

Kun muut myyvät: mahdollisuus vai ansa?

Vastavirtaisen sijoittamisen ajankohtaisuus Evli Hannibalin lähes 20 vuoden historian valossa

Noora Launonen | Evli Oyj | 2026

Kun markkina keskittyy yhä kapeammin samoihin yhtiöihin, sijoittajan eteen nousee olennainen kysymys: milloin vastavirtaan sijoittaminen tarjoaa perustellun mahdollisuuden ja milloin matala arvostus kuvastaa perusteltua epäluottamusta?

Tässä paperissa tarkastellaan ilmiötä yleisellä tasolla markkinakeskittymien, tyyli- ja pitkäajan sijoitushorisontin näkökulmasta ja havainnollistetaan sitä Evli Hannibalin lähes 20 vuoden historialla, joka tarjoaa empiirisen esimerkin vastavirtaisen sijoitustyylin houkuttelevista tuotto-ominaisuuksista.

Kirjoittajasta



Noora Launonen

Client Portfolio Manager
Evli-Rahastoyhtiö Oy

Noora Launonen vastaa strategisesta allokaatiosta ja salkunrakennuksesta Evli-Rahastoyhtiössä. Hänen työnsä keskittyy pitkän aikavälin tuotto- ja riskiodotusten hyödyntämiseen sijoitussalkkujen rakentamisessa, jossa sijoittamista koskevalla tutkimusnäytöllä on keskeinen merkitys.

Noora yhdistää allokaatiokysymyksissä vahvan kvantitatiivisen lähestymistavan käytännön ymmärrykseen siitä, miten rahastoja rakennetaan, hinnoitellaan ja seurataan. Hän on koulutukseltaan valtiotieteiden maisteri Turun yliopistosta pääaineenaan taloustiede ja on parhaillaan CFA®-ohjelman Level III –kandidaatti. Noora on työskennellyt Evli:ssä vuodesta 2021 lähtien.

Keskeiset havainnot

- **Markkinakeskittyminen voi tehdä hajautuksesta näennäistä.** Eurooppalaisilla osakemarkkinoilla pääoma on toistuvasti kasautunut samoihin kasvu-, laatu- ja momentumyhtiöihin. Siksi markkina-arvopainotteinen salkku voi näyttää hajautetulta, vaikka sen riskit nojaavat käytännössä samankaltaisiin yhtiöihin.
- **Paras hetki omistaa vastavirtaista strategiaa on usein kaikkein epämukavin.** Aikoina, jolloin arvotyyli on jäänyt poikkeuksellisen voimakkaasti jälkeen kasvutyylistä, Evli Hannibal on tuottanut seuraavan 12 kuukauden aikana keskimäärin 25,2 prosenttiyksikköä enemmän kuin MSCI Europe –indeksi. Ylituotto on ollut positiivinen 97 prosentissa näistä havainnoista.
- **Strategian palkkio ei näy nopeasti, mutta se on ollut vaikea sivuuttaa pitkällä aikavälillä.** Evli Hannibal on tuottanut MSCI Europe –indeksiä paremmin 81 prosentissa rullaavista viiden vuoden jaksoista ja 96 prosentissa rullaavista kymmenen vuoden jaksoista.
- **Käännekohtat ratkaisevat.** Historiallisesti vastavirtaiset osakestrategiat ovat kärsineet kriisien syvimmissä vaiheissa, mutta hyöttyneet tilanteista, joissa markkina alkaa purkaa tyylien välisiä ylilyöntejä ja suhteelliset tuotot kääntyvät.
- **Keskeinen rooli voi löytyä salkun puuttuvasta tyylialtistuksesta.** Historiallinen aineisto viittaa siihen, että strategian lisääminen on vaikuttanut myönteisimmin salkkuihin, joissa muu osakeallokaatio nojaa jo valmiiksi markkina-arvopainotukseen, laatuun ja kasvuun.

Evli Hannibal käytännön esimerkkinä

Evli Hannibal on länsieurooppalaisiin osakkeisiin sijoittava aktiivinen syvän arvon rahasto. Sijoitusuniversumi vastaa laajasti MSCI Europe –indeksin aluetta, ja rahasto sijoittaa yhtiön koosta riippumatta yhtiöihin, joiden arvostus on poikkeuksellisen matala useilla eri mittareilla, kuten suhteessa taseeseen, yhtiön normalisoituun tuloksentekokykyyn ja omaan historiaansa.

Sijoitusprosessi etenee kahdessa vaiheessa. Ensin seulotaan poikkeuksellisen matalasti hinnoiteltuja yhtiöitä arvostus- ja tasekriteereillä. Tämän jälkeen tehdään yhtiökohtainen fundamenttianalyysi, jossa arvioidaan muun muassa liiketoiminnan kestävyyttä, johdon pääomanallokointia, taseen turvamarginaalia ja sitä, onko heikkous luonteeltaan syklinen vai rakenteellinen. Lopputuloksena on keskittynyt, tyypillisesti 40–55 yhtiöstä koostuva salkku, jonka aktiivisuus suhteessa MSCI Europe –indeksiin on poikkeuksellisen korkea, usein yli 99 prosenttia.

Evli Hannibal toimii tässä white paperissa käytännön esimerkkinä vastavirtaisesta sijoitusstrategiasta, sillä rahaston lähes 20 vuoden historia, johdonmukainen sijoitusfilosofia ja salkunhoidon jatkuvuus muodostavat poikkeuksellisen yhtenäisen aineiston analyysia varten. Rahaston perustamisesta maaliskuussa 2007 kesäkuun 2026 loppuun ulottuvalla tarkastelujaksolla Evli Hannibal –rahaston B–sarja on tuottanut 7,1 prosenttia vuodessa, kun MSCI Europe –indeksi on tuottanut 5,6 prosenttia vuodessa. Samalla rahaston volatilitaetti on ollut indeksiä korkeampi, mikä on tarkoittanut paitsi suurempaa tuottopotentiaalia myös selvästi syklisempää riskiprofiilia.

Nykyinen markkinaympäristö

Vaikka MSCI Europe –indeksi, yksi laajimmin käytetyistä eurooppalaisten osakkeiden vertailuindekseistä, sisältää yli 400 nimeä, yhä suurempi osa riskeistä ja tuotoista keskittyy pieneen joukkoon yhtiöitä. Käytännössä sijoittajat ovat ohjautuneet samoihin voittajiin muun muassa indeksipainojen, pääomavirtojen ja vahvan tuloskehityksen seurauksena. Tämä on johtanut altistusten kasautumiseen samoihin yhtiöihin, sektoreihin ja tyyleihin.

Kesäkuun 2026 lopussa MSCI Europe –indeksin 20 suurinta yhtiötä riskin näkökulmasta vastasi 34,4 prosentista kokonaisriskistä, kun vastaava osuus oli 23,4 prosenttia vuonna 2021. Vaikka yhtiöitä on paljon, hajautushyöty on heikentynyt ja indeksin kehitys nojaa yhä harvempiin yhtiöihin.

Sama ilmiö näkyy myös tuotoissa. Heinäkuun 2021 ja kesäkuun 2026 välisenä aikana markkina–arvopainotettu MSCI Europe –indeksi tuotti keskimäärin 3,0 prosenttiyksikköä vuodessa enemmän kuin tasapainotettu vastineensa, kun vastaava ero viimeisen kymmenen vuoden aikana oli vain 1,0 prosenttiyksikkö vuodessa. Tämä korostaa, kuinka voimakkaasti markkinoiden tuotot ovat nojanneet suhteellisen pieneen joukkoon suuria yhtiöitä.

Keskittyminen lisää myös herkkyyttä tyylien välisille liikkeille. Arvon ja kasvun välinen tuottoero on viime vuosina vaihdellut nopeasti. Joulukuussa 2021 ero oli matalin koko euroajan aineistossa, kun taas 2026 alkupuolella se oli jo selvästi positiivinen. Tällaiset liikkeet eivät ole poikkeuksellisia, vaan kuuluvat Euroopan markkinoille tyypillisiin tyyllisykleihin.

Kun markkina keskittyy harvoin teemoihin ja yhtiöihin, aktiiviset tuoton lähteet löytyvät usein valtavirran ulkopuolelta. Siksi vastavirtaan sijoittaminen syvän arvon yhtiöihin on erityisen kiinnostavaa tilanteessa, jossa salkku on jo valmiiksi painottunut suuriin, kasvu– tai laatuyhtiöihin.

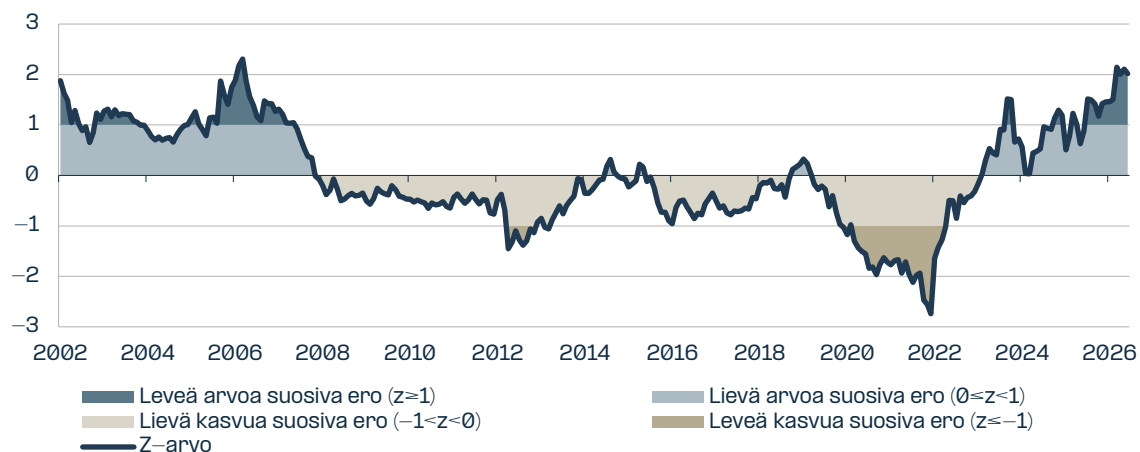
Sijoittajan kannalta keskeinen kysymys on, milloin tällainen lähestymistapa on ollut historiallisesti perusteltu ja milloin siihen liittyvät riskit korostuvat liikaa. Erityisen keskeinen on arvoansojen riski eli riski sijoittaa yhtiöihin, jotka näyttävät edullisilta mutta joiden liiketoiminta heikkenee pysyvästi. Samalla on hyvä arvioida, voiko

lähestymistapa tuoda hyödyllistä hajautusta myös silloin, kun markkinan ajoitussignaalit eivät ole yksiselitteisiä.

Markkinakeskittyminen on toistuva ilmiö

Kuvio 1 tiivistää paperin lähtöasetelman ja esittää MSCI Europe Value– ja Growth–indeksien välisen 36 kuukauden tuottoeron z–arvona euron käyttöönoton jälkeiseltä ajalta kesäkuuhun 2026 asti. Tästä tuottoerosta käytetään jäljempänä nimitystä tuottospreadi. Negatiivinen arvo tarkoittaa, että kasvutyyli on tuottanut selvästi arvotyyliä paremmin ja markkina on suosinut kasvuyhtiöitä. Positiivinen arvo tarkoittaa päinvastaista tilannetta.

Kuvio 1: Eurooppalainen arvo– ja kasvutyylien välinen tuottospreadi (z–arvo)



Eurooppalaisten arvo– ja kasvutyylien välinen tuottospreadi (z–arvo), 1.1.2002–30.6.2026. Ero on määritelty MSCI Europe Value– ja MSCI Europe Growth –indeksien 36 kuukauden rullaavien kumulatiivisten tuottojen erotuksena ja standardoitu aineiston keskiarvolla ja keskihajonnalla ($n = 294$ kk). Lähde: Bloomberg, Evli.

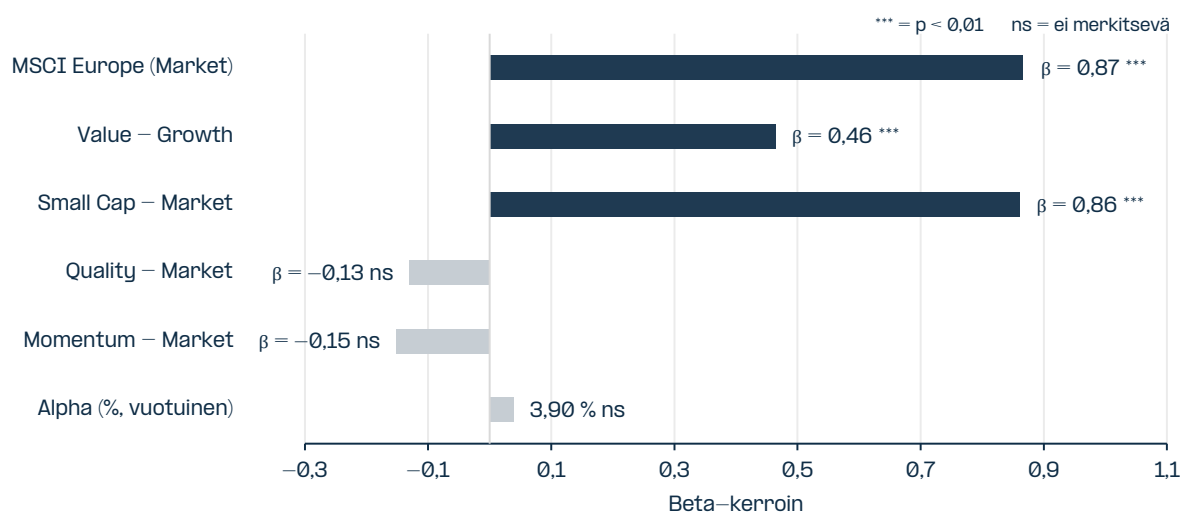
Kuviosta näkyy selkeä syklinen rakenne. Vuosien 2002 ja vuoden 2007 puolivälin välistä aikaa leimasi pitkä arvoa suosinut vaihe. Finanssikriisi käänsi spreadin nopeasti negatiiviseksi, minkä jälkeen 2010–luku oli suurelta osin kasvupainotteinen. COVID–shokin jälkeen ero venyi koko aineiston syvimpään ääripäähän joulukuussa 2021, kun pandemia–ajan matalat korot ja teknologian vetämä narratiivi keskittivät pääoman voimakkaasti kasvuyhtiöihin. Vuosien 2022–2023 inflaatio– ja korkonousujakso palautti spreadin nopeasti kohti normaalia ja sen jälkeen selvästi arvotyyliä suosivaksi.

Markkinakeskittyminen ei ole nykyhetken poikkeus vaan eurooppalaisessa osakemarkkinassa toistuva piirre. Jaksojen taustasyyt vaihtelevat, mutta lopputulos on samankaltainen: pääoma keskittyy ja epäsuositut yhtiöt jäävät sivuun.

Tuoton lähteet

Sijoittajan kannalta olennainen kysymys on, mistä vastavirtaisen sijoituslähestymistävän tuotot ovat syntyneet. Tätä voidaan arvioida Evli Hannibalin avulla regressiomallilla, jossa rahaston kuukausituottoja selitetään eurooppalaisista osakeindekseistä muodostetuilla markkina-, arvo-, koko-, laatu- ja momentumfaktoreilla. Tulokset eivät kerro yksittäisten sijoituspäätösten onnistumisesta, mutta auttavat tunnistamaan, millaisiin systemaattisiin riskitekijöihin tuotot ovat liittyneet.

Kuvio 2: Evli Hannibalin faktoridekompositio



Evli Hannibalin faktoridekompositio 30.3.2007–30.6.2026. Rahaston kuukausituottojen OLS-regressio eurooppalaisista osakeindekseistä (MSCI Europe, MSCI Europe Value, MSCI Europe Growth, MSCI Europe Quality, MSCI Europe Momentum ja MSCI Europe Small Cap) muodostettuihin faktoreihin. Analyysi perustuu 231 kuukausihavaintoon ($R^2 = 75\%$). Lähde: Bloomberg, Evli.

Tulokset viittaavat siihen, että Evli Hannibalin pitkän aikavälin käyttäytymistä selittävät ennen kaikkea markkina-, arvo- ja pienyhtiöpiirteisiin liittyvät altistukset. Laatu- ja momentum-altistukset sekä erillinen alfa-termi eivät nouse tarkastelussa tilastollisesti merkitseviksi.

On tärkeää huomata, että faktorianalyysi kuvaa rahaston historiallisia tuotto-ominaisuuksia eikä sen sijoitusprosessia tai sijoitusuniversumia. Rahaston perustamisesta 30.3.2007 kesäkuun 2026 loppuun ulottuvalla tarkastelujaksolla Evli Hannibal –rahaston B-sarja on tuottanut 7,1 prosenttia vuodessa, kun MSCI Europe –indeksi on tuottanut 5,6 prosenttia, MSCI Europe Value –indeksi 4,5 prosenttia ja MSCI Europe Small Cap –indeksi 6,1 prosenttia vuodessa. Viimeisen kymmenen täyden kalenterivuoden aikana (vuoden 2025 loppuun asti) vastaavat vuosituotot olivat 12,3 %, 7,7 %, 8,0 % ja 6,3 %. Vaikka rahastolla on historiallisesti ollut arvo- ja pienyhtiöpiirteitä, sen tavoitteena ei ole ottaa tiettyjä faktori- tai markkina-

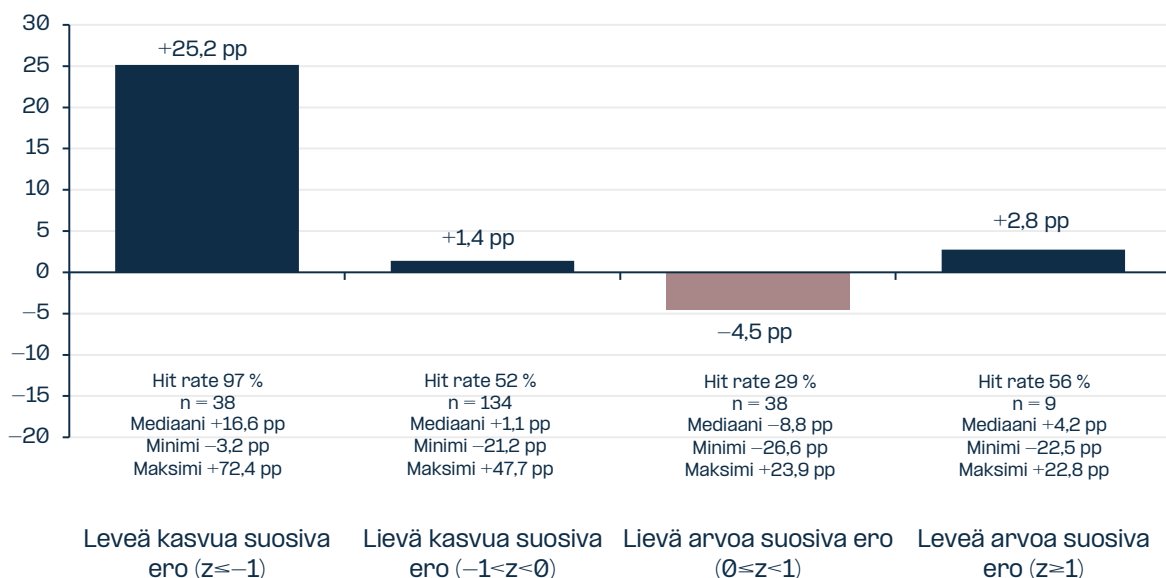
arvoaltistuksia. Nämä altistumat ovat syntyneet sijoitusprosessin tuloksena valittujen yhtiöiden seurauksena.

Vastavirtasijoittajan näkökulmasta tuottojen lähdettä ei ole syytä nähdä pelkästään faktoripreemioina. Yleisesti tunnistetut faktorit auttavat kuvaamaan niitä markkinaympäristöjä ja yhtiöominaisuuksia, joissa strategia on menestynyt, mutta ne eivät yksin selitä toteutuneita tuottoja. Keskeinen tuotonlähde on sijoitusprosessin toimivuus: kyky tunnistaa yhtiöitä, joiden markkinahinta poikkeaa pitkän aikavälin fundamenttiarvosta, ja rakentaa salkku näistä mahdollisuuksista kurinalaisesti. Tuotto syntyy lopulta yhtiövalinnasta ja ostohinnasta.

Millaisissa lähtötilanteissa palkkio on realisoitunut

Seuraavaksi tarkastellaan, millaisissa markkinatilanteissa strategia on historiallisesti toiminut parhaiten. Tässä mittarina käytetään aiemmin esitettyä arvo- ja kasvutyylien välisen tuottospreadin z -arvosarjaa. Kullekin kuukaudelle, jolle on saatavissa Hannibalin seuraavan 12 kuukauden tuotto, on laskettu ylituotto MSCI Europe –indeksiin nähden.

Kuvio 3: Evli Hannibalin seuraavan 12 kuukauden keskimääräinen ylituotto arvo- ja kasvutyylien välisen tuottospreadin mukaan



Evli Hannibalin keskimääräinen seuraavan 12 kuukauden ylituotto prosenttiyksiköissä suhteessa MSCI Europe –indeksiin arvo- ja kasvutyylien välisen tuottospreadin mukaan 30.3.2007–30.6.2026 ($n = 219$). Hit rate kertoo, kuinka usein ylituotto on ollut positiivinen kunkin tilan havainnoissa. Lähde: Bloomberg, Evli.

Historiallisessa aineistossa vahvin yhteys näkyy tilanteissa, joissa spreadi on ollut erittäin leveä kasvutyylin hyväksi eli arvotyyli on alisuoriutunut voimakkaasti suhteessa kasvutyyliin edeltävien 36 kuukauden aikana. Näissä tilanteissa Evli

Hannibalin seuraavan 12 kuukauden ylituotto MSCI Europe –indeksiin nähden on ollut keskimäärin 25,2 prosenttiyksikköä ja positiivinen 97 prosentissa havainnoista. Lievästi kasvua suosivassa tilanteessa ylituotto on ollut selvästi maltillisempi, kun taas lievästi arvoa suosivassa ympäristössä se on ollut keskimäärin negatiivinen. Selkeästi arvotyyliä suosivassa ympäristössä ylituotto on ollut maltillisesti positiivinen, mutta havaintoja on vähän.

Havainto liittyy laajempaan kirjallisuuteen arvo– ja kasvutyylien syklisyydestä. Cohen, Polk ja Vuolteenaho (2003) osoittivat, että arvo– ja kasvutyylien välinen arvostusero sisältää systemaattisesti ennustetietoa: kun arvostusero arvon ja kasvun välillä on leveä, arvotyyli on historiallisesti tuottanut kasvutyyliä paremmin seuraavalla periodilla. Kupersmith, Ross ja Thapar (AQR, 2017) tarkastelevat samaa ilmiötä käytännön sijoittajan näkökulmasta ja korostavat, että signaalin hyödyntäminen on usein vaikeinta juuri silloin, kun aineisto näyttää sitä vahvimmin tukevan.

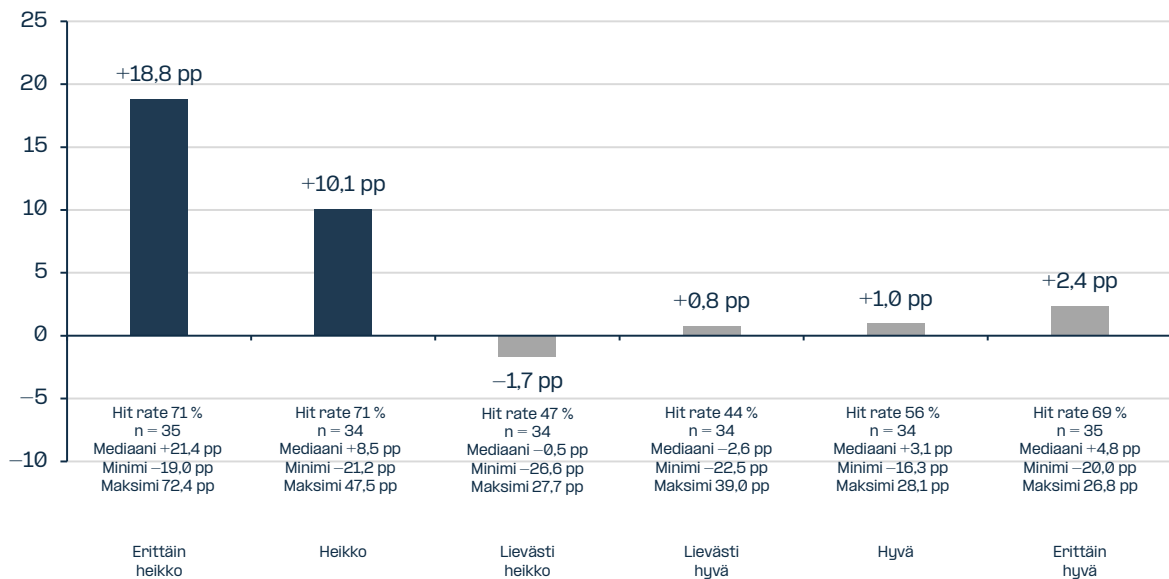
Aineiston tulkintaan on silti syytä suhtautua varovaisesti, koska joissakin luokissa havaintoja on vähän ja 12 kuukauden ikkunat ovat osittain päällekkäisiä. Kokonaiskuva kuitenkin viittaa siihen, että vastavirtaisen syvän arvon lähestymistavan ehdollinen tuotto–odotus on ollut historiallisesti vahvin silloin, kun spreadi on ollut äärimmäisen leveä.

Strategian rooli ilman poikkeuksellista spreadia

Edellinen luku osoitti, että vahvin ehdollinen tuotto–odotus on historiallisesti liittynyt tilanteisiin, joissa arvon ja kasvun välinen spreadi on ollut poikkeuksellisen leveä ja kasvutyyliä suosiva. Käytännön sijoittajan kannalta yhtä tärkeä kysymys on kuitenkin se, mikä strategian rooli on silloin, kun tällaista epätasapainoa ei ole. Kesäkuussa 2026 spreadi on pikemminkin arvo– kuin kasvutyyliä suosiva, joten olennaista ei ole vain, olisiko strategia pitänyt omistaa aiemmin, vaan onko sillä perusteltu rooli salkussa myös nyt ja jatkossa.

Yksi tapa vastata tähän kysymykseen on tarkastella, mitä strategialle on historiallisesti tapahtunut heikkojen jaksoiden jälkeen.

Kuvio 4: Evli Hannibalin seuraavan 12 kuukauden keskimääräinen ylituotto edeltävän 12 kuukauden suhteellisen tuoton mukaan

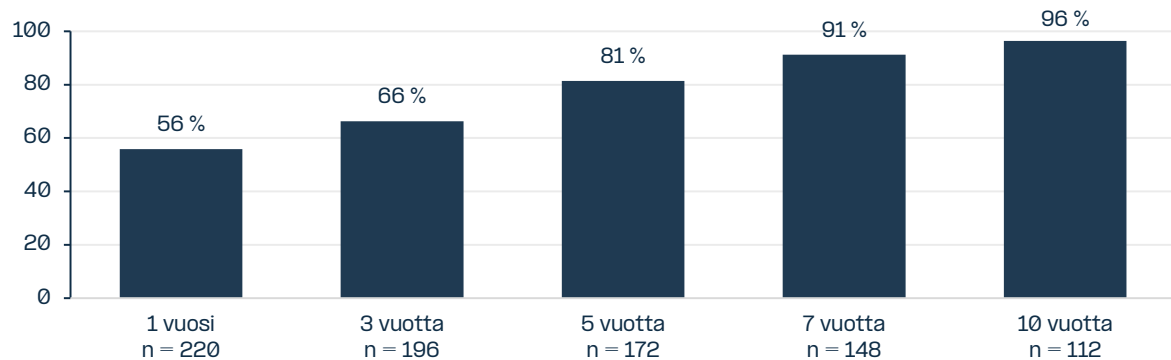


Evli Hannibalin keskimääräinen seuraavan 12 kuukauden ylituotto prosenttiyksiköissä suhteessa MSCI Europe –indeksiin edeltävän 12 kuukauden suhteellisen tuoton mukaan. Hit rate kertoo, kuinka usein ylituotto on ollut positiivinen kunkin tilan havainnoissa. Lähde: Bloomberg, Evli.

Kun Evli Hannibalin edellinen 12 kuukauden suhteellinen tuotto on ollut aineiston alimmassa kuudenneksessä, seuraavan 12 kuukauden keskimääräinen ylituotto on ollut 18,8 prosenttiyksikköä ja positiivinen 71 prosentissa havainnoista. Historiallisessa aineistossa heikoimmat lähtötilanteet ovat siis usein edeltäneet vahvempaa seuraavaa jaksoa. Tämä tukee ajatusta siitä, että vastavirtaisen palkkion saaminen edellyttää käytännössä altistuksen omistamista jo ennen kuin palkkio realisoituu.

Toinen näkökulma saadaan tarkastelemalla eri pituisia omistushorisontteja. Kuvio 5 osoittaa, että Hannibalin hit rate nousee selvästi ajan myötä: yhden vuoden ikkunoissa rahasto on voittanut MSCI Europan 56 prosentissa havainnoista, viiden vuoden ikkunoissa 81 prosentissa ja kymmenen vuoden ikkunoissa 96 prosentissa. Taulukko 1 täydentää tätä näyttämällä, että samalla myös kumulatiivinen ylituotto kasvaa, vaikka vuotuinen ylituotto pysyy melko vakaana kolmen prosenttiyksikön tuntumassa kolmen vuoden ja sitä pidemmissä ikkunoissa.

Kuvio 5: Hit rate sijoitushorisontin mukaan



Hit rate sijoitushorisontin mukaan: niiden rullaavien sijoitusjaksojen osuus, joilla Evli Hannibal on tuottanut MSCI Europe –indeksiä paremmin 30.3.2007–30.6.2026. Lähde: Bloomberg, Evli.

Taulukko 1: Evli Hannibalin ja MSCI Europe –indeksin keskimääräiset kumulatiiviset tuotot sijoitushorisontin mukaan

Ikkuna	Hit rate	Hannibal–tuotto (kumulatiivinen keskiarvo)	MSCI Europe –tuotto (kumulatiivinen keskiarvo)	Vuotuinen ylituotto
1 vuosi	56 %	11,14 %	6,62 %	+4,51 %–yks.
3 vuotta	66 %	35,42 %	23,62 %	+3,31 %–yks.
5 vuotta	81 %	70,87 %	43,55 %	+3,81 %–yks.
7 vuotta	91 %	98,59 %	62,22 %	+3,14 %–yks.
10 vuotta	96 %	168,68 %	95,86 %	+3,44 %–yks.

Evli Hannibalin ja MSCI Europe –indeksin keskimääräiset kumulatiiviset tuotot sijoitushorisontin mukaan 30.3.2007–30.6.2026. Hit rate kuvaa niitä rullaavia sijoitusjaksoja, joissa Hannibalin tuotto ylitti indeksin vastaavan tuoton. Lähde: Bloomberg, Evli.

Pitkä horisontti herättää kuitenkin luonnollisen jatkokysymyksen: voisiko ajoittaminen silti parantaa lopputulosta? Tätä varten aineistossa on simuloitu kolmea ajoitusstrategiaa ja verrattu niitä osta ja pidä –lähestymistapaan.

Taulukko 2: Ajoitusstrategioiden vertailu Evli Hannibalin osta ja pidä –strategiaan

Strategia	Kumul. tuotto	Vuotuinen tuotto	Vuotuinen volatiliteetti	Sharpe	Suurin arvonlasku	Markkina-aika	Vaihtoja
Osta ja pidä: Evli Hannibal	274,73 %	7,10 %	21,01 %	0,379	-62,30 %	100 %	0
Momentum 12 kk	102,49 %	3,73 %	12,88 %	0,263	-28,60 %	66 %	26
Spread-ajotus	197,96 %	5,84 %	16,07 %	0,365	-42,93 %	65 %	36
Aiempaan tuottoon perustuva ajotus	170,37 %	5,30 %	11,08 %	0,421	-26,45 %	62 %	157

Ajoitusstrategioiden vertailu Evli Hannibalin osta ja pidä –strategiaan 30.3.2007–30.6.2026. Momentum 12 kk: täysi paino Evli Hannibalissa, kun edeltävän 12 kuukauden tuotto on ollut positiivinen; muulloin sijoitus on rahamarkkinassa. Spread-ajotus: kuvion 3 tuottospreadin z-arvoon perustuva painotus ($z < -0,5 \rightarrow 100\%$; $-0,5 \leq z < 1 \rightarrow 50\%$; $z \geq 1 \rightarrow 0\%$). Z-arvo on standardoitu koko aineiston perusteella (in-sample). Aiempaan tuottoon perustuva ajotus: Evli Hannibalin paino = $\text{MAX}(0; \text{MIN}(1; 0,5 + 2 \times \text{edeltävän 12 kuukauden tuotto}))$. Lähde: Bloomberg, Evli.

Tulokset tukevat pitkän horisontin havaintoa. Kaikki kolme ajoitusstrategiaa leikkaavat suurinta arvonlaskua, mutta jäävät tuotossa jälkeen osta ja pidä –strategiasta.

Spread-ajotuksen tulos on erityisen kiinnostava, koska se hyötyy z-arvojen koko aineistoon perustuvasta standardoinnista, mutta jää silti jälkeen. Aiempaan tuottoon perustuva ajotus näyttää Sharpe-luvulla vahvemmalta, mutta ero syntyy pääosin volatiliteetin laskusta, ei korkeammasta tuotosta.

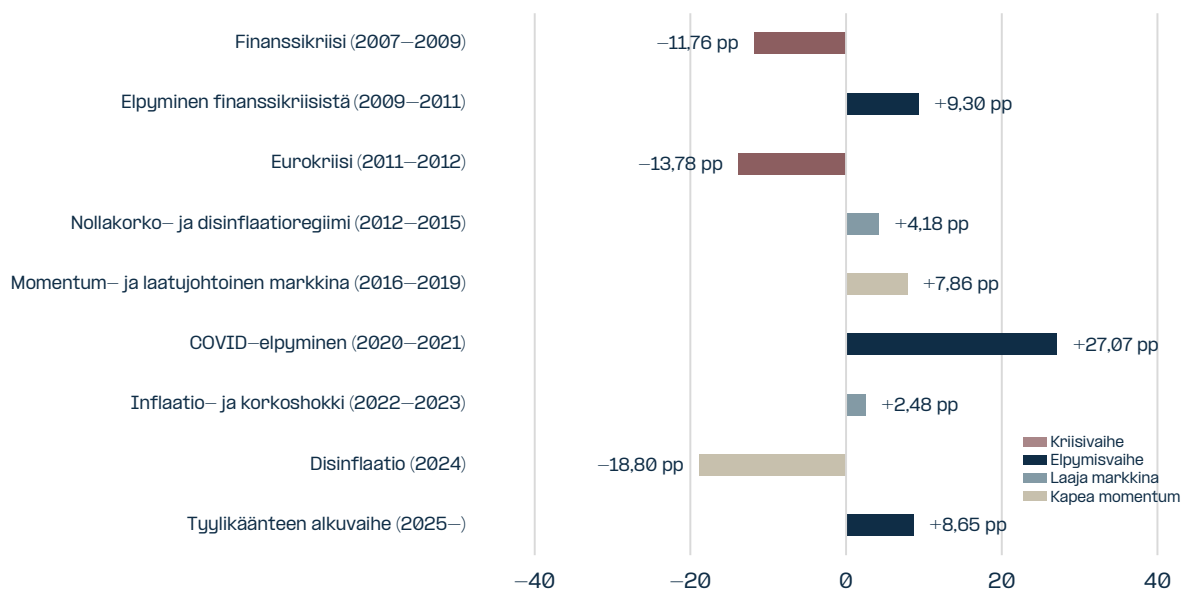
Historiallinen aineisto viittaa siihen, että strategian palkkio on realisoitunut epätasaisesti, mutta pitkä omistushorisontti on tasoittanut tätä vaihtelua. Aineiston perusteella vastavirtaisen strategian omistamisen ylläpito on ollut käytännössä luontevampi tapa tavoitella palkkiota kuin yritys tunnistaa paras lisäyshetki etukäteen.

Sijoittajan kannalta tämä puhuu strategisen eikä taktisen lähestymistavan puolesta. Poikkeuksellisen leveä spreadi arvo- ja kasvutyylien välillä on historiallisesti tarjonnut vahvimman tuotto-odotuksen, mutta strategian rooli ei rajoitu vain näihin hetkiin. Myös silloin, kun markkina ei tarjoa selkeää ajoitussignaalia, sen tehtävä voi olla toimia tyylihajautuksena, joka on valmiiksi salkussa ennen seuraavaa vastavirtaisen palkkion jaksoa.

Strategian käyttäytyminen eri markkinaympäristöissä

Spread- ja horisonttianalyysit kertovat, millaisissa lähtötilanteissa strategian ehdollinen tuotto-odotus on ollut vahvin. Historiallisten markkinaympäristöjen tarkastelu täydentää tätä näyttämällä, miten strategia on käyttäytynyt tunnistettavissa jaksoissa.

Kuvio 6: Evli Hannibalin vuotuinen keskimääräinen ylituotto markkinaregiimeittäin



Evli Hannibalin vuotuinen keskimääräinen ylituotto suhteessa MSCI Europe –indeksiin markkinaregiimeissä 30.3.2007–30.6.2026. Regiimit on määritetty jälkikäteen makrotapahtumien perusteella. COVID–shokki (helmi–maaliskuu 2020) on jätetty pois lyhyen jakson aiheuttaman annualisaatiovääristymän takia. Lähde: Bloomberg, Evli.

Kuviosta erottuu kolme käytännön kannalta olennaista havaintoa. Kriisien syvimmissä vaiheissa strategia on historiallisesti jäänyt jälkeen, mikä on johdonmukaista sen kanssa, että salkku painottuu yhtiöihin, joihin likviditeetti- ja sentimenttipaine osuvat voimakkaasti juuri silloin, kun markkina vähentää riskiä laajasti. Elpymisvaiheissa kuvio on ollut usein päinvastainen: finanssikriisin elpymisessä ylituotto oli 9,3 prosenttiyksikköä vuodessa, COVID–elpymisessä 27,1 prosenttiyksikköä ja vuoden 2025 alkupuolen palautumisessa 8,7 prosenttiyksikköä. Laaja–alaisissa nousumarkkinoissa Evli Hannibal on tuottanut kohtuullisesti, mutta kaikkein kapeimmissa momentumvetoisissa jaksoissa se on jäänyt jälkeen.

Yhteinen nimittäjä näille jaksoille löytyy korkoympäristöstä. Saksan 10 vuoden valtionlainan koron ja tässä paperissa käytetyn arvo- ja kasvutyylin spreadin välinen korrelaatio on tässä aineistossa 0,69. Havainto on linjassa laajemman kirjallisuuden

kanssa, jossa arvon ja kasvun välisiä arvostuseroja on tarkasteltu sekä yhteisten riskitekijöiden että diskonttokorkojen muutosten näkökulmasta. Erityisesti kasvuyhtiöiden kassavirtojen pidempää duraatiota on pidetty yhtenä keskeisenä selityksenä sille, miksi korkojen nousu voi heikentää kasvuyhtiöiden suhteellista arvostusta ja siten tukea arvoyhtiöiden suhteellista menestystä.

Sama näkyy myös Hannibalin aineistossa. Voimakkaimpien koronlaskujen kuukausissa rahaston vuotuinen ylituotto MSCI Europe –indeksiin nähden on ollut keskimäärin –6,5 prosenttiyksikköä, kun taas lievän koronnousun ympäristöissä se on ollut 12,6 prosenttiyksikköä ja voimakkaan koronnousun kuukausissa 7,0 prosenttiyksikköä. Tämä auttaa ymmärtämään, miksi strategia on historiallisesti toiminut parhaiten ympäristöissä, joissa korot nousevat tai pysyvät vakaina ja markkina alkaa purkaa kasvuyhtiöiden venyneitä arvostuksia.

Sijoittajan kannalta havainto on olennainen, koska se sitoo strategian vahvimmat ja heikoimmat jaksot samaan kehykseen. Vastavirtainen lähestymistapa on historiallisesti kärsinyt eniten ympäristöissä, joissa riskin välttäminen, voimakas koronlasku ja kasvuosakkeiden suosiminen ovat osuneet samaan aikaan. Vastaavasti sen rooli on korostunut vaiheissa, joissa nämä ylilyönnit alkavat purkautua.

Arvoansojen riski

Edellä esitetyt tulokset viittaavat siihen, että vastavirtaiseen sijoittamiseen voi liittyä houkutteleva tuottopreemio, mutta strategian toteuttaminen ei ole suoraviivaista. Jos osa tuotosta voidaan selittää arvo- ja pienyhtiöaltistuksilla, herää luonteva kysymys: miksi samaa lopputulosta ei tavoiteltaisi passiivisen arvoindeksin avulla? Keskeinen ero liittyy arvoansojen riskiin.

Arvoansa tarkoittaa yhtiötä, joka näyttää edulliselta mutta jonka matalalle arvostukselle on perusteltu syy. Osa matalasti arvostetuista yhtiöistä elpyy tilapäisen pessimismin väistyessä, kun taas toisissa tapauksissa matala arvostus kuvastaa liiketoiminnan pysyvää heikkenemistä. Arvopreemio on dokumentoitu laajasti salkkutasolla, mutta yksittäisten yhtiöiden kohdalla ratkaiseva haaste on, pystyykö sijoitusprosessi erottamaan syklisen heikkouden rakenteellisesta taantumisesta.

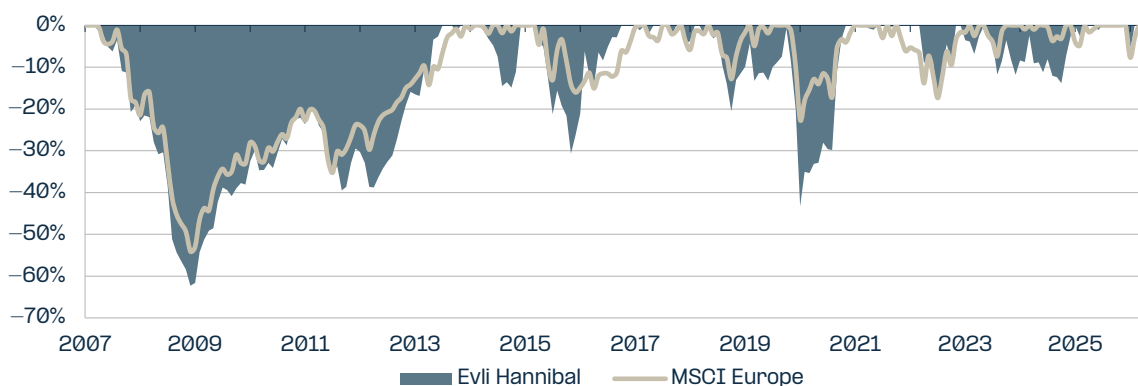
Sijoitusprosessin merkitys korostuu vastavirtaisessa sijoittamisessa, sillä matala arvostus ei yksin kerro, onko yhtiö vain tilapäisesti epäsuosiossa vai kohtaamassa perustavanlaatuisempia ongelmia. Keskeistä ei siten ole pelkkä tyylialtistus, vaan se, tarjoaako sijoitusprosessi uskottavan kehyksen syklisen heikkouden ja rakenteellisen rapautumisen erottamiseen sekä ongelmallisimpien arvoansojen välttämiseen. Evli Hannibalin tapauksessa kvantitatiivinen seulonta muodostaa vasta sijoitusprosessin ensimmäisen vaiheen. Lopulliset sijoituspäätökset perustuvat fundamenttianalyysiin, jossa arvioidaan muun muassa johdon pääomanallokointia, taseen tarjoamaa turvamarginaalia, piileviä omaisuusarvoja, normalisoitua tuloksentekokykyä sekä sitä,

ovatko yhtiön haasteet luonteeltaan syklisiä vai rakenteellisia.

Kärsivällisyys on vastavirtaisen sijoittamisen edellytys

Pitkä omistushorisontti ei ole vain mahdollinen etu vaan myös käytännön vaatimus. Vastavirtaisen strategian omistaminen voi olla pitkällä aikavälillä palkitsevaa, mutta sijoittajalta se edellyttää valmiutta sietää pitkiä ja ajoittain raskaita alisuoriutumiskausia.

Kuvio 7: Arvonlasku edellisestä huipusta



Arvonlaskukuvaaja: Hannibalin ja MSCI Europe –indeksin arvonlasku edellisestä huipusta kuukausittain 30.3.2007–30.6.2026. Kuvaaja esittää, kuinka paljon salkku on ollut kulloinkin alle aiemman huipputasonsa, ja havainnollistaa siten sijoittajan kokemia tappiojaksoja ajan yli. Lähde: Bloomberg, Evli.

Kuvio 7 tiivistää tämän Evli Hannibalin avulla. Strategia viettää suuren osan ajasta alle edellisen huippunsa, ja syvimät tappiojaksot ovat olleet markkinaa syvempiä. Finanssikriisissä 2008–2009 pahin arvonlasku oli noin –62 prosenttia, kun MSCI Europe –indeksin vastaava luku oli noin –54 prosenttia. Sijoittajan kannalta olennaista on, että mahdollinen palkkio ei tule tasaisena ylituottona, vaan vastineena pidemmistä ja raskaammista alisuoriutumiskausista.

Salkkurooli ja soveltuvuus

Vastavirtainen sijoitusstrategia toimii parhaiten muun salkun täydentäjänä. Sen tarkoituksena ei ole korvata laajaa markkina–altistusta, vaan tuoda salkkuun erilaista tyyli– ja osakevalinta–altistusta. Tämä korostuu erityisesti silloin, kun muu osakeallokaatio painottuu markkina–arvopainotettuihin, laatu– ja kasvuyhtiöihin. Historiallinen tarkastelu viittaa siihen, että jo maltillinen allokaatio strategiaan voi parantaa salkun tuotto–ominaisuuksia.

Taulukko 3: Evli Hannibal –allokaation vaikutus simuloitujen salkkujen historiallisiin tuotto– ja riskiominaisuuksiin

Salkku	Evli Hannibal –paino	Vuotuinen tuotto	Vuotuinen volatilitteetti	Sharpe	Suurin arvonlasku
Eurooppalainen osakesalkku	0 %	5,40 %	14,53 %	0,358	–54,10 %
Eurooppalainen osakesalkku	5 %	5,54 %	14,63 %	0,365	–54,52 %
Eurooppalainen osakesalkku	10 %	5,67 %	14,75 %	0,372	–54,95 %
Eurooppalainen osakesalkku	15 %	5,79 %	14,90 %	0,377	–55,37 %
Eurooppalainen 60/40–salkku	0 %	4,80 %	9,16 %	0,435	–31,98 %
Eurooppalainen 60/40–salkku	5 %	4,94 %	9,23 %	0,446	–32,41 %
Eurooppalainen 60/40–salkku	10 %	5,07 %	9,35 %	0,455	–32,87 %
Eurooppalainen 60/40–salkku	15 %	5,20 %	9,51 %	0,461	–33,38 %
Gloaali 60/40–salkku	0 %	6,68 %	8,44 %	0,674	–28,33 %
Gloaali 60/40–salkku	5 %	6,67 %	8,44 %	0,672	–29,14 %
Gloaali 60/40–salkku	10 %	6,65 %	8,52 %	0,663	–29,93 %
Gloaali 60/40–salkku	15 %	6,62 %	8,68 %	0,650	–30,73 %

Evli Hannibal –allokaation vaikutus simuloitujen salkkujen historiallisiin tuotto– ja riskiominaisuuksiin 30.3.2007–30.6.2026. Salkut tasapainotetaan vuosittain. Eurooppalaisen osakesalkun paino on 100 % MSCI Europe –osakeindeksissä. Eurooppalaisen 60/40–salkun painot ovat 60 % MSCI Europe –osakeindeksissä ja 40 % Bloomberg Euro Aggregate –korkoindeksissä. Gloaalin 60/40–salkun painot ovat 60 % MSCI World –osakeindeksissä ja 40 % euroon suojatussa Bloomberg Global Aggregate –korkoindeksissä. Kaikissa salkuissa Evli Hannibal –allokaatio rahoitetaan pienentämällä osakepainoa. Lähde: Bloomberg, MSCI, Evli.

Taulukko 3 osoittaa, että strategian vaikutus riippuu salkun rakenteesta. Eurooppalaisessa osakesalkussa Evli Hannibal on parantanut tuottoa ja Sharpe–lukua, vaikka kokonaisriski kasvaa hieman. Eurooppalaisessa 60/40–yhdistelmäsalkussa vaikutus on samansuuntainen. Gloaalissa 60/40–yhdistelmäsalkussa vuotuinen tuotto ja Sharpe–luku laskevat Hannibal–painon kasvaessa samalla, kun volatilitteetti kasvaa ja suurin arvonlasku syvenee. Tämä viittaa rajallisempaan lisäarvoon laajemmin hajautetussa kokonaisuudessa.

Tämä korostaa Evli Hannibalin roolia erityisesti eurooppakeskeisissä salkuissa, joissa sen tyyli–altistus täydentää kokonaisuutta. Se sopii sijoittajalle, jolla on selkeä rooli tällaiselle tyyli-poikkeamalle, riittävä riskibudjetti ja pitkä sijoitushorisontti sekä valmius sietää myös pidempiä alisuoriutumiskausia.

Johtopäätös

Paperin keskeinen havainto on, että vastavirtaisen sijoittamisen merkitys korostuu erityisesti silloin, kun markkina keskittyy poikkeuksellisen voimakkaasti samoihin laatu- ja kasvuyhtiöihin. Tällaisissa ympäristöissä sijoitussalkun hajautus voi näyttää vahvemmalta kuin se käytännössä on, ja juuri silloin myös vastavirtaisen strategian ehdollinen tuotto-odotus on historiallisessa aineistossa ollut vahvimillaan.

Yhtä tärkeä johtopäätös liittyy omistushorisonttiin. Historiallinen aineisto viittaa siihen, että strategian mahdollinen palkkio ei realisoidu tasaisesti, vaan vaatii sijoittajalta valmiutta kestää pitkiä ja ajoittain raskaitakin alisuoriutumiskaksia. Pitkä omistusaika on aineiston valossa ollut luontevampi tapa tavoitella tätä palkkiota kuin pyrkimys ajoittaa sijoitus täsmällisesti syklin parhaisiin hetkiin.

Vastavirtaisessa syvän arvon sijoittamisessa sijoitusprosessin laatu korostuu, koska pelkkä matala arvostus ei vielä kerro, onko kyse tilapäisestä epäsuosiosta vai pysyvämmästä ongelmasta. Evli Hannibal toimii tässä paperissa käytännön esimerkkinä siitä, miten tällaista strategiaa voidaan arvioida pitkän historian, johdonmukaisen sijoitusfilosofian ja salkun käyttäytymisen kautta. Sijoittajan kannalta keskeinen kysymys ei ole vain se, milloin vastavirtaan sijoittava strategia toimii parhaiten, vaan myös se, onko sille salkussa perusteltu ja pitkäjänteinen rooli osana muuta tyyli- ja markkina-aktiivisuutta.

Menetelmä ja aineisto

Aineisto. Tarkastelu perustuu Evli Hannibalin B–osuussarjan kuukausituottoihin ajalta 30.3.2007–30.6.2026 sekä saman ajanjakson osake– ja korkoindexiaineistoon. Markkinaympäristöä kuvaava spread–sarja on muodostettu MSCI Europe Value– ja MSCI Europe Growth –indeksien pidemmällä aineistolla ajalta 01.01.2002–30.6.2026. Lisäksi markkinaympäristöjen tarkastelussa hyödynnetään korkoympäristöä kuvaavaa markkinadataa.

Keskeiset analyysit. Paperi nojaa faktorianalyysiin, spread–analyysiin, eri sijoitushorisonttien rullaaviin tuottovertailuihin, historiallisten markkinaympäristöjen tarkasteluun sekä salkkusimulaatioihin, joissa rahaston paino vaihtelee 0–15 prosentin välillä eurooppalaisissa ja globaaleissa perussalkuissa. Lisäksi osta ja pidä –lähestymistapaa verrataan kolmeen ajoitusstrategiaan.

Tulosten tulkinta. Spread–analyysissä tarkastellaan Evli Hannibalin seuraavan 12 kuukauden ylituottoa suhteessa MSCI Europe –indeksiin arvon– ja kasvun välisen spreadin eri tiloissa. Horisonttianalyysi puolestaan kuvaa, kuinka usein ja kuinka selvästi rahasto on historiallisesti voittanut vertailuindeksin eri sijoitushorisonteilla. Markkinaympäristöjen tarkastelu täydentää tätä näyttämällä, miten strategia on käyttäytynyt eri regiimeissä ja korkoympäristöissä, kun taas salkkusimulaatiot arvioivat sen mahdollista roolia osana erilaisia sijoitussalkkuja.

Keskeiset rajoitteet. Evli Hannibalin historia kattaa noin 19 vuotta. Osa tuloksista perustuu rajalliseen havaintomäärään ja osittain päällekkäisiin ajanjaksoihin. Lisäksi analyysi kuvaa yhden rahaston toteutusta eikä yleisty automaattisesti kaikkiin vastavirtaisiin strategioihin.

Lähteet

Cohen, R., Polk, C. ja Vuolteenaho, T. (2003). "The Value Spread." *Journal of Finance* 58 (2), 609–641.

Kupersmith, D., Ross, A. ja Thapar, A. (2017). "Building a Better Deep Value Portfolio." AQR Capital Management, working paper.

Wei, K., Wermers, R. ja Yao, T. (2015). "Uncommon Value: The Characteristics and Investment Performance of Contrarian Funds." *Management Science* 61 (10), 2394–2414.

Laajempi taustamateriaali on saatavissa pyynnöstä Evliltä.

Tämän white paperin sisältöä ei tule pitää sijoitusneuvona, eikä sen perusteella tule tehdä sijoituspäätöstä. Ennen sijoituspäätöksen tekemistä tulee tutustua rahaston lakisääteisiin dokumentteihin, kuten rahaston sääntöihin, avaintietoasiakirjaan ja rahastoesitteeseen. Rahaston lakisääteiset dokumentit ja lisätiedot ovat saatavilla www.evli.com/rahastot. Sijoituksen arvo voi nousta ja laskea ja sijoittaja voi menettää sijoittamansa pääoman osittain tai kokonaan. Historiallinen arvonkehitys ei ole tae tulevasta tuotosta.