

# Det bedste fra Øst og Vest

Af porteføljeformaler Lars Wincentzen

## Det gamle og nye Europa

Den globale finanskrisen afslørede på mange måder Europas svagheder, der især bundede i mange års overforbrug og - for flere landes vedkommende - en alt for generøs velfærdsmodel. Det er det gamle Europa, hvor der ikke investeres nok, og hvor produktivt vækst er lav. Derfor vurderes Europas langsigtede vækstpotentiale til kun at ligge mellem 0 til 2 pct. om året, hvilket er lavt i forhold til resten af verden. Dette gamle syn på Europa bunder også i en udbredt opfattelse af, at befolkningstallet vil falde i de kommende årtier. FN estimerer blandt andet, at den lave fødselsrate og den aldrende befolkning vil betyde, at befolkningstallet i Europa vil falde fra de nuværende 840 millioner indbyggere til 824 millioner i 2050. Den vestlige verdens demografiske profil er ligeledes udfordret, se blot i figur 1, hvordan alderssammensætningen forudses at ændre sig fra 2010 til 2050.

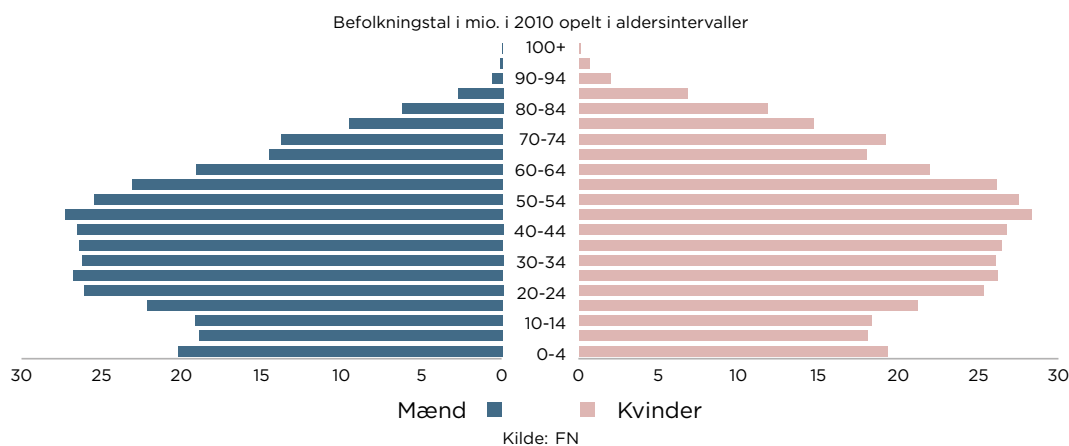
Denne udvikling betyder, at Europas befolkning kun vil udgøre omkring 9 pct. af verdens befolkning i 2050. Det er tankevækkende, at for et par hundrede år siden udgjorde Europas befolkning hele 25 pct. af jordens befolkning. Men har økonomerne ret, når de forudsiger, at befolkningen i Europa vil falde?

**” Udviklingen betyder, at Europas befolkning kun vil udgøre omkring 9 pct. af verdens befolkning i 2050.**

Det tror vi ikke nødvendigvis, for når økonomer fremskriver befolkningsudviklinger, baserer de det typisk på trende og forhold,

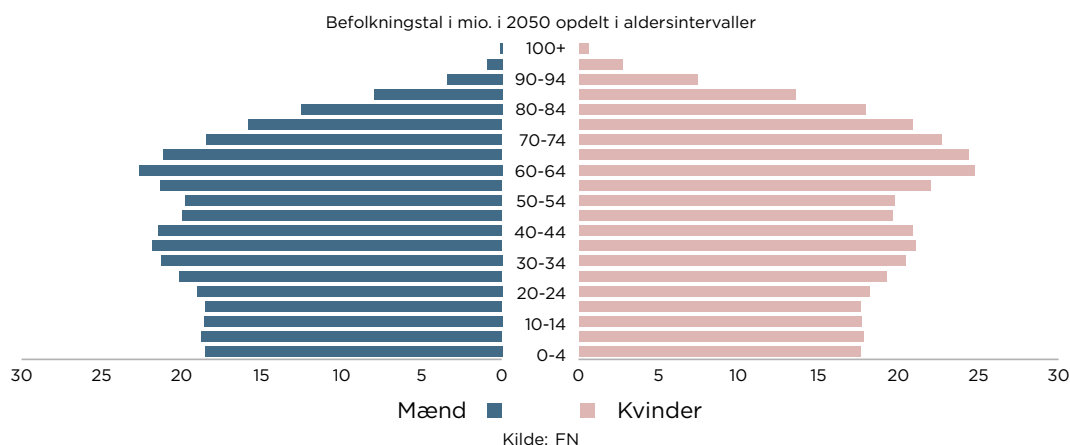
Figur 1:

Europas befolkningspyramide i 2010



Figur 1 fortsat:

## Europas befolkningspyramide i 2050



som vi kender til i dag. Ofte glemmer de at tænke nyt. Forskere fra Max Planck Institutet i Tyskland har forsket intenst i befolkningsudviklingen i den vestlige verden, og det bringer overraskende nyt. Forskningen peger i retning af et kommende babyboom også i Europa, der vil betyde højere befolkningsvækst. Et af de centrale punkter i forskningen peger nemlig på, at kvinderne vil føde det samme antal børn eller endda flere børn end tidligere antaget. Det vil bare ske på et senere tidspunkt i kvindernes liv f.eks. i 30'erne mod tidligere i tyveårsalderen. Derfor kan det nye Europa meget vel komme til at se ganske anderledes ud. En voksende befolkning vil have signifikant betydning for Europas økonomiske udsigter. Det betyder, at forsøgerbyrden ikke bliver så stor, og det vil lette presset betydeligt på de offentlige finanser og skabe tro på fremtiden.

Det nye Europa vil også se fortsat indvandring fra landene omkring os. Her er det ikke flygtningene fra Afrika, som ofte giver store overskrifter. Nej, der er tale om velkvalificeret arbejdskraft fra hele verden, men især fra Østeuropa. På nuværende tidspunkt er der f.eks. mellem 1,5-2 millioner polakker, der arbejder Tyskland. Et tættere økonomisk samarbejde med transkontinentale lande som Tyrkiet og Rusland vil åbne op for yderligere 240 millioner forbrugere og rummer i vores øjne et kæmpe potentiale for Europa og for virksomhederne i Europa.

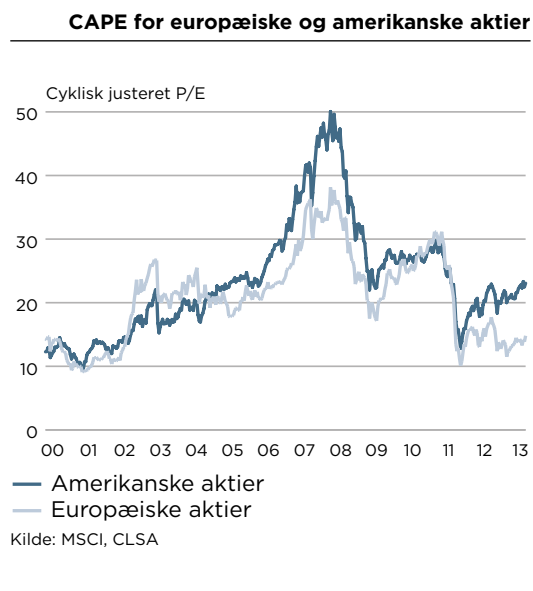
Inden vi vender blikket mod de europæiske aktier og vores afdeling Europa, er det naturligvis vigtigt, at vi ikke glemmer nogle af de mange udfordringer, som de europæiske politikere skal finde løsninger på. Listen er lang, og vejen bliver hård for mange lande, specielt i Syd- og Mellemeuropa. Det er vores opfattelse, at Den

Monetære Union og euroen vil bestå, hvilket betyder, at lande med uholdbare velfærdssystemer og ubalancer i økonomierne, må rette op på økonomien og konkurrenceevnen med reformer. Disse reformer indebærer hårde år, som vi har set det i Sydeuropa med næsten uholdbart høje arbejdsløshedsprocenter. Irland har vist vejen og mere og mere viser, at landene i syd følger trop. Ud over modige reformer kræver det en stærk centralbank, fælles banktilsyn og formentlig en decideret politisk union. Vi får se.

### Hvorfor investere i europæiske aktier?

Noget af det første, du som investor skal forholde dig til, er ofte, om det europæiske aktiemarked er godt og billigt? Svaret er ja! Det har altid været billigt, vil mange påstå. Det er også sandt, for europæisk økonomi har altid været mere cyklisk sammenlignet med f.eks. USA's økonomi. Krisen i Europa og en betydelig opgang af prisfastsættelsen af bl.a. de amerikanske aktier har imidlertid gjort europæiske aktier attraktive. Et godt mål for værdiansættelsen af aktier er PE. PE står for Price Earnings på engelsk og betyder på dansk, den pris investorer skal betale pr. indtjeningskrone. PE tallet kan variere meget over tid og svinger især, når konjunkturerne ændrer sig. Derfor er det ofte cyklisk-justeret PE, også kaldet CAPE, der bruges. Som det fremgår af figuren nedenfor, så ligger de europæiske aktier relativt lavt historisk set - især i forhold til amerikanske aktier. Det er værd at bemærke, at prisfastsættelsen i Emerging Markets generelt er høj, men det er ikke tilfældet i Tyrkiet og Rusland.

Figur 2:



Den skarpsindige kan konstatere, at de europæiske aktier ikke er så billige i forhold til perioden i 1970'erne og 1980'erne, men det skyldes de meget høje inflationsrater og renter i disse årtier. Det kan naturligvis ikke udelukkes, at inflationen og renterne vil stige igen, men vi vurderer som meget usandsynligt. Den generelt høje gældsætning og høj arbejdsløshed virker i vores øjne inflationsdæmpende, og dette vil næppe ændres betydeligt i de kommende 3-5 år.

Når noget er billigt, er det jo ikke altid værd at købe, hvis kvaliteten er lav. Det er vores opfattelse, at kvaliteten af europæiske erhvervsliv generelt er meget høj. De europæiske virksomheder har ofte historiske rødder mange år tilbage og dominerer derfor mange globale industrier. Nogle af de mest kendte varemærker inden for fødevarer, luksusgoder, biler, medicin osv. er europæiske, men produceres ofte lokalt i USA eller Fjernøsten. Verdens største fødevarereproducent, schweiziske Nestlé, har f.eks. produktion i over 100 lande og har været i Kina i over 100 år. Der er altså tale om unikke produkter og markedspositioner, som er holdbare også mange år ud i fremtiden. Kina er også det mest profitable marked for de tyske bilproducenter som BMW og Daimler. Indtjeningen i selskaberne opsamles selvfølgelig i moderselskaberne i Europa, endnu en god grund til at investere i europæiske aktier.

## Det bedste fra øst og vest

I Carnegie WorldWide har vi mere end 23 års erfaring med investering i globale aktier, og europæiske aktier har altid stået os nær. Vi møder hundredvis af selskaber i Europa hvert år og analyserer dem til bunds. Målet er at finde et lille udvalg af selskaber - typisk mellem 25 og 30, som, vi mener, vil gøre det godt på lang sigt. Der er ofte tale om store stabile vækstselskaber med unikke produkter og markedspositioner globalt - f.eks. Adidas, BAT, Nestle, Diageo, Novo, Roche, SCA og SAP.

Vi prøver at kombinere det bedste fra vest med det bedste fra øst. Det betyder, at der ofte er flere aktier fra Østeuropa i porteføljen. Der er tale om solide selskaber, som f.eks. Ruslands største bank, Sberbank. Banken har mere end 100 millioner russiske kunder og sidder på halvdelen af alle bankindeståender i landet, og endnu bedre - set med en investors øjne - er aktien særdeles billig. Eller Magnit, der med sine godt 7.000 dagligvarebutikker i Rusland udbreder moderne detailsalg af fødevarer over hele landet. En fantastisk vækstmaskine, som ikke findes magen til i resten af Europa. Efter en periode med lav eksponering til finanssektoren er det efter vores mening også interessant at investere i europæiske banker og forsikringselskaber. Der er tale om store velpolstrede selskaber såsom det engelske forsikringselskab, Prudential og en verdens førende formueforvaltere, UBS. Men der er også tale om mindre selskaber som Azimut og Mediobanca, der er to af Italiens mest succesfulde finansvirksomheder, som kan trives i selv svære økonomiske omgivelser.

Vi tror på det nye Europa, og vi tror også på kombinationen af aktier i Vest- og Østeuropa, og vi tror, at selektiv udvælgelse af aktier er vejen til et godt langsigtet afkast.