



### Geopoliittista kuohuntaa

Viime viikkoina markkinoiden fokukseen on noussut etenkin geopolitiikka Donald Trumpin pyrkiessä aggressiivisesti edistämään aselepoa Ukrainan sodassa. Helmikuun aikana neuvotteluja on käyty ristiriitaisissa tunnelmissa Yhdysvaltojen ja Venäjän vetämänä, Euroopan ja Ukrainan

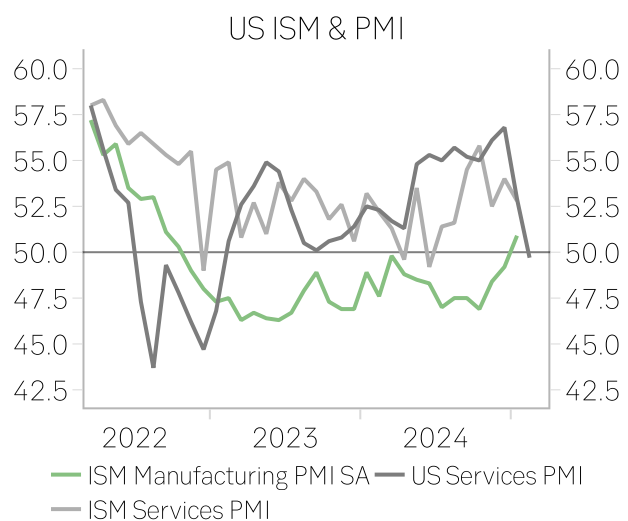
jäädessä toistaiseksi sivuosaan. Kuun loppupuolella tilanteessa nähtiin merkittävä eskalaatio Ukrainan presidentti Zelenskyin vieraillessa Washingtonissa ja ajautuessa sanaharkkaan Trumpin ja varapresidentti J.D. Vancen kanssa.

Sanaharkan seurauksena Euroopan rooli Ukrainan tukijana ja mahdollisen aselevon neuvotteluissa korostuu, mistä saatiinkin viitteitä Iso-Britanniassa järjestetyssä hätäkokouksessa heti sanaharkan jälkeen. Positiivista tilanteesta on kaikkien osapuolien aiempaa selkeämpi tahto saada sota loppumaan, mutta huolestuttavaa kuitenkin on Yhdysvaltojen ajautuminen epävarmimmaksi kumppaniksi Euroopalle ja sen mahdolliset pidemmän aikavälin negatiiviset vaikutukset turvallisuustilanteeseen ja muuhun yhteistyöhön Yhdysvaltojen ja Euroopan välillä. Sijoitusmarkkinoilla rauhaan on kuitenkin alettu uskomaa, eurooppalaisten ja etenkin rauhasta riippuvaisten Itä-Euroopan osakemarkkinoiden kehittyessä erittäin vahvasti alkuvuoden aikana. Samalla globaalin makrotalouden näkökulmasta epävarmuus on ollut hieman nousussa Trumpin tariffi-ilmoitusten jatkuessa ja Yhdysvaltojen viimeaikaisten taloslukujen ollessa hieman aiempaa maltillisempia, indikoiden ensimmäisen kvartaalin talouskasvutason jäävän aiempaa hitaammalle tasolle. Sijoitusmarkkinoiden sentimentin osalta positiivista on kuitenkin ollut helmikuussa julkaistut neljännen kvartaalin tulosraportit, jotka pääosin kertoivat varsin vahvasta tuloskasvusta laaja-alaisesti.



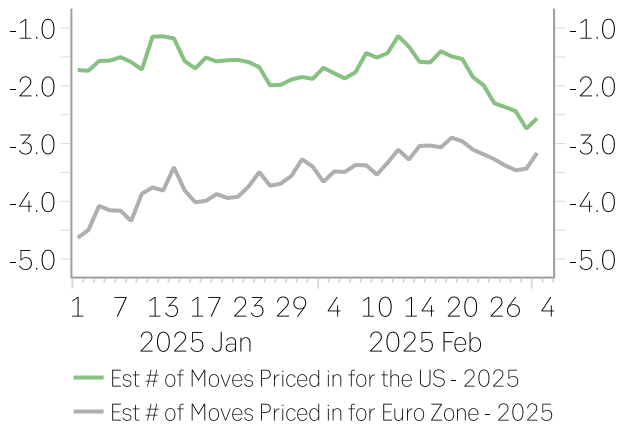
Yhdysvaltojen talouskasvukuva on hieman heikentynyt viime viikkoina julkaistujen lukujen myötä, josta kertoo muun muassa keskimääräisten talussylytysten tason kääntyminen jälleen negatiiviseksi. Heikkenemistä on ollut havaittavissa ennen kaikkea pehmeässä, kyselyihin perustuvassa datassa, mm. palveluajalojen ostopääällikköindekseissä ja kuluttajien luottamuksessa. Palveluajalojen ostopääällikköindeksit olivat helmikuussa supistuvalla tasolla ollessa 49,7 pisteessä (US Services PMI Business Activity) ja kuluttajien luottamus puolestaan 64,7 pisteessä (University of Michigan Consumer Sentiment). Kuluttajien heikkenevää luottamusta kuvaavien kyselyiden tarkkuus on kuitenkin presidentinvaalien jälkeen hieman laskenut, sillä

kuluttajien luottamukseen vaikuttaa selkeästi poliittinen suuntautuneisuus, demokraattien ollessa erittäin pessimistisiä ja republikaanien vastaavasti optimistisiä. Joka tapauksessa yksityinen kulutus on ollut alkuvuonna hitaampaa, tammikuun vähittäiskauppaa kuvaavien lukujen ollessa -0,9 % kuukausimuutostasolla. Talouskasvun jatkumisen osalta positiivisia merkkejä on kuitenkin jälleen saatu työmarkkinoilta, tammikuun NFP kuukausimuutoksen ollessa 143 tuhannen paikkeilla, mutta voimakkaat positiiviset revisiot joulukuun lukuun selittivät osaltaan heikompaa tammikuun lukua ja kertovat työmarkkinan vahvasta tilasta. Samalla teollisuudessa on nähty piristymisen merkkejä teollisuuden ostopääällikköindeksien ylittäessä 50-pisteen rajan ensimmäistä kertaa sitten vuoden 2022 ja pienten yhtiöiden optimismin jatkaessa erittäin vahvalla tasolla.



Ensimmäisen kvartaalin talouskasvuun tulee negatiivisesti vaikuttamaan kuitenkin tekniset nettovientiin liitännäiset tekijät, jotka tulevat todennäköisesti painamaan talouskasvun tasoa. Taustalla on yhdysvaltalaisen yritysten reaktio tulliepävarmuuteen, jonka myötä Yhdysvaltojen tuonti on alkuvuonna kasvanut merkittävästi yritysten pyrkiessä tilaamaan tavaraa maailmalta ennen mahdollisia tulevia tariffeja. Indikaationa tästä on mm. kauppataseen ennakkotietojen kertoessa kauppataseen alijäämän kasvaneen historiallisen negatiiviselle tasolle, hypäten joulukuun jo korkealta 122 miljardin tasolta ennätyskorkealle 153 miljardin tasolle tammikuussa. Kauppataseen alijäämä tulee kuitenkin tasoittumaan tulevina kvartaaleina, jolloin vaikutus koko vuoden talouskasvuun tuskin on niin suuri mitä ensimmäiseltä kvartaalilta tullaan näkemään.

## Estimated number of interest rate cuts for 2025



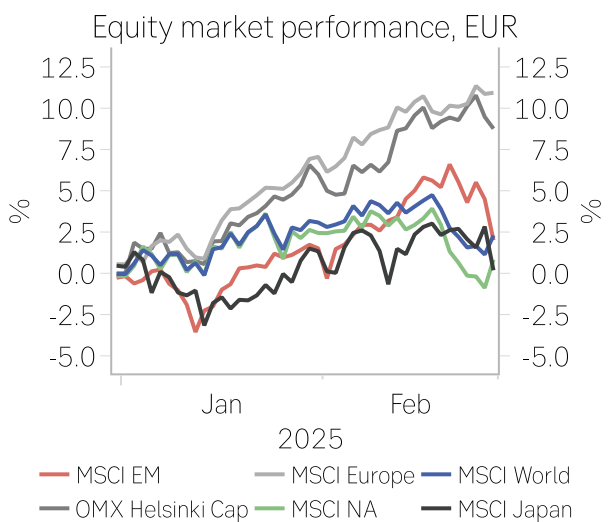
Myös inflaatioluvut ovat jälleen aiheuttaneet huolta ennen kaikkea Yhdysvalloissa. Tammikuussa päähintainflaatio hyppäsi yllättäen jälleen +0,5 % kuukausimuutostahtiin, ollen +3,0 % tasolla edellisvuodesta ja siten reilusti Fedin 2 % tavoitetasoa korkeammalla. Fedin tarkemmin seuraama PCE-hintaindeksi osoitti hieman maltillisempaa kasvutahia, ollen +0,3 % kuukausimuutostahdissa ja +2,5 % edellisvuodesta, mutta yhdistettynä tariffien todennäköiseen inflaatiota nostattavaan vaikutukseen, nykytaso on Fedin näkökulmasta edelleen liian korkea.

Korkeammista inflaatioluvuista huolimatta markkinoilla on alettu hinnoittelemaan lisäkoronleikkauksien todennäköisyyksiä hieman ylöspäin, ollen nyt 2-3kpl koronleikkauksen kannalla vuodelle 2025. Taustalla on viime viikkojen kohonneet huolet talouskasvun tasosta, jotka koetaan markkinoilla nyt inflaatiota oleellisemmaksi parametriksi sen osalta millaista rahapolitiikkaa Fed toteuttaa tänä vuonna. EKP:n osalta markkinahinnoittelussa ei olla nähty merkittäviä muutoksia, hinnoittelun ollessa edelleen 3-4kpl leikkauksen tasolla loppuvuoden aikana. Molemmat keskuspankit kokoustavat maaliskuussa, EKP:n todennäköisesti jatkaessa leikkauksia (6.3.) ja Fedin vastaavasti säilyttävän nykyisen tason, mutta viestiessä lisää rahapolitiikan tulevasta suunnasta.

Euroopassa fokus on lähes yksinomaan ollut geopolitiikassa ja Saksan vaaleissa. Saksassa käytiin helmikuun loppupuolella parlamentinvaalit, joiden tuloksena valta vaihtuu Saksassa CDU:n voittaessa vaalit selkeällä 28,8 % kannatuksella ja Friedrich Merzin noustessa seuraavaksi liittokansleriksi. CDU:n ohella hallitusta lähdetään muodostamaan SPD:n kanssa huolimatta SPD:n suhteellisen heikosta kannatuksesta vaaleissa. Näillä näkymin hallituksen muodostamisesta ei tule haasteellista ja Saksaan saadaan toimiva hallitus kevään aikana, jonka jälkeen päästään toteuttamaan

lupauksia talouskasvua tukevista toimista. Kysymykseksi kuitenkin nousee Saksan perustuslaillisen velkajarrun muuttaminen, johon vaaditaan 2/3 enemmistö parlamentissa. Hallituksen ulkopuolelle jäävien laitapuolueiden (AfD & BSW) äänimäärän ollessa yli 1/3, joutuu mahdollinen tuleva velkajarrun muutos huomioimaan myös kyseisten puolueiden näkökantoja, mikä voi hankaloittaa suuremman muutoksen tekemistä.

Sijoitusmarkkinoilla poliittisen epävarmuuden selkeytymistä on hinnoiteltu positiivisin mielin riskipitoisten omaisuusluokkien kehittyessä vahvasti vaalien jälkeen. Samalla koroissa on nähty hienoista nousupainetta, pohjautuen odotuksiin kohoavasta puolustusmenojen kasvattamisesta ja mahdollisesta muutoksesta Saksan perustuslailliseen velkajarruun. Talouskasvuodotuksien valossa Euroopan kuva ei ole kuitenkaan vielä muuttunut kohti parempaa, ekonomistien jopa laskien kuluva vuoden talouskasvuodotuksia hieman alaspäin alkuvuoden aikana. Toisaalta Yhdysvaltojen turpoava kauppataseen alijäämä indikoi ainakin lyhyellä aikavälillä positiivisempaa kuvaa Euroopan taloudelle Q1 aikana viennin kasvun myötä. Onkin mahdollista, että alkuvuonna kohonnut vienti yhdessä selkeämmän poliittisen kuvan, matalampien ohjaukorkojen ja kohoavan finanssipoliittisen tuen myötä tulee nostattamaan lyhyen aikavälin talouskasvuodotuksia Euroopassa huolimatta tariffipeloista, joiden negatiiviset vaikutukset tulisivat iskemään kasvuun vasta myöhemmin.

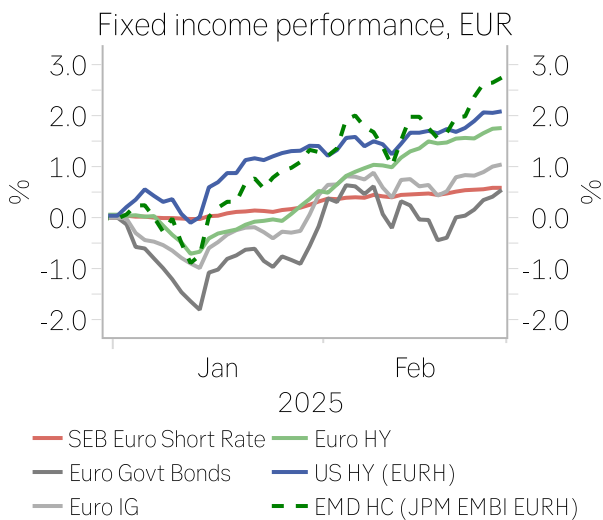


Kiinassa viimeaikaiset taloutta kuvaavat indikaattorit ovat olleet hieman aiempaa parempia, ostopäällikköindeksien jatkaessa laajalti yli 50-pisteen tasoilla, tammikuun inflaatiolukujen osoittaessa hienoista kohoamista ja asuntomarkkinoiden hintaindeksien tasaantuessa.

Trump on luvannut asettaa helmikuisten 10 % tariffien lisäksi toisen vastaavansuuruisen tariffin kiinalaisille tuotteille, mutta nähtäväksi jää miten suuret taloudelliset vaikutukset Kiinalle tariffeilla on, sillä Kiinan suoran viennin osuus Yhdysvaltoihin ei enää ole niin suurella tasolla mitä se Trumpin ensimmäisellä kaudella oli ja toisaalta tariffeja tullaan näillä näkymin asettamaan myös muille maille, jolloin Kiina ei välttämättä ole samalla tapaa suhteellinen häviöjä kuin ennen. Kiinan kansankongressi kokousta maaliskuussa, missä tullaan todennäköisesti ilmoittamaan talouskasvun tason tavoitteista ja mahdollisista toimita, joilla kasvuun päästään. Huomio kiinnittyy ennen kaikkea mahdollisiin finanssipoliittisen tuen ilmoituksiin. Samalla Kiinan osakemarkkinoilla on nähty vahvaa kehitystä viime kuukausina, osittain parantuneen talouskuvan myötä ja osittain tammikuun tekoälyjulkistuksen (DeepSeek) myötä, jonka jälkeen etenkin kiinalaiset teknologiayhtiöt ovat olleet nosteessa.

aiempaa maltillisempiin talouslukuihin, minkä myötä eurooppalaisista valtionlainoista kirjattiin noin +0,7 % tuotot, korkean luottoluokituksen yritysvelkakirjoista noin +0,6 % tuotot ja matalan luottoluokituksen yritysvelkakirjoista noin +1,0 % tuotot. Kokonaisuutena alkuvuonna globaali hajautus on kannattanut ja alkuvuoden aikana on päästy varsin vahvoihin tuottoihin huolimatta Yhdysvaltojen osakemarkkinan heikohkosta kehityksestä.

Painotamme asiakassalkuissamme edelleen osakeriskiä globaalien talouskasvukuvan näyttäessä kohtuullisen hyvältä, tulosten ja tulosodotusten ollessa vahvoja, Ukrainan sodan osoittaessa merkkejä lähestyvistä rauhanneuvotteluista ja Euroopan poliittisen epävarmuuden rauhoittuessa. Maantieteellisesti painotamme allokaatiossa aiempaa tasapainoisemmin eri päämarkkina-alueita pelkän Yhdysvaltojen osakemarkkinan sijaan.



Poliittisista epävarmuuksista huolimatta sijoitusmarkkinoilla helmikuusta muodostui kohtuullisen hyvä kuukausi. Vahvoihin tuottoihin päästiin etenkin eurooppalaisilla osakemarkkinoilla, laajan Euroopan ja Suomen osakemarkkinan tuottaessa peräti noin +3-4 %. Vastaavasti Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla jäätettiin tammikuun tapaan jälkeen, tuoton ollessa euroissa mitattuna noin 1,5 % miinuksella. Yhdysvaltojen heikon kehityksen taustalla on ollut ennen kaikkea huolet suurten teknologiayhtiöiden voittokulun jatkumisesta ja korkeista arvostustasoista, joiden myötä Magnificent 7 -yhtiöjoukkoa kuvaavan indeksin kehitys oli peräti -9,0 % helmikuun aikana. Kehittyvillä markkinoilla Kiinan markkinalta kirjattiin erittäin vahvat noin +11 % tuotot, jolloin huolimatta muiden kehittyvien markkinoiden heikosta tuotosta (mm. Intia -8 %) kehittyvien markkinoiden laaja indeksituotto päättyi noin +0.5 % tuottoon. Korkopuolella markkinakoroissa nähtiin käänne alaspäin ennen kaikkea reaktiona Yhdysvaltojen hieman

# Tuottoja 28.2.2025

<b>Osakkeet</b>	<b>Pvm.</b>	<b>Feb</b>	<b>Jan</b>	<b>2025</b>	<b>1v</b>	<b>3v p.a.</b>	<b>5v p.a.</b>	<b>Benchmark</b>
Maailma	28.2.	-0,76	3,12	2,34	20,46	13,08	15,16	MSCI World NR USD
Suomi	28.2.	2,60	6,00	8,76	10,42	2,30	7,33	NASDAQ OMX Helsinki Cap GR EUR
Eurooppa	28.2.	3,63	6,47	10,33	15,70	10,19	10,95	MSCI Europe NR EUR
Eurooppa Small Cap	28.2.	0,60	4,01	4,64	11,46	2,54	6,72	MSCI Europe Small Cap NR EUR
USA	28.2.	-1,38	2,36	0,94	22,86	14,94	17,59	S&P 500 NR USD
Japani	28.2.	-1,17	1,24	0,05	6,97	8,15	8,65	TOPIX TR JPY
Ruotsi	28.2.	3,73	6,96	10,95	15,80	7,05	11,95	NASDAQ OMX Stockholm All-Share Cp GR SEK
Kehittyvät markkinat	28.2.	0,44	1,39	1,84	14,67	3,07	5,41	MSCI EM NR USD
<b>Korot</b>	<b>Pvm.</b>	<b>Feb</b>	<b>Jan</b>	<b>2025</b>	<b>1v</b>	<b>3v p.a.</b>	<b>5v p.a.</b>	
Rahamarkkinat EUR	28.2.	0,23	0,26	0,49	3,81	2,42	1,24	ICE BofA EUR Ccy 3M Dep OR CM TR LOC
Valtionlainat	28.2.	0,70	-0,21	0,49	4,12	-2,67	-2,51	Bloomberg Euro Agg Treasury TR EUR
Yrityslainat Eurooppa	28.2.	0,60	0,44	1,04	6,62	0,92	-0,02	Bloomberg Euro Corp TR EUR
High Yield Eurooppa	28.2.	1,05	0,65	1,71	9,13	4,78	3,46	ICE BofA Euran Ccy HY TR HEUR
High Yield USA (EUR suojattu)	28.2.	0,54	1,26	1,80	8,17	2,58	2,87	ICE BofA US Cash Pay HY Constd TR HEUR
Kehittyvät markkinat (HC, EUR suojattu)	28.2.	1,43	0,83	2,28	7,81	0,60	-1,00	Bloomberg EM Hard Currency Agg TR HEUR
Kehittyvät markkinat (LC)	28.2.	0,93	2,70	3,65	5,46	1,95	-1,02	Bloomberg EM Local Currency Broad TR USD

Source: Morningstar, eur