoiden tuottoja 31.12.2016	Kuukauden alusta	Vuoden alusta	12 KK
Rahamarkkinat			
3 kuukauden Euribor Indeksit	0,0 %	-0,2 %	-0,2 %
Valtion joukkolainat			
AAA-luottoluokitettut euroalueen valtionlainat	0,3 %	4,1 %	4,1 %
Euroalueen valtionlainat, kaikki luottoluokat	0,7 %	3,3 %	3,3 %
Yrityslainat			
Euroalueen Investment Grade -yrityslainat	0,6 %	4,8 %	4,8 %
Euroalueen High Yield -yrityslainat	1,9 %	9,4 %	9,4 %
Globaalit High Yield -yrityslainat	1,7 %	14,8 %	14,8 %
Kehittyvien markkinoiden lainat			
Kehittyvien markkinoiden lainat, eurosuojattu	1,1 %	8,6 %	8,6 %

Vaihtoehtoisten sijoitusten tuottoja 31.12.2016	Kuukauden alusta	Vuoden alusta	12 KK
Raaka-aineet	1,6 %	5,4 %	5,4 %
Kulta	-1,9 %	7,4 %	7,4 %

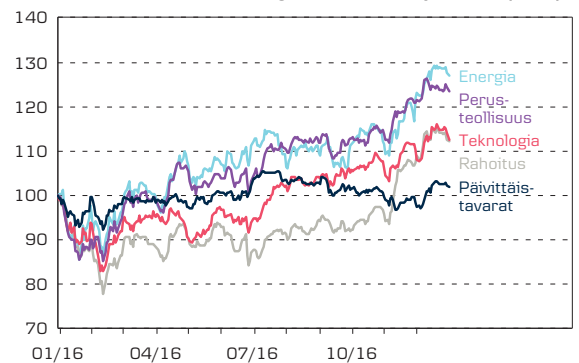
Valuuttakurssien kehitys 31.12.2016	Kuukauden alusta	Vuoden alusta	12 KK
EUR/USD	-0,5 %	-2,9 %	-2,9 %
EUR/JPY	1,7 %	-5,8 %	-5,8 %
EUR/GBP	0,8 %	15,9 %	15,9 %
EUR/SEK	-2,0 %	4,3 %	4,3 %

Osakemarkkinoiden tuottokehitys 12 kk (EUR)



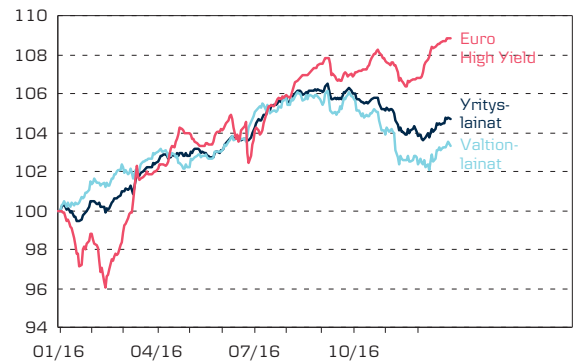
Lähde: FactSet Prices

MSCI World: Toimialojen tuottokehitys 12 kk (EUR)



Lähde: FactSet Prices

Joukkovelkakirjalainat: tuottokehitys 12 kk (EUR)



Lähde: FactSet Prices

EUR/USD valuuttakurssin kehitys 12 kk



Lähde: FactSet Prices

Danske Bank Oyj  
Rekisteröity kotipaikka ja osoite Helsinki,  
Hiililaturinkuja 2, 00075 DANSKE BANK  
Y-tunnus 1730744-7