



**EUROPAS TABTE ÅRTI OG  
DE EUROPÆISKE BANKER**



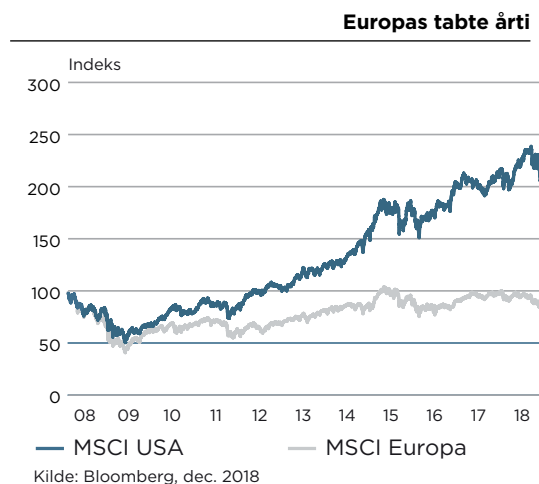
# Europas tabte årti og de europæiske banker

Af Morten Springborg, Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Europæiske aktier har klaret sig markant dårligere end amerikanske aktier i det seneste årti. Vi vurderer, at dette er et resultat af sammensætningen af aktiemarkedene, hvor Europa ikke har tilstrækkeligt mange store vækstselskaber samt udviklingen i de europæiske banker. De europæiske bankers dårlige resultater skyldes et stort regulatorisk pres, implementeringen af ekstrem pengepolitik i forsvar for euroen og en aldrende befolkning, der mindsker bankernes indtjeningspotentiale. Vi ser blot få årsager til, at dette skulle ændre sig i nærmeste fremtid, og i Europa fokuserer vi fortsat på selskaber med globale kvalitetsbrands, der leverer et højt afkast på den investerede kapital, som øges år efter år (de såkaldte "compounders").

Finansanalytikere har fra tid til anden forudsagt en vending af den negative udvikling i de europæiske aktier. Dog har det vist sig svært at ramme rigtigt, og de europæiske aktier handler fortsat til lavere kurser end før finanskrisen. Siden markederne toppede i 2007, er indekset for Europa "MSCI Europe" faldet ca. 10 pct., mens det amerikanske indeks "MSCI US" er steget ca. 130 pct. Europa har kun klaret sig bedre end USA i ganske få korte perioder. Det har derfor været et tabt årti for gennemsnitsinvestoren, der har investeret i store europæiske vækstselskaber.

Figur 1



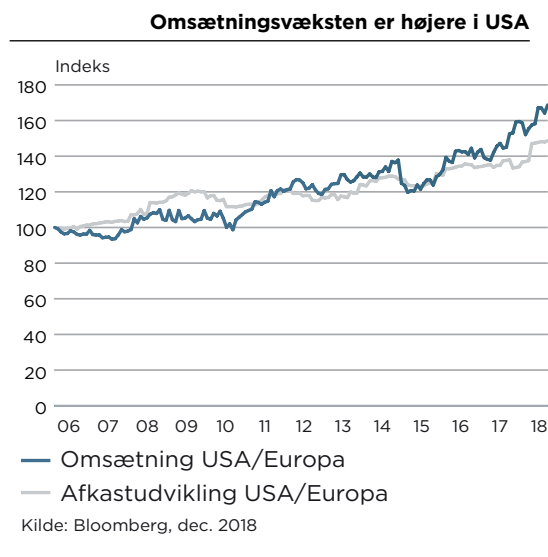
Vi mener, at lav salgsvækst og Europas kriseramte banker er hovedårsagen til det tabte årti for europæiske aktier.

## Salgsvæksten har drevet den relative udvikling

Det lyder næsten for simpelt til at være sandt, men alene det at investere i aktier med høj omsætningsvækst ift. lav omsætningsvækst har genereret et bedre afkast end gennemsnittet de sidste 10 år.

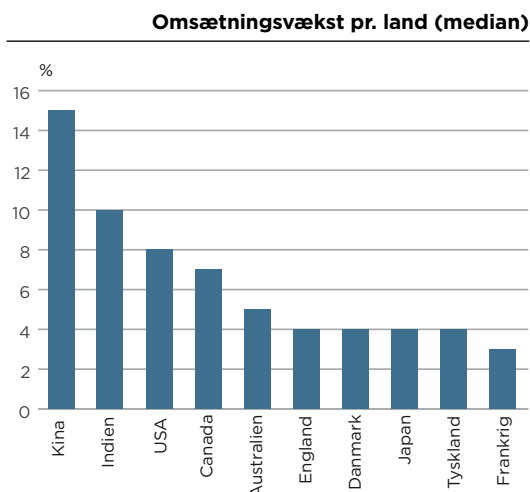
Figur 2 nedenfor viser, at den relative udvikling i amerikanske aktier i forhold til europæiske aktier nærmest udelukkende er bestemt af den relative omsætningsvækst (Historisk 12-måneders omsætning i USA divideret med samme tal i Europa). Hvis omsætningen i USA vokser hurtigere end i Europa, klarer amerikanske aktier sig derfor bedre. Korrelationen er 94 pct.

Figur 2



Hvis omsætningsvækst er den primære drivkraft bag den relative udvikling, er USA og visse sektorer i emerging markets fortsat et godt bud på langsigtet outperformance. Figuren på næste side viser de seneste 12. måneders omsætningsvækst pr. land (median). Væksten ligger på 8 pct. i USA. De fleste europæiske lande ligger markant lavere.

Figur 3



Kilde: Baird, dec. 2018, 12 mnd. historisk (Nov. 17 til Nov. 18)

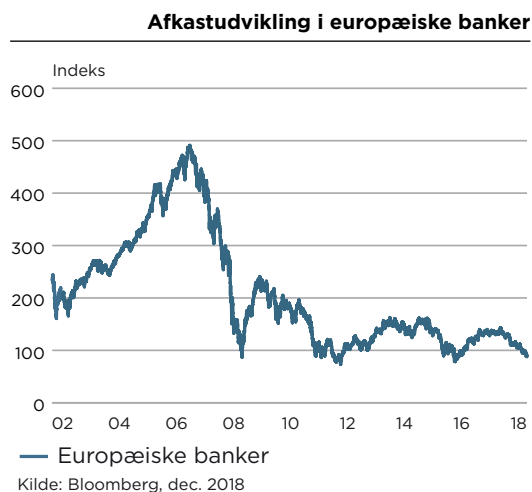
Men hvorfor er dette forhold så betydende? Grunden er ganske enkelt den, at indtjeningsvækst (eller mere specifikt væksten i pengestrømmen) er den væsentligste drivkraft bag langsigtede aktiekursstigninger, men sådan en vækst kan ikke genereres på langt sigt uden underliggende omsætningsvækst. Selskaberne i Europa er generelt mere eksponerede mod langsomt voksende markeder end amerikanske selskaber, og derfor klarer de sig i gennemsnit ringere på langt sigt.

### De europæiske banker er årsagen

Set på sektorniveau skyldes Europas miserable aktiekursudvikling bankernes enorme underperformance i Europa. Som det fremgår af næste kolonne, er bankaktierne i euroområdet faldet 80 pct., siden de toppede forud for finanskrisen, og i dag er de kun lige over det niveau, hvor de handlede, da finanskrisen var på sit højeste i 2009. Omvendt er de amerikanske bankaktier blot faldet 30 pct. i samme periode, og de er steget 70 pct. fra det laveste niveau i 2009.

Forskellen i kursudviklingen skyldes primært, at USA på et tidligt tidspunkt lykkedes med at få banksystemet på plads blandt andet via hjælpeprogrammet ”Troubled Asset Relief Program” i 2009, mens det europæiske banksystem siden finanskrisen har

Figur 4



Figur 5



kæmpet for at genetablere indtjeningsniveauet. Dette skyldes, at kompleksiteten i en kriserammet monetær union i Europa har gjort det svært at finde en fælles løsning på de skjulte tab, der er på balancerne hos de systemisk vigtige banker på tværs af Europa.

Bankernes dårligere kursudvikling det seneste årti skyldes lave afkastningsgrader og faldende gearing (lån ift. egenkapital). De lave afkastningsgrader har i vid udstrækning været et resultat af øget tab på udlån, mens faldet i gearing fra ca. 30 gange de samlede aktiver ift. egenkapitalen til de nuværende ca. 18 gange skyldes tilsynsmyndigheder, der tvinger bankerne til at forbedre deres balancer ved at udstede yderligere egenkapital.

## Strukturelle hindringer for bankerne i Europa

Til trods for at europæiske banker i dag handler til historisk lave kurser, er der mindst to strukturelle årsager til fortsat at være skeptisk over for en fundamental vending i de europæiske bankers indtjeningsevne:

### 1. Konstruktionen af den monetære union

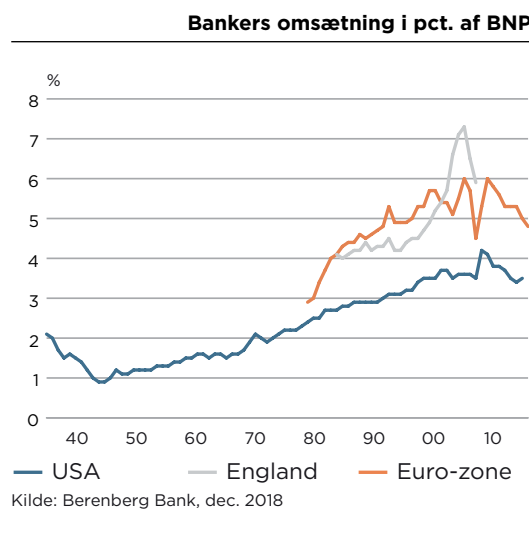
Udover selvforskyldte udfordringer står det klart, at de europæiske banker er ofre for konstruktionen af den monetære union. Den Europæiske Centralbank har i forsvar for den fælles valuta ført en politik med ekstremt lave eller endda negative renter og kvantitative lempelser, hvilket har reduceret rentemarginalerne og bankernes lønsomhed. Indtil europrojektet styrkes tilstrækkeligt gennem etableringen af en finanspolitisk union, er det usandsynligt, at de europæiske banker vil være i stand til at øge deres indtjening i betydelig grad og dermed bidrage positivt til et generelt løft af de europæiske aktiemarkeder.

### 2. Demografisk modvind

Den demografiske udvikling er en anden grundlæggende udfordring for Europa. Sandsynligvis var finanskrisen sammenfaldende med en drastisk ændring i befolkningernes sammensætning. Europa begynder på mange måder at ligne Japan, dog med en forsinkelse på ca. 15 år. Dette betyder, at Europa i dag befinder sig midt i en såkaldt "japansk krise" – dvs. som et aldrende samfund, der forbruger mindre og har en lavere kreditefterspørgsel end samfund med en yngre befolkning. Vi er formentlig nået til vejs ende i en kreditekspansion på 60-70 år. Vi befinder os nu i en såkaldt "balancerecession", hvor den private sektor, uanset hvor lave renterne er, er tilbageholdende med at optage yderligere lån, før gælden er reduceret til – et i egen optik – acceptabelt niveau.

Dette er dårligt nyt for banksektoren, da forretningen rammes af både lavere rentemarginaler pga. strukturelt lave renter og af svag udlånsvækst. Der er tale om en total vending af de seneste 60-70 års udvikling, som det også fremgår af figuren nedenfor. Bankernes omsætning som en andel af økonomien er øget siden 2. verdenskrig, og vi er ikke mindst med politikernes aktive hjælp nu i gang med at nedskalere banksektoren til en langt mindre del af økonomien. Det er uvist, hvor længe dette vil vare ved, men sandsynligvis står vi blot ved begyndelsen af denne udvikling.

Figur 6



## Det seneste årtis aktieafkast

Bankernes bidrag til de europæiske aktiers ringere kursudvikling bekræftes, når man ser på de største aktiers udvikling over denne periode på mere end 11 år. Det fremgår af figur 7 på næste side, at 7 ud af de dårligste 10 aktier var bankaktier. I USA var det 5 ud af 10. Men for at kunne vurdere de fremtidige muligheder er det interessant at analysere de selskaber, der har klaret sig bedre end markedet.

I Europa var de bedste selskaber de stabile vækstelskaber inden for husholdningsprodukter (fire selskaber), medicinalelskaber (fire selskaber) samt to teknologiselskaber. I USA var det dels

Figur 7

Europæiske vs. amerikanske aktier

Europa	Benchmark Bidrag til Afkast	USA	Benchmark Bidrag til Afkast
<b>31 okt. 2007 til 30. nov. 2018</b>		<b>31 okt. 2007 til 30. nov. 2018</b>	
<b>Top 10</b>		<b>Top 10</b>	
Nestle S.A.	2,68	Apple Inc.	12,09
Roche Holding Ltd.	1,44	Amazon.com, Inc.	4,85
Novo Nordisk A/S Class B	1,30	Microsoft Corporation	3,38
Anheuser-Busch InBev SA/NV	1,26	Alphabet Inc. Class A	2,85
Novartis AG	1,06	Home Depot, Inc.	2,65
AstraZeneca PLC	1,05	Visa Inc. Class A	2,31
British American Tobacco p.l.c.	1,04	Johnson & Johnson	2,22
SAP SE	0,97	JP Morgan Chase & Co.	2,16
Diageo plc	0,92	Philip Morris International Inc.	2,15
ASML Holding NV	0,92	Oracle	1,92
<b>Bund 10</b>		<b>Bund 10</b>	
Societe Generale S.A. Class A	-0,97	Exelon Corporation	-0,71
UBS AG	-1,00	ConocoPhillips	-0,74
Deutsche Bank AG	-1,01	HP Inc.	-1,02
ArcelorMittal SA	-1,02	Federal National Mortgage Assn.	-1,09
Lloyds Banking Group plc	-1,07	Merrill Lynch & Co. Inc.	-1,52
HBOS Plc	-1,12	Wachovia Corp.	-1,53
UniCredit S. p. A.	-1,70	American International Group, Inc.	-2,60
E. ON SE	-2,00	Bank of America Corp.	-3,57
Nokia Oyj	-2,14	General Electric Company	-4,77
Royal Bank of Scotland Group plc	-2,43	Citigroup Inc.	-4,81

Kilde: C WorldWide, nov. 2018

teknologiselskaber (seks selskaber), men også selskaber eksponeret mod den indenlandske økonomi som f.eks. JP Morgan og Home Depot lå i toppen. Samtlige europæiske selskaber var multinationale selskaber, der driver forretning på de globale markeder. Dette indikerer, at Europa i sig selv ikke kan skabe betydelig efterspørgsel, men er fuldstændig afhængig af verdensøkonomien. Selskaber eksponeret mod den europæiske økonomi har generelt set ikke klaret sig godt, mens den amerikanske økonomi er i stand til at generere en indenlandsk efterspørgsel, der skaber vækst i virksomhederne og fremgang på aktiemarkederne. Desuden har de amerikanske selskaber en

tendens til at være langt yngre end tilsvarende europæiske selskaber. Syv ud af de ti selskaber i Europa, der klarer sig bedre end markedet, har eksisteret i mere end 100 år, mens det kun er tre selskaber i USA. Halvdelen af de selskaber, der klarer sig bedre end markedet i USA (Apple, Home Depot, Alphabet, Amazon og Microsoft), er blot 20–40 år gamle. Yngre selskaber har tendens til at være mere dynamiske, udvise højere vækstrater og have adgang til større markeder, hvilket til dels forklarer, hvorfor de amerikanske selskabers udvikling har været langt bedre end de bedste selskaber i Europa.

## Historisk lektie

Pga. usikkerheden omkring den europæiske økonomi som følge af den demografiske udvikling samt den potentielle fragmentering af den monetære union, er det fornuftigt at undgå selskaber, der er afhængige af indenlandsk efterspørgsel i Europa, og i stedet fokusere på kontinentets globale kvalitetsbrands, der er ægte ”compoundere”. Disse selskaber vil fortsat være vigtige investeringer i gruppen af stabile vækstselskaber i vores investeringsporteføljer.

**”** Investorer belønnes for at investere i selskaber med høj vedvarende omsætningsvækst.

---

Vi mener, man generelt bør undgå at investere i europæiske banker, da de er for afhængige af den indenlandske efterspørgsel i Europa. Bankerne har ringe mulighed for at hæve priserne og har tendens til at være særdeles konjunkturfølsomme. Derfor egner banker sig ikke til en køb-og-hold strategi over en hel konjunkturperiode, men kræver en mere kortsigtet cyklisk timing – hvis man mestrer den rette timing. Desuden medførte finanskrisen en drastisk ændring i kreditefterspørgslen på et tidspunkt, hvor den demografiske udvikling lagde yderligere pres på efterspørgslen på bankydelse – læs evt. mere om dette i vores Perspektiv [Demografi, realrenter og aktiemarkedet](#) på vores hjemmeside [cww.dk](#). Denne udvikling står eksempelvis i kontrast til bankerne i emerging markets, hvor der er vedvarende vækstmuligheder på flere markeder.

Det gamle kontinent er i sandhed et gammelt kontinent. Niveauet for iværksætter og kreativ destruktion er meget lavt pga. demografi og ekstremt lave renter. I en verden med lav inflation og lave renter som følge af teknologisk acceleration og den demografiske udvikling mv. belønnes investorerne for at investere i selskaber med høj vedvarende omsætningsvækst. Investering i selskaber, der udviser en højere vækst end gennemsnittet, har været en vellykket strategi. Dette vil fortsat være vores fokus i vores jagt på unikke selskaber.



DET ER IKKE KUN  
EN AMBITION  
AT SKABE  
GODE AFKAST  
- DET ER VORES  
**PASSION**



## INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København

Tel: +45 35 46 35 00 · Fax: +45 35 46 36 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Q1 2019

Denne artikel er markedsføringsmateriale udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalyseres uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse.

Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig ikke noget ansvar for fejl eller udeladelser.

Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AMs forudgående skriftlige samtykke.

Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast. Prospekt og dokument med central investorinformation er tilgængelig på [cww.dk](http://cww.dk).