

CB FONDER

Aktiv | Etisk | Långsiktig

"MAGA är MEGA"

Carl Bernadotte
Marcus Grimfors
Alexander Jansson**Make America Great Again (MAGA)
→ Make Europe Great Again (MEGA)**

Det senaste decenniet är ett förlorat decennium för den som investerat i Europa. Valet av Trump i USA kan ändra på det – Make America Great Again kan paradoxalt nog leda till Make Europe Great Again. USA är redan "great" – det är Europa som behöver bli "great again". Vi ser ett antal anledningar till att så kan ske: 1) Startpunkten, 2) Räntor, 3) Valuta och 4) Perception.

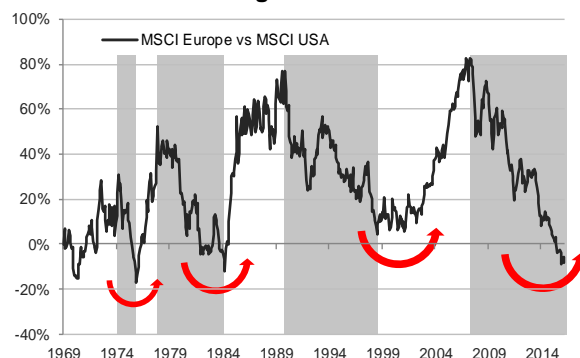
1) Startpunkten

Det senaste decenniet är ett förlorat decennium för den som investerat i Europa, framförallt för USD-investerare: 100 USD investerat i MSCI Europe Net den 31 januari 2007 skulle idag vara värt drygt 106 USD (Figur 1). Det motsvarar en värdetillväxt på 0,6 % per år. Det är knappast "great".

MSCI Europe Net, 10 år i USD

Figur 1. Grafen visar utvecklingen för MSCI Europe Net i USD de senaste 10 åren. Källa: MSCI, CB Fonder

Ännu värre blir det för Europa i jämförelse med USA: aldrig tidigare (med data sedan 1969) har Europa underavkastat mer än nuvarande 50 % mot USA och aldrig tidigare har underavkastningen varit lika länge som nuvarande 111 månader (Figur 2 och Tabell 1). Men, när Europa överavkastar mot USA har alltid utvecklingen varit stark även i absoluta tal (i USD): +76 % 1976-1978, +283 % 1985-1990 och +102 % 1999-2007.

MSCI Europe relativt MSCI USA. Perioder av under-/överavkastning

Figur 2. Grafen visar hur MSCI Europe Net utvecklats relativt MSCI USA Net sedan 1969 (grå ytor är perioder med underavkastning för Europa). Källa: MSCI, CB Fonder

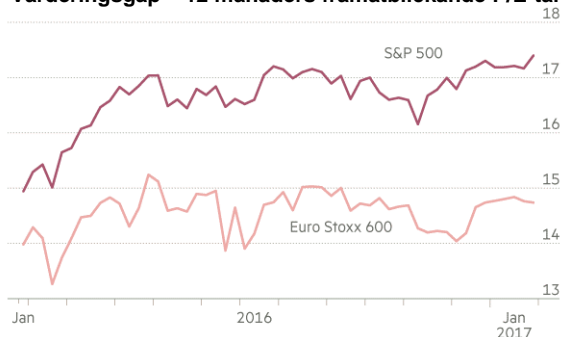
Tabell 1. Tabellen visar samma data som Figur 2 men nedbrutet i perioder med under-/överavkastning för Europa. Källa: MSCI, CB Fonder

Tidsperiod		Absolut utveckling (USD)			Relativ utveckling	Antal månader
Från	Till	MSCI Europe	MSCI USA			
1975-02-28	1976-10-29	-18%	30%	-37%	20	
1976-10-29	1978-10-31	76%	-4%	84%	24	
1978-10-31	1985-02-28	34%	132%	-42%	76	
1985-02-28	1990-10-31	283%	90%	102%	68	
1990-10-31	1999-06-30	224%	451%	-41%	104	
1999-06-30	2007-11-30	102%	15%	75%	101	
2007-11-30	2017-02-15	-8%	84%	-50%	111	

Startpunkten är således låg för Europa – och låga förväntningar är ofta en bra startpunkt, då det återspeglas i värderingen. Europa handlas idag till knappt 15x den förväntade vinsten om 12 månader medan USA handlas till drygt 17x (Figur 3). USA är "priced for perfection"; Europa kan överraska på uppsidan.

Analys av CB Fonder

Värderingsgap – 12 månaders framåtblickande P/E-tal



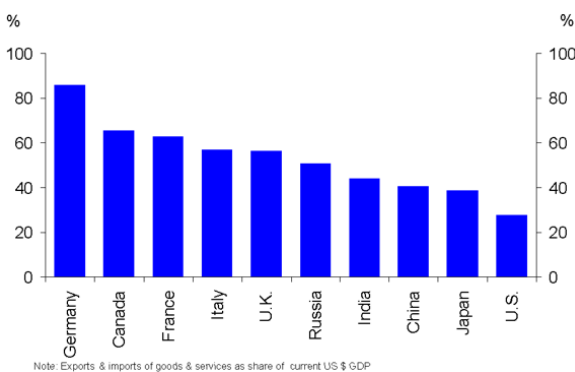
Figur 3. S&P 500 handlas idag till drygt 17x den förväntade vinsten om 12 månader; dito för Euro Stoxx 600 är knappt 15x. Källa: FT

2) Räntor

Att fiskalt stimulera en ekonomi som går på högvarv är ytterst oortodox och kommer att leda till stigande räntor i USA – vilket var fallet även innan Trump. Fed har höjt styrräntan två gånger sedan botten i december 2015 och kommer troligen att höja ytterligare 2-3 gånger under 2017. Marknaden har gått före och handlat upp den amerikanska 10-åringen från 1,4 % i juli 2016 till dagens ca 2,4 %. Vi tror att räntan fortfarande är för låg och att den stigande trenden kommer att bestå.

Den aggressiva finanspolitiken i USA kommer att smitta av sig till Europa triggat av risken för ett mer protektionistiskt USA och press från populistiska strömningar på hemmaplan. Tyskland – som motsatt sig en mer expansiv finanspolitik – har nu goda skäl att byta fot (Figur 4). Ökade satsningar på försvaret är startskottet för finanspolitiken i Europa.

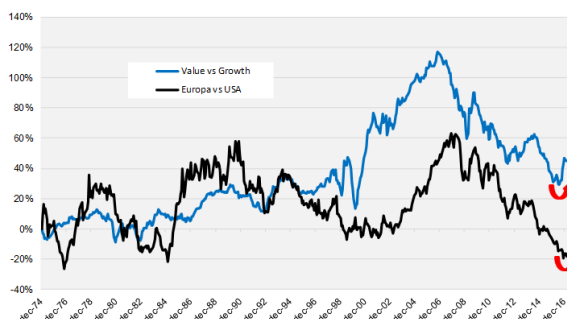
Tyskland är de största förlorarna på ökad protektionism – expansiv finanspolitik kan väga upp.



Figur 4. Andel av BNP som utgörs av internationell handel, vilket för Tyskland är nästan 90 %. En mer expansiv finanspolitik kan stimulera inhemsk konsumtion och väga upp för minskad världshandel. Källa: Deutsche Bank Research

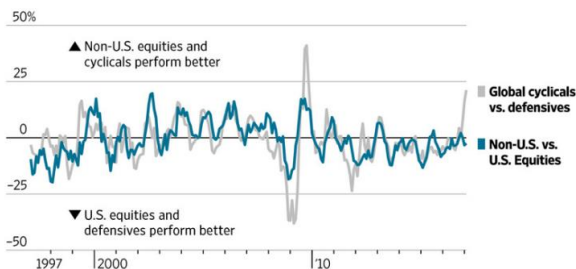
Stafettväxlingen från penningpolitik till finanspolitik leder till stigande räntor även i Europa, vilket historiskt gynnat Europa relativt USA (Figur 5 och 6). Stigande räntor gynnar Value och när Value har överavkastat mot Growth – vilket varit fallet sedan juli 2016 – brukar Europa följa efter med överavkastning mot USA.

Europa överavkastar mot USA när Value överavkastar mot Growth



Figur 5. Ett trendbrott till förmån för värdeaktier mot tillväxtaktier har historiskt varit positivt för Europa relativt USA. Sambandet har varit extra tydligt de senaste 20 åren. Källa: MSCI, CB Fonder

Undervikta amerikanska aktier när cykliska aktier överavkastar mot defensiva



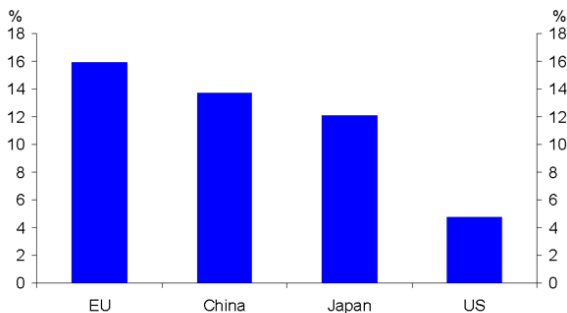
Figur 6. Cykliska aktier har överavkastat mot defensiva (grå linje) – det har historiskt bäddat för underavkastning för amerikanska aktier (blå linje). Källa: The Wall Street Journal

3) Valuta

USD är stark och har stärkts ytterligare efter valet av Trump, vilket har gjort exportberoende Europa (Figur 7) mer konkurrenskraftigt. Amerikansk arbetsmarknad i full sysselsättning och löneinflation kring 2 % bör leda till fortsatta räntehöjningar av Fed, samtidigt som ECB fortsätter att pumpa in likviditet i marknaden (Figur 8). Den här divergensen mellan centralbankerna bör innebära en fortsatt stark USD visavi EUR, samtidigt som en stark inhemsk konjunktur i USA ger fler köpare av europeiska exportvaror.

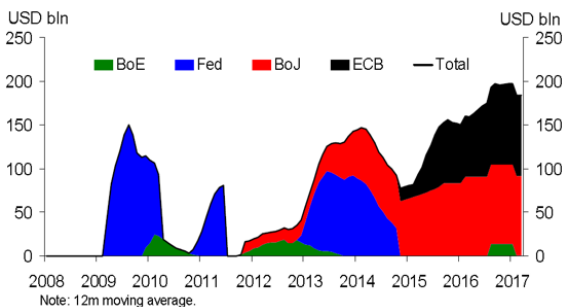
Tids nog får kanske Trumps protektionism genomslag vilket skulle vara negativt för många/alla länder, men idag har inte USA den produktionskapacitet som krävs för att försörja den inhemska konsumenten med enbart amerikanska varor (de flesta "Make America Great Again"-kepsar tillverkas utanför USA...).

Europa är mest exportberoende – USA minst



Figur 7. Andel av BNP som utgörs av export från tillverkningsindustrin, per Q3 2016. Källa: DB Global Markets Research

ECB:s obligationsköp håller ner värdet på euron



Figur 8. Månatliga köp av statspapper av Fed, ECB, BoE och BoJ. Källa: DB Global Markets Research

4) Perception

Uppfattningen att det går dåligt för Europa motsägs nu av alltmer data: Eurozonen har uppvisat 14 kvartal i rad med tillväxt, arbetslösheten är nere på ensiffriga tal, PMI för tillverkningsindustrin är på sex års högsta (en ledande indikator, Figur 9) och vinsttillväxten för 2017 ser ut att bli nästan 15 % efter fem år med negativ eller nolltillväxt (Figur 10). Med andra ord – det har gått dåligt men det går rätt hyggligt nu. Perceptionen att Europa har stagnerat och halkat efter lever dock kvar – framförallt relativt USA.

Faktum är att BNP-tillväxten i eurozonen 2016 var högre än tillväxten i USA (1,7 % mot 1,6 %) och enligt Focus Economics, som sammanställer ekonomisk data, är det för Europa tillväxtförväntningarna revideras upp mest för 2017. T o m för 2018 – då Trumps skattesänkningar och infrastruktursatsningar förväntas få mest genomslag – revideras förväntningarna på Europa upp i samma takt som för USA.

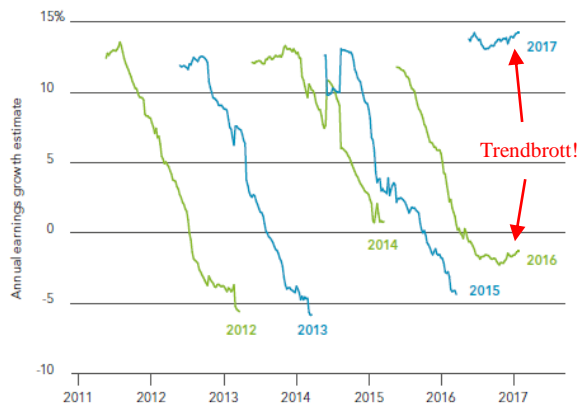
Det handlar om förväntningar, och på Europa är de låga efter ett decennium med ökenvandring. På USA är de höga. Triggern för Europa är MAGA – det är MEGA!

PMI, en ledande indikator, signalerar accelererande tillväxt i eurozonen



Figur 9. PMI för tillverkningsindustrin i eurozonen (blå linje, vänster axel) är på uppåtgående, vilket bådar gott för BNP-tillväxten (röd linje, höger axel). Källa: DB Global Markets Research

Vinstestimatförändringar 2012-2017 – plötsligt händer det



Figur 10. Kurvorna visar hur analytikernas vinstestimat för respektive kalenderår har förändrats under året; 2012-2016 var förväntningarna vid årets början drygt 10 %, men utfallet blev negativ eller nolltillväxt. För 2017 är förväntningarna på vinsttillväxten nästan 15 % - och i stigande trend. Källa: BlackRock Investment Institute

Populism – hot eller möjlighet

I Europa förväntas populisterna få många röster i valen i Holland, Frankrike och Tyskland. Detta ligger som en våt filt över aktiemarknaden, även om trenden är positiv.

På kort sikt drivs marknaden av andra faktorer än politik, framförallt i en "bull market". Marknaden kom över Brexit på en vecka, Trump på en timme och Italien på en minut – krasst har varje val som "gått fel" varit ett köptillfälle, hittills. För Europa kan, kontroversiellt nog, "måttlig" populism vara av godo: överreglering har i många avseenden begränsat Europas fulla potential det senaste decenniet. De politiska vindarna med mindre reglering som nu drar in från väst (Trump och Brexit) kan vara relativt gynnsamma för ett överreglerat Europa.

Det får dock inte gå för långt; för mycket och för lite skämmer allt och historien har lärt EU – som i grunden är ett framgångsrikt fredsprojekt – att inte experimentera för mycket. Med Putin i öst, Trump i väst och Brexit på hemmaplan är det "nu eller aldrig" för Europa!

Disclaimer:

Detta dokument är utfärdat av CB Asset Management AB. Det är enbart avsett att ge viss information ("informationen") om CB European Quality Fund och CB Save Earth Fund (Fonderna). CB Asset Management AB har vidtagit alla rimliga försiktighetsåtgärder för att säkerställa riktigheten och exaktheten i informationen som publiceras i detta dokument, vid tidpunkten för offentliggörandet.

Andelskurser kan öka eller minska i värde och investeringar är alltid förenat med en risk för förlust. Historisk avkastning är aldrig en garanti för framtida avkastning. Informationen i detta dokument är vad vi med vår kunskap tror är korrekt baserat på den information som gjorts tillgänglig för oss för detta dokumentets framtagande. Ingen utfästelse eller garanti av något slag, uttryckligen eller underförstått, görs om dess fullständighet, riktighet, tillförlitlighet eller lämplighet. Ingenting i detta dokument skall anses utgöra en ekonomisk, juridisk, skatte- eller annan rådgivning av något slag och ingen information i detta dokument ska utgöra eller anses utgöra en uppmaning eller ett erbjudande att köpa eller investera i de finansiella produkter som har tagits upp i dokumentet.

Erbjudandet av andelar i Fonderna är begränsat i många länder och Fonderna får inte saluföras eller erbjudas till personer bosatta i sådana jurisdiktioner, såvida inte sådan marknadsföring eller erbjudande görs i enlighet med tillämpliga undantag för den riktade nyemissionen av kollektiva investeringar och andra tillämpliga behörighetsregler och föreskrifter. Det åligger varje mottagare att informera sig och följa gällande regler och begränsningar i deras jurisdiktion.

Potentiella investerare i Fonderna bör informera sig om gällande lagar och förordningar i de länder där de är medborgare, bosatta eller har sin hemvist och som kan vara relevanta för teckning, köp, innehav, konvertering och infösen av andelar i Fonderna. För mer information, se vår hemsida där Fondernas prospekt, de senaste tillgängliga års- och halvårsrapporterna och Basfakta för investerare (KIID) tillhandahålls.