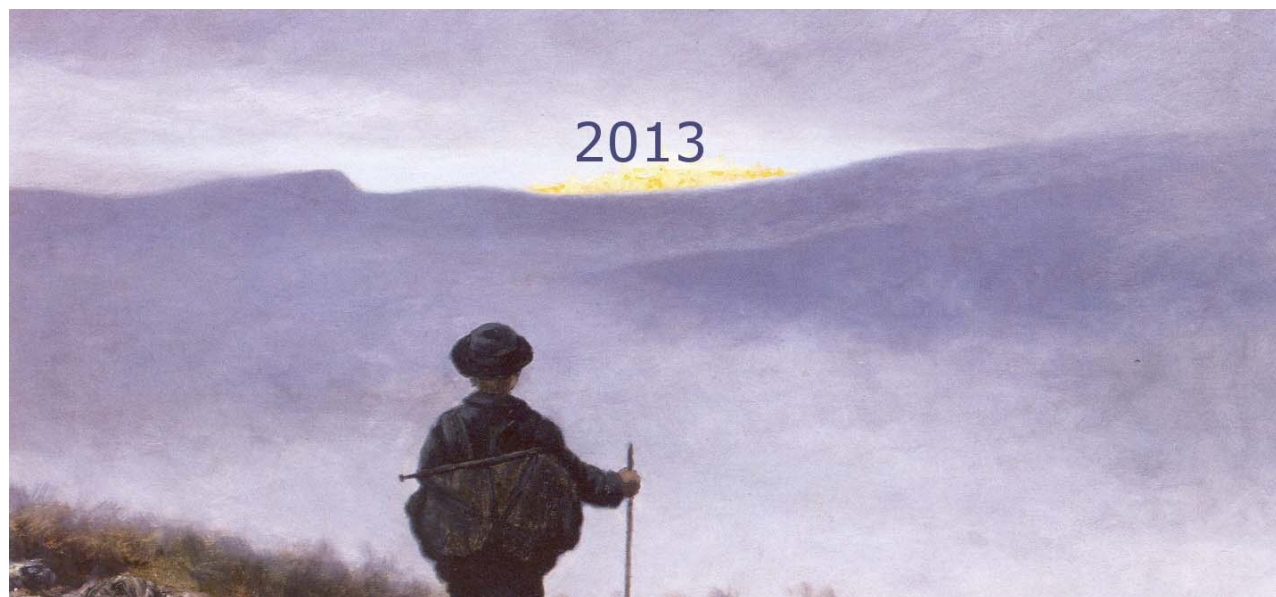


Oslo, 16. januar 2013



## Innledning

I stor grad handler investeringsbeslutninger om å vurdere sannsynlighetene for bedriftenes kontantstrømmer og inntjening. Derfor kommer man som aksjeinvestor ikke utenom å måtte ha en oppfatning om de enkelte bedriftenes (økonomiske) framtidsutsikter.

De makroøkonomiske forholdene kan ha innvirkning på selskapenes markedsmuligheter, kostnader, konkurranseposisjon og inntjeningsmuligheter. Dessuten har de makroøkonomiske forholdene betydning for nivået av risiko ved den enkelte investering og risiko for aksjeinvesteringer generelt.

Norske bedrifters inntjening er i stor grad både direkte og indirekte påvirket av den makroøkonomiske utviklingen i verden. Sammenlignet med de fleste andre land er norsk økonomi meget konjunkturutsatt.

Flere norske bedrifter har en høy andel av etterspørselen fra utenlandske markeder og kunder, og er avhengig av de internasjonale energi- og råvaremarkedene.

Dette gjelder for mange av de store selskapene som er notert på Oslo Børs.

De fleste økonomiske spåmenn er «lineære» i sin tilnærming til prognosearbeidet. Med en lineær tilnærming mener vi at prognosene i stor grad utarbeides etter og forlenger de trender som antas observert, eller følger den gamle metrologiske prognosemetoden om at dagens vær er det beste varsel for morgendagens vær.

Det er de færreste (om noen?) forunt å ha synske evner og kunne gi varsel om brudd i observerte (og antatte) lineære sammenhenger.

Vår investeringsprosess er basert på en blanding av makroøkonomiske og selskapsspesifikke tilnærminger i analysearbeidet.

Dette notatet omhandler noen av de makroøkonomiske punktene som vi fortløpende betrakter, også i våre månedsrapporter. Vi forsøker å ta hensyn til makroøkonomiske faktorene ved våre investeringer, selv om det er en utfordrende oppgave på grunn av kompleksiteten i problemstillingene.

## Økonomisk vekst

Mulighetene for økonomisk vekst og utvikling må ta utgangspunkt i (og vil bli begrenset av) en nasjons saldo av utdanning og kunnskapsnivå, teknologisk innsikt, kulturelt utviklingsnivå, demografiske forhold, befolkningens helse og aldersstruktur, rettsregler, byråkrati og korrupsjon, naturressurser og realkapital. Landets utgangspunkt og muligheter til økonomisk vekst er skapt og begrenset av de mer eller mindre vellykkede disposisjonene som forretningsmenn og politikere gjennom tidene har gjort, kombinert med tilfeldigheter og flaks.

Mulighetene for økonomisk vekst kan dessuten ikke sees uavhengig av endringer i klimatiske forhold og menneskeskapt forurensning. Eksempelvis måtte de norske innvandrerne på Grønland gi tapt for klimaskiftet på 1400-tallet. Vi legger til grunn at slike miljømessige problemstillinger ikke rammer den globale økonomiske veksten i 2013 mer enn i fjor.

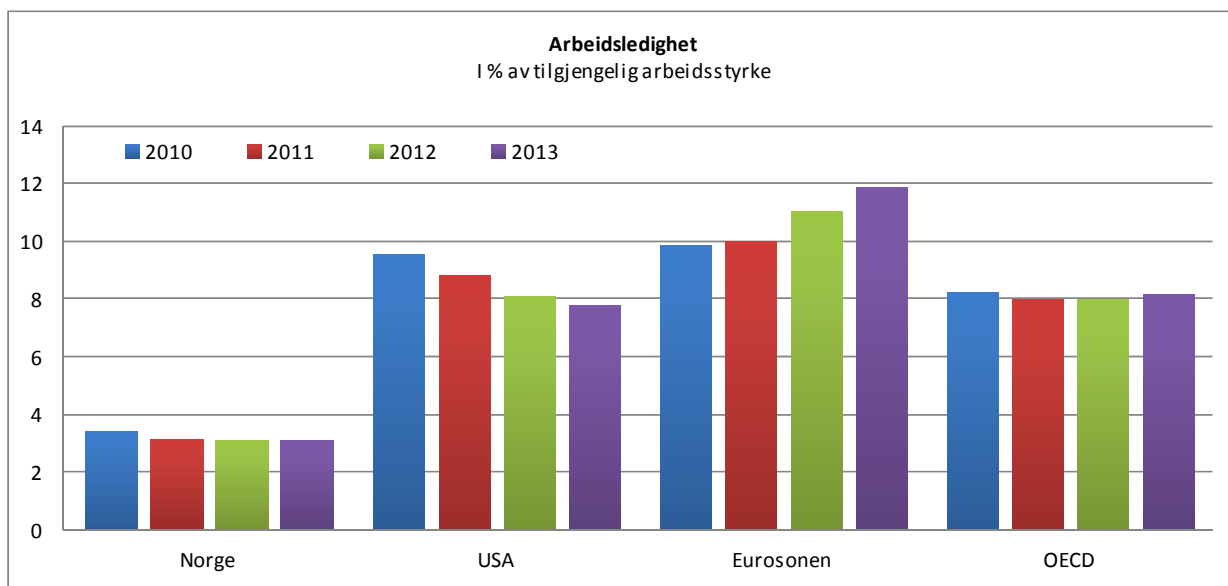
Vårt utgangspunkt for å bedømme mulighetene for økonomisk vekst, er at de fleste mennesker ønsker en best mulig materiell levestandard og vil forsøke å maksimere egen verdiskapning basert på tilgjengelig kunnskapsnivå og realkapital. Det er således en global preferanse for høyere vekst fremfor mindre vekst.

Hvilken vekst som kan oppnås er imidlertid svært avhengig av kvaliteten og tilgjengeligheten på kunnskapsnivå og realkapital. I hvilken grad politikere og lovgivning legger hindringer i veien for verdiskapning er en vesentlig faktor for å bedømme mulig vekst. Med ledig arbeidskraft og realkapital bør det normalt være mulig å oppnå økt verdiskapning.

Med internasjonal arbeidsdeling og handel er den økonomiske verdiskapningen i de fleste land i stor grad avhengig av disposisjoner til næringsliv og politikere i andre land. Den største trusselen mot fortsatt god økonomisk vekst for verden, og i særdeleshet Norge, er en økende grad av proteksjonisme. Siden finanskrisen startet i slutten av 2007 har vi i hovedsak unngått økt proteksjonisme, og noen flere land er kommet sterkere med i den internasjonale varebytingen, som Myanmar med 55 millioner mennesker.

Med stor arbeidsledighet, som for tiden plager mange land, vil proteksjonistiske tiltak kunne være en fristende kortsiktig løsning.

Vi legger likevel til grunn som en viktig premiss i våre vurderinger av den økonomiske veksten, at verdens politikere i 2013 ikke innfører vesentlige nye proteksjonistiske tiltak, som hindrer arbeidsdeling og frihandel.



Kilde: Bloomberg

## Økonomisk vekst i 2013

I vårt tilsvarende notat om økonomiske utsikter for fjoråret var vekstkonklusjonen som følger: «Vi legger til grunn at den aggregerte økonomiske veksten i verden i 2012 vil bli i intervallet 3% til 3,5%, som er lavere enn i foregående år. Verdensøkonomien vil i så fall ikke gå inn i noen ny resesjonsperiode, men den økonomiske veksten vil være ujevnt fordelt. I en dynamisk verden hvor det i utgangspunktet er store økonomiske forskjeller mellom landene, bør forskjellige veksttakter være normalt.»

Det er betydelige måleproblemer, men fasiten for den globale økonomiske veksten i 2012 var 3,1% i følge «Morgan Stanley Global Macro Analyst» (9. jan. 2013). Det har i de siste årene vært store globale forskjeller i den økonomiske veksten, hvilket også var tilfelle i 2012.

Kina og andre land med fremvoksende økonomi sto for størstedelen av veksten i 2012. Den økonomiske veksten i USA og Japan var rundt 2% i fjor, som var noe sterkere enn i 2011. I land med fremvoksende økonomi ble veksten beregnet til å ha vært omlag 5%, og den kinesiske veksten var i underkant av 8%. Europeisk vekst var tilnærmet lik null.

Økonomenes vekstprognoser for 2013 spriker, og det er stor forskjell mellom optimistene og pessimistene. Noen økonomer forfekter endog global resesjon, på grunn av de økonomiske budsjettproblemene i USA, den vestlige verden og Japan. Statsgjeldsproblematikken bør sees på som et fordelingsproblem og er i utgangspunktet ikke et verdiskapningsproblem, selv om 100% beskatning selvsagt vil føre til verdiødeleggende revolusjoner. Statsfinansielle problemer er til for å løses og er i realiteten avhengig av klokere politikere.

### Reell BNP vekst

	Verden*	USA	Japan	Eurosonen
2007	4.0 *	1.9	2.2	3.0
2008	1.5 *	-0.3	-1.0	0.3
2009	-2.4 *	-3.1	-5.5	-4.3
2010	4.0 *	2.4	4.5	1.9
2011	2.9 *	1.8	-0.7	1.5
2012	3.1E **	2.2	1.6	-0.4
2013E**	3.1	2.1	1.2	-0.1

	Brasil	Russland	India	Kina
2007	6.1	8.5	10.0	14.2
2008	5.2	5.2	6.0	9.6
2009	-0.3	-7.8	5.2	9.2
2010	7.6	4.3	10.5	10.4
2011	2.7	4.3	7.8	9.3
2012	1.5	3.4	4.5	7.5
2013E**	4.2	3.9	6.5	8.6

	Frankrike	Tyskland	Italia	Spania
2007	2.2	3.4	1.5	3.5
2008	-0.2	0.8	-1.2	0.9
2009	-3.1	-5.1	-5.5	-3.7
2010	1.6	4.0	1.8	-0.3
2011	1.7	3.1	0.6	0.4
2012	0.2	0.9	-2.2	-1.3
2013E**	0.4	0.6	-0.3	-1.2

Kilde: OECD Economic Outlook No. 92 (database)

\*Bloomberg \*\*The world in 2013, The Economist

	OECD	Storbritannia	Sverige	Norge
2007	2.8	3.6	3.4	2.7
2008	0.2	-1.0	-0.8	0.0
2009	-3.6	-4.0	-5.0	-1.7
2010	3.0	1.8	6.3	0.7
2011	1.8	0.9	3.9	1.4
2012	1.4	-0.1	1.2	3.3
2013E**	1.4	0.5	1.8	2.7

Kilde: OECD Economic Outlook No. 92 (database)

\*Bloomberg \*\*The world in 2013, The Economist

Til tross for utfordrende statsfinansielle problemer i store deler av verden, legger vi til grunn at den globale økonomiske veksten i 2013 vil være i intervallet 3% til 3,5%, som i fjor.

Som i de foregående årene vil den økonomiske veksten være ujevnt fordelt mellom de geografiske områdene av jorda. Det er rimelig at velutviklede land ikke vil ha like høy vekst som land med fremvoksende økonomi. Ved høyere inntektsnivåer vil en større del av økt etterspørsel rette seg mot tjenester, hvor produktivitetsvekst ikke er like oppnåelig.

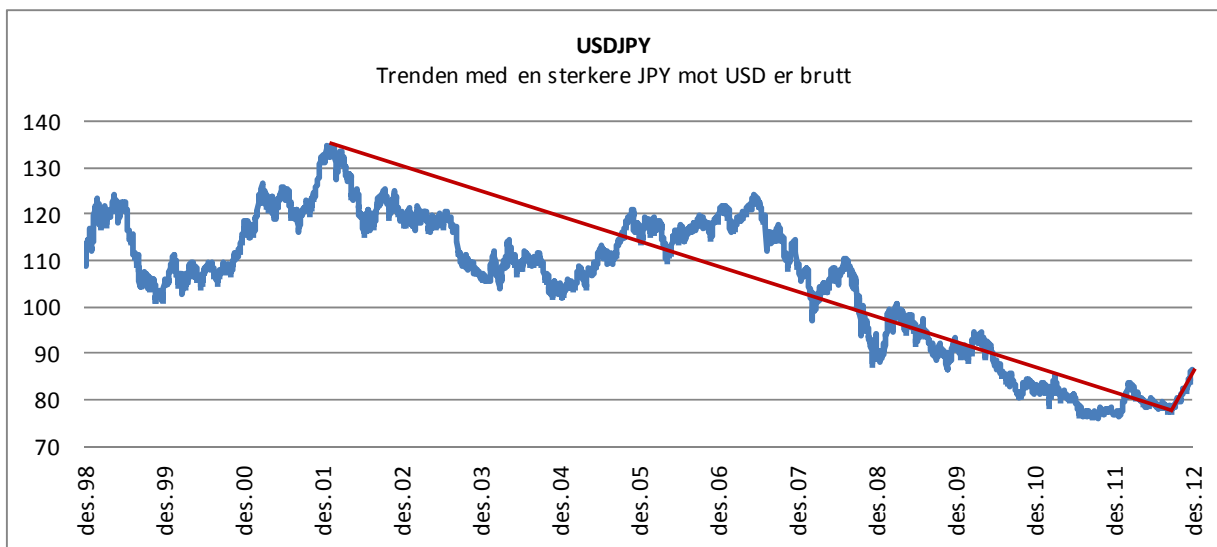
Det vil også i 2013 være land med fremvoksende økonomi som skal stå for det vesentligste av vekstimpulsene, og verdens to mest folkerike land skal gi store bidrag. Kinas nye lederskap forventes å ville stimulere det private konsumet. Økonomene tror derfor at den kinesiske veksten på nytt vil bli høyere enn 8%. Slike anslag gjøres til tross for at det er betydelige vekstutfordringer i Kina, som forurensing, korrupsjon, lønnsvekst og mangel på fagfolk. Med denne veksten vil Kinas betydning for verdensøkonomien bli enda større. Kinas politikere har nok et mål om å ta igjen USA som verdens ledende stormakt. Samtidig forventes Indias økonomiske vekst å øke til over 6% i år. Vekstmulighetene i India har flere store utfordringer, bl.a. korrupsjon, infrastruktur og mangel på faglært arbeidskraft. Den økonomiske veksten er for tiden meget høy i en del andre befolkningsrike land i Asia, som Indonesia, Bangladesh, Filippinene og Vietnam.

Japansk og amerikansk økonomi får antagelig ikke noe særlig høyere vekst i 2013 enn i fjor. Europeisk vekst blir på ny mager på grunn av ubalansene i euroområdet. De lave vekstanslagene for store deler av den vestlige verden og Japan kan kanskje betraktes som pessimistiske, ettersom de fleste landene har stor arbeidsledighet.

Utfordringen er imidlertid at landene samtidig har statsfinansielle problemer, og bankene har laber risikovilje på grunn av solvensutfordringer. Omfattende pengepolitiske stimulanser og pengemengdevekst har derved blitt resepten for å forsøke å få fart på den økonomiske aktiviteten. De fleste økonomer tror dog ikke at dette vil bli noen mirakelkur for 2013.

I internasjonal sammenheng er amerikansk konkurransekraft blitt bedre i det siste året. Valutakursen er blitt lavere, og lønningene har falt innenfor flere fagfelt, som en følge av høy arbeidsledighet. I noen bransjer ser en nå tegn til nyetableringer. Prisene på boliger i USA har generelt falt mye siden toppen i 2007/2008. I slutten av fjoråret har boligprisene på nytt begynt å stige i noen deler av USA. Sammenlignet med Europa har amerikansk næringsliv en bedre dynamikk og økonomisk tilpasningsevne. Dels er dette politikkbestemt, men mentalitet og kultur spiller også en rolle.

De amerikanske statsfinansielle problemene er i utgangspunktet større enn for de fleste av de europeiske landene, med både høyere løpende underskudd i statsbudsjettet og relativt sett høyere statsgjeld. Beskatningsnivået i USA er imidlertid lavere enn i Europa. Hittil har USA lett kunnet finansiere sine underskudd ved utenlandsk opplåning. Dette lar seg gjøre fordi USD er verdens «reservevaluta». Amerikanske politikere har en stor, men overkommelig, oppgave med å få større orden i statsfinansene. Tautrekkingen mellom republikanere og demokrater om hva som skal vektlegges av reduserte offentlige utgifter i forhold til økt beskatning pågår dessverre på drøy overtid. Antagelig vil underskuddet i amerikanske statsfinanser bli noe redusert. I det korte bildet vil det kunne dempe amerikansk vekst, som likevel blir brukbar i 2013.



Kilde: Bloomberg

Vekstmulighetene i Japan synes uklare. Landets nye statsminister, Abe, som ble valgt i desember i fjor, har ekspansive planer. Til tross for et allerede svært høyt statlig gjeldsnivå i Japan, ønsker han at det skal settes i gang store statlige prosjekter og stor pengemengdevekst. Ved en ytterligere svekkelse av verdien av JPY ønsker han å gjøre japanske eksportører mer konkurransedyktige, og dette kan nesten oppfattes som en valutakrig.

I Eurolandene rundt Middelhavet som har vært i tilnærmet resesjon i det siste året, bør det i utgangspunktet være gode muligheter for ny vekst. Ikke minst fordi det for tiden er stor arbeidsledighet i landene. Vekstmulighetene er således i stor grad en politisk utfordring. I så måte er det fristende å gjenta noen av våre vurderinger i tilsvarende rapport i fjor:

«Ting tar tid, og det vil gå ytterligere tid før en har kunnet rette opp det økonomiske uføret som mange europeiske lands statsfinanser har havnet i som følge av politikernes historiske unnlåtelsessynder. For at statsfinansene skal kunne rettes opp og arbeidsledigheten bli redusert, må det skapes ny økonomisk vekst og økt produktivitet. Mange europeiske land vil slite med å frembringe ny vekst. Dels på grunn av arbeidsstokkens kvalifikasjoner og sammensetning, men også på grunn av den demografiske situasjon med en stadig eldre befolkning. Pensjonsalderen bør antagelig økes i de fleste land i Vest-Europa, men slike endringsprosesser er politisk vanskelige. I så

måte er den pågående eurokrisen nyttig som pådriver for trege politiske prosesser. For å legge maksimalt press på at de svake eurolandene skal sette i gang endringsprosesser, vil også Tyskland og andre antatte bidragsyttere drøye lengst mulig med å gi støtte og garantier. I de siste månedene har både Hellas, Spania og Italia fått nye regjeringer, som alle forsøker å bedre landenes finansielle stilling og følge EUs krav. De økonomiske utfordringene som preger land i Eurosonen og Storbritannia som følge av store underskudd i offentlige budsjetter, er i ferd med å føre til konkrete endringer i den økonomiske politikken og de lover og rammebetingelser som politikerne har satt. Av hensyn til mulighetene for fremtidig økonomisk vekst anser vi slike tiltak som svært positive, men virkningene vil antagelig være begrenset for 2012. Noen land i Europa, og i særdeleshet innenfor euroområdet vil derfor antagelig gå gjennom en (mild) resesjonsperiode, og den høye arbeidsledigheten i flere europeiske land vil ikke bli særlig redusert i 2012. Europeisk økonomi vil derfor i sum ikke gi særlig vekstbidrag til verdensøkonomien i 2012.»

Vår beskrivelse av situasjonen i Europa fra i fjor kan antagelig nesten gjentas for 2013. Vi tror likevel at flere av landene i Europa er i ferd med å komme nærmere en situasjon hvor økonomisk verdiskapning på ny kan øke. Dessverre er noen land, som Frankrike, nå verre stilt økonomisk enn på samme tid i fjor. Alt i alt, tror vi at Europas økonomi vil snu noe mer positivt i løpet av 2013, men at veksten blir relativt mager.

Vi legger heller ikke til grunn at den høye arbeidsledigheten i Europa medfører stor politisk uro som fører til sosiale omveltninger, som igjen leder til et sammenbrudd i EU. Vi tror ikke at EU kollapser om Storbritannia skulle ønske å bryte ut av unionen og finne en annen handelsmessig tilknytningsform til fastlandet.

Brå bortfall av energitilførsel/olje, med tilhørende prisstigning, er på kort sikt en trussel mot økonomisk vekst. Om naturkatastrofer som tørke og flom skulle øke vesentlig i forhold til i de senere år, vil dette få følger for matproduksjon og matvarepriser. Eventuelt sammenfall med sult og sosial uro vil kunne lede til både krig og redusert verdiskapning. Vi antar ikke at naturkreftene blir særlig mer skadelige for den økonomiske veksten i 2013 enn i foregående år.

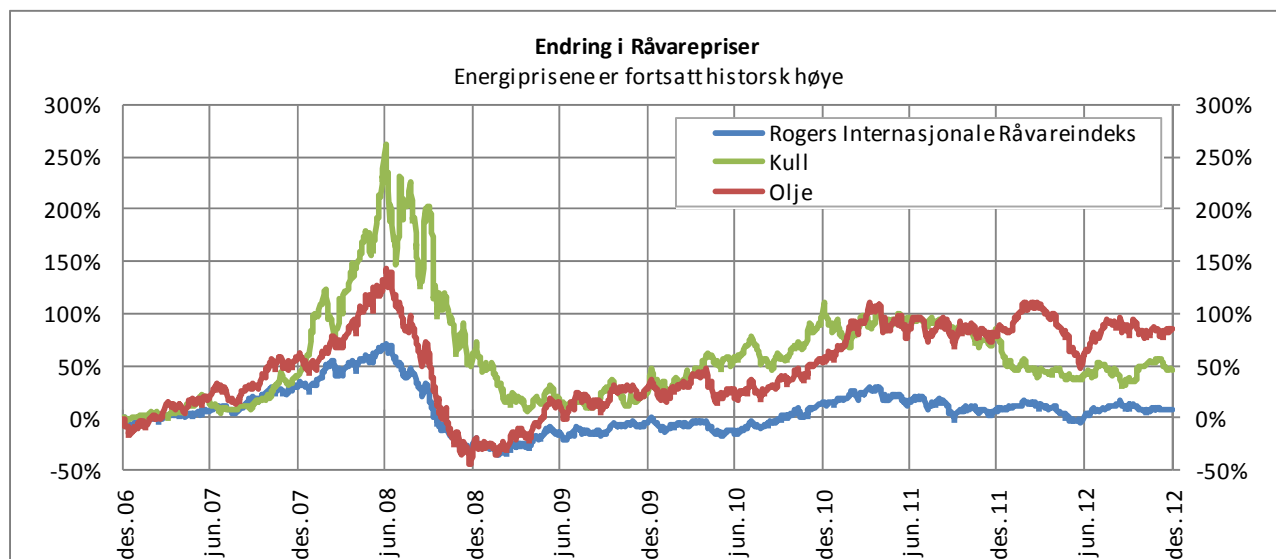
## Råvarer

I vårt notat om økonomiske utsikter for 2012 skrev vi bl.a. følgende om råvarer: «Det har vært en stor økning i den andelen av verdens befolkning som har oppnådd en levestandard hvor økt kjøpekraft i større grad blir rettet mot industrivarer, etter at de basale behovene for mat og klær er dekket.

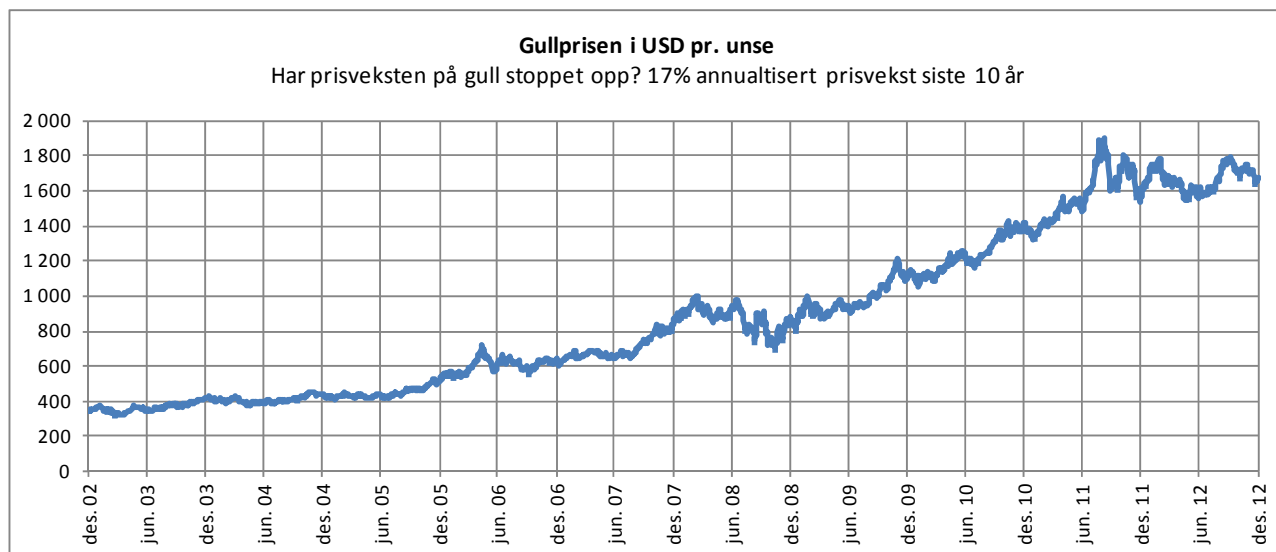
Selv en noe lavere veksttakt i den økonomiske veksten vil innebære en betydelig økning i etterspørselen etter mange råvarer. Til tross for den økte etterspørselen tror vi internasjonale råvarepriser generelt vil falle i 2012, men at fallet ikke blir svært stort.»

I 2012 viste Rogers internasjonale råvareindeks en svak stigning på 2% (i USD) vurdert etter endringen i indeksen mellom årets start og årsslutt. Vurdert etter de gjennomsnittlige daglige noteringene for råvareindeksen i 2012 i forhold til 2011 var det imidlertid en nedgang i de gjennomsnittlige råvareprisene i fjor på mer enn -6%.

I denne råvareindeksen utgjør råvarer innenfor petroleumsegmentet (energi) hele 44%, og det vesentligste av indeksoppgangen var knyttet til økningen i oljeprisen. Forøvrig inngår ikke prisen på kull, som falt med -18% i 2012, i indeksen. Jernmalmprisene, som også var relativt svake gjennom 2012, inngår heller ikke i indeksen. Av råvarer med prisoppgang, utenfor petroleum, var det en prisoppgang bl.a. på hvete, soya og mais. Prisoppgangen for slike råvarer skyldtes at regn og tørke ødela avlingene. Prisene på bomull falt derimot kraftig i 2012, og det har påvirket prisene på klær.



Kilde Bloomberg



Kilde: Bloomberg

Gull er en råvare som har hatt en sterk prisvekst, og uten nevneverdige tilbakefall, i de siste 11 årene. Noe av forklaringen på denne langvarige prisoppgangen er antagelig økt levestandard i en del befolkningsrike områder av jorda, som India, hvor gull har en sterk posisjon. Dels skyldes denne interessen for gull at metallet er et tegn på velstand, men også at gull blir oppfattet som verdifast og en beskyttelse mot inflasjon og skattlegging. I 2012 var prisoppgangen på gull mer moderat, og historiske toppnoteringer fra 2011 ble ikke passert.

Med vårt syn om en fortsatt moderat økonomisk vekst, tror vi at de fleste råvareprisene i 2013 ikke vil stige særlig mye i forhold til prisnivået ved utgangen av 2012. Unntakene vil kunne være priser på enkelte landbruksprodukter som blir rammet av avlingsforstyrrelser på grunn av dårlig vær, det være seg tørke, flom eller frost. Imidlertid ble avlingene av flere sentrale landbruksprodukter rammet av uvær i fjor, og langtidsværvarslingen melder forhåpentlig ikke at uvær vil ramme de samme bøndene i 2012.

. Å forutse prisutviklingen for de enkelte jordbruksproduktene i 2013 er krevende. Dels skyldes det at jordbruksproduksjonen skjer spredt over kloden og er utsatt for klimaets og naturkreftenes lunefulle bevegelser.

Dessuten skjer det en betydelig bedring i levestandarden for store befolkningsgrupper, som i større grad vil etterspørre andre jordbruksprodukter enn ris når økonomien bedrer seg.

I historisk sammenheng er flere av råvareprisene fortsatt relativt høye. De høye prisene i de seneste årene har generelt bidratt til god inntjening til mange råvareprodusenter og høye eksportinntekter i land med utpreget råvareproduserende økonomi, som Norge.

Vårt grunnsyn er at vi i 2013 generelt vil kunne se noe svakere råvarepriser, men at det naturlig nok vil være store forskjeller i prisutviklingen for de enkelte råvarene. Vår hovedbegrunnelse for antagelsen om en prisnedgang på råvarer er at produsentene innenfor en del råvareprodukter har fått og vil få økt kapasitet. Dessuten er vi av den oppfatning at oljeprisen vil kunne bli lavere.

### Energi og olje

En effektiv anvendelse av energibærerne kull og olje til energiproduksjon, industridrift og transport har vært helt sentralt for den høye globale økonomiske veksten de siste 200 årene. Etter den såkalte oljekrisen i 1973, som var forårsaket av en arabisk oljeembargo, og den iranske revolusjonen i 1979, har oljeprisen vært i brudd med den foregående langvarige perioden med billig oljeenergi.

De generelt høye oljeprisene som vi har sett i størstedelen av denne perioden, kan i stor grad tilskrives aktiv markedsbearbeiding av kartellorganisasjonen OPEC (foreningen av petroleumseksporterende land).

Sammenlignet med andre råvareprodusenter har oljeeiere og oljeproduserende land i lang tid høstet en monopolprofitt, siden oljeprisen har vært langt høyere enn produksjonskostnadene.

Oljeprisen (målt i USD) har likevel i de siste 5 årene svingt relativt mye. Brent-oljen (en høyt priset nordsjø-oljekvalitet) har svingt mellom ytterpunktene 34 USD og 147 USD i denne perioden, men begge ekstrempunktene var i 2008. Selv den laveste noteringen i denne perioden var langt over den oljeprisen som vi så i tiden før 1973. I dagene med de laveste oljeprisene rundt årsskiftet 2008 og 2009 var det en stor frykt for en global resesjon, og råvarepriser og aksjemarkeder falt verden over. Dette prisnivået var for fire år siden truende for lønnsomheten i den norske oljenæringen.

I de siste 2 årene har oljeprisen vært mindre volatil i forhold til de foregående årene. Gjennomsnittlig pris på Brentolje var 111 USD i 2011 og 112 USD i 2012. Ved utgangen av 2012 var denne oljeprisen også 112 USD.

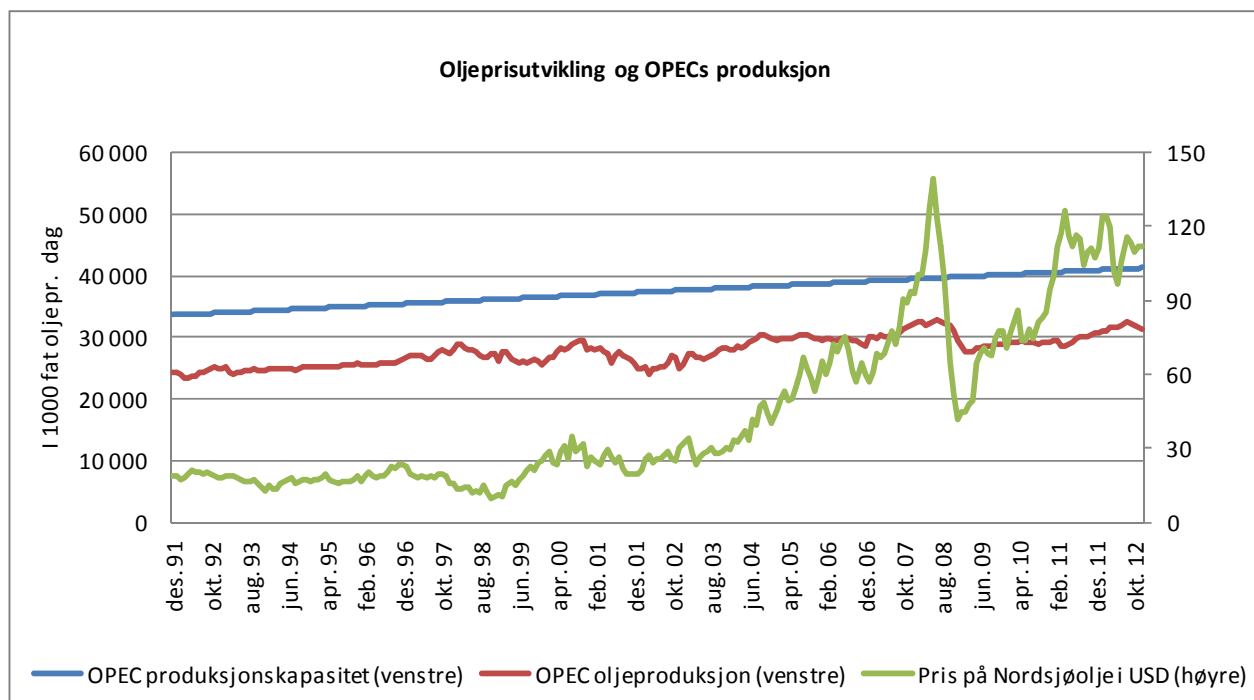
Ved inngangen til 2012 hadde vi følgende betraktninger om oljeprisen:  
 «Tilgjengelig produksjonskapasitet for råolje er i dag likevel ikke svært mye høyere enn etterspørselen ut i fra de klarerte markedsprisene på olje. Noe av forklaringen til denne situasjonen er at det ikke er funnet tilstrekkelig olje i de

senere årene. Samtidig befinner en stor del av verdens oljereserver seg i land med ustabile politiske regimer. Brukerne av olje er naturlig nok bekymret for mulighetene for bortfall av produksjon på grunn av politiske uroligheter eller krig. I denne forbindelse kan en bare registrere at av verdens antatte oljeproduksjon på 89 millioner fat olje pr dag skjer en stor del i land med ustabile politiske regimer og /eller land hvor det nylig har vært voldelige aktiviteter: Russland, Saudi-Arabia, Iran, Irak, Libya, Angola, Nigeria, Venezuela og Algerie. Denne situasjonen tror vi at har bidratt sterkt til at oljeprisen lenge har vært høy. Til tross for at vi frykter den politiske utviklingen i flere av de ovennevnte landene, tror vi likevel at det er gode muligheter for at oljeprisen i 2012 vil kunne være lavere enn 2011. Gjennomsnittsprisen for Brentoljen i 2012 kan bli i intervallet 80-90 USD. Dette er en del lavere enn de fleste anslag fra oljeanalytikere.»

Med fasiten i hånden ser vi at vår prognose om oljeprisen i 2012 ikke slo til, men oljeprisen var likevel 88 USD på det svakeste.

I OPECs siste årlige publikasjon av World Oil Outlook 2012 er det uttalt følgende som kanskje indikerer at det kunne ha vært en lavere oljepris:

*«It should be stressed, however, that the oil market in 2012 has been well supplied and there have been no shortages of oil.»*



Kilde: Bloomberg



Forklaringen på hvorfor den antatt gode tilgangen på olje ikke har medført noen prisnedgang i 2012 synes å kunne tilskrives geopolitiske forhold, og er beskrevet i Opecs rapport som følger:

*«This past year (2012) has also seen prolonged instability and tensions in a number of countries. These events, in turn, have impacted the oil market. There have been supply disruptions in South Sudan, Syria and Yemen. And, in addition, geopolitical-related problems have continued to impact parts of the Middle East and North Africa ... It is recognized that speculative investment flows can, if excessive, contribute to a distortion of the price of crude, and detach it from the physical realities of supply and demand».*

I dag synes det som om de aller fleste «oljespåmenn» legger til grunn at fjorårets oljepris er blitt et normalnivå, og at dette nivået er blitt et prisgulv som skal bli flyttet oppover med en linjal i årene fremover. En av grunnene til denne ærbødige holdningen til oljeprisen er at brå bortfall av energitilførsel/olje, med tilhørende prisstigning, er en av de største truslene mot en sterk økonomisk vekst. Derfor ønsker også mange land å ha strategiske reserver av olje tilgjengelig.

Vi velger å innta et noe kontrært standpunkt, og legger til grunn at den gjennomsnittlige oljeprisen i 2013 vil falle i forhold til nivået ved utgangen av 2012. Vi tror at en gjennomsnittspris for Brentolje i intervallet 80-100 USD er en rimelig prognose for 2013. En slik mulig prisnedgang begrunner vi med Opecs egne ord:

*«From a supply perspective, the world has more than enough oil resources to satisfy consumer demand for many decades. The US Geological Survey estimate of ultimately recoverable oil resources continues to be revised upward... Technological advances have improved the recovery from producing fields and extended the reach of the industry to explore and produce from frontier areas and new plays»*

For ytterligere å utbrodere argumentene, vi legger særlig vekt på økt olje- og gassproduksjon i USA, som kraftig reduserer amerikanernes avhengighet av oljeimport. I en drøm, kan en jo også se for seg at amerikanske myndigheter finner på å ilegge

avgifter på bruk av bensin og energi. Dette ville bidra til balansere de offentlige amerikanske budsjettene, men også redusere både forurensing og ikke minst etterspørselen etter bensin og olje.

Flere av OPEC- landene har i dag et sterkt behov for alle de oljeinntekter som kan skaffes tilveie. Villigheten til å redusere produksjonen og støtte samholdet (ikke jukse) i OPEC- kartellet vil derfor kunne endre seg, om oljeprisene skulle gå ned. En skal dessuten være oppmerksom på at en del av oljen i Iran for tiden ikke blir produsert, på grunn av handelsembargoen av landet.

Olje konkurrerer dessuten med andre energiformer, og i det lange løp vil gass og kull kunne være substitutter i flere anvendelser. Gassprisene i USA er svært lave, og prisen på kull falt med over -18% i 2012.

Med en oljepris høyere enn 80 USD vil fortsatt størstedelen av de store nye oljefunnene på norsk kontinentalsokkel likevel være lønnsomme.

## Renter og inflasjon

QE var også i 2012 en sentral forkortelse for mange økonomer. QE står for «quantitative easing» som er (ukonvensjonell) pengepolitikk av sentralbankene, med sikte på å stimulere økonomien når tradisjonell pengepolitikk ikke anses tilstrekkelig. Stimuleringen av økonomien skal skje ved at QE øker pengemengden, forhåpentlig uten at pengenes omløpshastighet samtidig blir redusert. Ved QE vil en sentralbank typisk kjøpe andre og mer langsiktige verdipapirer enn kortsiktige statsobligasjoner. Derved vil QE bidra til økt likviditet i bankene og kan bidra til å presse rentenivåene nedover, også for mer langsiktige løpetider.

Siden finanskrisen inntraff i 2007 har bl.a. sentralbankene i USA (Federal Reserve), Storbritannia (Bank of England), Japan (Bank of Japan) og den europeiske sentralbanken (ECB) tilført store mengder likviditet med sikte på å stimulere økonomien og bankvesenet. I USA ble den tredje runden med slik ekspansiv sentralbanklikviditet, benevnt QE3, annonsert i september 2012.

Samtidig kom en uttalelse om at den ekstreme lavrentepolitikken ville fortsette minst inntil midten av 2015. Federal Reserves intensjon om

fortsatt lavrentepolitikk i USA ble fornyet ved en erklæring i desember 2012, hvor det ble meldt at renten vil bli holdt tilnærmet lik null inntil arbeidsledigheten i USA har falt til 6,5%. Siste tilsvarende ledighetstall var 7,7%.

Med stor tilførsel av sentralbanklikviditet og lave sentralbankrenter skjedde det i 2012 en markedsmessig, men dopet, nedgang i de allerede lave rentenivåene i mange land.

Følgelig falt nivået for langsiktige statsrenter ytterligere både i USA, Tyskland og Norge i 2012. Ved inngangen til 2013 er rentenivåene på historisk lave nivåer både i USA, Tyskland og Norge, og langsiktige statsobligasjoner vil gi eierne svært mager avkastning. Det lave rentenivået for Tysklands statsgjeld står fortsatt i sterk kontrast til de betydelig høyere rentenivåene på Italias og Spanias statsgjeld.

Ved utgangen av 2012 var noen sentralbankrenter som følger: Japan 0,1%, USA 0,25%, Storbritannia 0,5%, ECB 0,75%, Sverige 1%, Norge 1,5%, Australia 3% og Kina 6%.

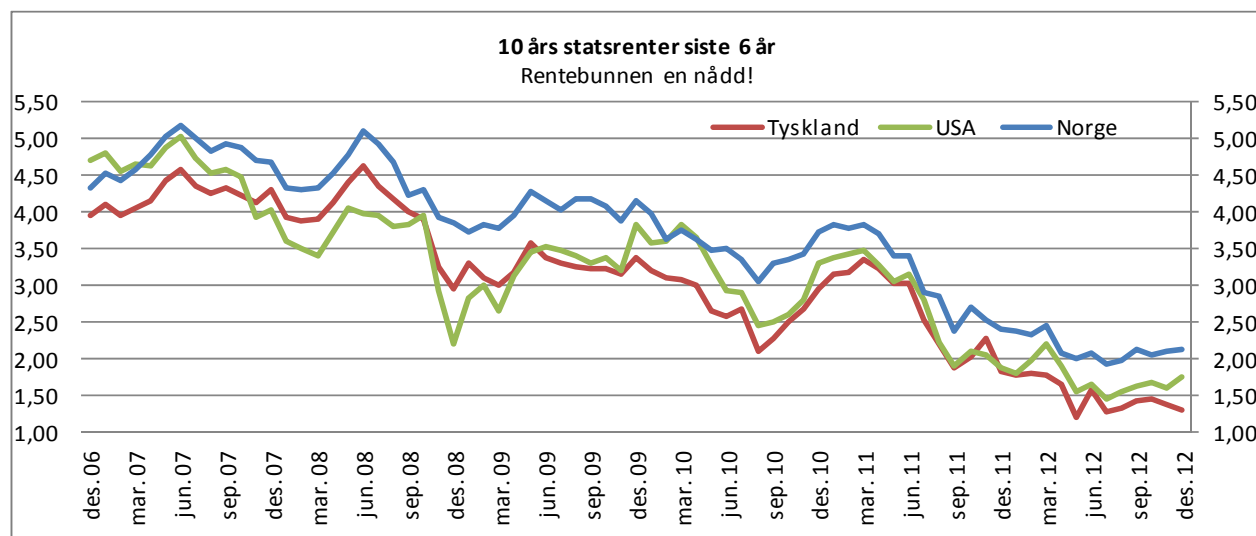
Også i 2012 har den registrerte inflasjonen vært lav, rundt 2%, i flere vestlige land. Dette kan tyde på at stimulansepakkene ikke har hatt tilstrekkelig effekt. En bivirkning av de betydelige pengepolitiske stimulansetiltakene ville normalt ha vært en økning i inflasjonen.

I flere land er inflasjonsnivået likevel høyere enn de lave sentralbankrentene og renten på kortsiktige statsobligasjoner.

En del land med fremvoksende økonomi har derimot hatt inflasjon og forsøkt å bekjempe denne ved høyere sentralbankrenter og/eller økte reservekrav for bankene. Av land med nylig høy vekst og antatt inflasjonspress kan f.eks. nevnes befolkningsrike land som: Nigeria, Pakistan, India, Bangladesh, Tyrkia, Russland, Vietnam, Brasil og Kina (listet etter antatt synkende inflasjon), alle med inflasjon over 5%. Noe av den høyeste inflasjonen er for tiden i «oljelandene» Iran og Venezuela, som begge utfordrer verdenssamfunnet med sin særegne utenrikspolitikk.

I mange land i den vestlige verden er det høy arbeidsledighet, og arbeidslønningene er i ferd med å bli presset nedover. Videre legger vi til grunn at råvareprisene i 2013 generelt ikke stiger. Vi tror derfor ikke at den globale inflasjonen vil øke vesentlig utover i 2013.

Det er imidlertid latente inflasjonsmuligheter i flere land, på grunn av den store mengden sentralbanklikviditet som er tilført finanssystemene. Utover i 2013 vil muligens noen av sentralbankene derfor begynne å trekke inn deler av denne pengemengden. Dersom økonomien utvikler seg positivt og viser vekst, samtidig som de finansielle systemene er blitt mer robuste, vil rentehøyninger lettere komme på sentralbankenes agenda. I det lange løp kan ikke «siviliserte» kapitalistiske økonomier fungere med negative realrenter.



Kilde: Bloomberg

Av den grunn tror vi at de langsiktige rentenivåene vil begynne å stige utover i 2013, fra dagens rekordlave nivåer i bl.a. USA, Storbritannia, Tyskland, Sverige, Danmark og Norge. For USAs og Storbritannias vedkommende vil en markedsmessig høyere rente på statsgjelden kanskje også være nødvendig. Begge land har høy statsgjeld og er avhengig av betydelig ny statlig opplåning.

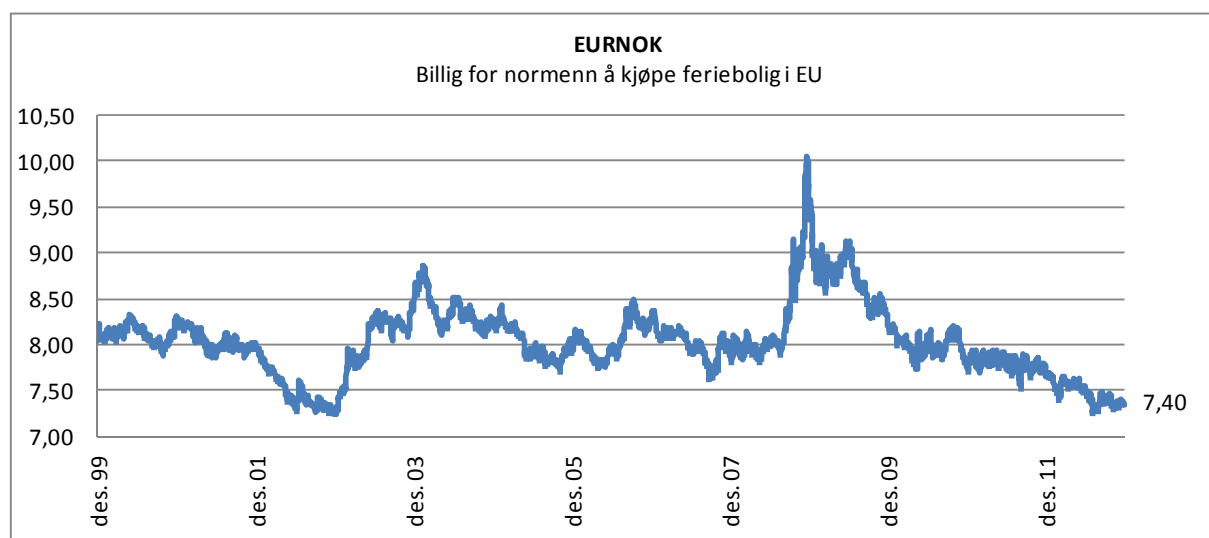
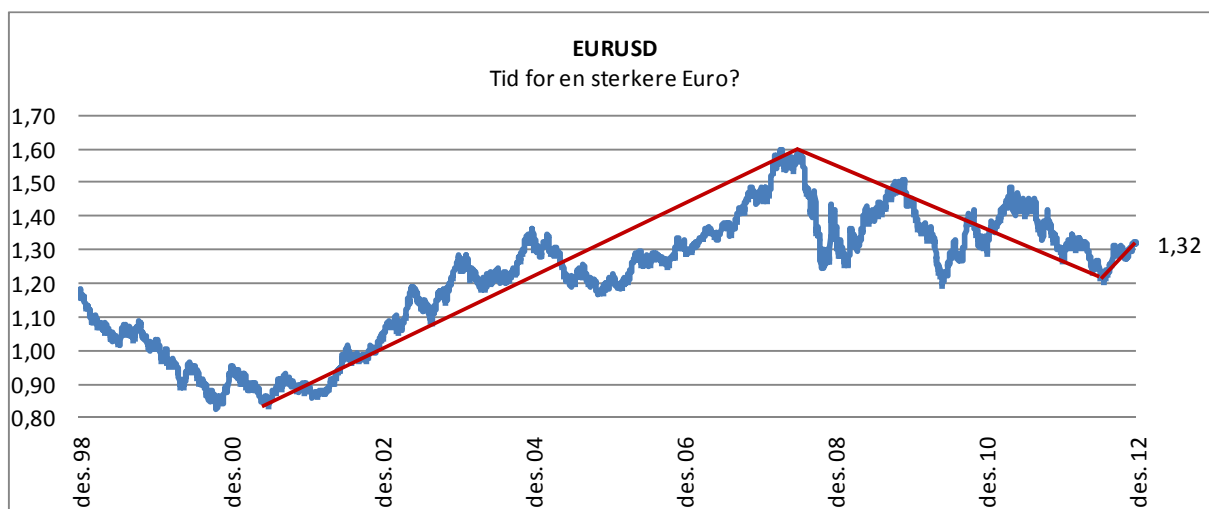
## Valuta

I vårt notat om økonomiske utsikter for 2012 skrev vi bl.a. følgende om valuta:  
 «Valutakursene vil også i 2012 bevege seg i forskjellige retninger, ettersom politisk uro og investerings- og handelsstrømmer flytter investorenes oppmerksomhet. Hvilke valutaer som vil være i vinden, vil derfor skifte også i 2012. Vi tror at den internasjonale verdien av NOK vil kunne styrke seg noe i forhold til

valutakursene ved utgangen av fjoråret. Eurovalutaens fremtid kan synes uklar, men avskallingen av land med euro som valuta vil antagelig være beskjeden.»

Vurdert etter de lange linjer var det fra begynnelsen av 2002 til midten av 2008 (finanskrisen) en periode hvor verdien av USD (i hovedsak) svekket seg betydelig i forhold til Euro. Fra sommeren 2008 til sommeren 2012 ble denne verdsettelsen delvis reversert. Dette skyldtes frykten for at de store finansielle problemene i en del av landene i eurosonen truet euroens eksistens.

Etter juli 2012 synes holdningen til de finansielle aktørene å ha endret seg noe. Frykten for eurosonens gjeldsproblemer har avtatt, samtidig som de store underskuddene i det amerikanske statsregnskapet er kommet mer i fokus. Følgelig har også verdien av euro på nytt styrket seg i forhold til USD, og euro ble verdsatt høyere ved årets slutt enn ved årets start.



Vår antagelse om at verdien av NOK skulle styrke seg i 2012 slo godt til. Ved siden av sør-koreanske won og mexicanske pesos var NOK den valutaen med sterkest verdiutvikling. I valutamarkedene i 2012 var det en særlig svak verdiutvikling for japanske yen, brasilianske real og sør-afrikanske rand. Gjennom 2012 styrket verdien av NOK seg med 17,3% mot JPY, 7% mot USD, 5,3% mot Euro, 4,5% mot CHF, 2,5% mot GBP og 1,6% mot SEK.

Beregninger antyder at den handelsveide verdien av NOK ikke har vært sterkere siden den store kronedevalueringen i mai 1986.

Denne kronestyrkingen er konkurransemessig et problem for norske eksportbedrifter og de bedriftene som arbeider i det norske markedet i konkurranse med utenlandske bedrifter. På den annen side vil en del importører, på grunn av den sterke kronkursen, kunne øke sine fortjenestemarginer og/eller redusere prisene. Den sterke kroneverdien bidrar følgelig til at det kan skje en prisnedgang/ ingen prisøkning på den delen av norsk varekonsum som importeres. Dette er også en av forklaringene til det lave inflasjonsnivået i Norge i 2012.

I våre økonomiske antagelser for 2013 legger vi til grunn at perioden med styrkning av verdien av NOK er i ferd med å avta. Vi postulerer derfor at at den internasjonale verdien av NOK ved utgangen av 2013 ikke vil være noe særlig høyere enn ved inngangen til året.

Vi bygger dette synet på flere faktorer. Bl.a. tror vi at de norske oljeinntektene i 2013 vil bli noe lavere enn i 2012, samtidig som importen/ investeringsbehovet i olje- og oljeservice-industrien er svært høyt. Videre vil den ordinære norske importen fortsette å øke samtidig som eksportindustrien utenfor oljevirkosomheten får lavere eksportverdier. Herunder vil det fortsatt skje en økning i norske konsumenters reiser til utlandet og kjøp av «billig» utenlandsk eiendom.

En del av etterspørselen etter NOK har vært fra finansielle investorer som har søkt en «trygg havn» i et land med overskudd både i statsregnskapet og utenriksregnskapet. Vi forventer mer normale og rolige internasjonale finansmarkeder. Den særegne norske attraksjonen av «trygg havn» vil derfor kunne få noe mindre betydning.

Dersom den internasjonale kapitalen reduserer sine finansielle investeringer i NOK, vil valutastrømmene i 2013 gå motsatt vei av fjoråret. Vi antar naturlig nok at det ikke skjer noen endring i valutakjøpene til Statens Pensjonsfond Utland (oljefondet), som bidrar til at verdien av NOK kan holdes nede.

## Geopolitiske problemstillinger

I historisk sammenheng kan det ved første øyekast virke som om verden i 2012 ble et fredeligere sted å være. Når en unntar vold i land med borgerkrigsliknende tilstander har det i 2012 vært forholdsvis få og svært begrensede tradisjonelle krigshandlinger/ militære trefninger. Til tross for det, er vi av den oppfatning at verden ikke ble sikkerhetspolitisk tryggere i 2012. Denne oppfatningen tar utgangspunkt i den politiske utviklingen i Kina, som vi frykter kan føre til uønskede geopolitiske hendelser.

I våre tilsvarende notater har vi i de siste to årene viet særlig oppmerksomhet og bekymring rundt situasjonen i Iran og Nord-Korea.

Frykten for at konflikten om Irans atomvåpen-potensial kan ende i væpnede aksjoner er fortsatt tilstede, men har muligens avtatt noe. Regimet i Iran er gjennom 2012 blitt utsatt for stadig sterkere økonomiske sanksjoner fra verdenssamfunnet og Iran har nå vanskeligheter med å operere finansielt. Irans oljeproduksjon har falt og eksportinntektene er redusert. Verdien av Irans valuta har stupt. Det er et åpent spørsmål hvilken legitimitet og støtte den nåværende ledelsen egentlig har i befolkningen. Her kan det skje overraskelser, ved at interne motkrefter i Iran overtar maktapparatet. Men Irans atomprogram er fortsatt under utvikling, og en dag er vel atombomben kanskje ferdiglaget? Samtidig kan det virke som om den amerikanske lysten og viljen til å foreta eller støtte en militær intervensjon i Iran er blitt mindre.

I Nord-Korea er atombombene ferdigutviklet, men rakettoppskytningene er ikke alltid like vellykkede. Den nye tredje generasjon familiediktator har gjenoptatt en tidligere tradisjon med nyttårstale. Hva President Kim Jong-un egentlig mener å si eller hvilken politikk han tenker å føre synes uklart.

Med tanke på Nord-Koreas elendige økonomiske og (isolerte) politiske situasjon er det sannsynlig at det kan skje et sammenbrudd i Nord-Korea. Nord-Korea blir av enkelte beskrevet som ikke «reddbart». Atomvåpen i hendene på et isolert regime i et sultent land er ingen ideell sikkerhetspolitisk situasjon. Særskilt ikke når landet teknisk sett fortsatt er i krig med velstående landsmenn i Sør-Korea. Vi kan videre legge til grunn at Kina ikke ønsker at Nord-Korea og Sør-Korea blir gjenforenet. En endring i den politiske styringen av Nord-Korea kommer derfor til å måtte involvere Kina på et eller annet vis. Et presset regime i Nord-Korea med atomvåpen er fortsatt grunnlag for dårlig nattesøvn.

Det skjer for tiden en stor utskifting av det politiske lederskapet i Kina. Om dette vil føre til et skifte i landets politikk gjenstår å se. Lederskapet i Kina synes for tiden å støtte en voksende bølge av nasjonalisme. Nasjonalismen er også å voksende i flere andre land i Asia. Dette gir muligheter for fremtidige militære konflikter.

Økonomisk-politisk har Kina store utfordringer med å skape en bedre levestandard for sin store befolkning, og særlig i innlandet. Det politiske styringssystemet er ikke «striglet», og korrupsjonen er høy. Samtidig er forskjellene mellom fattig og rik stor, og har vært økende. Dette gir grobunn for politiske spenninger. Deler av Kina har store forurensingsproblemer. Lønningene øker, og Kina mangler fagfolk innenfor noen områder. Deler av kinesisk industriproduksjon er i ferd med å få konkurranse av andre asiatiske land med lavere lønnsnivå.

I denne situasjonen har kinesisk utenrikspolitikk beskjeftiget seg med å sette i gang krangler med naboland. Siktemålet synes å være å oppnå herredømme over havområder, ved å gjøre krav på en rekke forskjellige ubebodde øyer i Sør-Kina Havet, beliggende til dels langt fra den kinesiske kysten. Kina har ved dette kommet på kollisjonskurs med bl.a. Japan, Vietnam, Indonesia og Malaysia. Samtidig bygger Kina opp sin marine og har fått levert hangarskip. Den reelle grunnen til de utenrikspolitiske kinesiske «stuntene» i havområdene kan muligens være å lede oppmerksomheten vekk fra innenrikspolitiske utfordringer i Kina. Herunder kan vi minne om at det er politisk-religiøse dissidentgrupper og etniske spenninger innenlands i Kina.

I desember ble det valgt en ny statsminister i Japan, Shinzo Abe. Hans politikk synes å være mer nasjonalistisk, og det er varslet økte forsvarsutgifter. Det er kanskje bare et tidsspørsmål før kinesiske og japanske marinefartøy eller militærfly berører hverandre i forbindelse med patruljeringen av noen av de omtvistede øyer syd for Okinawa.

De politiske forholdene mellom India, Pakistan og Kina er latente sikkerhetsproblemer. Vi antar likevel ikke at det vil bryte ut vesentlige krigshandlinger i dette atomtriangelet i 2013, til tross for uavklarte krav om grenseområdene.

Det er fortsatt en del borgerkrigsliknende konflikter i verden. Flere involverer stridigheter mellom etniske befolkningsgrupper og av og til på tvers av landegrensener. Noen av de tyngste konfliktene har dessuten en religiøs dimensjon.

De politiske endringene etter maktskiftene i flere araberland (Tunis, Egypt, Libya og Jemen) etter «den arabiske våren» i 2011 har foreløpig ikke vært veldig store. Generelt har muslimsk-religiøse krefter (islamister) i landene fått en noe sterkere påvirkning i landenes styringssett og lovverk. Den videre politiske utviklingen i den arabiske verden synes ikke å være tydelig. En bør antagelig ikke undervurdere smitteeffekten til andre arabiske land av de politiske endringene som har skjedd og fortsatt pågår. Både Saudi-Arabia og Algerie er autoritære regimer hvor brå endringer i styringsstrukturen i landene en gang kan påregnes. Forstyrrelser i de to ovennevnte landenes store oljeproduksjon vil påvirke oljeprisen på kort sikt.

Opprøret mot styresmaktene i Syria i 2011 har medført en pågående og svært blodig borgerkrig. Det antas at mer enn 60.000 mennesker er omkommet. Et ustabil Syria medfører at den politiske situasjonen i hele regionen er blitt mer ustabil, og Irans rolle er dunkel. Nato-landet Tyrkia har også fått noen flere politiske bekymringer enn kurdere (og grekere?).

Borgerkrigsliknende konflikter i Afghanistan, Irak og Somalia vil antagelig fortsatt være i nyhetsbildet i 2013. USA, med behov for å spare offentlige utgifter, forventes å være ute av Afghanistan i løpet av det nærmeste året. Vår prognose er at Afghanistan ikke vil bli noe populært og trygt reisemål på 30 år.

Fjorårets nye borgerkrig i Mali har i januar i år involvert vestlige militærstyrker, ledet av en fransk innsatsstyrke. Antagelig vil det bli både blodig og tidkrevende å bli kvitt de Al-Queada motiverte islamistene i Nord-Mali, som synes godt utstyrt med våpen fra Libyas våpenlagre.

I de senere årene er uroen og volden i Nigeria blitt stadig større. Vi tror ikke at strømmen av dårlige nyheter fra Afrikas mest befolkningsrike og oljerike land vil avta.

Økonomiske tyngdelover gjelder over tid også for amerikanske presidenter. De amerikanske statsfinansene er ikke bragt i orden. Den store amerikanske statsgjelden gjør at reduksjoner i forsvarsutgiftene er på agendaen. I den grad USA trekker seg noe tilbake som verdens politimann, blir det militærpolitiske tomrom å fylle. Ny geopolitisk uro kan derved oppstå.

Også i Russland har nasjonalismen økt i de senere årene. Forsvars-budsjettene er økt kraftig og militæret er i ferd med å bli modernisert. Russland er for tiden verdens største oljeprodusent, og den russiske økonomien er sårbar for fall i råvarepriser. Vi velger å tro at president Putin i Russland har mer enn nok med å styre sitt enorme rike, hvor befolkningsnedgang snart er et problem, til at han finner på utenlandske erobringstokt.

Det er sannsynlig at det vil kunne skje store endringer i den politiske retningen for både Cuba og Venezuela, når diktatoriske og syke statsledere forsvinner fra styringen av landene. Vi velger å tro at forandringene vil være til det bedre for verdenssamfunnet.

I hvilken utstrekning verdensøkonomien i 2013 vil bli rammet av naturkatastrofer er umulig å spå. Slike hendelser har ofte en etterfølgende politisk effekt, og nyhetssendingene vil nok også i år by på uventede historier.

## Norsk økonomi

Det å skulle beskrive tilstanden i norsk økonomi i de månedlige rapportene som vi utarbeider til andelseierne, er etter hvert blitt en nesten kjedelig rekke av gjentakelser, som kunne hatt overskriften «Intet nytt fra vestfronten».

Hovedkonklusjonen i våre beskrivelser har i flere år vært at norsk økonomi er av de sterkeste i verden, og antagelig vil fortsette å være sterk inntil oljeprisen kommer betydelig ned. Dette forutsetter riktig nok at norske politikere makter å holde seg i skinnet og ikke innfører lover og regler som dreper grunnlaget for den økonomiske verdiskapningen.

I de økonomiske utsiktene for årene 2011 og 2012 var også hovedtemaet om norsk økonomi at: "Med basis i høye inntekter fra olje- og gassvirksomheten på norsk sokkel og med et stort "oljefond" i ryggen fremstår norsk økonomi fortsatt som misunnelsesverdig sterk i en global sammenheng.

Norge er et av de få landene i verden hvor det er et "tvillingoverskudd"; både overskudd i driftsbalansen overfor utlandet og overskudd i statsregnskapet. Trusselbildet for norsk økonomi dreier seg derfor i stor grad om hvilket nivå olje- og gassprisene har, og om de antatte volumene blir produsert."

Vi må også for 2013 nok en gang gjenta oss selv: Norsk økonomi vil i 2013 være robust. Trusselbildet for norsk økonomi vil i stor grad dreie seg om olje - og gasspriser, og nivået på petroleumsproduksjonen.

Vår konklusjon om norsk økonomi i 2013 er tidsbegrenset til 2013. Det eneste sikre vi kan si om fremtiden er at forandringer vil skje. Når denne sentrale hypotesen om norsk økonomi i 2013 er postulert, kan det være på sin plass å kommentere noen sentrale økonomiske problemstillinger i norsk økonomi.

Selv med en betydelig nedgang i olje- og gassprisene vil antagelig den norske produksjonen av petroleumsprodukter bli opprettholdt på omtrent samme nivå i 2013 som i fjor. Eksport-inntektene og statens inntekter fra petroleumsnæringen vil være tilstrekkelige til at det fortsatt kan beregnes overskudd i både statsregnskapet og driftsbalansen overfor utlandet.

Statens pensjonsfond (utland) var ved årsskiftet på omlag 3.800 milliarder kroner. En eventuell overførsel av 150 milliarder kroner (handlingsregelens 4%) til statsregnskapet i 2013 gir stor handlefrihet til politikerne.

Samtidig som den norske staten er rik og har en stor positiv valutaforordning overfor utlandet, har gjelden i de siste årene økt betydelig for norske husholdninger og kommuner. En del av denne gjelden er i realiteten finansiert via bankenes nettoopplåning i utlandet. I siste instans er det staten som vil måtte støtte kommunene. En del av deres opplåning har skjedd for å tilfredsstille statens økte krav til kommunal virksomhet.

Oljenæringen i ferd med å få en enda større betydning i norsk økonomi, etter at det i de siste årene er gjort store funn av petroleumsforkomster på norsk kontinentalsokkel. Oljeinvesteringene (olje- og gassvirksomheten) på norsk sokkel har økt sterkt de siste årene. Investeringene øker både ved investeringer i felt i drift og ved investeringer i utbygging av nye felt. 2013 vil bli et rekordår for oljeinvesteringer, anslått av SSB (Statistisk Sentralbyrå) til 208 milliarder kroner. Oljeinvesteringene er en viktig forklaringsvariabel for norsk konjunktur-utvikling, og for 2013 peker denne variabelen entydig oppover. Oljeinvesteringene var 153 milliarder kroner i 2011 og for 2012 er de anslått til å ha vært 181 milliarder kroner.

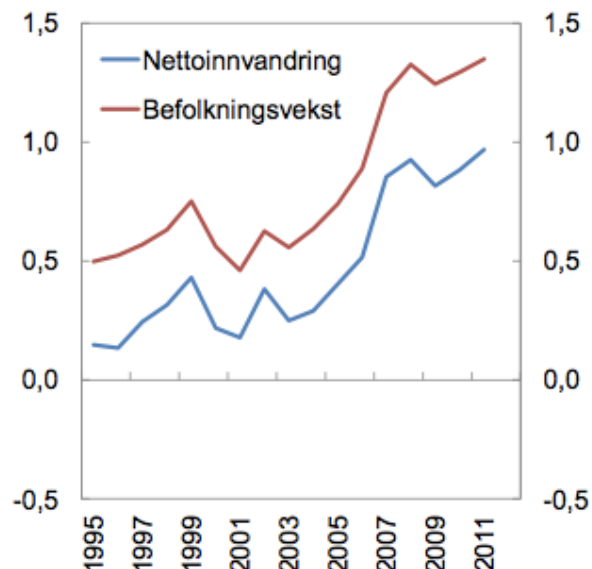
Norske oljeaktører (både oljeselskaper og oljeserviceselskaper) er dessuten aktive i oljevirksomhet utenlands. Olje- og gassnæringen legger derfor stort beslag på høyt utdannet arbeidskraft innenfor flere teknologiske og maritime fagområder. Næringen er kapitalintensiv og har for tiden en god lønnsvevne. De høye lønningene skyldes dels at det også internasjonalt er mangel på fagfolk innen oljesektoren. En vesentlig del av den registrerte lønnsglidningen i norsk næringsliv er derfor en følge av de høye lønningene i oljesektoren.

I 2012 var den norske lønnsveksten beregnet til omlag 4%. Sammenlignet med lønns-utviklingen i andre vestlige land var dette et høyt nivå, som virker ødeleggende for konkurranseevnen til andre norske næringer. Nivået på yrkesdeltagelsen er også høy og den norske arbeidsledigheten er lav. En stor del av veksten i sysselsettingen i Norge har skjedd innenfor offentlig virksomhet og og beskyttede arbeidsplasser. Det er en bekymring at det norske tallet på uføretrygdede er høyt.

Vi tror ikke at arbeidsledigheten i Norge vil øke nevneverdig i 2013. Ved en stor nedgang i oljeprisen vil norsk sysselsetting imidlertid være sårbar, pga. de økonomiske ringvirkningene som skapes av høytlønte arbeidsplasser i oljenæringen.

Takten i den norske befolkningsveksten har stadig økt siden tusenårsskiftet. Det vesentligste av befolkningsveksten skyldes nå en stor og økende nettoinnvandring. Med det sterke norske arbeidsmarkedet vil Norge være en naturlig magnet for de mange arbeidsløse i Europa. Uten deler av denne innvandringen er det grunn til å tro at den norske lønnsveksten ville ha vært noe høyere. Fra et verdiskapningssynspunkt er det mer betenkelig at innvandringen også omfatter en stor andel asylsøkere fra bl.a. Somalia, Sudan og nå Syria som ender opp som klienter på asylmottakene. Ved økt arbeidsledighet i Norge og reduserte skatteinntekter til staten vil det kunne være svært vanskelig å reversere den økte sysselsettingen i statlige arbeidsplasser.

### Befolkningsvekst. Prosent



Til tross for høy innenlands lønnsvekst steg prisene i Norge i 2012 kun med 1,4%. En av forklaringene til dette relativt lave inflasjonsnivået er at verdien av NOK styrket seg. Derved bidro valutakursutviklingen til å holde prisene på importerte varer og tjenester nede.

Siden Norges Bank ble etablert, har det vært forskjellige pengepolitiske regimer som banken har forsøkt å etterleve i pengepolitikken. Norges Banks pengepolitiske regime har siden mars 2001 vært å holde et fast inflasjonsmål på 2,5%. Norges Banks styringsrente skal være et virkemiddel for å oppnå dette inflasjonsmålet, som stort sett ikke er blitt nådd. Vi tror heller ikke at den norske inflasjonen i 2013 vil overstige 2,5%.

Norges Bank avholdt den 19. desember i fjor et rentemøte, hvor styringsrenten ble holdt uendret på 1,5%. I renteprognosen til Norges Bank ligger det inne forventninger om en renteøkning etter mars 2013. Renteøkningen vil kunne bli utsatt om verdien av NOK skulle styrke seg ytterligere. Etter den siste inflasjonsrapporten den 10. januar for 2012 er det sannsynlig at renteøkningen vil bli skjøvet noe lenger ut i tid. Vi tror likevel at sentralbankrenten vil bli økt (minst) en gang innen utgangen av året. Tidspunktet for når det vil skje avhenger i stor grad av utviklingen i den internasjonale verdien av NOK.

Noen av de tidligere pengepolitiske regimene har tatt utgangspunkt i at pengeverdien skal holdes fast, og at inflasjon skal unngås. Vi ville finne det naturlig om Norges Bank skulle ønske å få fastsatt et lavere inflasjonsmål f.eks. 2%. Derved unngår en at dagens inflasjonsmål blir en begrensning på Norges Banks muligheter til å heve renten.

Ut i fra den kraftige prisstigningen på boliger synes det som om det er i ferd med å danne seg en boligbølge, som isolert skulle fortjene et høyere norsk rentenivå. Prisoppgangen skyldes en stor befolkningsvekst kombinert med unnlattessynder fra norske politikere. Norske lover og kommunal saksbehandling medfører betydelige reguleringshindringer og byggekrav, som gjør boligbygging kostbart og tidkrevende. Det tar derfor lang tid å sette i gang ny boligbygging som et markedsmessig motsvar/tilbud til den økte etterspørselen. Videre har politikerne ved manglende utbygging av samferdselsprosjekter hindret at befolkningen lett og raskt kan flytte seg fra bolig til arbeidsplass. Reiseveien til arbeidsplassene blir derfor mer kostbar og tidkrevende, og alternative boligbyggeområder blir ikke bygd ut på grunn av manglende kommunikasjonsløsninger.

Norske politikere har ikke i tilstrekkelig grad maktet å si nei til meningsløse utredninger om åpenbart ulønnsomme samferdselsprosjekter, og av og til også vedtatt slike. I stedet for å bruke tid på drømmeprosjekter som lyntog og skips-tunneler, skulle politikerne forsert samferdsels-utbygging rundt de store byene hvor veksten i sysselsettingen har skjedd og skjer. I årene fremover har Norge et svært stort behov for infrastrukturinvesteringer, ikke bare innen samferdsel, men også innenfor strømforsyning.

Som et bidrag til å lette den store arbeidsløsheten i Europa, burde Regjeringen sette ut store infrastrukturoppdrag til europeiske anleggssfirma, som kunne utføre dette som «rallaroppdrag», som ikke permanent fører til ny bosetting i Norge. Antagelig vil Norge kunne oppnå en betydelig bedre avkastning av de høyst nødvendige vei- og baneinvesteringer rundt de store byene sammenlignet med den magre avkastningen av europeiske statsobligasjoner.

Ut i fra de seneste politiske meningsmålingene i Norge kan det virke som om den norske befolkningen nå anser at den rød-grønne regjeringens virke gjennom snart 7,5 år bør ta slutt ved stortingsvalget til høsten. Til tross for at vi legger til grunn at et slikt regjeringsskifte med stor sannsynlighet vil skje, tror vi ikke det vil få noen vesentlig effekt for rammebetingelser og økonomisk virksomhet i Norge i 2013. Til det virker Erna Solbergs åpenbare (valgtaktiske) tafatthet for sterk til at vi har noen stor tro på at det vil skje umiddelbare endringer i norsk økonomisk politikk.

I beste fall kan vi kanskje håpe på symbolske vedtak i form av noen mindre lettelser i den proteksjonistiske norske landbrukspolitikken, f.eks. i form av en revurdering av de økte tollsatsene på import av ost.

Fra et økonomisk synspunkt betrakter vi den norske formuesskatten som verdidødeliggende. Formuesskatten diskriminerer norske eiere i forhold til utenlandske eiere av norske bedrifter, og bidrar til at det skjer overinvesteringer i hytter og hus. Sannsynligheten for en vesentlig reduksjon av formuesskatten i løpet av neste regjeringperiode synes å avta. Flere husker at finansminister Foss ikke evnet å sløyfe formuesskatten i sin finansministerperiode.



## Forventninger til det norske aksjemarkedet i 2013

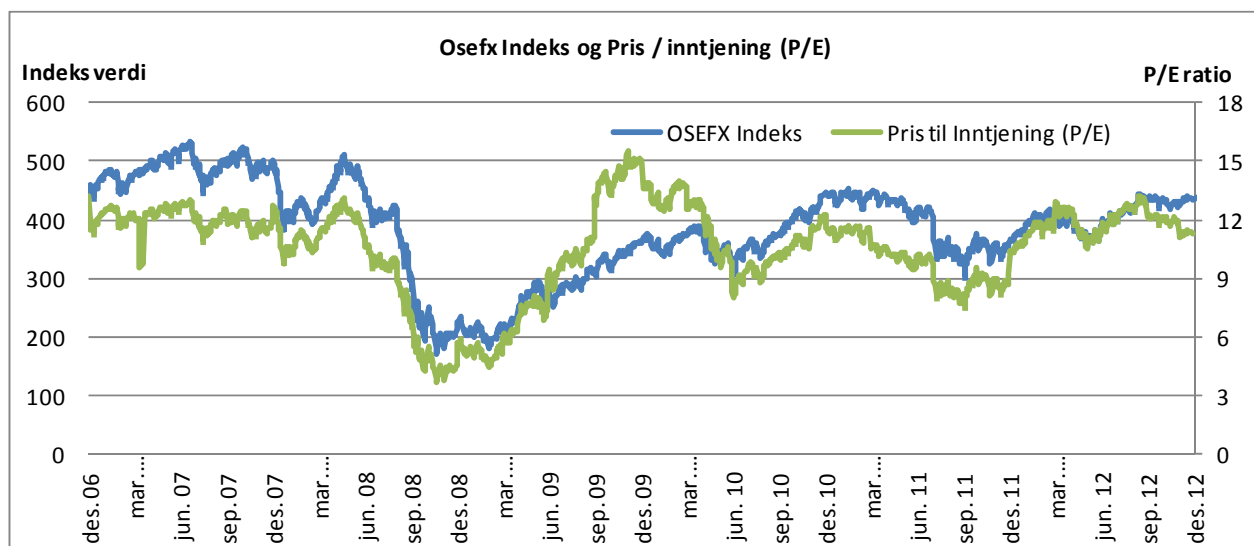
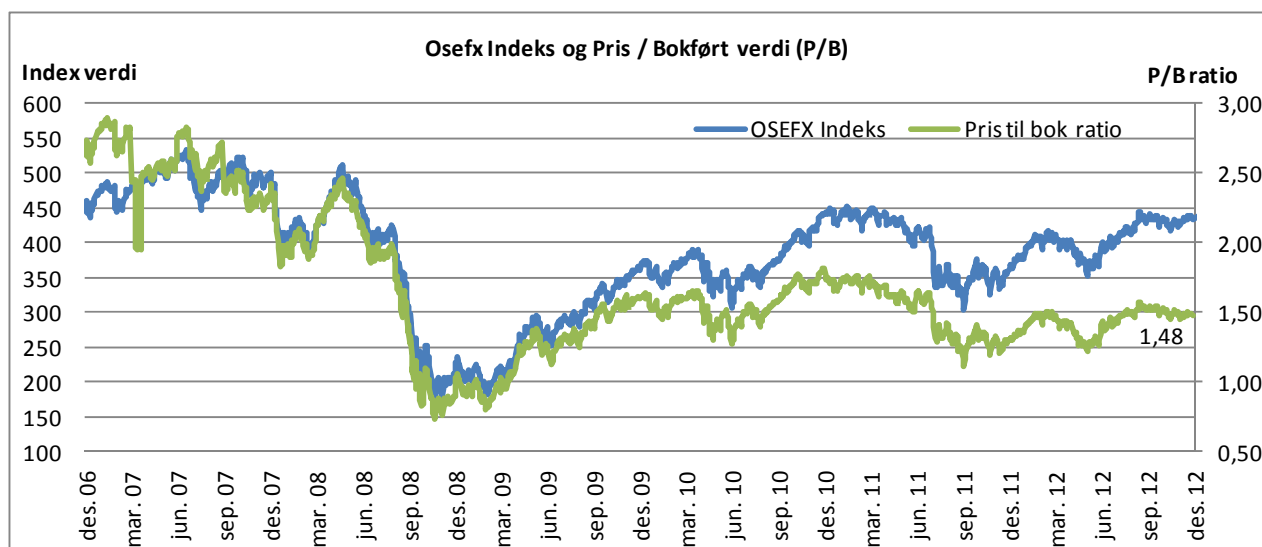
Vi tar utgangspunkt i estimater for bedriftenes inntjening når vi skal anslå aksjemarkedsutviklingen. Slike inntjeningsforventninger er dels utledet av de makroøkonomiske vekstforutsetningene. Vi vurderer deretter inntjeningsforventningene mot markedets krav til risikopremie og alternative muligheter til avkastning.

For fjoråret, 2012, la vi hele tiden til grunn som vårt basisalternativ at det norske aksjemarkedet (fondsindksen) skulle stige i intervallet +15% til +25%. I så måte var verdiutviklingen på Oslo Børs i 2012 helt i rute med våre antagelser, og fondsindksen steg med +20,7%.

Kursutviklingen for noen av enkeltsekskapene på Oslo Børs i 2012 var til dels noe overraskende.

Selskaper innen samme sektor har eksempelvis hatt store forskjeller i kursutvikling. Generelt var det en meget god oppgang for de fleste av selskapene med høy indeksvektning på Oslo Børs. Kursutviklingen for de små og mellomstore bedriftene var derimot til dels negativ. Det store selskapet som avvok fra dette bildet av kursutviklingen i 2012 var Statoil, med en negativ verdiutvikling på -5,3%. Følgelig fikk Oslo Børs Hovedindeks, med +15,4% verdiendring, en svakere utvikling enn fondsindksen i 2012.

Prisingen av aksjer notert på Oslo Børs har etter fjorårets relativt gode kursoppgang nådd nivåer som i historisk sammenheng kan oppfattes som omlag normalprising. Dette gjelder etter for eksempel forholdstallene for (markedets) pris/bokført verdi av egenkapitalen og pris/inntjening.



Kilde: Bloomberg

Vi vil imidlertid minne om at avkastning av alternative investeringer nesten aldri har vært så lav som ved utgangen av fjoråret. I relative sammenligninger kan aksjer notert på Oslos Børs derfor nesten fremstå som «grisebillige». Toppnivået for fondsindeksen fra juli 2007 er 23% høyere enn verdien ved inngangen til 2013.

Vår grunnleggende forventning til utviklingen i det norske aksjemarkedet i 2013 er at det bør kunne skje en oppgang i fondsindeksen i intervallet 10% til 20%.

Dette anslaget er gjort med basis i inntjeningsforventningene til indeksselskapene vurdert opp i mot aksjekursene ved utgangen av 2012. For de enkelte selskapene oppfatter vi at det er relativt store utfallsrom for inntjening og kursutvikling. Noen selskaper kan falle betydelig i verdi. Andre selskaper kan kanskje mer enn doble seg i verdi, ikke minst ved oppkjøp og fusjoner.

Mange store norske selskaper har god finansiell handlefrihet. Lånerentene er lave. Styret og ledelsen i bedriftene har en økende vilje og forståelse av behovet for å gi utbytte, dersom selskapet ikke har gode investeringsprosjekter. Gjennom utbytte og tilbakekjøp av aksjer vil aksjonærene i større grad kunne få ut en løpende andel av bedriftenes verdiskapning. Forventet direkteavkastning i form av aksjeutbytte er for flere selskapers vedkommende langt høyere enn rentenivået ved investeringer i bankinnskudd og statspapirer.

Vi anser at avvikene fra vår forventning om 10% til 20% positiv verdiutvikling i 2013 vil kunne bli store. En skal således ikke bli overrasket om verdiutviklingen for norske aksjer i 2013 skulle ende et eller annet sted i intervallet -10% til +40%. Det er flere forskjellige faktorer som bidrar til at utfallsrommet er stort.

Kursutviklingen for norske aksjer er fortsatt i stor grad avhengig av utviklingen i oljeprisen. En svak oljepris vil stagge en positiv kursutvikling, og ved store fall i oljeprisen vil avkastningen kunne bli negativ.

På den annen side er det god sannsynlighet for at vi i denne konjunkturutviklingen vil få en økning i multiplering av aksjer.

Dette vil kunne skje fordi investorene (internasjonalt) finner ut at det i realiteten er få gode investeringsalternativer til aksjer. Derved er aksjemarkedets implisitte risikopremie for høy sammenlignet med andre risikoinvesteringer. Vi legger ikke til grunn i vår basisforventning om verdiutviklingen i børsåret 2013 at det vil skje en ekspansjon i multipleringen.

Lovmessige forhold som har begrenset aksjeinvesteringer, kan både nasjonalt og internasjonalt bli endret. I Norge har pensjonssparing i aksjer en mye lavere andel enn hva som normalt vil være i pensjonssparernes interesse. Ved lovendringer vil det kunne bli store nye beløp som skal investeres i aksjemarkedene.

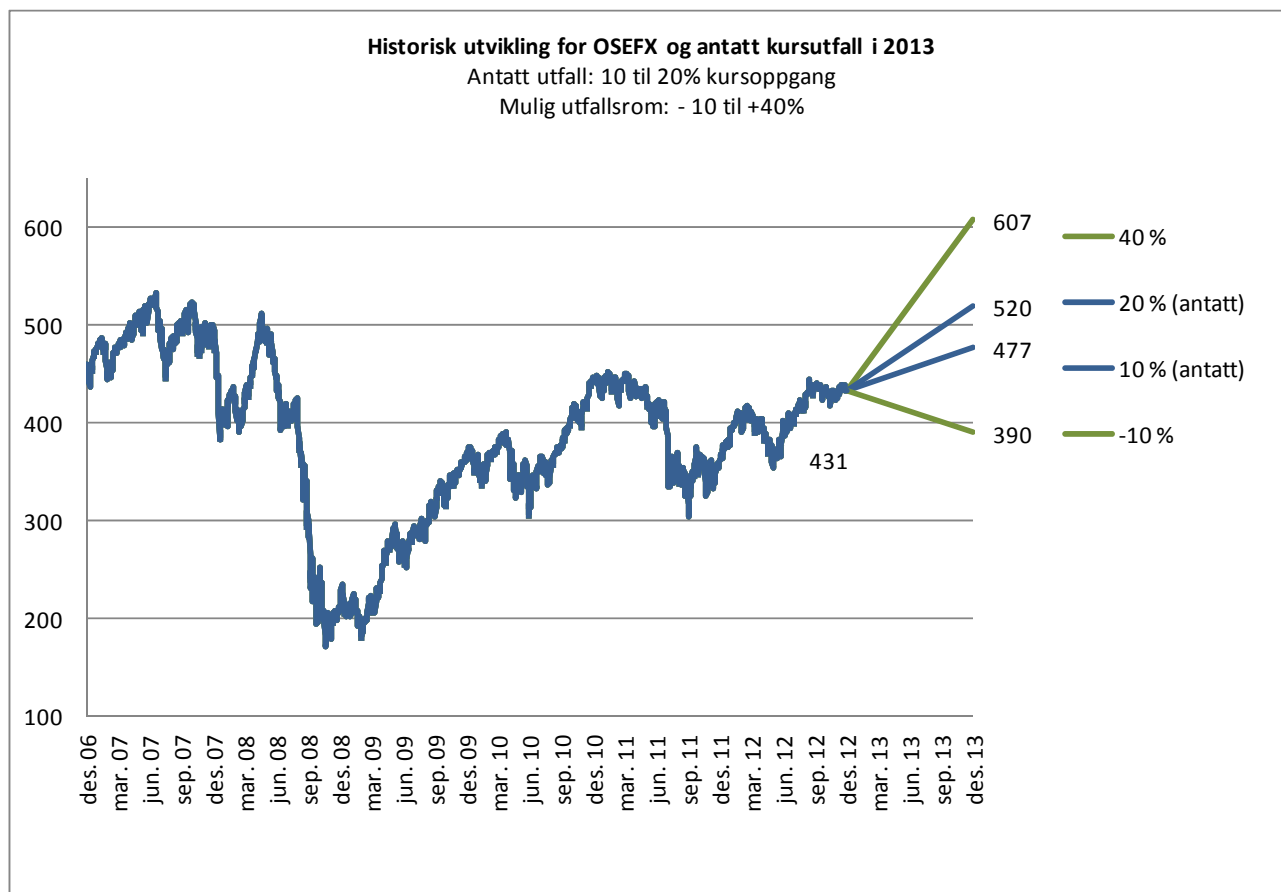
Vi gjentar vårt hovedsyn om at norske aksjer fremstår som et godt investeringsalternativ, som antas å kunne gi en god avkastning i forhold til påregnelig risiko.

Det er mulig at den internasjonale «trykningen» av penger vil føre til økt inflasjon. I så fall vil investorene komme til å verdsette aksjenes gode verdiegenskaper enda høyere enn i dag. Rettigheter til eiendeler og kontantstrømmer har nemlig et solid element av inflasjonsbeskyttelse. Denne egenskapen ved aksjeinvesteringer synes å ha vært glemt i de siste årene, i en tid uten særlig inflasjon. Vi legger ikke en slik inflasjonsreprising av aksjeverdier til grunn i våre basisforventninger for børsåret 2013.

Ved vår investeringsaktivitet bestreber vi oss på å gi andelseierne en best mulig avkastning vurdert opp i mot risiko den risiko som tas. Ved sammensetningen av de norske aksjeporteføljene ved inngangen til året har vi tatt utgangspunkt i en forventet avkastning av investeringene i 2013 i intervallet 10% til 20%. Vår porteføljesammensetning legger ikke til grunn noen særlig økning i oljeprisen.

## Oppsummering av våre forventninger til norsk økonomi i 2013

1. Fortsatt høye oljeinntekter (mengde x pris)
2. Fortsatt positiv økonomisk vekst
  - Fortsatt impulser fra olje og oljeservice
  - Eneste trussel er svak og svært høy oljepris
3. Fortsatt stort overskudd i statsregnskapet og driftsbalansen mot utlandet
4. Høy sysselsetting → fortsatt innvandring
5. Fortsatt høy lønnsglidning
6. Fortsatt (for) lave renter, men de vil stige noe utover i året
7. Utilstrekkelig boligproduksjon → fortsatt prisstigning på boliger i pressområder
8. Fortsatt god inntjening i deler av næringslivet
9. Økende grad av oppkjøp og fusjoner gjennom året
10. Norske aksjekurser stiger om lag som internasjonale aksjekurser
11. Stortingsvalget til høsten får ingen umiddelbare konsekvenser for norsk økonomi



# Fond forvaltet av Fondsfinans Kapitalforvaltning

## Norske fond

### Aksjefondet Fondsfinans Spar

Avkastningen ved å være investert i vårt norske aksjefond **Fondsfinans Spar** har historisk vært svært god. Fondet hadde ved utgangen av 2012 høyest avkastning av alle norske aksjefond i de siste 10 årene, med en gjennomsnittlig årlig avkastning på 18,5%.

<b>Avkastningshistorikk: Fondsfinans Spar</b>	<b>Morningstar rating*:★★★★★</b>							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Fondsfinans Spar	53,9 %	34,4 %	20,7 %	-48,2 %	82,3 %	23,0 %	-18,2 %	19,5%
Oslo Børs Fondsindeks	39,8 %	33,0 %	10,2 %	-57,4 %	70,1 %	22,3 %	-18,8 %	20,6%
Differanseavkastning	14,1 %	1,4 %	10,5 %	9,2 %	12,2 %	0,7 %	0,6 %	-1,1%

\*Fondet er topprangert med fem stjerner. Dette tildeles de 10 % beste fondene og er målt etter risikjustert avkastning.

### Kombinasjonsfondet Fondsfinans Aktiv

For de av våre investorer som vil ha en noe lavere aksjeeksponering mot Oslo Børs bør vårt kombinasjonsfond **Fondsfinans Aktiv** være et interessant alternativ. Dette fondet vil normalt være om lag 80% investert mot Oslo Børs. Renteplasseringene er i hovedsak i norske bankobligasjoner med en gjennomsnittlig renterisiko på under 1 år.

Fondet hadde ved utgangen av 2012 høyest avkastning av alle norske kombinasjonsfond i de siste 10 årene, med en gjennomsnittlig årlig avkastning på 15,9%.

<b>Avkastningshistorikk: Fondsfinans Aktiv</b>	<b>Morningstar rating*:★★★★★</b>							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Fondsfinans Aktiv	47,8 %	34,5 %	19,4 %	-42,0 %	55,2 %	16,5 %	-13,6 %	15,1%
Oslo Børs Fondsindeks	39,8 %	33,0 %	10,2 %	-57,4 %	70,1 %	22,3 %	-18,8 %	20,6%
Differanseavkastning	8,0 %	1,5 %	9,2 %	15,4 %	-14,9 %	-5,8 %	5,2 %	-5,5%

\*Fondet er topprangert med fem stjerner i kategorien norske aksjefond, til tross for at fondet er et kombinasjonsfond.

## Internasjonale fond

Flere utenlandske aksjer synes også å ha et godt stigningspotensial i 2013. Vi antar at veksten i verdensøkonomien fortsatt vil være positiv og for flere utenlandske investorer må aksjeinvesteringer synes å være å foretrekke sammenlignet med andre investeringsalternativer som statsobligasjoner.

## Fondsfinans Farmasi- Bioteknologi

På sektornivå tror vi at den internasjonale helsesektoren som er en av de sektorene som normalt svinger lite i verdi, også i år vil kunne vise til en god verdiutvikling. Vi oppfatter at helsesektoren er en sektor med fortsatt gode utsikter. Verdens befolkning lever generelt lengre og blir rikere. Forbruk av helseprodukter og helsetjenester står høyt oppe på ønskelisten for de fleste når behovet for mat og bolig har blitt dekket. I land med fremvoksende økonomi er det en stadig økende andel av befolkningen som etterspør vestlige medisinske produkter og teknologier.

Vårt basisanslag for avkastningen i 2013 ved investeringer i den internasjonale helsesektoren er en stigning i indeksverdiene gjennom året i intervallet +5% til +15%. Samtidig oppfatter vi at nedsiderisikoen ved investeringer i denne sektoren synes å være liten, og mindre enn ved investeringer i det norske markedet.

Våre investeringer i utenlandsk valuta blir i henhold til vedtektene i vårt fond **Fondsfinans Farmasi-Bioteknologi** ikke valutasikret. Gjennom fjoråret styrket verdien av NOK seg betydelig, og det påvirket avkastningen i fondet negativt. Om verdien av NOK i år skulle bli svakere vil det bidra til økt avkastning for fondets andelseiere.

Investeringer i vårt internasjonale helsefond, **Fondsfinans Farmasi - Bioteknologi**, bør være en riktig og god investering for investorer som ønsker en eksponering mot defensive internasjonale aksjer. Dette er en sektor som man ikke får særlig eksponering mot på Oslo Børs. Ved årsskiftet var Fondsfinans Farmasi-Bioteknologi det internasjonale helsefondet som blir markedsført i Norge og vurdert av Morningstar, med høyest avkastning i de siste 10 årene med en gjennomsnittlig årlig avkastning på 9,4%.

<b>Avkastningshistorikk: FF Farmasi-Bioteknologi</b>	<b>Morningstar rating*: ★★★★★</b>							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
FF Farmasi-Bioteknologi	31,8 %	7,0 %	-5,8 %	-8,4 %	19,0 %	9,3 %	3,8 %	11,5%
Morgan Stanley World Healthcare index	21,6 %	2,7 %	-8,8 %	1,0 %	-0,7 %	4,2 %	12,9 %	10,2%
Differanseavkastning	10,2 %	4,4 %	3,0 %	-9,4 %	19,7 %	5,1 %	-9,1 %	1,3%

\*Fondet er topprangert med fem stjerner vurdert mot internasjonale fond i sektoren.

## Fondsfinans Alternativ Energi

Verdiene for selskapene innenfor alternativ energi og miljøaksjer svinger svært heftig. Med forventninger om fortsatt høye priser på ordinær energi kan det skje et stort løft for selskapsverdiene innenfor sektoren alternativ energi. Kursutviklingen for selskapene i sektoren er imidlertid avhengig av politiske prosesser i landene.

Utfallsrommet for avkastningen av investeringene i alternativ energi er stort. For en diversifisert portefølje anslår vi intervallet til å være 0% til +50% i 2013. Vårt internasjonale fond for alternativ energi og miljø, **Fondsfinans Alternativ Energi**, bør kunne være et interessant investeringsalternativ for risikovillige investorer som søker mulig høy avkastning, og kan akseptere en noe høyere risiko sammenlignet med de fleste andre sektorer.

### Avkastningshistorikk: FF Alternativ Energi

Morningstar rating: \*\*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Fondsfinans Alternativ Energi	8,1 %	-51,2 %	-2,1 %	-14,2 %	-32,3 %	-3,9 %
S&P Global Clean Energy Index	13,2 %	-56,0 %	-10,7 %	-26,3 %	-43,0 %	-21,7 %
Differanseavkastning	-5,1 %	4,8 %	8,6 %	12,1 %	10,7 %	17,8 %

## Risiko

Årlig standardavvik er et uttrykk for risiko som ofte brukes i forbindelse ved finansielle investeringer. En høyere tallverdi for standardavviket angir høyere risiko, vurdert ut i fra svingningene i avkastning. Når en sammenligner standardavviket for våre fond fremkommer det at standardavviket for Fondsfinans Farmasi-Bioteknologi har vært lavest i alle de siste årene. Særlig var forskjellen stor i 2008, hvor det norske markedet falt sterkt uten at det samme skjedde for de internasjonale helseaksjene.

### Årlig standardavvik

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Fondsfinans Spar	16 %	15 %	14 %	44 %	21 %	25 %	21 %	19 %
Fondsfinans Aktiv	15 %	15 %	13 %	39 %	17 %	21 %	17 %	15 %
Oslo Børs Fondsindeks	17 %	14 %	14 %	50 %	23 %	25 %	19 %	15 %
Fondsfinans Farmasi-Bioteknologi	10 %	13 %	10 %	17 %	13 %	8 %	12 %	11 %
Fondsfinans Alternativ Energi				46 %	28 %	22 %	18 %	13 %

Redaktør og ansvarlig for innholdet i våre Markedsrapporter er

## Odd Hellem

Investeringsdirektør