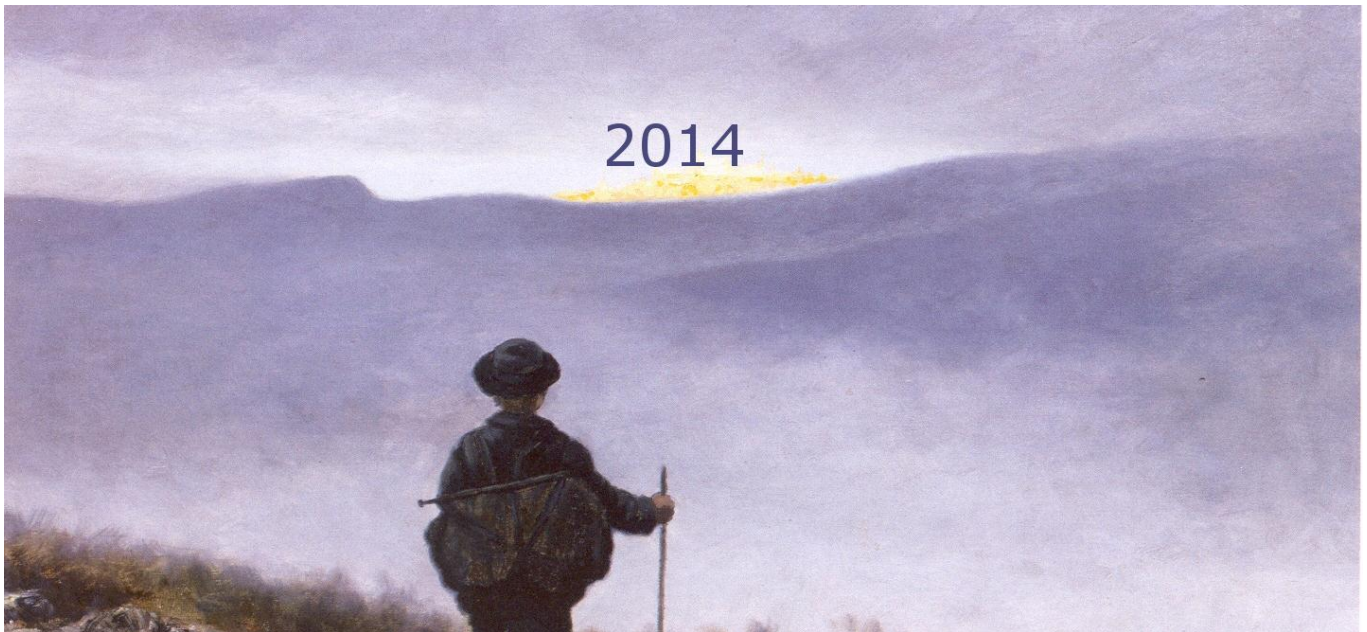


Oslo, 10. januar 2014



Innledning

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

Makroøkonomiske forhold har innvirkning på selskapenes markedsmuligheter, kostnader, konkurranseposisjon og inntjeningsmuligheter. Dessuten har makroøkonomiske forhold 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. Dessuten er mange selskaper avhengig av de internasjonale energi- og råvaremarkedene. Denne avhengigheten 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 meteorologiske prognosemetoden om at dagens vær er det beste varsel for morgendagens vær. Historisk sett har også den økonomiske utviklingen gått fremover i sakte fart, og veksten må være basert på utgangsnivået av tilgjengelig kunnskap og ressurser. Verdens politikere eller sentralbanksjefer evner ikke selv å skape økonomisk vekst. De kan imidlertid ved sin politikk (lovgivning) og rammebetingelser legge til rette for eller motarbeide økonomisk vekst.

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 de makroøkonomiske faktorene ved våre investeringer, selv om det er en utfordrende oppgave på grunn av kompleksiteten i problemstillingene.

Økonomisk vekst

Politiske vedtak alene kan ikke gi verdiskapning og økonomisk vekst. Sentralbankers pengepolitikk, regjeringers finanspolitikk og parlamenters lovgivning bidrar kun til et nødvendig rammeverk for verdiskapning.

Mulighetene for økonomisk vekst og utvikling må ta utgangspunkt i (og vil bli begrenset av) en nasjons saldo av utdanning (kunnskap, teknologisk innsikt og kulturelt utviklingsnivå) befolkningens helse og aldersstruktur, 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. Rettsregler, byråkrati og korrupsjon vil kunne begrense vekstmulighetene.

Mulighetene for økonomisk vekst kan dessuten ikke sees uavhengig av klimatiske forhold og menneskeskapte forurensninger. Årlige skiftninger i klimatiske forhold og naturkatastrofer kan påvirke den økonomiske veksten og velferden i betydelig grad, også vurdert på et aggregert globalt nivå. Vi legger til grunn at slike miljømessige problemstillinger ikke rammer den globale økonomiske veksten i 2014 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 kunnskap og realkapital.

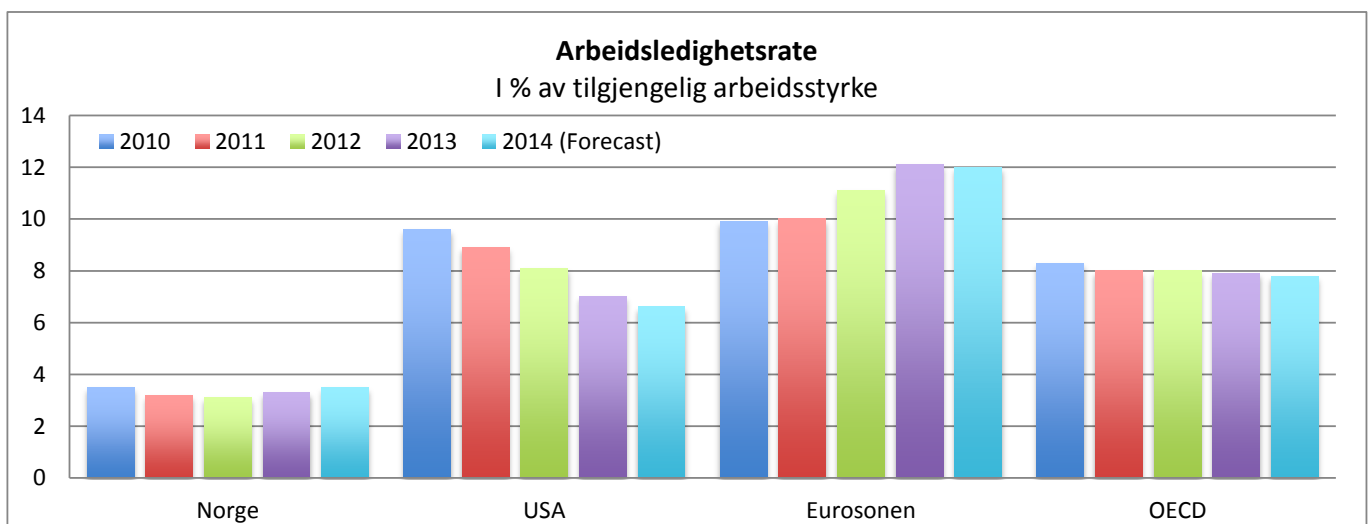
Det er således en global preferanse for høyere vekst fremfor mindre vekst.

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 flere land er kommet sterkere med i den internasjonale varebytingen.

Med stor arbeidsledighet, som for tiden plager mange land, vil proteksjonistiske tiltak kunne være en fristende kortsiktig løsning. Vi legger likevel til grunn som et viktig premiss i våre vurderinger av den økonomiske veksten, at verdens politikere i 2014 ikke innfører vesentlige nye proteksjonistiske tiltak som hindrer arbeidsdeling og frihandel.

Tvert i mot er det et håp om at amerikansk og europeisk varebytte vil kunne øke som følge av ytterligere liberalisering av handelen mellom USA og EU. Denne prosessen har stoppet noe opp etter avsløringene av USAs omfattende elektroniske overvåking av andre land.

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 i 2014 være gode muligheter til å oppnå økt verdiskapning, ikke minst dersom politikerne kan endre lovregler som hindrer vekst.



Kilde: Bloomberg

Økonomisk vekst i 2014

Økonomiske vekstanslag utarbeides av mange forskjellige analysemiljøer. Anslagene gjøres med basis i flere forskjellige makroøkonomiske indikatorer, dels kombinert med «magefølelse».

Ved inngangen til året er konsensusoppfatningen at veksten i verdensøkonomien i 2014 vil bli høyere enn hva som er registrert i 2013. OECDs vekstanslag er 3,6% for 2014, samtidig som deres anslag for veksten i 2013 er 2,7%.

Generelt ligger anslagene rundt 3,5% vekst, og vi ser ikke noen grunn til å bestride at dette kan være et fornuftig anslag for den økonomiske veksten i 2014.

Gjennom 2013 har vekstoptimismen økt for industrialiserte land, samtidig som forventningene til veksten i land med fremvoksende økonomi er blitt noe redusert. Det er særlig en bedret økonomi i USA som er forklaringen på høyere vekstanslag. I USA har etterspørselen etter boliger og boligpriser økt.

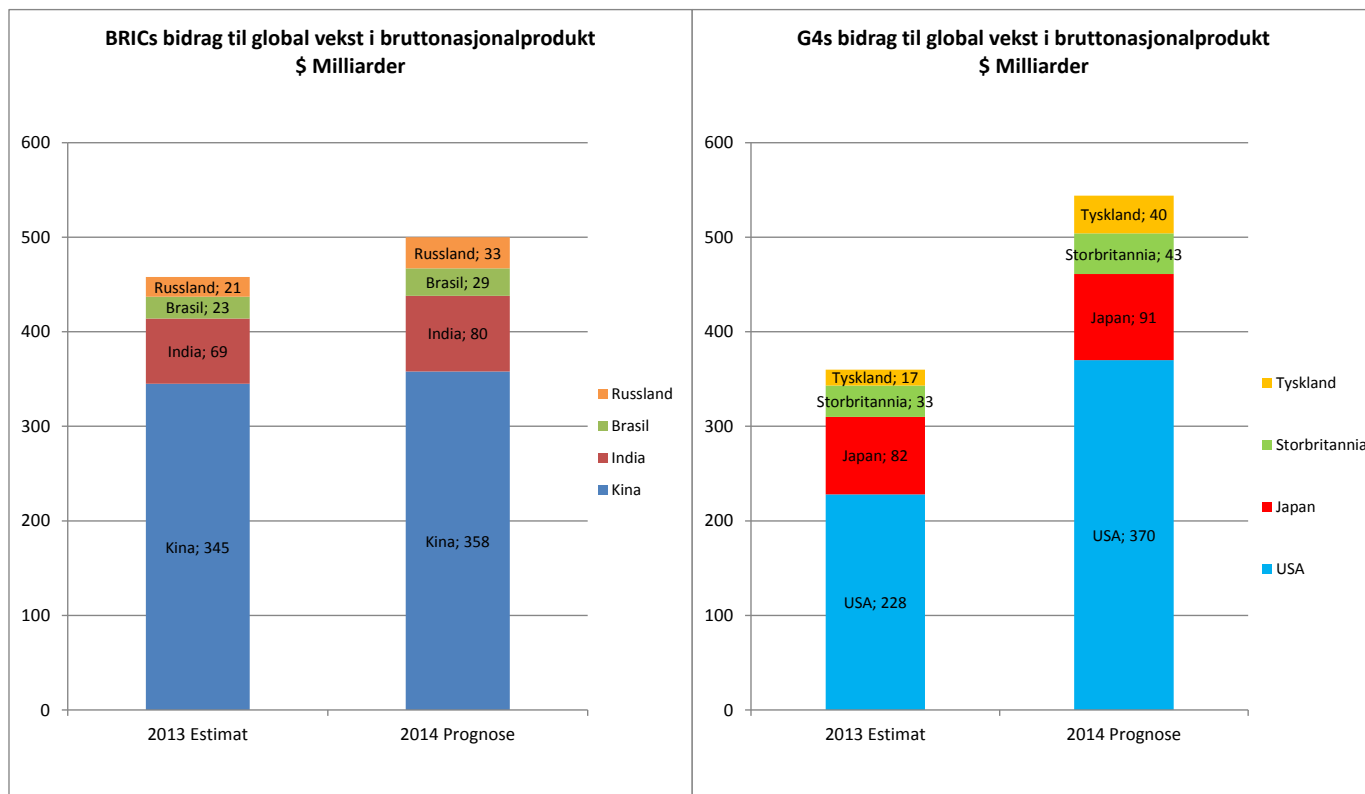
Samtidig er arbeidsledigheten i USA i ferd med å bli redusert.

For å illustrere endringen i vekstimpulser kan vi vise til anslagene fra «Economist Intelligence Unit». Tabellen viser at vekstbidraget fra USA, Japan, Storbritannia og Tyskland i sum for 2014 nå er større en det tilsvarende bidraget fra Kina, India, Brasil og Russland.

Siden finanskrisen har en vesentlig del av den økonomiske veksten skjedd i land med fremvoksende økonomi. Særlig har kinesisk økonomi gitt store vekstbidrag.

Den nye ledergruppen i Kina under partileder/president Xi Jinping har som antatt mål å gjøre den kinesiske økonomien mer rettet mot innenlandsk konsum. I de senere årene har en stor del av den kinesiske økonomien vært rettet mot eksport og innenlandske investeringer.

Noen økonomer frykter at det er blitt bygd opp «bobler» i den kinesiske økonomien, og at de er en trussel for økonomisk vekst, både i Kina og globalt.



Kilde: Economist Intelligence Unit

Real BNP vekst: Historiske verdier, estimat for 2013 og forventninger for 2014 (OECD)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013(e)	2014(e)
Verden*	3,9	1,6	-2,4	4,0	3,0	2,2	2,0	2,8
OECD	2,8	0,2	-3,5	3,0	1,9	1,6	1,2	2,3
Eurosonen	3,0	0,2	-4,4	1,9	1,6	-0,6	-0,4	1,0
USA	1,9	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,7	2,9
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013(e)	2014(e)
Tyskland	3,4	0,8	-5,1	3,9	3,4	0,9	0,5	1,7
Frankrike	2,2	-0,2	-3,1	1,6	2,0	0,0	0,2	1,0
Italia	1,5	-1,2	-5,5	1,7	0,6	-2,6	-1,9	0,6
Spania	3,5	0,9	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,3	0,5
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013(e)	2014(e)
Norge	2,7	0,1	-1,6	0,5	1,2	3,1	1,2	2,8
Sverige	3,4	-0,8	-5,0	6,3	3,0	1,3	0,7	2,3
Storbritannia	3,6	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,1	1,4	2,4
Japan	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,6	1,9	1,8	1,5
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013(e)	2014(e)
Kina	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	8,2
Brasil	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	0,9	2,5	2,2
India	10,0	6,2	5,0	11,2	7,7	3,8	3,0	4,7
Russland	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,5	2,3

Kilde: OECD Economic Outlook No. 94 (database)

*Bloomberg

Råvarer

I fjorårets rapport var vårt grunnsyn at det i 2013 generelt ville kunne være noe svakere råvarepriser, men med store forskjeller for de enkelte råvarene. Vår hovedbegrunnelse for antagelsen om en prisnedgang på råvarer var at produsentene innenfor en del råvareprodukter har fått og ville få økt kapasitet. Dessuten var vi av den oppfatning at oljeprisen ville bli lavere.

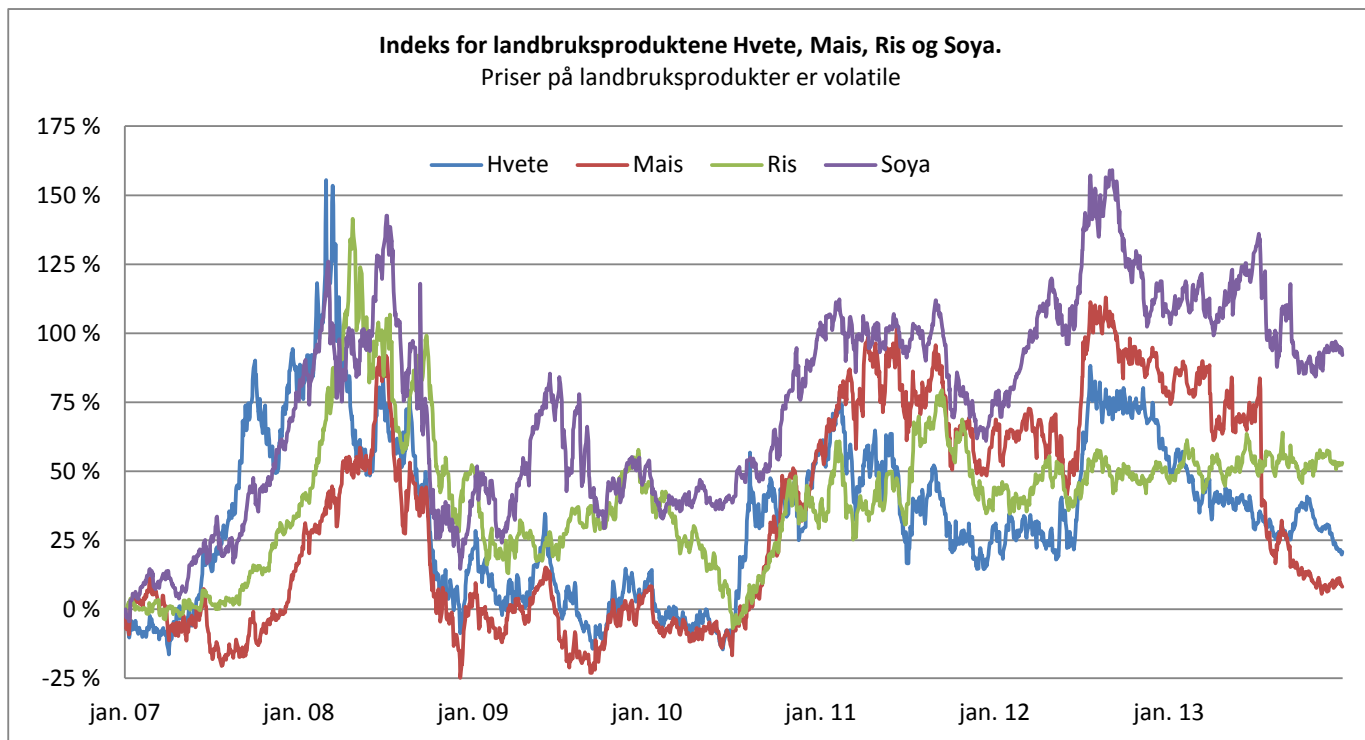
Med fjorårets fasit i hånden, var vår prognose rett. Rogers internasjonale råvareindeks falt med - 4,5%. De fleste råvarer falt i pris i 2013. For enkelte landbruksprodukter (f.eks. kakao, bomull og ris) var det likevel en prisstigning.

Hovedtrenden var dog at råvareprisene falt i løpet av 2013. Herunder kan vi merke oss en sterk nedgang i prisene på viktige landbruksprodukter som mais og hvete.

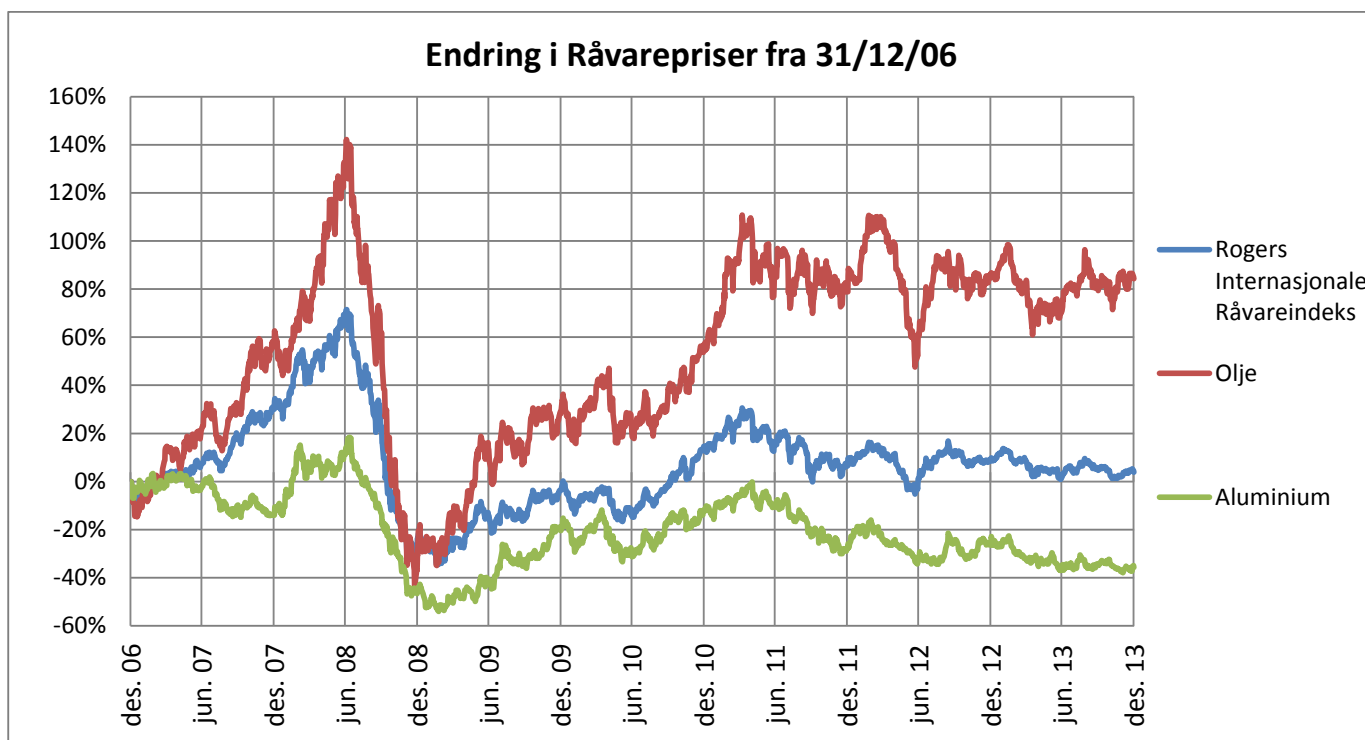
Fallet var dessuten særlig stort for edle metaller som sølv og gull. 2013 ble det første året med nedgang i gullprisen etter en kontinuerlig oppgang fra 2000. Prisene på industrimetaller falt også i 2013, men viste tegn til oppgang i desember måned.

Med vårt syn om en moderat økonomisk vekst i 2014 tror vi at de fleste råvareprisene ikke vil stige særlig mye i 2014 i forhold til prisnivået ved utgangen av 2013. Naturlige unntak vil være prisene på enkelte landbruksprodukter som kan bli rammet av avlingsforstyrrelser på grunn av dårlig vær, det være seg tørke, flom eller frost. Dessuten er det mulig at noen industrimetaller vil øke i pris, som følge av økte investeringer og utbygging av infrastruktur.

For 2014 tror vi utviklingen i de aggregerte råvareindeksene i stor grad vil være avhengig av utviklingen i prisen på råolje.



Kilde Bloomberg



Kilde Bloomberg

Energi og olje

I fjorårets rapport var vårt grunnsyn at den gjennomsnittlige oljeprisen ville falle, og endog være lavere enn 100 USD pr. fat. Denne antagelsen var feil, ettersom oljeprisen også i 2013 var svært stabil. Gjennomsnittlig Brentoljepris i 2013 var noe under 109 USD pr. fat, mot 111 USD i 2011 og 112 USD i 2012.

Forsyningssituasjonen i 2013 ble utfordret på grunn av politiske hendelser og forstyrrelser i noen av de oljeproduserende landene. Imidlertid maktet landene i Organisasjonen for oljeproduserende land (OPEC) å tilføre olje i passende mengder, slik at oljeprisen også i 2013 holdt seg stabil.

OPEC sier i sin siste årsrapport at det ikke er noen mangel på oljetilførsel i verden og at reservene er tilstrekkelige.

Det har i det siste året vært et stort fokus på den økende utvinningen av skifergass og skiferolje i USA, som er i ferd med å gjøre USA uavhengig av oljeimport. Dessuten konkurrerer oljen med både kull og gass som energibærere, ikke minst til energiproduksjon og industriell bruk. Ut fra den potensielle tilbudssiden burde oljeprisen ha falt. Imidlertid har OPEC fortsatt hatt vilje og evne til å drive markedstilpasning med sikte på å holde oljeprisen på et nivå som fortsatt er historisk svært høyt.

En stor del av verdens oljereserver og produksjon er i land med ustabile eller potensielt ustabile politiske regimer. Herunder kan nevnes Russland, Saudi-Arabia, Iran, Irak, Libya, Sudan, Sør-Sudan, Angola, Nigeria, Venezuela og Algerie. Flere av landene har i 2013 produsert langt mindre enn hva som har vært mulig. Irans store produksjonsmuligheter er også blitt kraftig begrenset som følge av den økonomisk-politiske boikotten av landet. Med unntak av en situasjon hvor Saudi-Arabias oljeproduksjon skulle falle vekk, tror vi ikke nye hendelser i OPEC-landene vil bidra til noen stor oppgang i oljeprisen.

Vi velger derfor å anta at priskartetlet i 2014 ikke i samme grad vil makte å holde oljeprisen like høy som i 2013. Vårt grunnsyn er derfor at

gjennomsnittlig oljepris (Brent) i 2014 vil falle i forhold til 2013.

Prisen antas å være innenfor intervallet 95 USD til 105 USD. At oljeprisen skulle komme til å falle under 95 USD i løpet av 2014 bør ikke utelukkes.

Renter, inflasjon og valuta

I fjorårets rapport skrev vi bl.a. følgende:

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. 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.

Som vi antok, i 2013 ble det heller ikke nevneverdig inflasjon i vestlige land, til tross for fortsatt lave sentralbankrenter og stor tilførsel av likviditet. I land med fremvoksende økonomi var det i 2013 til dels solide inflasjonstakter. Flere slike land måtte ty til høyere sentralbankrenter.

I den vestlige verden forble de kortsiktige rentene imidlertid lave, og noen sentralbanker valgte å sette ned styringsrenten. Herunder satte den europeiske sentralbanken (ECB) styringsrenten ned til 0,25%. I løpet av 2013 skjedde det en betydelig styrkelse av den internasjonale verdien av euro, dels i takt med større forventninger til at eurosamarbeidet vil

overleve. Av denne grunn ble også påslaget for italienske og spanske statsobligasjoner i forhold til de tyske statsobligasjonene solid redusert gjennom fjoråret.

Langsiktige rentesatser begynte også å stige som vedlagte renteplansjer viser. Langsiktige amerikanske og norske 10 års statsobligasjoner passerte 3% ved utgangen av 2013, og dette var en betydelig renteoppgang fra de laveste nivåene tidlig i året. Renteoppgangen er en følge av redusert arbeidsledighet og større forventninger til økt økonomisk vekst. I USA har boligprisene også begynt å stige. Vi tror at langsiktige rentesatser vil kunne stige ytterligere i 2014, ettersom den økonomiske veksten øker.

På valutafronten tror vi at den relative styrkingen som skjedde i 2013 av euro i forhold til USD vil kunne bli reversert i 2014.

Gjennom 2013 har det skjedd en kraftig verdinedgang for japanske yen (JPY). Med den relativt ville likviditetspolitikken som den japanske sentralbanken fører, synes det vanskelig å gjette hvilken retning kursen på JPY vil ta i 2014. Imidlertid har japansk økonomi et stort problem å løse når det gjelder landets statsgjeld. For omverdenen er det kanskje en trøst at fordringshaverne på den japanske statsgjelden i hovedsak er japanske innenlandske sektorer.

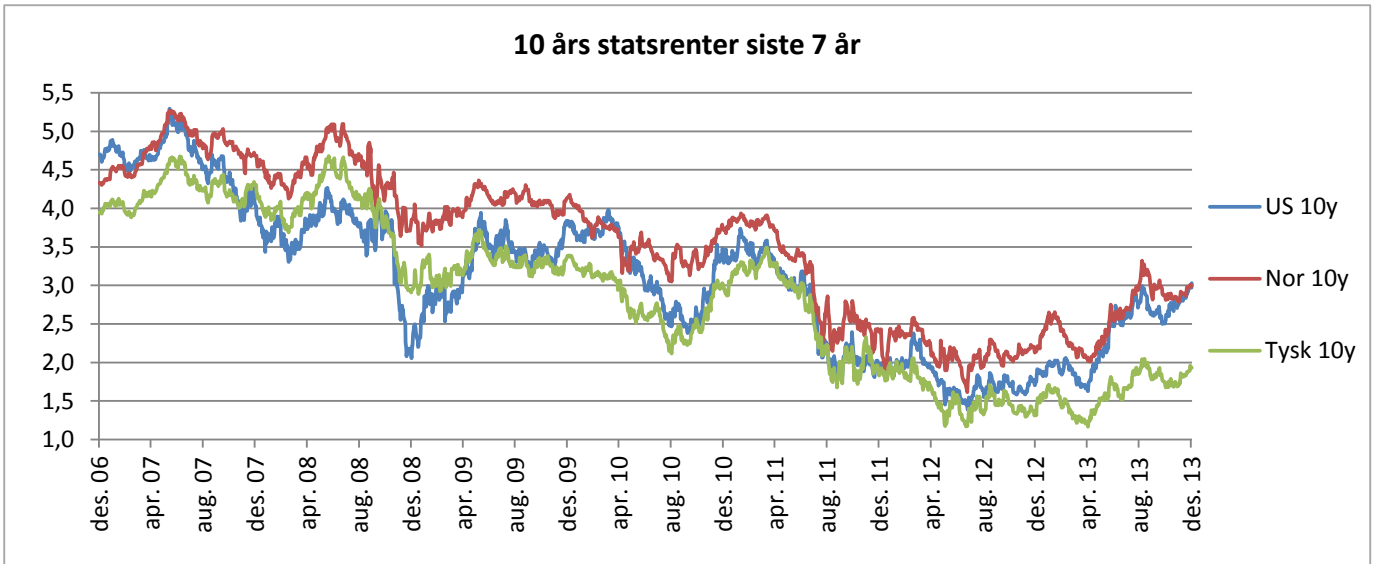
I våre økonomiske antagelser for 2013 la vi til grunn at perioden med styrking av verdien av NOK var i ferd med å avta. Vi postulerte derfor at den internasjonale verdien av NOK ved utgangen av 2013 ikke vil være noe særlig høyere enn ved inngangen til året.

Noe av årsaken til dette synet var at 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 forventet mer normale og rolige internasjonale finansmarkeder. Den særegne norske attraksjonen av «trygg havn» ville derfor kunne få noe mindre betydning.

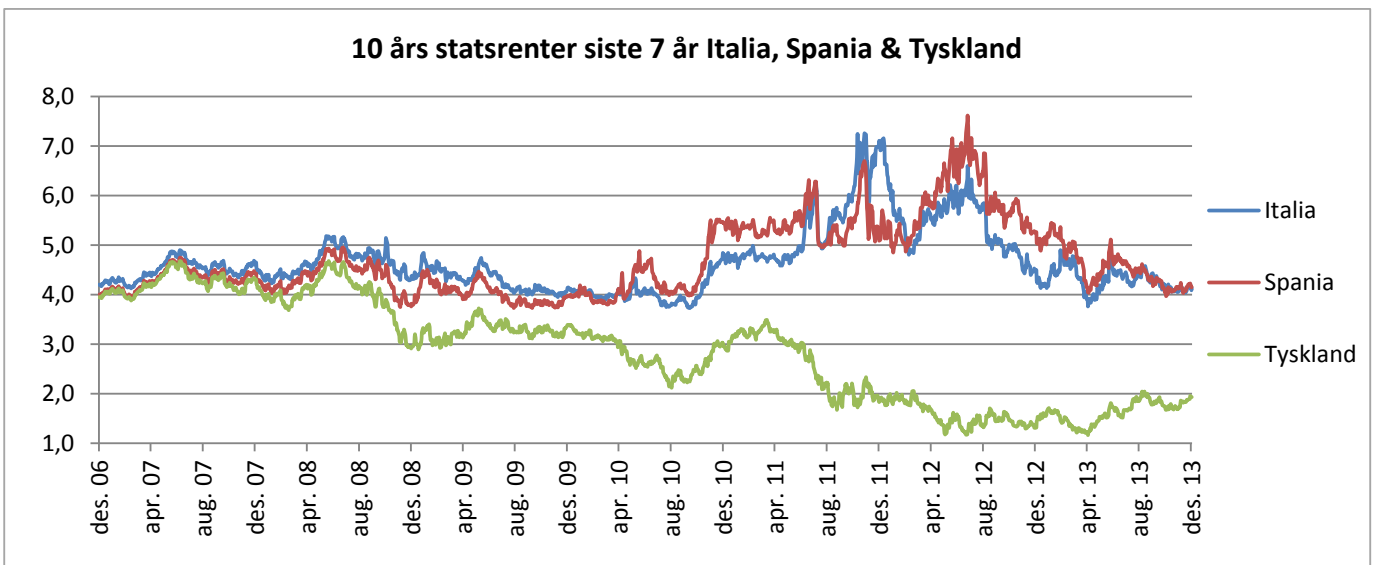
Vårt postulat om at perioden med styrking av verdien av NOK skulle bli avsluttet viste seg å være riktig. Den svekkelsen av NOK som vi var vitne til i 2013 overskred imidlertid vår fantasi, når en tar i betraktning at oljeprisen knapt svekket seg i 2013. Verdien av euro steg fra 7,34 NOK ved årets inngang til 8,36 NOK ved årsslutt. Det synes vanskelig å finne fullgode forklaringer på at NOK-svekkelsen ble så stor at euroen nesten ble 14% dyrere for nordmenn i løpet av 2013. Kan en mulig forklaring være at valutainvestorene frykter og forventer en stor nedgang i oljeprisen og derfor har valgt å unngå eiendeler i NOK og samtidig spekulerer med å selge (være «short») NOK mot andre valutaslag?

I løpet av 2014 tror vi derimot at perioden med stor verdisvekkelse av NOK vil ta slutt. Vi tror endog at deler av fjorårets svekkelse av NOK vil kunne bli noe reversert, om oljeprisen evner å holde seg over 100 USD fatet.

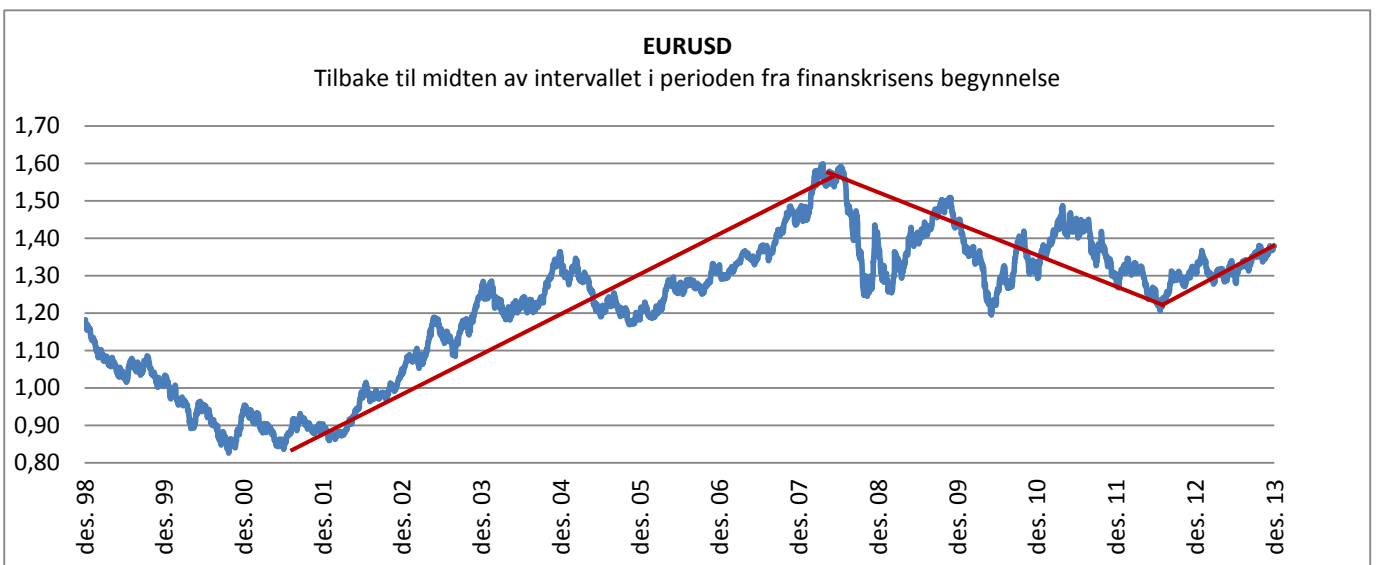
Det norske inflasjonsmålet som Norges Bank skal styre etter er 2,5%. Dette er høyere enn målsettingen til andre vestlige sentralbanker, hvor målet er 2% eller lavere. Vi synes det er på tide at inflasjonsmålet til Norges Bank blir satt ned til det nivået som andre vestlige sentralbanker styrer etter.



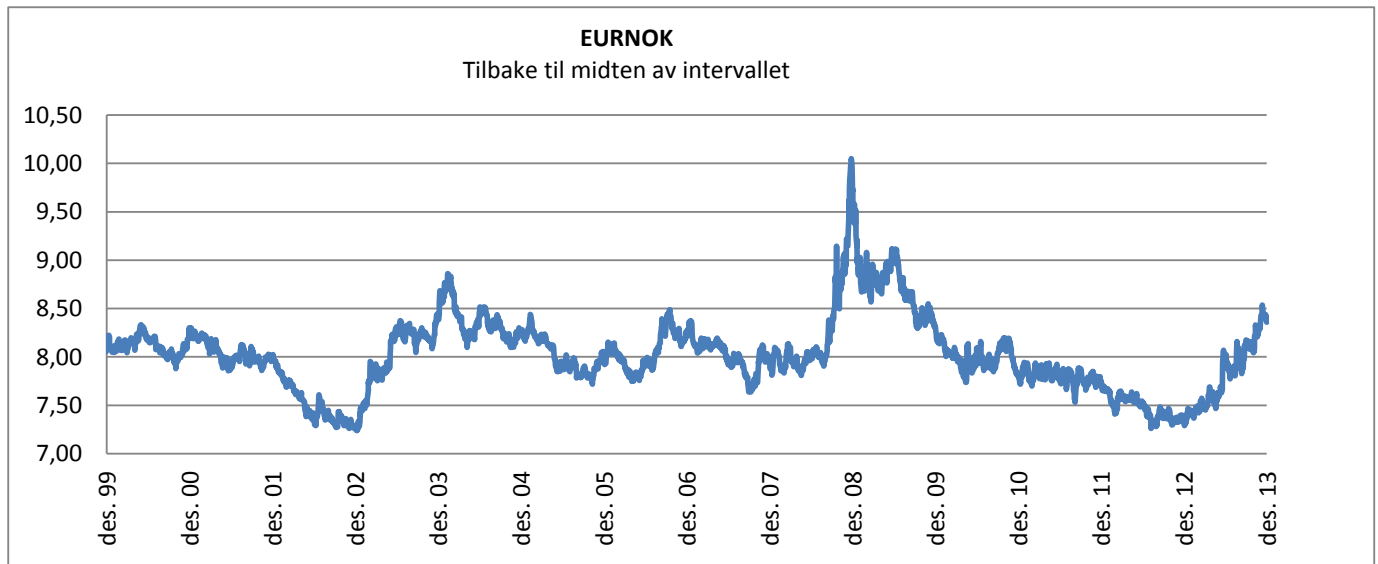
Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg

Det internasjonale politiske bildet og verdensøkonomien.

Etter at finanskrisen slo inn i verdensøkonomien i 2008 har verdens politikere heldigvis ikke innført vesentlige nye proteksjonistiske tiltak som ville ha hindret arbeidsdeling og frihandel. Derved har det også vært gode muligheter for fortsatt økonomisk vekst.

Den globale økonomiske gjeninnhenting i 2013 ble oppfattet å være skjør. Særlig ble det stilt spørsmålstegn til hvordan flere av landene i Euroområdet skulle komme seg ut av resesjonstilstanden. Kurvene for langsiktige obligasjonsrenter i Tyskland, Italia og Spania i de siste årene gir et inntrykk av eurokrisens tre faser. Ut fra rentegrafene fremstår eurokrisen som tilnærmet avblåst i løpet av 2013.

Året 2013 kan på mange måter betegnes som sentralbankenes år. Sentralbankenes pengepolitiske innsprøytninger understøttet banker og statsfinanser, og bidro derved til å understøtte den økonomiske oppgangen. Samtidig bidro pengetrykningen til en viss form for finansiell optimisme. Aksjekursene steg i takt med tilførsel av likviditet og økende risikovilje hos investorene.

Oppgangen i aksjemarkedene var således i stor grad basert på såkalt multippeleksjon og ikke økende inntjening i næringslivet. Etter finanskrisen i 2008 har næringslivet og bankene

brukt tiden til å bedre sine finansielle balanser, og i 2013 var det en økende tendens til oppkjøp og fusjoner.

I den vestlige verden synes sentralbankenes pengetrykking så langt ikke å ha medført noe inflasjonspress. Det er ledige ressurser i form av ledig produksjonskapasitet og arbeidsledige, men ikke alltid i de gruppene som næringslivet etterspør.

En kan imidlertid stille seg spørsmål om den store likviditetsskapningen som er foretatt av den amerikanske sentralbanken (Federal Reserve) indirekte har bidratt til å skape inflasjon i land med fremvoksende økonomi. Dette er i så fall en følge av globaliseringen av finansnæringen. USD er i realiteten verdens reservevaluta, og en økende mengde USD i omløp vil kunne gi grunnlag for internasjonal pengemengdevekst.

Det er grunn til å tro at oppmerksomheten i nyhetsbildet i 2014 i større grad vil dreie seg vekk fra sentralbanksjefer og pengepolitikk og mot valg av politikere, politikernes finanspolitikk og geopolitiske forhold. Slike politiske problemstillinger vil kunne få stor innvirkning på verdensøkonomien i 2014.

I 2014 skal det avholdes en rekke viktige politiske valg over hele verden.

I USA står alle medlemmene av Representantenes Hus og 1/3-del av Senatet til valg i november. I 2013 var det store problemer

med å få vedtatt de amerikanske statsbudsjettene, og statusen til amerikanske politikere er blitt betydelig svekket på grunn av politikernes manglende evne til å fatte vedtak. Det er fortsatt store underskudd i amerikanske statsfinanser, og amerikanske politikere vil også i 2014 ha store utfordringer med sin styringsform.

I mai 2014 er det valg til et nytt EU-parlament. Ved dette valget vil det være stor spenning knyttet til hvilken andel de nye folkevalgte som vil være motstandere av EU og tilhører populistiske partier av forskjellig kulør.

Videre skal det avholdes en folkeavstemming i Skottland om hvorvidt Skottland skal søke uavhengighet fra Storbritannia. Et uavhengighetsflertall vil være en utfordring både for EU-systemet og Storbritannia. Dessuten ønsker Katalonia en folkeavstemming om ytterligere uavhengighet fra Spania.

Videre skal det i løpet av 2014 avholdes parlamentsvalg både i Sør-Afrika og i verdens største demokrati, India.

I flere befolkningsrike land med fremvoksende økonomi skal det avholdes presidentvalg, herunder i Indonesia, Tyrkia og Brasil.

I alle de forannevnte fem store landene vil valgene kunne medføre politiske endringer og eventuelt sosial og økonomisk uro.

Geopolitiske problemstillinger

Det er fortsatt utallige nasjonale konflikter i verden som har karakter av å være borgerkriger /stammekriger, ofte med en morderisk religiøs vri. Slike konflikter krever stadig mange menneskeliv og har en stor negativ virkning for den økonomiske verdiskapningen.

«Economist Intelligence Unit» har ved utgangen av 2013 utarbeidet en oversikt over risikoen for sosial uro i 2014 i 150 av verdens land. Dette skal være en indikator for risikoen for at det skal oppstå protestaksjoner med preg av omfattende sosial uro. Landene er delt inn i kategoriene 1. meget lav risiko, 2. lav risiko, 3. middels risiko, 4. høy risiko og 5. meget høy risiko. Gruppen for

høy og meget høy risiko for sosial uro inkluderer hele 65 land, tilsvarende 43%.

I mange av landene med høy risiko for sosial uro er det ofte også et element av økonomisk ustabilitet. Den økonomiske ustabiliteten er ofte en følge av arbeidsledighet og nedgang i levestandard for store befolkningsgrupper.

En kan forøvrig merke seg at Thailand, hvor det nå lenge har foregått omfattende protester mot regjeringen, er kun oppført i kategorien for middels risiko, hvor forøvrig også f.eks. Storbritannia, Frankrike, India, Indonesia, Israel, Russland og Italia befinner seg. Kategorien for land med meget lav risiko omfatter kun seks land: Danmark, Japan, Luxembourg, Norge, Sveits og Østerrike.

Det største åpenbare problemområdet er fortsatt Midt-Østen. I Syria fortsetter borgerkrigen, og det er antatt at mer enn 100.000 er døde som følge av stridighetene. Videre har uenighetene mellom de forskjellige folkegruppene i Irak blusset opp på nytt, og det er tilnærmet borgerkrig i deler av landet. Videre er situasjonen i Libanon i ferd med å kunne gli over i en ny borgerkrig.

En kan merke seg at i alle de tre nevnte konfliktområdene; Syria, Irak og Libanon, er Iran involvert på et eller annet vis. Det er fortsatt åpent om det er noen reell endring i Irans eventuelle atomvåpen-opprustning etter valget av ny president.

Geopolitiske konflikter hvor flere land er involvert i regulære krigshandlinger på tvers av geografiske landegrensar har i de senere årene vært relativt få. Trusselnivået for slike konflikter synes imidlertid ikke å ha blitt særlig mindre i løpet av 2013.

Den rollen som USA etter 2. verdenskrig har påtatt seg som «verdenspoliti» synes i løpet av 2013 å ha blitt mindre. Dette skjer samtidig som de amerikanske forsvarsutgiftene er i ferd med å bli redusert. I takt med en tilbaketrekning av amerikansk militær tilstedeværelse har antagelig både Kina og Russland visse ambisjoner om å fylle eventuelle militære og geopolitiske vakuum. Begge de forannevnte landene øker sine

utgifter til militære styrker og foretar omfattende moderniseringer. Som et motsvar mot Kinas begynnende sabelrasling har statsminister Abe i Japan varslet at han vil øke landets militære potensiale.

Verdenssamfunnet venter forøvrig på nye utspill fra lukket avdeling i atommakten Nord-Korea, hvor familiedynastiets unge leder nylig har tatt livet av sin onkel.

Norsk økonomi

I fjorårets utgave av økonomiske utsikter for 2013 var vår sentrale hypotese om norsk økonomi som følger: «*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.*»

Denne hypotesen ble i løpet av 2013 ikke bestridt.

Blant det som vil bli husket for ettertiden om norsk økonomi i 2013 vil følgende tre forhold antagelig inngå:

1. Norge fikk en ny regjering, som avskaffet arveavgiften, men ikke formuesskatten
2. Norges Bank holdt sentralbankrenten på 1,5%, til tross for en betydelig svekkelse av verdien av NOK (-13,9% mot euro)
3. Statens Pensjonsfond Utland (oljefondet) nådde 5.000 milliarder kroner (nesten 1 mill.kr.pr. nordmann)

Ved inngangen til 2014 synes det fortsatt riktig å gjenta postulatet fra i fjor:

Norsk økonomi vil i 2014 være robust.
Trusselbildet for norsk økonomi vil i stor grad dreie seg om olje - og gasspriser og nivået på petroleumsproduksjonen.

Med den svekkelsen som har skjedd i verdien av NOK gjennom fjoråret er dessuten norsk næringslivs konkurranseevne blitt bedre. I løpet av 2013 ble en enda større andel av norsk næringsliv både direkte og indirekte avhengig av petroleumsnæringen.

Den kronesvekkelsen som har skjedd i 2013 har gitt større næringsmessig fleksibilitet for Norge. Det er gunstig i tilfelle oljeprisen skulle falle med en tilhørende nedgang i aktiviteten i den globale oljeservicenæringen.

Det blir spennende å se om prisveksten tar seg opp i Norge i 2014. Med en høy andel importerte varer og tjenester i økonomien er det sannsynlig at kronesvekkelsen vil komme til å bli overført i det norske prisbildet. Om ikke annet vil feriereiser til utlandet måtte bli dyrere.

Norges Bank har en målsetting om 2,5% prisvekst, som i noen år ikke er blitt nådd. Med mindre verdien av NOK skulle styrke seg betydelig, tror vi at prisstigningen i Norge i 2014 vil komme til å overskride 2,5%.

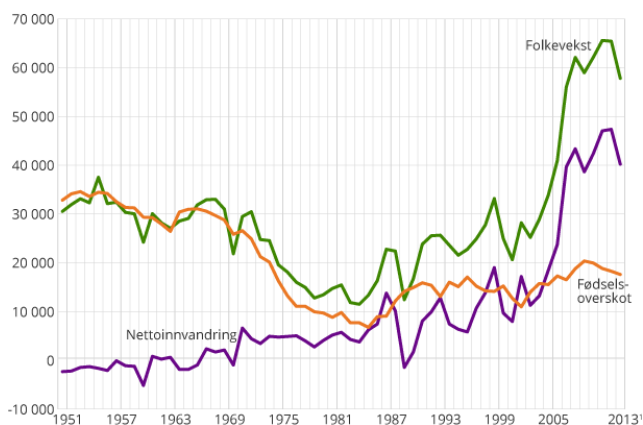
Norges Bank har i siste rentemøte varslet at de antar at den norske sentralbankrenten vil bli opprettholdt lav i lang tid fremover, og at 1,5% rente vil være den aktuelle satsen frem til 2015. Dersom inflasjonen overskrider 2,5% i løpet av 2014 blir det interessant å se om Norges Bank finner ut om dette renteutsagnet bør revideres.

I de siste årene har det vært en stor oppgang i norske boligpriser. Denne oppgangstrenden stoppet opp i 2013, men prisene falt relativt beskjedent. Vi tror ikke på noe stort videre fall i boligprisene, med mindre norsk økonomi skulle svekke seg kraftig på grunn av en nedgang i oljeprisen.

En eventuell nedgang i norske boligpriser i intervallet -5% til -10% i 2014 tror vi ikke vil få noen dramatiske følger for norsk økonomi. Tvert imot vil en slik priskorreksjon kunne være et sunnhetstegn for økonomien.

Arbeidsledigheten i Norge er lav og befolkningen fortsetter å øke, i stor grad ved innvandring.

Figur 1. Beregna fødselsoverskot, nettoinnflytting og folkevekst. Heile landet



¹ Tala for 2013 er berekna.
Kjelde: Statistisk sentralbyrå.

Forventninger til det norske aksjemarkedet i 2014

Før vi går løs på våre forventninger til det norske aksjemarkedet i 2014 er det rimelig å foreta et lite tilbakeblikk på børsåret 2013.

Vår grunnleggende forventning til utviklingen i det norske aksjemarkedet i 2013 var at det skulle skje en oppgang i fondsindeksen i intervallet 10% til 20%. Estimater for bedriftenes inntjening lå til grunn for dette anslaget for aksjemarkedsutviklingen. Inntjeningsforventningene var dels utledet av makroøkonomiske vekstforutsetninger. Forventningene ble videre vurdert mot markedets krav til risikopremie og alternative muligheter til avkastning.

Vi anså likevel at avvikene fra vår forventning om 10% til 20% positiv verdiutvikling i 2013 ville kunne være store. Herunder burde en ikke bli overrasket om verdiutviklingen for norske aksjer i 2013 skulle ende et eller annet sted i intervallet -10% til +40%.

Det var flere forskjellige faktorer som bidro til at utfallsrommet var stort, men utviklingen i oljeprisen var den største usikkerhetsfaktoren.

Vi fremholdt at det var en god mulighet for at vi i denne fasen av konjunkturutviklingen ville få en økning i multiplering av aksjer. Dette

ville 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 risiko-investeringer. Vi la likevel til grunn i vår basisforventning om verdiutviklingen i børsåret 2013 at det ikke ville skje en ekspansjon i multipleringen.

I 2013 var det en stor kursoppgang i mange av de største internasjonale aksjemarkedene, som antagelig kan tilskrives at sentralbankenes likviditetstilførsel også nådde frem til aksjemarkedene. Investorenes krav til risikopremie for å være investert i aksjer ble redusert. Aksjekursene steg og aksjemultipleringen økte, siden kursoppgangen ikke var tuftet på en tilsvarende økning i bedriftenes inntjening.

Fondsindeksen på Oslo Børs steg med vel 24% i 2013, og utviklingen ble derved noe bedre enn hva vi hadde regnet med. En vesentlig del av denne verdioppgangen for norske aksjer synes, som for de utenlandske børsene, også å ha vært likviditetsdrevet. Oppgangen for indeksen på Oslo Børs i 2013 var relativt selektiv og i stor grad konsentrert til ti selskaper. Så mye som en tredjedel av selskapene i fondsindeksen falt faktisk i verdi.

De næringsmessige forhold som preget Oslo Børs ved inngangen til 2013 gjelder også i stor grad ved inngangen til 2014. Det som er endret er at en del selskaper er blitt betydelig reprimert. Samtidig prises flere andre selskaper som ved inngangen til 2013.

Prisingen av fondsindeksen etter forholdstall for pris/bokført verdi og pris/inntjening begynner nå å komme over de historiske gjennomsnitt.

I dagens situasjon med svært lave renter synes det likevel naturlig med en noe lavere risikopremie for investeringer i aksjer.

For å besvare spørsmålet om hvilket utfallsrom som vi kan forvente oss av norske aksjer i 2014 må vi ta stilling til en rekke problemstillinger. Ved inngangen til 2014 velger vi bl.a. å gjøre

følgende antagelser som har innvirkning på prisingen av selskapene på Oslo Børs:

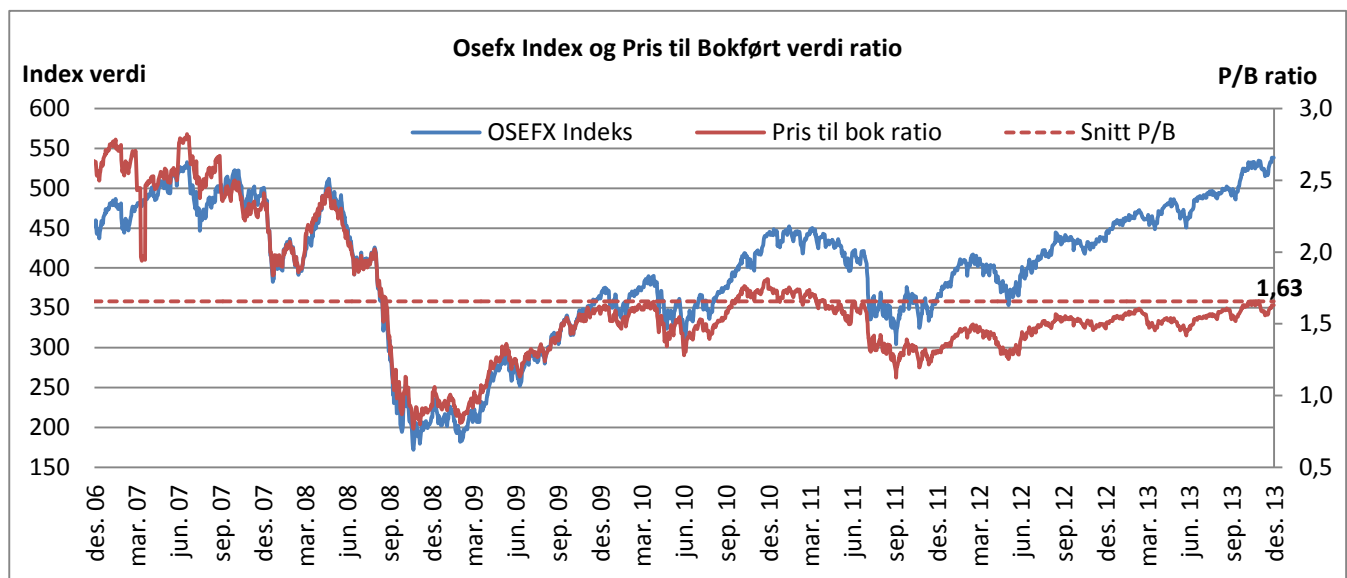
1. Global økonomisk vekst rundt 3,5%
2. Internasjonale aksjemarkeder faller ikke vesentlig tilbake
3. Ingen (vesentlig) ytterligere multipplekspansjon for norske aksjer
4. En svak nedgang i oljeprisen
5. Deler av svekkelsen av NOK blir markedsmessig reversert (sterkere NOK)
6. Langsiktige norske rentesatser stiger noe over nivået ved utgangen av 2013
7. Økende aktivitet mht. oppkjøp og fusjoner.

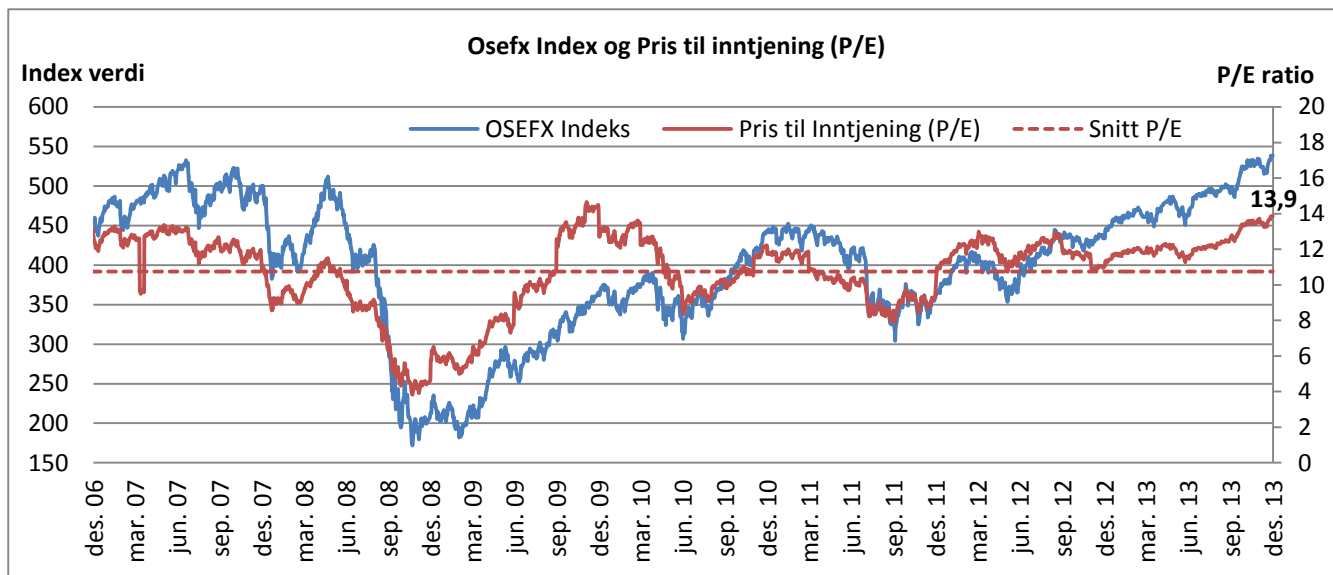
Med bl.a. ovennevnte syv punkter i minne finner vi det rimelig å forvente en ytterligere verdioppgang på Oslo Børs i 2014. Vi tror imidlertid ikke at oppgangen vil bli like kraftig som i 2013.

Vårt basisestimat for utviklingen på Oslo Børs i 2014 er at det vil kunne skje en oppgang i fondsindeksen i intervallet +5% til +15%. Det mulige utfallsrommet for verdiutviklingen er imidlertid svært bredt, og det er fullt mulig å lage scenarier for utfall på både -15% og +35%.

Ved vår investeringsaktivitet bestreber vi oss på å gi andelseierne en best mulig avkastning vurdert mot den risiko som tas. Ved sammensetningen av de norske aksjeporteføljene ved inngangen til 2014 har vi tatt utgangspunkt i at vi forventer at investeringene i sum vil gi andelseierne en forventet avkastning i intervallet +5 % til +15%.

I vår portefølje-sammensetning ved inngangen til året har vi ikke lagt til grunn en høyere oljepris.





Kilde: Bloomberg

Oppsummering

Det forventes at den økonomiske veksten i verden blir noe høyere i 2014 enn i 2013. OECD forventer i sin siste rapport en global vekst på 3,6% i 2014 mot anslått 2,7% i 2013.

I 2013 ble den økonomiske veksten stimulert av sentralbankenes pengepolitiske tiltak. Dette medførte en solid oppgang i de internasjonale aksjemarkedene og en reduksjon i finansielle risikopremier.

Rentenivået for langsiktige statsobligasjoner begynte imidlertid å stige i flere vestlige land, til tross for at sentralbankene har opprettholdt et regime med tilnærmet null rente for kortsiktig sentralbanklikviditet.

Denne oppgangen skyldtes at investorene nå regner med at den økonomiske veksten vil kunne fortsette på egen hånd. Det forventes at arbeidsledigheten vil bli redusert og at også investeringene vil øke i 2014.

I 2014 er det valg til viktige politiske forsamlinger i mange land. Utfallet av valgene kan påvirke den økonomiske politikken som blir ført. Dermed risikerer man også at den økonomiske veksten i 2014 i større grad vil være avhengig av og utsatt for politikernes finanspolitiske aktiviteter og politiske krumpring.

Utfallsrommet for den økonomiske veksten i verden i 2014 er ganske mye videre enn det nivået som er analytikernes konsensusestimert.

Ettersom det fortsatt er betydelige ledige ressurser, herunder arbeidskraft, kan veksten bli betydelig større om markedene får fungere og internasjonalt varebytte ikke blir motarbeidet. På den annen side kan politikerne ved sine tiltak risikere å strupe global handel og dermed økonomisk vekst.

Mange oppfatter norsk økonomi som godt beskyttet mot svingninger i internasjonal økonomi pga. solide statsfinanser og sterk utenriksøkonomi. Herunder legges det vekt på den økonomiske frihetsgraden som følger av utenlandsformuen som er samlet i «Oljefondet».

Dette trygghetsbildet er imidlertid en illusjon, ettersom få land i verden er like avhengig av et fritt internasjonalt varebytte som Norge. Norsk næringsliv er i de siste årene blitt stadig mer direkte og indirekte avhengig av utviklingen i petroleumsnæringen, og har nytt godt av en høy oljepris.

Den overraskende svekkelsen av verdien av NOK i 2013 har dog til en viss grad bedret konkurranseevnen til norsk næringsliv. Dersom oljeprisen skulle falle kraftig i 2014, vil det bli nødvendig med endringer i norsk økonomi. Vi krysser likevel fingrene og legger til grunn at oljeprisen i 2014 vil falle relativt

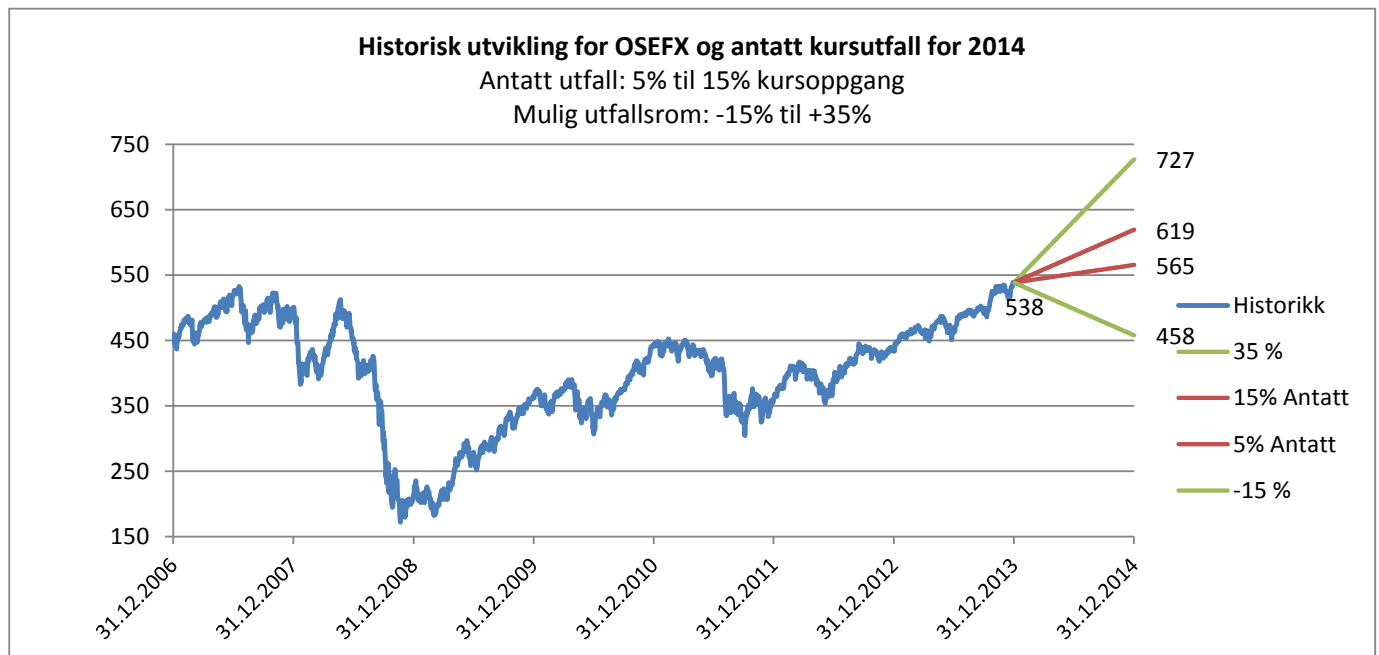
beskjedent i forhold til det relativt stabile prisenivået for råolje i de siste tre årene.

Med forutsetningen om en internasjonal vekst som forventet av OECD og en gjennomsnittlig oljepris som ikke faller under 90 USD fatet, legger vi til grunn at utviklingen i norsk økonomi også i 2014 vil være god.

Vårt basisanslag for utviklingen i fondsindeksen på Oslo Børs er at det vil skje en verdiendring i

intervallet +5% til +15%. Antagelig vil aksjeavkastningen slå den beskjedne avkastningen av å være investert i langsiktige norske statsobligasjoner.

Utfallsrommet for avkastning i det norske aksjemarkedet i 2014 er likevel stort, og verdiutviklingen er bl.a avhengig av internasjonal økonomi, internasjonale aksjemarkeder og oljeprisen.



Redaktør og ansvarlig for innholdet er

Odd Hellem
Investeringsdirektør