

Därför finner vi Europa attraktivt

Investorerare flyr Europa, det monetära samarbetet skakar i grunden, hela länders existens ifrågasätts o s v. Alla är medvetna om problemen i Europa, men är det hela bilden? Är det en rättvisande bild? Finns det anledning att tro att solen kommer att gå upp också imorgon? Eller är det här det definitiva slutet? I den här analysen ger vi vår syn på den europeiska aktiemarknaden.

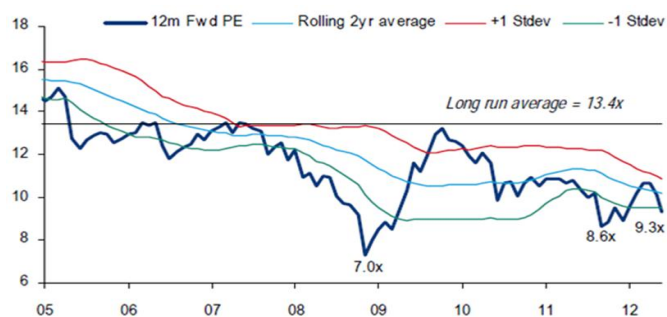


Carl Bernadotte - förvaltare Marcus Grimfors - förvaltare Alexander Jansson - förvaltare

Europa är idag på allas läppar men inte i någons portfölj. Hittills i år (per sista maj) har investerare på global basis tagit ut netto 3,8 miljarder dollar ur aktiefonder (aktivt såväl som passivt förvaltade), enligt BofA Merrill Lynch och EPFR Global. I aktiefonder inriktade mot tillväxtmarknader (emerging markets) har investerare placerat 14,8 miljarder dollar i år medan investerare tagit ut 18,6 miljarder dollar ur aktiefonder inriktade mot utvecklade marknader (developed markets). Enbart i aktiefonder inriktade mot Europa har investerare tagit ut 18,8 miljarder dollar – utflödet ur aktiefonder inriktade mot utvecklade marknader förklaras helt av Europa, och mer därtill; investerare har ingenting emot utvecklade marknader men mycket emot Europa.

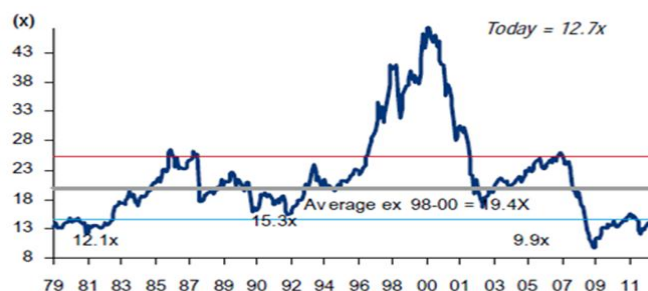
Flödena är talande, även sett till andra variabler och förhållanden är det uppenbart att betydande diskrepanser har uppstått. Följande tre orsaker tycker vi talar för att pendeln har anledning att vända – därför finner vi Europa attraktivt:

1. Europaindex, MSCI Europe, handlas idag till 9,3x de kommande 12 månadernas förväntade vinster, se figur 1. Det kan jämföras med att den historiska genomsnittliga värderingen (exklusive IT-bubblan) är 13,4x. Under finanskrisens värsta period, i slutet av 2008, bottnade värderingen på 7,0x de kommande 12 månadernas förväntade vinster. Europaindex handlas idag till en rabatt på 31% mot den historiska genomsnittliga värderingen men till en premie på 33% mot den absoluta botten i värderingen under finanskrisen 2008.



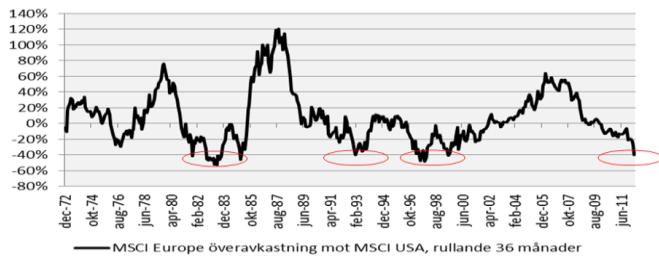
Figur 1. Europaindex värderas idag till 9,3x de kommande 12 månadernas förväntade vinster; en stor rabatt mot den historiska genomsnittliga värderingen på 13,4x men en premie mot den absoluta botten under finanskrisen på 7,0x. Källa: BofA Merrill Lynch European Equity Strategy.

Ett enligt vår uppfattning mer pålitligt nyckeltal - då det traditionella P/E-talet riskerar att över- eller underskatta vinsterna - är det så kallade Graham-Dodd P/E-talet som sätter dagens pris i relation till de genomsnittliga inflationsjusterade vinsterna för de senaste 10 åren, även kallat Schiller P/E. Sett till det nyckeltalet handlas MSCI Europe idag till 12,7x, se figur 2. Det kan jämföras med att den historiska (1979-2012) genomsnittliga värderingen (exklusive IT-bubblan) är 19,4x. Under finanskrisen bottnade Graham-Dodd P/E på 9,9x. Europaindex handlas idag till en rabatt på dryga 35% mot den historiska genomsnittliga värderingen men till en premie på 28% mot den absoluta botten i värderingen under finanskrisen 2008.



Figur 2. Europaindex värderas idag till 12,7x genomsnittet av de senaste 10 årens vinster; en stor rabatt mot den historiska genomsnittliga värderingen på 19,4x men en premie mot den absoluta botten under finanskrisen på 9,9x. Källa: BofA Merrill Lynch European Equity Strategy.

2. Den amerikanska marknaden har blivit något av en säker hamn för investerare under de senaste åren, en trend som syns i både utveckling och värdering. Den europeiska marknaden (MSCI Europe) har den senaste 36-månadersperioden underavkastat 40,4% mot den amerikanska marknaden (MSCI USA), se figur 3, båda i USD. En så kraftig underavkastning har bara uppstått under tre tidigare perioder sedan 1969, nämligen 1982-1985, 1993 och 1997-1999. De efterföljande 36 månaderna efter den första perioden (1982-1985) överavkastade MSCI Europe 114% mot MSCI USA; de efterföljande 36 månaderna efter den andra perioden (1993) överavkastade MSCI Europe 6% mot MSCI USA; och de efterföljande 36 månaderna efter den tredje perioden (1997-1999) överavkastade MSCI Europe 12% mot MSCI USA. När underavkastningen historiskt varit på dagens nivåer har Europa sällan varit en relativt sämre investering än USA.



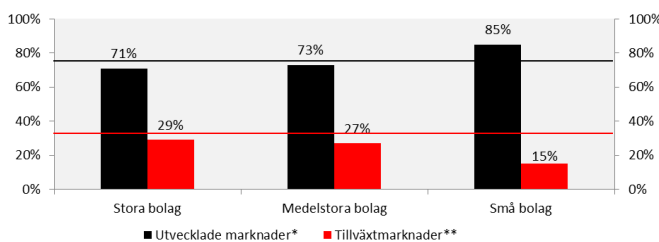
Figur 3. Sett över en 36-månadersperiod har europaindex under bara tre perioder sedan 1969 haft en så kraftig underavkastning mot USA-index som under den senaste 36-månadersperioden. Källa: MSCI, CB Fonder.

Den långa perioden med underavkastning för Europa mot USA, samt den mycket kraftiga underavkastningen de senaste 36 månaderna, har gett upphov till väsentliga diskrepanser i värderingen mellan den europeiska och den amerikanska aktiemarknaden. De vinster som de europeiska bolagen förväntas göra de kommande 12 månaderna värderas idag till bara 80% av vad de amerikanska bolagens diton värderas till, enligt BofA Merrill Lynch. Än mer anmärkningsvärd blir skillnaden när vi tittar på värderingen av de historiska vinsterna, alltså Graham-Dodd P/E. De europeiska bolagen värderas idag till en rabatt på nästan 40% mot amerikanska bolag m a p på Graham-Dodd P/E – så stor har rabatten inte varit någon gång under de senaste 30 åren, se figur 4.



Figur 4. Sett till värderingen av den genomsnittliga vinsten för de 10 senaste åren har skillnaden mellan Europa och USA inte varit så stor sedan åtminstone 1980. Sett till den här värderingsmetoden (Graham-Dodd P/E) handlas Europa idag till en rabatt på nästan 40% mot USA. Källa: BofA Merrill Lynch European Equity Strategy.

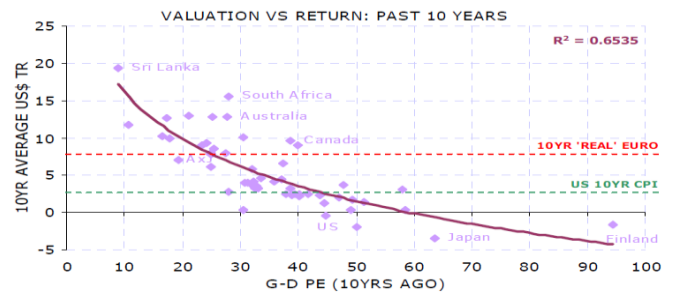
3. Den låga värderingen och den kraftiga underavkastningen för europeiska bolag kommer av de välbekanta problemen i Europa. Att den europeiska unionen har problem råder det inget tvivel om; att de europeiska bolagen har problem är inte lika självklart. Faktum är att ca 44% av de europeiska bolagens vinster kommer från marknader utanför Europa och över hälften av de vinsterna kommer från tillväxtmarknader – en nästan dubbelt högre andel än amerikanska bolag genererar från tillväxtmarknader, enligt Citigroup. M a p omsättning har stora europeiska bolag den största exponeringen mot tillväxtmarknader (ca 29%), följt av medelstora bolag (ca 27%) och små bolag (ca 15%).



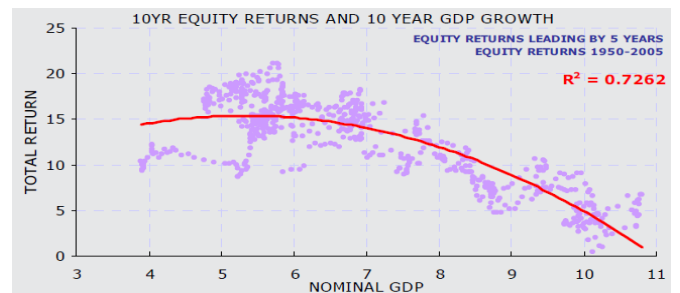
Figur 5. Europeiska bolag har i genomsnitt hög exponering mot tillväxtmarknader. Störst exponering har stora bolag (ca 29%), följt av medelstora bolag (ca

27%) och små bolag (ca 15%). Den genomsnittliga exponeringen mot tillväxtmarknader för europeiska bolag är 24% (den röda linjen) och mot utvecklade marknader 76% (den svarta linjen). Källa: Morgan Stanley Research, CB Fonder.

Den andra aspekten av exponering är att det inte finns något samband mellan ekonomisk tillväxt och börsutveckling; europeiska aktier behöver inte vara en dålig placering/exponering för att Europa har låg tillväxt, lika lite som kinesiska aktier behöver vara en bra placering/exponering för att Kina har hög tillväxt - tvärtom. Avgörande för hur lyckosam en investering blir är till vilken värdering den görs, inte vilken tillväxt regionen den görs i har. Europa värderas idag till ett Graham-Dodd P/E på 12,7x – historiskt har marknader med den värderingen i genomsnitt gett en avkastning på drygt 10% de kommande 10 åren. Marknader med en "normal" ekonomisk nominell tillväxt har historiskt gett en bättre avkastning än marknader med en hög dito (>7%/år). Värdering har betydelse, BNP-tillväxt har det inte.



Figur 6. Det finns ett starkt historiskt samband mellan att marknader med låg värdering m a p Graham-Dodd P/E gett en långsiktigt bättre avkastning än marknader med ett högt Graham-Dodd P/E. Källa: Morgan Stanley Research.



Figur 7. Sambandet mellan en hög nominell BNP-tillväxt och hög avkastning på aktiemarknaden är låg, snarare gäller ett motsatt förhållande (till en viss gräns, dock). Källa: Morgan Stanley Research.

Slutsats: Europa är billigt idag, både absolut och relativt historien samt USA. Som alltid kan det billiga bli billigare, en trend varar ofta längre än man kan tro. Finanskrisen är ett bra exempel på det, till de nivåerna är det ännu långt kvar. Europa har problem men många europeiska bolag har det inte, att välja aktier baserat på de makroekonomiska förutsättningarna för den marknad de är noterade på är ofta fel - döm inte hunden efter håren.

Vid frågor eller synpunkter är ni välkomna att e-posta oss på info@cbfonder.se eller ringa på 08-566 133 10.

Vi önskar er en trevlig sommar!