

# Pensum Markedssyn Mai 2021

*“Veksten kommer,  
men se opp for inflasjon»*



# Dette tror vi på

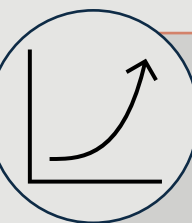
- **VAKSINE INNEN AUGUST** - *Mesteparten av befolkningen i utviklede land vil være vaksinert innen august*
- **GJENÅPNING FRA MAI** - *Samfunnet åpner opp for vaksinerte fra mai med full gjenåpning fra august*
- **HØYERE RENTER** - *Videre oppgang i lange renter gjennom sommeren*
- **RÅVARER** - *Videre oppgang i råvarepriser, og særlig kraftig oppgang for oljeprisen i andre halvår*
- **SYKLISKE AKSJER** - *Sykliske aksjer vil utvikles bedre enn de brede indeksene*
- **SVEKKET DOLLAR** - *Dollaren vil svekkes, og råvarevalutaer som norske kroner vil styrkes*

# Slik ser vi verdensøkonomien

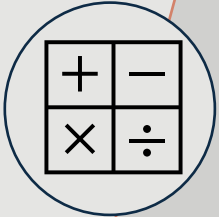


%

Lange **RENTER** er kraftig på vei opp i bl.a. Norge og USA. Siden bunnen i fjor sommer er tiårs rentene opp fra hhv. 0,53% og 0,56% til 1,50% og 1,65%. Vi forventer at Norges Bank vil sette opp styringsrenten i andre halvår 2021. I USA er det stor uenighet mellom sentralbanken som spår første renteøkning i 2024 og markedet som tror på renteøkning allerede i andre halvdel av 2022. I Euro-området tror vi både korte og lange renter vil forbli lave i overskuelig fremtid. Risikoen i forhold til renter er i første rekke inflasjon. Moodys Analytics har beregnet at sparingen i bank er økt med 45 000 milliarder kroner globalt utover normal sparing, og at ca 20 000 milliarder av dette vil komme inn i økonomien når verden igjen åpner opp og mobiliteten øker. Da er det grunn til å forvente økt inflasjon både fra arbeidsmarkedet, fra energi og råvarer, men også prisstigning fra lite reversible områder som dagligvarer mv.



**ØKONOMISK VEKST.** Sentralbanker verden over har svart på Covid-19 pandemien ved å stimulere økonomien kraftig gjennom kjøp av obligasjoner og med lave styringsrenter. Myndighetene på sin side støtter næringsliv og husholdningene gjennom betydelige overføringer. Til sammen betyr dette en enestående tilførsel av kapital til økonomien. I tillegg anslås det at forbrukerne verden over i Covid 19-perioden har spart ca 45 000 milliarder kroner mer enn normalt, og om lag halvparten av dette ventes å tilføres økonomien når situasjonen normaliseres, tilsvarende ca 3% av BNP. IMF forventer at verdensøkonomien i år vil vokse med ca 6%. I den vestlige verden forventer vi at Bidens økonomiske stimulansepakker, og gode fremdrift med vaksineringsen, vil gjøre USA til en vekstvinner i 2021, mens dette vil jevne seg mer ut i 2022.



+ -  
× ÷

**PRISING** i aksjemarkedet er sjelden en god indikator for kursutviklingen i et kortsiktig perspektiv, men har stor betydning for den forventede langsiktige avkastningen. Globale aksjer prises til en P/E på 20 ganger forventet inntjening kommende 12 måneder, mens amerikanske aksjer prises til 22 ganger inntjeningen. Vi skal tilbake til tidlig 2000-tall for å finne tilsvarende dyre aksje- og rentemarkeder som vi har nå. Men samtidig er rentene svært lave og risikopremien i aksjemarkedet er fortsatt på attraktive nivåer.

Det finnes enkeltmarkeder og sektorer som utmerker seg som spesielt lavt eller høyt priset. Russland er et eksempel på et marked med attraktiv prising (P/E ca 8), men her er det for tiden stor geopolitisk risiko. Av sektorer finner vi særlig finans- og energisektoren som attraktive, samtidig som dette er sektorer som er lite sårbare for, eller til om med vil tjene på, økte renter, og et eventuelt skifte fra vekstaksjer til verdi- eller sykliske aksjer.



**SENTIMENT.** Ulike former for spørreundersøkelser brukes som indikatorer på hvilken retning økonomien tar. Blant de mest brukte er innkjøpsjefsindeksene (PMI - Purchasing managers index) for industrien og tjenestesektoren og forbrukersentiment. Nivåer over 50 på PMI forteller om forventninger til økende vekst, mens nivåer under 50 gir signaler om tilbakegang. I USA er PMI industri på 60,6 og PMI tjenester på 63,1 i april (opp fra hhv. 59,0 og 60,0 i mars), begge på det høyeste nivået siste fem år. I eurosonen er PMI industri 63,3 og PMI tjenester 50,3 i april (opp fra hhv. 62,5 og 49,6) i mars. Vi tror at varehandelen vil fortsatt holde seg på høye nivåer fremover og at tjenesektorene, herunder turisme og reiseliv, restauranter mv vil oppleve det kraftigste løftet. Vi tror investorene vil fokusere på vekst fremfor multipler i gjenåpningsperioden, og at evt. korreksjoner vil fremstå som kjøpsmuligheter.

# Hvordan posisjonere seg?



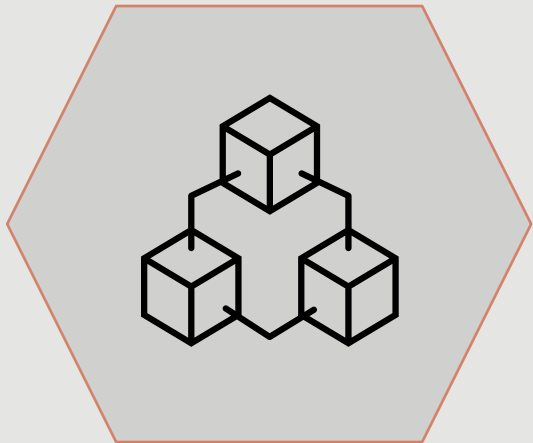
Fortsatte kraftige fiskale og pengepolitiske stimulanser, kombinert med oppdemmet etterspørsel og økt sparing gjør at vi forventer en solid økonomisk vekst i andre halvår av 2021 og videre inn i 2022. Disse forholdene kvalifiserer etter vårt syn for en sterk overvekt aksjer, men vår optimisme er noe dempet av to grunner. For det første er vi redd for at inflasjonen vil komme raskere og kraftigere enn hva markedet legger til grunn, og for det andre er vår oppfatning at når sentralbankene til slutt ser at lønnsvekst og inflasjon er kraftigere enn ventet, og ikke av midlertidig karakter, vil vi se slutten på stimulanser og lave renter. Dette vil antakelig være samsvarende med tidspunktet for et mer negativt syn på aksjer, og vil kunne skje i perioden 2022-24. Dessuten synes vi aksjer absolutt sett er noe dyre, selv om aktivaklassen fortsatt er attraktiv relativt til renter. Konklusjonen er at vi anbefaler moderat overvekt i aksjemarkedet kommende 6-12 måneder.

# Hva med de ulike markedene?



I første kvartal har USA ledet an veksten, mye takket være omfattende økonomiske støttepakker. Etter hvert vil veksten jevne seg mer ut, og potensialet for positive overraskelser er mye større i Europa enn i USA. Dette kombinert med relativ prising av markedene gjør at vi anbefaler Storbritannia, eurosonen og Japan fremfor USA.

Vi er noe tilbakeholdne med vekstmarkedene av to grunner. For det første sliter store land som Brasil og India med store smitteutbrudd. For det andre synes vi utsiktene for Kina, som er et dominerende marked i vekstmarkedsindeksen, har noe svake utsikter



Med en supersterk industrisektor og utsikter til stigende renter, i første rekke i den lange enden, men fra 2022 også i den korte enden, tror vi investorene vil søke avkastning og beskyttelse i finans, industri, energi og materialer. Vi er på ingen måte negative til teknologi, men tror på en relativ mindreavkastning mot nevnte sektorer. Vær undervektet forsyningssektoren, eiendom og telekommunikasjon.

# Taktiske vurderinger - regioner

REGIONER	EKSPONERING	MARKEDSSYN		STRATEGISK VEKT <sup>1</sup>	TAKTISK VEKT <sup>2</sup>	KOMMENTAR
		0-6 mnd	6 mnd +			
USA	-	-	57 %	43% [20-80]	Positivt absolutt sett, men ved en bredere global gjenåpning vil gjerne amerikanske aksjer henge noe etter andre regioner. Mindre syklalitet, stor andel teknologi, risiko ved høyere lange renter og skatteøkninger.	
Europa(Ex Norge)	+	++	17 %	21% [5-50]	Regioner med relativt stor industrisektor vil gjøre det bedre enn de med stor andel tjenestesektor. Europeiske aksjer er lavt priset relativt til amerikanske. Stort potensiale for positive makrooverraskelser.	
Vekstmarkeder	=	+	13 %	12% [0-40]	Asiaregionen kan være et godt spill på økt global handel (Kina, Vietnam mv), mens f.eks. Thailand og India kan prestere særlig bra når Coronapandemien ebber ut. Geopolitisk risiko i Russland. Mexico tjener på et mer åpent USA.	
Japan	++	++	7 %	13% [0-20]	Eksporttung økonomi, stor andel industri. Billig valuta, lavt prisede aksjer.	
Norge	++	++	0 %	11% [0-15]	Vi tror oljeaksjene vil følge oppgangen i oljeprisen, finanssektoren nyter godt av økte renter og økte utbytter, og sjømatsektoren nyter godt av global gjenåpning og vil bidra til sterk relativ utvikling.	
Øvrige			6 %	0 % [0-20]	Positive til råvaretunge økonomier som Australia (politisk risiko vis a vis Kina) og Canada.	

- Strategisk vekt:** den langsiktige vekten uten å hensynta markedssyn. Her lik vekten i vår referanseindeks for globale aksjer, MSCI ACWI All Cap NR USD.
- Taktisk vekt:** vekt gitt vårt markedssyn, tilsvarer faktisk vekt i vår globale aksjeportefølje. [X-Y] viser laveste og høyeste taktiske allokering.

#### Forklaring til skala under markedssyn:

- |                    |                    |
|--------------------|--------------------|
| +++ Sterkt positiv | - Svakt negativ    |
| ++ Moderat positiv | -- Moderat negativ |
| + Svakt positiv    | --- Sterkt negativ |
| = Nøytral          |                    |

# Taktiske vurderinger – sektorer og tema

		EKSPONERING		MARKEDSSYN		KOMMENTAR
				0-6 mnd	6 mnd +	
SEKTORER	Industri			++	++	Største globale optimisme innen industrisektoren siden 2010. Betydelig oppdemmet etterspørsel som vil realiseres ved gjenåpning av økonomiene.
	Finans			++	++	Finans tenderer til å gjøre det særlig bra i perioder med stigende renter (fra vekst) og solid global oppgangskonjunktur. Vi er særlig positive til nordisk og amerikansk finans, men det lysner også i Europa.
	Energi			++	++	Økt mobilitet og høyere industriaktivitet vil øke etterspørselen etter energi, lavt priset sektor som vil tjene på en sektorrotasjon mot verdiaksjer. Svakere dollar vil også gi støtte til energiprisene.
	Materialer			++	++	Vi ser økt etterspørsel etter særlig industrimetaller på grunn av store infrastrukturprosjekter og økt økonomisk aktivitet. Også positive til andre typer råvarer med unntak av gull.
	Teknologi			-	-	Teknologi, digitalisering og effektivisering er en ekstremt sterk trend, som er viktig for nærmest alle deler av samfunnet. Undervekt kortsiktig pga forventninger om høyere renter.
	Helse			=	+	Attraktiv prising av helsesektoren, sterk megatrend, men svakt sentiment i 2021.
	Øvrige			--	--	Undervekt eiendom, forsyningssektoren på grunn av forventninger om høyere renter.
TEMA	Gjenåpning			+++	++	Vårt hovedtema for Q2-Q4 i 2021 er <b>overvekt sykliske aksjer</b> pga sterk oppgang i økonomisk aktivitet, og <b>verdi-fremfor vekstaksjer</b> på grunn av relativ prising og forventninger om økte renter pga høyere inflasjon. Åpenbare gjenåpningstemaer som reiseliv(fly, hoteller, cruise mv.) og restauranter er allerede langt på vei priset inn i aksjekursene, og vi er nøytrale til denne tematikken.

## Ansvarsfraskrivelse

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalternes dyktighet, fondenes risiko samt kostnader ved forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Pensum Asset Management anser at informasjonen i denne presentasjonen kommer fra kilder som er pålitelige, men kan likevel ikke garantere at informasjonen til enhver tid er fullstendig, korrekt eller tilgjengelig. Pensum Asset Management fraskriver seg således ethvert ansvar for feil og mangler.

Informasjonen i denne presentasjonen er ikke ment som en kjøps- eller salgsanbefaling, og Pensum Asset Management fraskriver seg dermed ethvert ansvar for eventuelle tap fra handler utført som følge av denne presentasjonen.