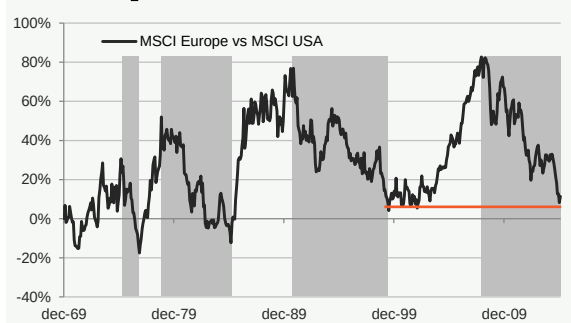


Marshallplanen 2.0 – Välkommen tillbaka Europa

Sedan finanskrisen har Europa i många avseenden gått på knäna. Det finns dock anledning att se ljus på framtiden. Utöver ECB:s kommande kvantitativa lättnader har vi identifierat ett flertal skäl – såväl tekniska som fundamentala – till varför vi förväntar oss en relativt stark utveckling för Europa framöver.

”For European recovery – supplied by the United States of America” löd slogan för Marshallplanen för snart 70 år sedan. Nu är det dags igen – för Europa att resa sig. USA har sedan finanskrisen 2009 utklassat Europa, både med avseende på ekonomisk tillväxt och börsutveckling. Figur 1 visar utvecklingen för MSCI Europe relativt MSCI USA sedan 1969; Europa har över tid tenderat att utvecklas bättre än USA, men har under fyra perioder utvecklats väsentligt sämre: 1975-1976; 1978-1985; 1990-1999; och 2007-2014 (grå fält i Figur 1).

MSCI Europe relativt MSCI USA



Figur 1. Grafen visar den ackumulerade överavkastningen för MSCI Europe Net mot MSCI USA Net. Dagens nivå är intressant dels för att Europa befinner sig vid stödnivån från millennieskiftet och dels för att underavkastningen för Europa mot USA summerar till drygt 40 % sedan 2007, vilket historiskt alltid varit botten för Europa relativt USA (se Tabell 1). Källa: MSCI, CB Fonder

Gemensamt för samtliga fyra perioder är att Europa har bottnat relativt USA när den totala underavkastningen summerat till ca 40 %. Den bilden – av en botten för Europa mot USA – förstärks av det faktum att MSCI Europe relativt MSCI USA nu är vid stödnivån från millennieskiftet (röd linje i Figur 1).

En annan viktig slutsats av Figur/Tabell 1 är att vändningarna efter de tre tidigare perioderna med underavkastning för Europa mot USA samtliga varit kraftiga: efter perioden 1975-1976 överavkastade Europa 84 % mot USA på 24 månader; efter perioden 1978-1985 överavkastade Europa 102 % mot USA på 68 månader; och efter perioden 1990-1999 överavkastade Europa 75 % mot USA på 101 månader.

MSCI Europe relativt MSCI USA. Perioder av över-/underavkastning

Tabell 1. Tabellen baserar sig på samma data som Figur 1 och visar respektive period som Europa över-/underavkastat mot USA. Källa: MSCI, CB Fonder

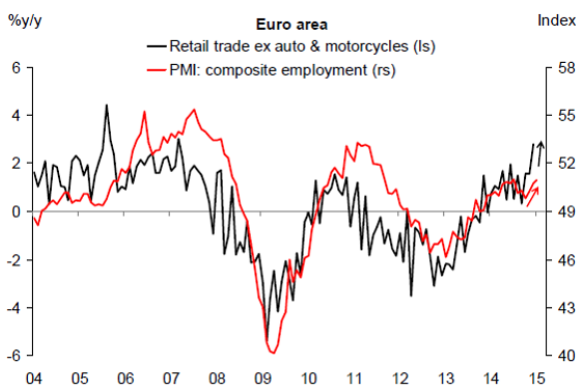
Tidsperiod		Absolut utveckling, USD		
Från	Till	MSCI Europe	MSCI USA	Relativ utveckling
1975-02-28	1976-10-29	-18%	30%	-37%
1976-10-29	1978-10-31	76%	-4%	84%
1978-10-31	1985-02-28	34%	132%	-42%
1985-02-28	1990-10-31	283%	90%	102%
1990-10-31	1999-06-30	224%	451%	-41%
1999-06-30	2007-11-30	102%	15%	75%
2007-11-30	2014-12-31	-8%	56%	-41%

Rent tekniskt ser det således ljus ut, men även fundamentalt ser vi tre orsaker till att solen även denna gång kommer att gå upp över den europeiska aktiemarknaden: 1) externa chocker, 2) mean reversion, och 3) värdering.

1) Externa chocker – EUR/USD och oljepriset = Marshallplanen 2.0

De senaste åtta månaderna har euron deprecierat ca 19 % mot dollarn och oljepriset är ner ca 50 % – två för Europa entydigt gynnsamma rörelser och något vi kan tacka USA för; shale oil i USA har lett till en energirevolution som pressat ner oljepriset samtidigt som den starka och långvariga ekonomiska återhämtningen i USA har pressat upp dollarn mot euron.

Europa börjar gynnas av ett lägre oljepris och en svagare euro



Figur 2. En svag euro och ett lågt oljepris är gynnsamt för Europa, vilket återspeglas i stigande export och ökande detaljhandel. Källa: Deutsche Bank Research

De första bevisen för att de här rörelserna börjar slå igenom i faktisk data för Europa kan ses i Figur 2, som visar PMI (röd linje) och årlig tillväxttakt för detaljhandeln (svart linje). Utöver detaljhandeln – som gynnas av högre disponibla inkomster till följd av nedgången i oljepriset; en skattesänkning i praktiken – menar vi att de europeiska exportbolagen i allmänhet och de konkurrenskraftiga tyska exportbolagen i synnerhet också är stora vinnare, vilket återspeglas i stigande PMI. Vi finner det dessutom möjligt att euron kan nå paritet med dollarn under 2015 och i ett sådant inte alls osannolikt scenario ser vi att konsensusvinstestimaten för t ex de tyska exportintensiva biltillverkarna kan komma att revideras upp med så mycket som 10 % för 2015 och

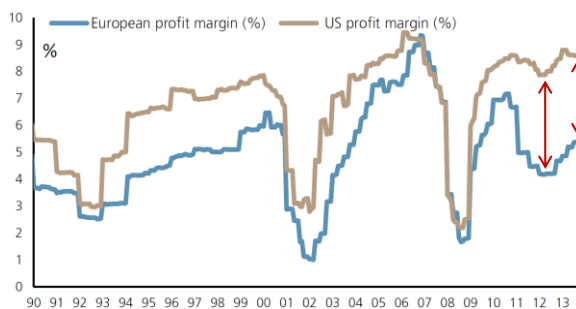
20 % för 2016 från dagens nivåer. Det, om något, är vinstestimatmomentum och en bra indikator på stigande aktiekurser.

2) Mean reversion – den här gången är inte annorlunda

Ett vanligt antagande som ofta följer långa, men ändliga, trender är att den här gången är det annorlunda, som t ex antagandet om "decoupling" och supercykel – om en börs som inte längre kunde gå ner – som förekom flitigt kring toppen på marknaden 2007. Nu – efter att den amerikanska aktiemarknaden har överavkastat mot den europeiska i sju år – talas det om att USA har "decouplat" från Europa. Det är möjligt att så är fallet – att den här gången verkligen är annorlunda – men de långsiktiga trenderna talar emot antagandet.

För det första så har de amerikanska och europeiska bolagens vinstmarginaler över tid följt varandra, även om de inte alltid på kort sikt varit perfekt korrelerade; stigande och sjunkande vinstmarginaler i USA har, historiskt sett, lett till samma rörelse i Europa, vilket innebär att skillnader i marginalerna mellan de två regionerna över tid har raderats. Figur 3 visar på detta förhållande sedan 1990 och det faktum att vinstmarginalerna i USA nu är nära rekordhöga nivåer samtidigt som dito i Europa är på relativt låga nivåer – skillnaden i vinstmarginaler mellan USA och Europa är extrem.

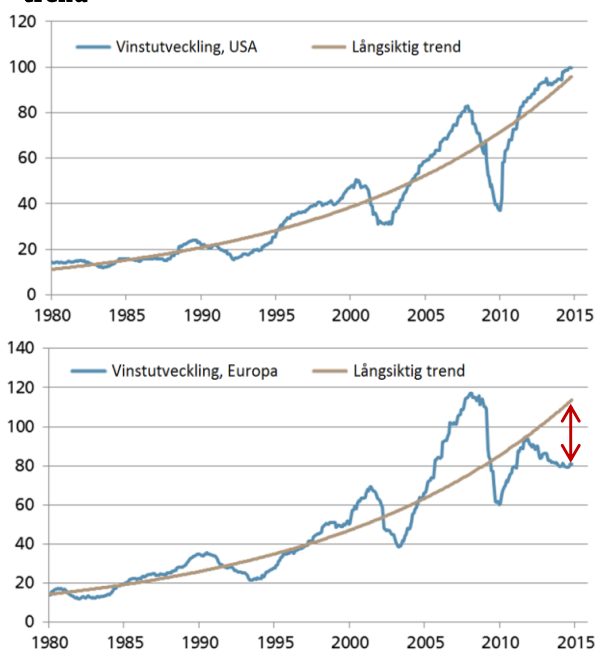
Vinstmarginaler i Europa och USA – rekordstor skillnad



Figur 3. Vinstmarginalerna i USA nu är nära rekordhöga nivåer samtidigt som dito i Europa är på relativt låga nivåer – skillnaden i vinstmarginaler mellan USA och Europa är extrem. Källa: UBS Investment Research, CB Fonder

Den långsiktiga vinsttrenden – en variabel dels beroende av de aggregerade vinstmarginalerna och dels av den aggregerade omsättningen – tenderar att vara en hyggligt pålitlig variabel för att prognostisera de aggregerade vinsterna på lång sikt; på kort sikt kan dock stora avvikelser förekomma, precis som med vinstmarginalerna. Figur 4 och 5 visar på detta för USA och Europa sedan 1980; USA har återvänt till den långsiktiga vinsttrenden, men Europa väntar vi fortfarande på – närmare bestämt på en vinstuppgång på 46 % i Europa för att återvända till trend.

Vinstutveckling i Europa och USA vs. långsiktig trend



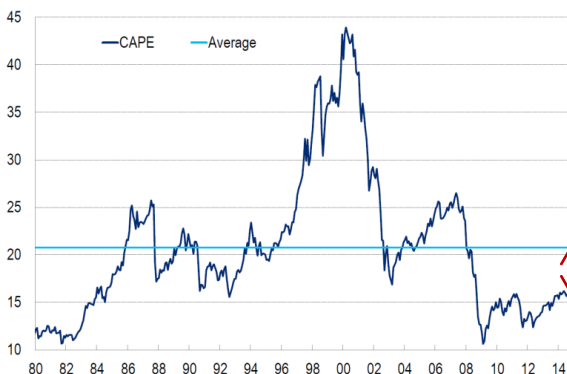
Figur 4 & 5. Vinsterna i Europa kommer att förbättras kraftigt om de ska närma sig den historiska trenden och nivån för amerikanska företag, som återvänt till trend. Källa: UBS Investment Research, CB Fonder

3) Värdering – priset har betydelse

Allt är dyrt! Det hävdar många, och det är sant – men också mindre sant. Vi börjar med den absoluta sanningen, alltså värderingen i absoluta tal. Det cykliskt justerade P/E-talet CAPE, eller Shiller P/E,

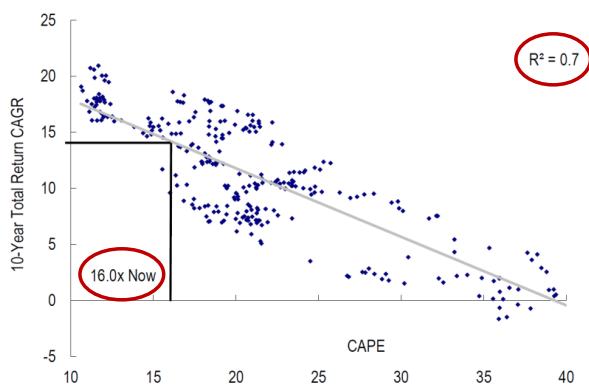
har historiskt varit en pålitlig variabel för att bedöma aktieutvecklingen på lång sikt; desto lägre CAPE idag, desto högre avkastning på lång sikt. Till skillnad från det "vanliga" P/E-talet – som baseras på de volatila vinsterna för de senaste 12 månaderna eller de förväntade vinsterna för de kommande 12 månaderna – sätter CAPE dagens pris i relation till den genomsnittliga, och mindre konjunkturberoende vinsten, för de 10 senaste åren. Variabeln är pålitlig, såtillvida att det historiska sambandet mellan CAPE och avkastningen på lång sikt är starkt; sambandet mellan det "vanliga" P/E-talet och avkastningen på kort sikt är obefintligt. Figur 6 och 7 åskådliggör detta dels genom att i Figur 6 visa att CAPE för Europa är historiskt lågt (knappt 16x, att jämföra med det långsiktiga snittet på drygt 20x) och dels genom att i Figur 7 visa att det historiska sambandet mellan CAPE och den framtida aktiekursutvecklingen är starkt (förklaringsgraden är 0,7) samt att dagens CAPE-nivå historiskt varit en stark indikation på en god avkastning på lång sikt. I klartext: köper man Europeiska aktier idag kan man – givet det historiska sambandet mellan CAPE och avkastning – förvänta sig en årlig avkastning på knappt 15 % de kommande 10 åren eller ca 300 % totalt. Historiskt har modellen lyckats förklara 70 % av den totala avkastningen, som kan vara både högre och lägre än modellen förutspår.

CAPE för MSCI Europe är på historiskt sett låga nivåer



Figur 6. Grafen visar att CAPE för Europa är historiskt lågt (knappt 16x, att jämföra med det långsiktiga snittet på drygt 20x). Källa: Citi Research

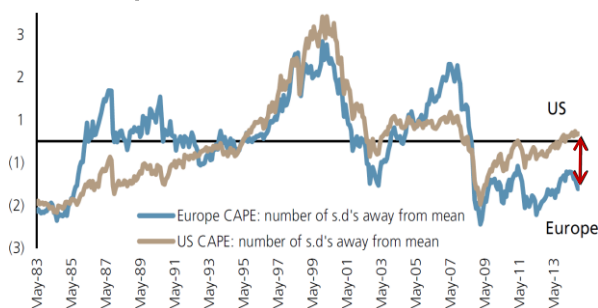
Starkt samband mellan CAPE och framtida avkastning



Figur 7. Grafen visar att det historiska sambandet mellan CAPE och framtida aktiekursutveckling är starkt för MSCI Europe (förklaringsgraden är 0,7). Dagens CAPE har historiskt indikerat en årlig avkastning på knappt 15 % de kommande 10 åren eller totalt 300 %. Källa: Citi Research

Den andra sanningen, gällande om marknaden är dyr, är den relativa, alltså värderingen relativt alternativen – eller i det här fallet alternativet: USA. Den blå linjen i Figur 8 visar samma sak, CAPE för Europa, som i Figur 6, men istället för absoluta tal så visar den antal standardavvikelser från det historiska snittet. Grafen illustrerar också samma multipel för USA, brun linje.

Skillnaden i CAPE mellan Europa och USA är på 30-årshögsta



Figur 8. Grafen visar priset på aktier i förhållande till den genomsnittliga vinsten de föregående 10 åren, angivna som standardavvikelser från det historiska snittet. De faktiska värdena för CAPE är för Europa knappt 16x och för USA 26x. Europeiska aktier är billiga relativt både det historiska snittet och relativt amerikanska aktier. Källa: UBS Investment Research

Tre observationer är värda att göra, varav en redan är känd från Figur 6: sett till CAPE är Europa billigt relativt historiska snittnivåer. De andra två observationerna är: 1) amerikanska aktier är, sett till CAPE, något dyrare än det historiska snittet (ca ½ standardavvikelse dyrare; USA handlas idag till CAPE 26x!), 2) amerikanska aktier är historiskt dyra relativt europeiska aktier, eller omvänt: europeiska aktier har aldrig varit billigare relativt amerikanska aktier.

Slutsats

Investerare som allokera mellan Europa och USA har sällan ställts inför så vitt skilda förutsättningar: å ena sidan amerikanska aktier som de senaste fyra åren genererat en årlig vinsttillväxt på 11 %, i USD, och en ekonomi som vuxit reellt med 2,2 % per år – och accelererat de senaste sex månaderna – och där varken inflation eller deflation framstår som ett verkligt hot; å andra sidan europeiska aktier som de senaste fyra åren har genererat en årlig vinsttillväxt på -1,8 %, i EUR, och en ekonomi som vuxit reellt med 0,3 % per år och där vi flörtar med deflation – redan innan oljeprisfallet. Det är således rimligt att påstå att amerikanska aktier har överavkastat kraftigt mot Europa de senaste åren p g a denna överlägsna tillväxt i USA, och om man ska tro prognosmakarna kommer USA att fortsätta utklassa Europa i ekonomisk tillväxt 2015 och även därefter – och med ett CAPE på 26x för den amerikanska marknaden kommer det sannnerligen att krävas en hel del positiva ekonomiska nyheter för att försvara värderingen!

Däri ligger också vår poäng: inte nog med att det är svårt att basera investeringsbeslut på prognosmakarnas (ofta felaktiga) tillväxtprognoser, det är också fel ansats; vad som har betydelse för avkastningen är avvikelser från prognosen, alltså den positiva eller negativa överraskningen – som per definition är svår att prognostisera. Att investera i en marknad där värderingen är relativt låg och där överraskningarna, enligt oss, är på uppsidan, har historiskt varit en bättre strategi – liksom det ofta varit en bättre strategi att gå mot strömmen.

Vid frågor eller synpunkter är ni välkomna att e-posta oss på info@cbfonder.se eller ringa +46 8-566 133 10.

Andelskurser och värden kan såväl öka som minska, och en investering kan gå förlorad. Historisk avkastning är aldrig en garanti för framtida avkastning. Faktablad och prospekt för våra fonder finns tillgängliga via vår hemsida.