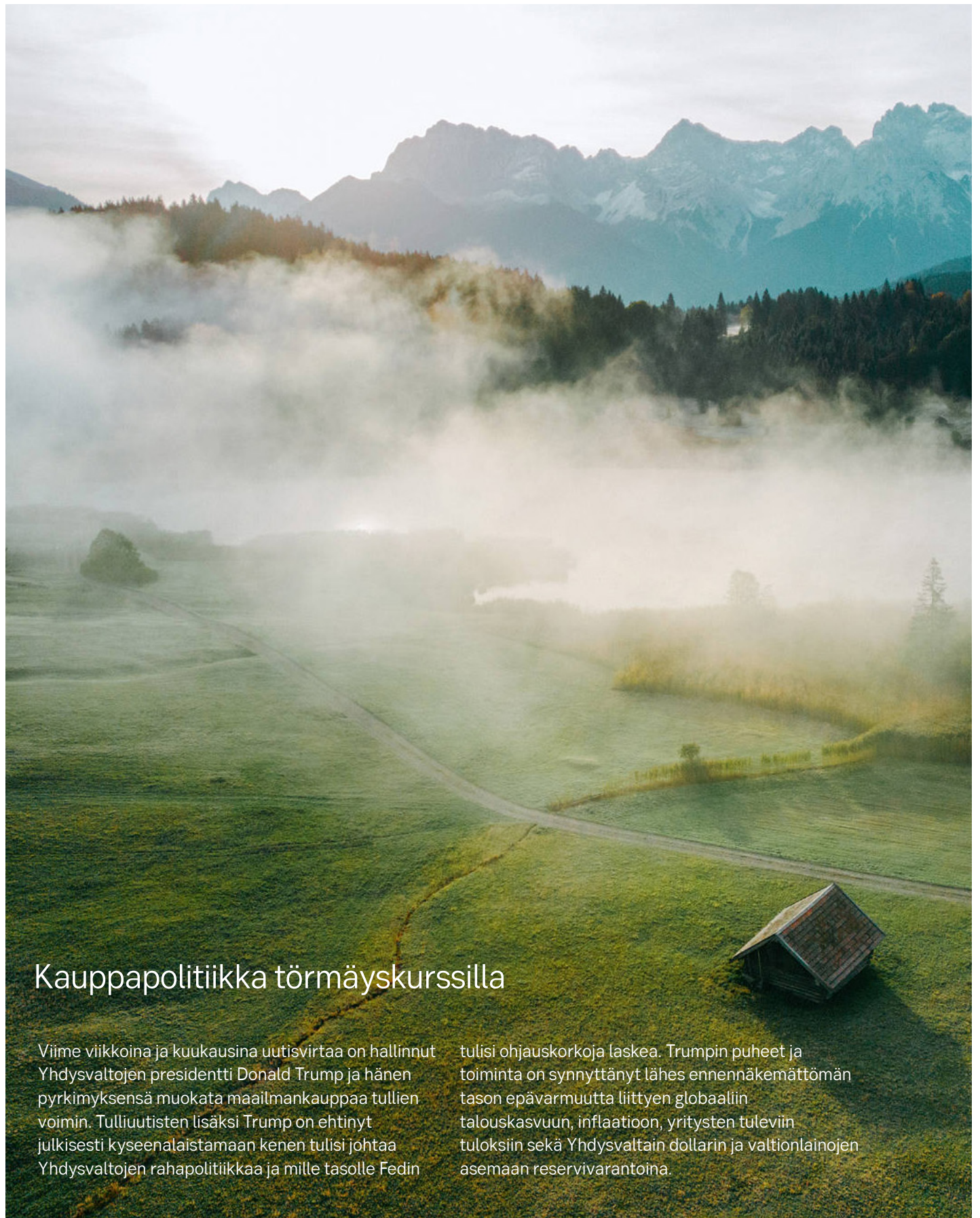


# Kuukausikatsaus

Toukokuu 2025



## Kauppapolitiikka törmäyskurssilla

Viime viikkoina ja kuukausina uutisvirtaa on hallinnut Yhdysvaltojen presidentti Donald Trump ja hänen pyrkimyksensä muokata maailmankauppaa tullien voimin. Tulliutisten lisäksi Trump on ehtinyt julkisesti kyseenalaistamaan kenen tulisi johtaa Yhdysvaltojen rahapolitiikkaa ja mille tasolle Fedin

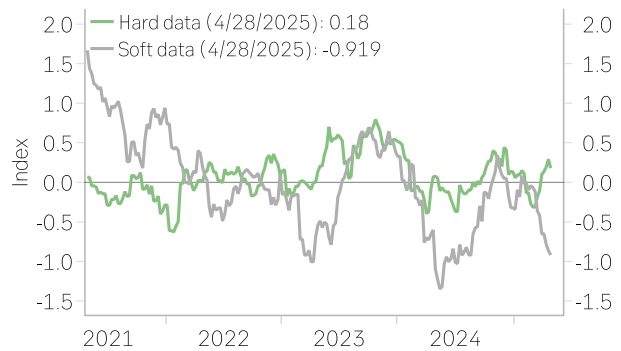
tulisi ohjauskorkoja laskea. Trumpin puheet ja toiminta on synnyttänyt lähes ennennäkemättömän tason epävarmuutta liittyen globaaliin talouskasvuun, inflaatioon, yritysten tuleviin tuloksiin sekä Yhdysvaltain dollarin ja valtionlainojen asemaan reservivarantoina.

Kyseinen epävarmuus on luonnollisesti levinnyt kaikkialle globaaleilla markkinoilla ja johtanut markkinaheiluntaan, jota on viimeksi nähty COVID-kevään syvimmissä vaiheissa. Eniten ovat kärsineet osakkeet, etenkin Yhdysvalloissa dollarin heikkouden ajamana, mutta heikkoutta on alkanut ajoittain näkymään myös luottoriskilisissä. Yhdysvalloissa historialliset korrelaatiot ovat murtuneet, kun sekä dollari, valtionlainat että osakkeet ovat olleet paineessa samanaikaisesti. Tämä on ollut seurausta erityisesti ulkomaisten sijoittajien heikentyneestä luottamuksesta Trumpin politiikkaa kohtaan.

Huhtikuun toisena päivänä eli "Vapautuksen päivänä" (Liberation Day), Donald Trump esitteli suunnitelmansa globaaleista tulleista, jossa linjattiin 10 % perustullitaso ja tätä korkeammat maakohtaiset vastatullit. Näiden laajuus yllätti niin makroekonomistit kuin maailmanmarkkinatkin. Vastatulleja päädyttiin kuitenkin lykkäämään 90 päivällä, jonka aikana tarkoitus on pyrkiä neuvottelemaan kauppasopimuksia ennen määräajan umpeutumista. Kuten odotettua, Kiina nousi pääkohteeksi Trumpin tullisuunnitelmassa, ja jännitteet ovat sittemmin kiristyneet, kun molemmat maat ovat nostaneet tullitasojaan kilpajuoksun omaisesti. Tällä hetkellä Kiina-US-tullitasot ylittävät 100 %, mikä estää kahdenvälisen kaupan toimimisen normaalisti. Viimeaikaiset uutisotsikot viittaavat siihen, että ainakin Japani, Etelä-Korea ja Intia saattavat olla lähellä sopimuksia, mikä nostaa toiveita siitä, ettei tullisota eskaloituisi entisestään tai jatkuisi pitkään muiden kuin Kiinan kanssa.

Trump ja hänen hallintonsa ovat myös ilmoittaneet, että jopa 70 maata on osoittanut halua aloittaa neuvottelut. EU:n osalta neuvottelut näyttävät käynnistyneen, mutta konkreettisia sopimuksia ei ole vielä syntynyt. Valtiokohtaisia sopimuksia varmasti saadaan sovittua tulevina viikkoina tai kuukausina, mutta kysymysmerkkejä on edelleen ilmassa: (1) Onko aikaa riittävästi neuvotella samanaikaisesti jopa 70 maan kanssa? (2) Onko taloudellinen vahinko jo ehtinyt muuttua peruuttamattomaksi? (3) Onko sopimus Kiinan kanssa ylipäättään mahdollinen? Trump ja valtiovarainministeri Scott Bessent ovat ilmaisseet tavoitteensa Kiina-sopimukseen, mutta vielä ei ole selvää, käydäänkö todellisia neuvotteluja, sillä Kiina on kieltänyt kaikki puheet neuvotteluista Yhdysvaltojen kanssa.

Bloomberg US hard vs soft data surprises

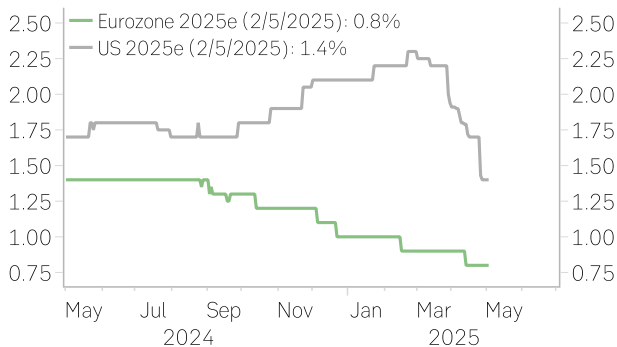


Tuoreimmat talousluvut Yhdysvalloista osoittavat aktiviteetin olevan edelleen vankalla pohjalla. Yhdysvaltain talouskasvu vuoden ensimmäisellä kvartaalilla osoittautui negatiiviseksi odotusten mukaisesti ollen -0.3 %-ia, mikä oli seurausta nettoviennin (-4,83 %-yks.) kontribuutiosta talouskasvuun. Nettoviennin negatiivisuus on vahva indikaatio siitä, että Yhdysvaltalaiset yritykset ovat lähteneet tilaamaan tavaraa maailmalta ennakkoon välttääkseen tulevat tullit ja se tulee jälleen pienentymään tulevilla kvartaaleilla. Itse kulutuskysynnän (+1,21 %-yks.) ja investointien kasvun (+3,60 %-yks.) kontribuutiot talouskasvuun indikoivat kuitenkin varsin vahvasta kasvutasosta. Myös Yhdysvaltojen vähittäismyynti kasvoi maaliskuussa 1,4 % edellisestä, joka oli suurelta osin seurausta autojen myynnistä eli kuluttajien pyrkimyksestä välttää huhtikuussa voimaan tulleet (25 %) tullit.

Työmarkkinoilla puolestaan ei vielä näy heikkenemisen merkkejä: maaliskuun nonfarm payroll -raportin osoittaen 228 000 uuden työpaikan syntymistä ja huhtikuussa 177 000. Myös viikoittaiset työttömyyshakemukset ovat pysyneet alhaisina, ollen keskimäärin 220 000 viimeisen kolmen kuukauden aikana, mikä on selvästi matalammalla tasolla kuin viime kesänä edellisen talouskasvupelkojen aikaan. Myös yritysten tulokset ovat pysyneet hyvinä. Käynnissä oleva ensimmäisen neljänneksen tuloskausi osoittaa noin 10 % vuosikasvua Yhdysvalloissa. Myös teollisuustuotannon vahvat luvut etenkin Kiinasta ja Euroopasta yhdessä huomattavasti kohonneiden kauppatauseiden kanssa viittaavat taloudellisen aktiviteetin kasvuun globaalisti viime kuukausina.

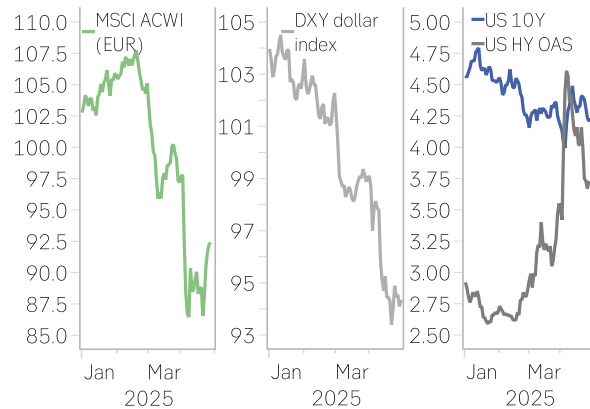
On kuitenkin todennäköistä, että tämä on pitkälti seurausta tullien aiheuttamasta etukäteisestä kysyntäpiikistä. Samaan aikaan pehmeä, kyselyihin perustuva data on pysynyt vaisuna, erityisesti yhdysvaltalaisen kuluttajien osalta, jotka odottavat heikompaa taluskehitystä ja huomattavasti korkeampia hintoja. Alueellisten Fed-pankkien yrityksille suunnatut kyselyt viittaavat heikentyvään näkymään sekä liiketoiminnan aktiviteetin, että investointien osalta. Tästä syystä historiallisen datan tulkitseminen liian optimistisesti saattaa antaa harhaanjohtavan kuvan talouden suunnasta tulevilla kvartaaleilla. Pehmeän datan heikkous yhdistettynä kysyntäpiikkiin ennen tullien voimaan astumista lisää riskiä heikommasta kasvujaksosta myöhemmin tänä vuonna. Tämän vuoksi reaaliaikaisten indikaattorien, kuten viikoittaisten kulutustransaktiodatan seuraaminen on nyt entistä tärkeämpää. Tämä data ei toistaiseksi viittaa kulutuksen heikkenemiseen, vaikka kuluttajien luottamus onkin laskenut.

Median 2025 GDP growth forecasts (Bloomberg)



Viimeaikaiset inflaatioluvut ovat olleet pääosin odotettua matalampia, mikä antaa keskuspankeille tilaa keventää rahapolitiikkaa. Tullien aiheuttamien hintavaikutuksien odotetaan ilmenevän tulevana kvartaaleina, ja tuoreet ennusteet arvioivat Yhdysvaltojen pohjainflaation nousevan jopa 3,5 %:iin vuoden loppuun mennessä. Fed:in puheenjohtaja Jerome Powell on ilmaissut valmiutensa katsoa tullien "tilapäisten" inflaatiovaikutusten ohi, mikäli pitkän aikavälin inflaatio-odotukset eivät horju. Vaikka kyselypohjaiset odotukset ovat nousseet, markkinapohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotukset (5y5y swapit) ovat pysyneet vakaampina noin 2,3 %:ssa. Markkinat hinnoittelevat tällä hetkellä 3–4 koronlaskua Fediltä loppuvuonna, mikä heijastaa kahta mahdollista tilaa: (1) korkea inflaatio, ei koronlaskuja tai (2) kasvushokki, jyrkät koronlaskut. EKP puolestaan laski huhtikuussa korkoja 25 korkopisteellä talletuskoron laskien 2,25 %:iin. Inflaation ja kasvunäkymien perusteella lisäleikkauksia on odotettavissa. Euroalueen huhtikuun alustava inflaatio nousi 2,7 %:iin vuosimuutostasolla, mutta

potentiaaliset inflaatiota laskevat tekijät voivat painaa lukuja vielä alemmaksi. Esimerkiksi Kiinasta Eurooppaan ohjautuvat kauppavirrat voisivat kääntyä positiiviseksi tarjontashokiksi ja laskea hintapaineita Euroopassa.



2025 earnings revisions (12/31/2024=100)



Sijoitusmarkkinoiden kannalta tulliepävarmuus tuo mukanaan sekä mahdollisuuksia että riskejä. Lyhyellä aikavälillä (Q2) optimismia kohottaa todennäköiset tulevat kauppasopimukset, edelleen vahva talousdata ja yritysten raportoimat vahvat tuloskasvuluvut. Vastaavasti pidemmällä tähtäimellä (Q3-Q4) kasvupelot, etenkin Yhdysvaltojen osalta ovat kohonneet. Yhdysvalloissa viimeaikainen yllättävän vahva talousdata todennäköisesti kertoo enemmän tariffien ennakoimisesta, mikä kohottaa aktiviteettilukuja lyhyellä aikavälillä, mutta laskee niitä tulevana kvartaaleina. Samalla Yhdysvalloissa kuluttajat tulevat kohtaamaan tulevana kvartaaleina korkeammat hinnat yhdistettynä matalampiin säästöihin ja nouseviin talouskasvuhooliin. Odotuksemme Yhdysvaltain taloudelle on, että kasvu hidastuu ja taantumariskit ovat nousseet, mutta taantuma, ainakin syvä sellainen vältetään. Lyhyellä aikavälillä positiivisten ja negatiivisten skenaarioiden ollessa mahdollisia, säilytämme riskitason toistaiseksi neutraalina varainhoidon asiakassalkuissamme. Vaikka tulosodotuksia on laskettu USA:ssa ja Euroopassa "Vapautuksen päivän" jälkeen, pidämme ennusteita erityisesti Yhdysvalloissa edelleen liian optimistisina vuodelle 2025.

Osakemarkkinoilla suosimme edelleen Eurooppaa, jonka taustalla vaikuttavat finanssipoliittiset elvytystoimet, maltillinen inflaatio sekä Yhdysvaltoihin verrattuna houkuttelevammat arvostustasot. Yhdysvaltalaisten osakkeiden alipainotus säilyy, mutta emme kasvata alipainoa kohonneista kasvupeloista huolimatta, sillä merkittävästi heikentynyt Yhdysvaltain dollari tukee etenkin suuren indeksipainon teknologiayhtiöiden tuloskehitystä Q1-Q2 tuloksissa. Teknologia sektori nähdäänkin jälleen houkuttelevampana arvostustasokorjauksen jälkeen yhdistettynä vahvoihin taseisiin, kasvaviin tuloksiin ja muuta markkinaa matalampaan riippuvuuteen tullien lopullisesta tasosta.

Korkopuolella suosimme eurooppalaisia korkean luottoluokituksen yrityslainoja perustuen defensiivisyyteen, Euroopan makrotaloudelliseen vakauteen ja hidastuvaan inflaatiokehitykseen. Myös Eurooppalaisten valtionlainojen korkotasot ovat jälleen neutraalilla tasolla ja uskomme niiden toimivan jälleen osakeriskin hajauttajina, mikäli taluskasvuhuolet kohoavat entisestään.

## Tuottoja 30.4.2025

Osakkeet	Pvm.	May	Apr	2025	1v	3v p.a.	5v p.a.	Benchmark
Maailma	1.5.	0,99	-4,13	-8,85	6,82	8,69	13,98	MSCI World NR USD
Suomi	30.4.	0,00	1,47	7,52	5,16	1,55	8,55	NASDAQ OMX Helsinki Cap GR EUR
Eurooppa	1.5.	-0,00	-0,82	5,04	7,10	8,31	12,19	MSCI Europe NR EUR
Eurooppa Small Cap	1.5.	0,44	1,83	3,62	6,80	2,62	9,60	MSCI Europe Small Cap NR EUR
USA	1.5.	1,40	-5,64	-12,29	6,76	9,42	15,31	S&P 500 NR USD
Japani	1.5.	-0,68	-0,05	-3,42	3,37	8,22	8,64	TOPIX TR JPY
Ruotsi	30.4.	-0,45	-1,35	3,81	7,03	4,28	11,84	NASDAQ OMX Stockholm All-Share Cp GR SEK
Kehittyvät markkinat	1.5.	0,69	-3,73	-4,36	3,20	1,53	6,00	MSCI EM NR USD
Korot	Pvm.	May	Apr	2025	1v	3v p.a.	5v p.a.	Benchmark
Rahamarkkinat EUR	1.5.	0,01	0,23	0,97	3,59	2,62	1,36	ICE BofA EUR Ccy 3M Dep OR CM TR LOC
Valtionlainat	1.5.	0,00	1,96	0,62	4,65	-0,57	-2,07	Bloomberg Euro Agg Treasury TR EUR
Yrityslainat Eurooppa	1.5.	0,00	0,99	0,98	6,18	2,25	0,65	Bloomberg Euro Corp TR EUR
High Yield Eurooppa	1.5.	-0,02	0,30	1,00	8,00	5,57	5,08	ICE BofA Euran Ccy HY TR HEUR
High Yield USA (EUR suojattu)	1.5.	0,19	-0,16	0,63	6,93	3,92	4,57	ICE BofA US Cash Pay HY Constd TR HEUR
Kehittyvät markkinat (HC, EUR suojattu)	1.5.	-0,10	-0,08	1,50	7,06	2,80	0,65	Bloomberg EM Hard Currency Agg TR HEUR
Kehittyvät markkinat (LC)	1.5.	0,63	-1,36	-0,56	3,04	1,84	-0,41	Bloomberg EM Local Currency Broad TR USD

Source: Morningstar, eur