

Oslo, 22. januar 2016



## Forord

Vi har i de siste årene utarbeidet notater kalt «økonomiske utsikter for 20...», som har vært sydd over samme lest. Formålet med dette skrevet er som i tidligere år, å formidle tanker om hva vi forventer oss av internasjonal og norsk økonomi i 2016, og implikasjoner for aksje- og høyrentemarkedet. Innholdet må vurderes og sees i sammenheng med våre månedlige markedsrapporter.

## Konklusjon

Den økonomiske veksten i verden forventes å være positiv i 3-3,5 % -området, som er om lag som i de siste årene. Det vil fortsatt være store globale forskjeller i økonomisk vekst. Lavere oljepris og reduserte oljeregninger har gitt høyere disponibel inntekt og bedret handelsbalansene i en rekke land. Vi antar en moderat oljepris i 2016 i intervallet 35 til 50 USD. Mulighetene for ny vekst er ikke blitt tilstrekkelig utnyttet. Fortsatt er høy statsgjeld i mange land et stort problem, som begrenser finanspolitikkenes muligheter. En rekke sentralbanker fører en ekstrem lavrentepolitikk, som skaper uvanlige og skadelige finansielle spenninger.

Pengepolitikken vil forhåpentlig bli noe moderert i løpet av 2016, men sentralbankene er fortsatt manisk opptatt av å øke inflasjonen.

Geopolitiske hendelser vil kunne begrense økonomisk vekst, og det vil særlig bli rettet oppmerksomhet mot den politiske utviklingen i EU. I internasjonale finans- og kapitalmarkeder er det vanskelig å finne investeringer som kan forventes å gi positiv realavkastning med lav risiko.

For Norge og norsk økonomi er den kraftige nedgangen i oljeprisen negativ, men virkningen er i stor grad blitt korrigert ved de siste årenes kronesvekkelse. Norske næringer utenom petroleumsnæringen har fått en betydelig forbedret konkurransesituasjon og inntjeningsevne, og selskapene vil i 2016 kunne vise evne til omstilling. Det vil bli en strukturell økning i norsk arbeidsledighet, men den private etterspørselen vil bli opprettholdt ved myndighetenes aktive bruk av finanspolitikken.

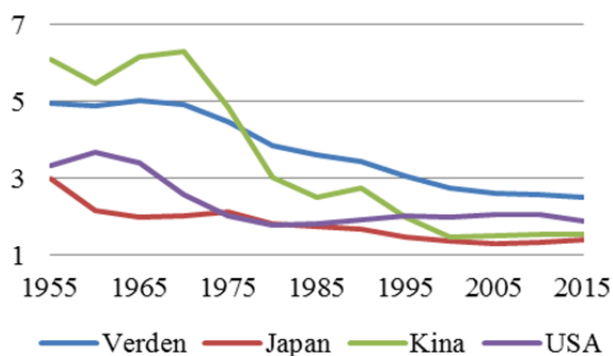
Aksjeverdier på Oslo Børs har stigningsmuligheter, men oljeprisen og internasjonale aksjemarkeder vil være utslagsgivende for utviklingen.

## Demografi og økonomisk vekst

Potensialet for økonomisk vekst over tid er i hovedsak en funksjon av antallet mennesker som er i arbeid, og hvor effektivt de jobber. Etter at finanskrisen inntraff i 2008 har det vært et stort fokus på produktiviteten, som ikke lenger øker like raskt som i årene før krisen. Størrelsen på arbeidsstokken endres derimot langsomt og blir tatt for gitt. Det er ikke helt riktig.

Det pågår for tiden dramatiske endringer i både utviklingen og sammensetningen av verdens befolkning. I 2016 vil det for første gang siden 1950 bli en global nedgang i tallet på mennesker i arbeidsfør alder (15-64 år). I følge FNs prognoser vil denne nedgangen fortsette til 2050 og utover. I Kina skjedde dette skiftet i fjor. I flere store vestlige økonomier begynte denne utviklingen allerede for mange år siden. I Japan har befolkningen i arbeidsfør alder falt jevnt og trutt siden 1996. Årsaken er fallende fertilitet (se figur nedenfor). Kvinner verden over får færre barn enn tidligere. Samtidig vokser befolkningen i alderen over 65 år. Veksten i den eldre delen av befolkningen er en funksjon av befolkningsstrukturen (se figur i neste kolonne) og bedre tilgang på medisins- og helsetjenester.

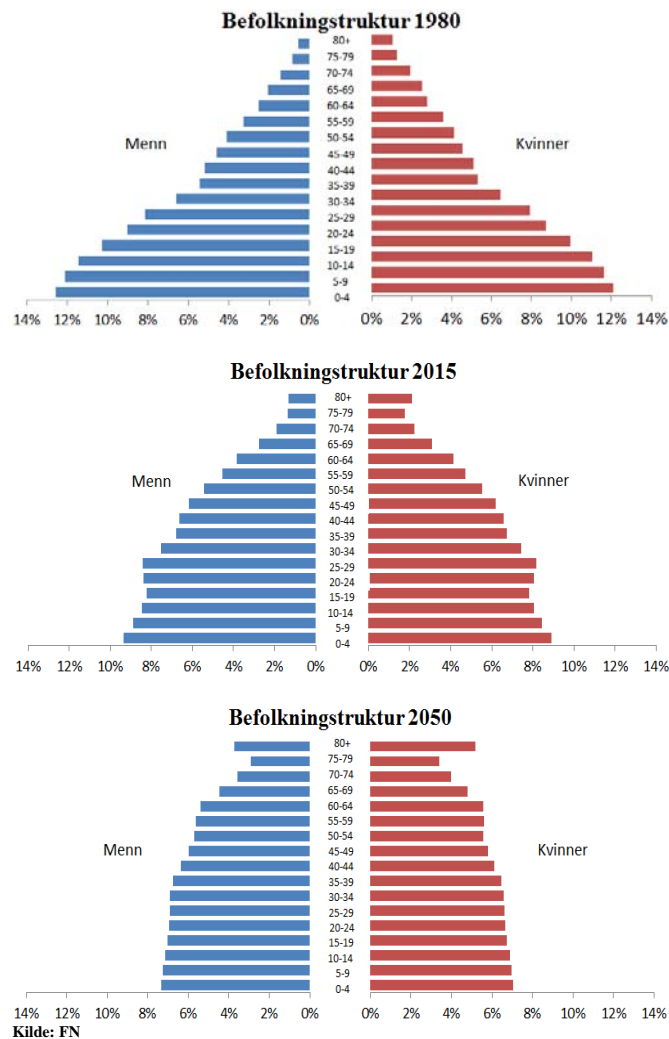
Antall barn født per kvinne



Kilde: FN

Utviklingen med færre personer i arbeidsfør alder og flere pensjonister har betydelige økonomiske konsekvenser, som nå begynner å komme til syne. Mangel på arbeidskraft er en utfordring, og mangel på kunder er en annen. Forbruks- og sparevaner endrer seg naturlig gjennom livet. I 20- og 30-årene (etableringsfasen), er forbruket høyt.

I 40- og 50-årene øker sparingen ettersom inntekten øker mens forbruksbehovet ikke vokser – det spares til pensjonisttilværelsen.



I 60- og 70-årene faller ikke forbruket, men det gjør inntekten, og pensjonistene tærer på oppsparte midler.

Den store baby-boom-generasjonen, som ble født like etter andre verdenskrig, har nå begynt å gå over i pensjonistenes rekker. Inntil nylig har «baby-boomerne» tjent godt og spart mye. Det har bidratt til lavere renter men også lavere konsumvekst enn tidligere. Dette forholdet er nå i ferd med å endres.

Flere pensjonister vil relativt sett bidra til mer forbruk og mindre ønsket finanssparing. Dette vil kunne påvirke rentenivået og lede til høyere renter. Samtidig vil befolkningens forbruksmønster endres: det blir relativt sett færre innkjøp av varige forbruksvarer og eiendom, og større forbruk av helsetjenester og medisiner.

I USA (verdens største økonomi) er det demografiske skiftet en del av forklaringen på den lavere arbeidsdeltakelsen som har falt til 62,4% i 2015. Dette er det laveste nivået på 40 år. Arbeidsdeltagelsen forventes å falle videre til 61% i 2022.

Tidligere trodde økonomene at nedgangen var en følge av at langtidsledige ga opp å se etter jobb. Sentralbanken (Federal Reserve) forutså derimot at utviklingen kan forklares ved strukturelle faktorer; baby-boom-generasjonen går ut i pensjon, yrkesdeltakelse blant kvinner øker ikke mer, unge studerer lenger og noen ufaglærte har gitt seg.

Økonomene i Federal Reserve anslår i dag at det langsiktige vekstpotensialet i amerikansk økonomi har falt fra 3 % før finanskrisen, til 2%.

## Økonomisk vekst 2016

«Economies are made in bedrooms» ifølge Hans Rosling, professor ved Karolinska instituttet. Han påpeker at den viktigste faktoren for økonomisk vekst er befolkningsveksten. Selv om befolkningen fortsatt øker har den globale vekstraten vært fallende i lang tid. Dette begrenser derved potensialet for økonomisk vekst. Dette gjelder særlig i avanserte økonomier hvor hver kvinne føder relativt få barn.

I lys av denne utviklingen skal vi her se nærmere på den økonomiske veksten i 2016. Vi tar først for oss våre bekymringer knyttet til økonomisk vekst, for vi ser på mulighetene for sterkere vekst, og til slutt gjennomgår vi våre forventninger til de tre største økonomiene i verden: EU, USA og Kina.

Det er ingen mangel på bekymringer knyttet til den globale økonomiske veksten i 2016. Enkelte bekymringer er små, for de har liten reell påvirkning på verdensøkonomien. Her kan nevnes usikkerhet rundt valget i USA, terrorangrep og borgerkriger i Midtøsten og Afrika. Dette har inntruffet tidligere uten store økonomiske konsekvenser. Derimot kan denne typen hendelser få bekymringsfulle følger i form av store flyktningestrømmer. Migrasjonen kan lede til proteksjonisme og derved redusert handel. Det vil også være negativt å få en amerikansk president som ikke ønsker å bidra til å styrke verdenshandelen. Global handel er av avgjørende betydning for den økonomiske veksten.

Vi er likevel mer bekymret for den høyst reelle muligheten for at det britiske folk stemmer Storbritannia ut av EU. Det vil trolig føre til betydelig lavere økonomisk vekst i Europa, og kunne sette hele EU-samarbeidet i fare.

I våre vekstanslag tar vi forbehold om at det på globalt nivå ikke innføres nye proteksjonistiske tiltak i 2016.

Vi er også bekymret for at lave olje- og råvarepriser ikke bare vil redusere overskuddene hos produsentene, men også i andre næringer som leverer investeringsvarer og tjenester til den kapitalintensive energisektoren. Det er ingen tvil om at lave priser vil begrense veksten i energi- og råvareeksporterende land i 2016. Samtidig er det godt mulig at vi begynner å se en bedring i oljeprisene utover i året. I mellomtiden nyter oljeimportører og råvarekonsumenter godt av lave priser og får bedret balanse.

En lavere gjennomsnittlig oljepris i 2016 har samme effekt som en skattelettelse for alle næringer og konsumenter som benytter oljeprodukter. I kombinasjon med rekordlave renter globalt, vil 2016 kunne bli et godt år for konsumenter flest. Bedret konsumentkjøpekraft vil bidra til den økonomiske veksten - amerikanske konsumenter alene representerer 14 % av globalt BNP - og kanskje til økende inflasjon. Høyere inflasjon enn ventet tror vi kan være en av overraskelsene i 2016.

Asiatiske sentralbanker stimulerer også økonomien gjennom en mindre restriktiv pengepolitikk som vil bidra til økt konsum. I India gjør også statsminister Narendra Modi et betydelig reformarbeid. Det kan gi et ekstra økonomisk løft, og bidra til at India kan overraske på vekststatistikken for 2016.

En annen positiv overraskelse kan være en betydelig større verdenshandel som følge av at sanksjonene oppheves mot Iran, (potensielt) Russland, Kuba og Myanmar. Dette vil ikke bare bidra til styrket vekst lokalt i landene, men vil også bety nye forretnings- og profitt-muligheter for internasjonale bedrifter. Ett eksempel er Airbus og Boeing som nå kan selge fly til Iran. Vi legger til grunn at denne økte handels-virksomheten i fremvoksende økonomier samlet kan bidra positivt til den globale økonomiske veksten.

Bedre vilkår for internasjonal handel vil være kjærkomment i de mange eksportrettede landene i EU. Det er også en forventning om at lavere oljepriser vil ha en positiv effekt i 2016. Den europeiske sentralbankens (ECB) kvantitative lettelse vil også ha en stimulerende effekt på etterspørselen etter varer og tjenester. ECB skal hver måned i 2016 kjøpe statsobligasjoner for €60 milliarder for å stimulere økonomien.

Veksten i eurolandene vil kunne øke fra 1,5% i 2015 til 1,7% i 2016, ifølge IMF.

Europas aldrende befolkning, som ikke i like stor grad som yngre endrer forbruksmønster i takt med renten, gjør at ECBs stimuli har mindre effekt enn tidligere. Samtidig kan ikke pengepolitikken alene øke veksten i en region der befolkningen i arbeidsfør alder faller. Strukturelle endringer må gjennomføres for å øke sysselsettingen, spesielt blant de mange unge arbeidsledige syd i Europa.

Eurolandenes bruttonasjonalprodukt er nå høyere enn nivået fra tiden før finanskrisen, men det har tatt lang tid å komme dit. USA nådde denne milepælen i 2011, og har vokst 10% siden den gang.

For 2016 er bekymringen totalt sett at veksten kan bli svak, særlig i Tyskland som har levd godt på eksport til Kina.

Europa blir trolig en beskjeden bidragsyter til global vekst også i 2016. Men i større grad enn i 2015 kan europeisk økonomi overraske positivt, godt hjulpet av svak valuta og eksportvekst.

Kina forblir den største bidragsyteren til global vekst også i 2016. En krympende befolkning i arbeidsfør alder bidrar til å øke lønnspresset. Kinesisk næringsliv satser nå i økende grad på robotisering av produksjonen, eller flytter produksjonen til nye lavkostland. Samtidig er investeringsbølgen som begynte ved årtusenskiftet i ferd med å ebbe ut. Mye av infrastrukturen og nye boliger som Kina sårt trengte, er nå på plass. Kina har gått fra å være et lavinntektsland til et mellominntektsland.

Kinesere har begynt å redusere sparetakten og øke konsumet, dels som en konsekvens av en aldrende befolkning. Likevel vil ikke overgangen til en konsumdrevet økonomi gå raskt nok til å opprettholde veksttaket på syv prosent som i den foregående femårsplanen. Neste femårsplan, som skal presenteres i mars, vil trolig legge vekstambisjonene til 6,5 % eller noe lavere.

Endringen i kinesisk økonomi gjør at bransjer som retter seg inn mot konsumenter, vil kunne oppleve god vekst. Dette inkluderer bilbransjen, oljebransjen og varehandelen generelt. I 2016 vil Kina bidra til å redusere gapet mellom tilbud og etterspørsel etter olje.

På den annen side vil veksten i bransjer som leverer utstyr og materialer til tungindustrien og byggsektoren kunne oppleve redusert vekst eller tilbakegang.

Vi tror ikke på en kollaps i kinesisk økonomi. Selv ikke boligmarkedet, der enkelte analytikere har antydnet at det har vært over 50 millioner tomme leiligheter, ser så mørkt ut som tidligere. I store kinesiske byer begynte eiendomsprisene å stige i andre halvdel av 2015.

Dette vil trolig forplante seg til mindre byer i løpet av 2016. Det vil bidra til å ta unna overskuddet av boliger, og etter hvert må nye bygges. Noen ny byggeboom blir det dog ikke.

IMF prognostiserer en vekst på 6,3 % i Kina i 2016. Veksten kan bli noe lavere, men 6 % er fortsatt langt fra en resesjon. Slike vekstanslag er godt nytt for vestlige selskaper som eksporterer konsumvarer til Kina. Store svingninger i det kinesiske aksjemarkedet skjuler en relativt moderat utvikling i realøkonomien. Gjeldsbyrden i Kina er likevel høy, og det vil bli krevende å redusere den de neste årene. Det gjør at vi er noe mer nøkterne i våre forventninger til kinesisk vekst enn IMF.

Utviklingen i amerikansk økonomi var sterk nok til å øke sentralbankrenten i 2015. Den positive trenden forventes å fortsette i år. IMF forventer en liten økning i USAs økonomiske vekst fra 2,5% i 2015 til 2,6% i 2016. En relativt god veksttakt har ført til lavere arbeidsledighet, men enn så lenge ikke til høyere lønninger. Lønnsøkningen vil trolig skje i 2016. Det øker sannsynligheten for ytterligere rentehevinger. Høyere renter vil etter en stund bidra til å bremse veksttaket. Med utgangspunkt i økonomens kronisk noe overdrevne optimisme i begynnelsen av året, samt demografiske endringer som gjør at arbeidsdeltagelsen stadig blir lavere, tror vi risikoen kan være på nedsiden for den amerikanske økonomien i 2016. Amerikansk økonomi vil også være avhengig av den videre utviklingen i den for tiden sterke amerikanske valutaen.

I sum tror vi verdensøkonomien i 2016 vil fortsette i vekstsporet fra de siste årene. Vi forventer at verdiskapningen globalt stiger til mellom 3% og 3,5%.

Dette er noe lavere enn IMF's anslag, men IMF har som de fleste andre prognosemakere en tendens til å være litt for optimistiske i begynnelsen av året.

Det er i følge IMF større sannsynlighet for at vekstestimatene ikke blir nådd enn at de blir overtruffet. Samtidig ligger det an til at det ikke blir noen brå endringer i veksten

## Råvarer

For 2015 ventet vi fallende priser på landbruksprodukter, fallende pris på gull om dollaren styrket seg, og noe høyere priser på enkelte metaller om veksten i verdensøkonomien oversteg anslaget på 3,5%. Disse prognosene var gode, men den siste forventningen inntraff ikke. Så ble da heller ikke veksten i verdensøkonomien mer enn 3,1%.

2015 ble i det hele tatt et tungt år for råvareinvestorer.

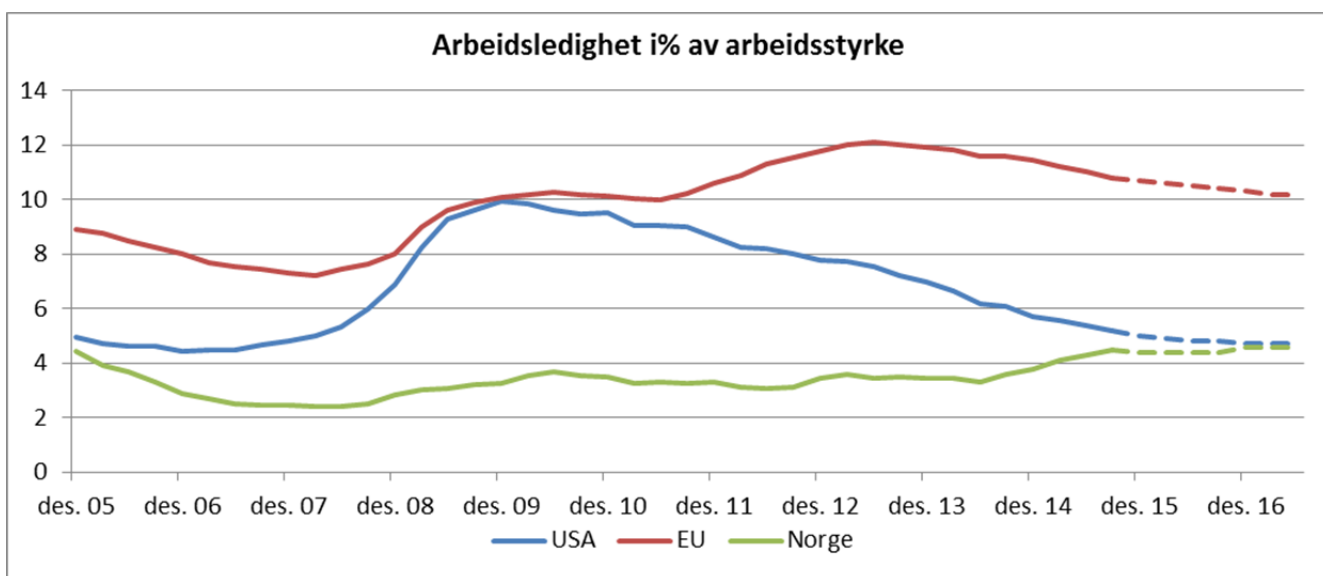
Rogers råvareprisindeks sank hele 26% målt i USD. Alle vesentlige metaller falt i pris målt i USD. Det gjorde også de fleste landbruksprodukter, med unntak av kakao, bomull, sukker og ris. Rogers indeks er nå på sitt laveste nivå siden 2003!

I lys av denne kraftige korreksjonen i råvaremarkedet, og våre antagelser om global vekst, forventer vi generelt utflatende eller til og med noe økende råvare priser i 2016.

Flere gruver og smelteverk har blitt stengt ned i løpet av 2015, og betydelig overskuddskapasitet er eliminert.

BNP vekst i %								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (E)	2016 (E)
Verden	0	5,4	4,1	3,4	3,3	3,4	3,1	3,4
Eurosonen	-4,5	1,9	1,6	-0,7	-0,4	0,9	1,5	1,7
USA	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	2,5	2,6
Tyskland	-5,1	3,9	3,4	0,9	0,5	1,6	1,5	1,7
Frankrike	-2,9	2	2,1	0,3	0,3	0,2	1,1	1,3
Italia	-5,5	1,7	0,4	-2,4	-1,9	-0,4	0,8	1,3
Spania	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	1,4	3,2	2,7
Norge*	-1,6	0,5	1,3	2,9	0,6	2,2	0,9	1,3
Sverige*	-5	6,6	2,9	0,9	1,6	2,3	2,8	3
Storbritannia	-5,2	1,7	1,1	0,3	1,7	2,9	2,2	2,2
Japan	-5,53	4,65	-0,48	1,5	1,5	0	0,6	1
Kina	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,3	6,9	6,3
Brasil	-0,32	7,5	2,7	1,03	2,49	0,1	-3,8	-3,5
India	8,5	10,3	6,6	4,7	5	7,3	7,3	7,5
Russland	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,7	-1

Kilde: IMF per 19.01.2016 \* Estimater er basert på IMF Economic Outlook per oktober 2015.



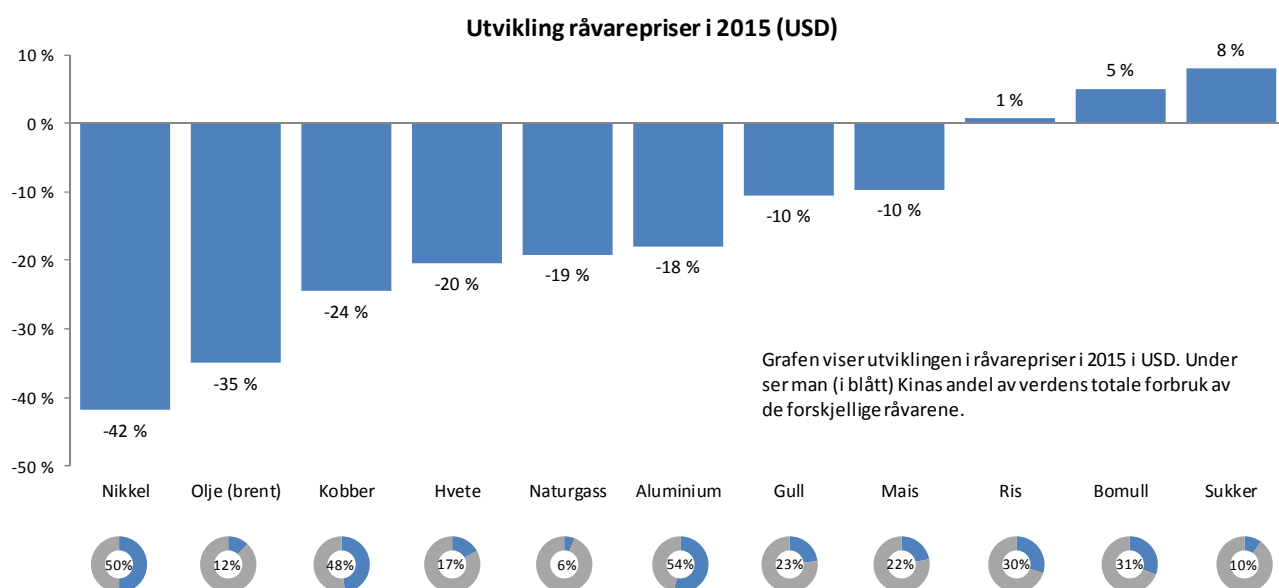
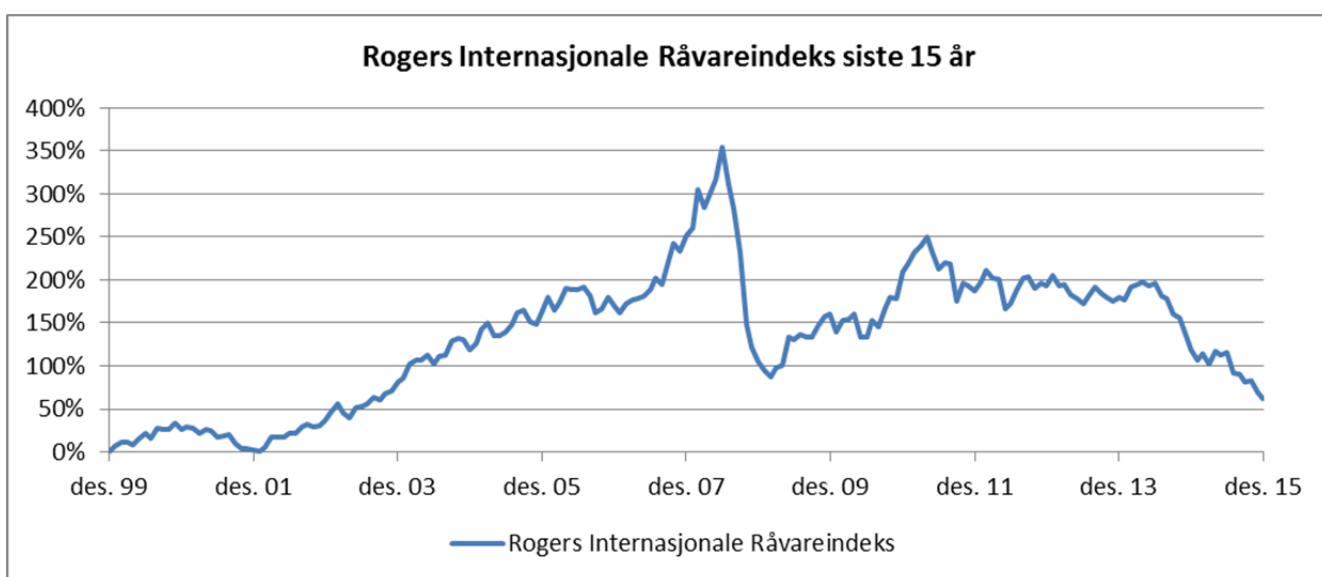
Kilde: Bloomberg

Det gjelder blant annet aluminium og kobber, hvor tilbud og etterspørsel ser ut til å være noenlunde i balanse. Lagerbeholdningen vil etter hvert synke, og for enkelte metaller (f.eks. sink) kan etterspørselsveksten gi seg utslag i betydelig høyere priser. Forutsetningene for å oppnå høyere priser er at de fremvoksende økonomier klarer en bedre økonomisk vekst enn i 2015. IMF forventer 4,3% økonomisk vekst for de fremvoksende økonomier i 2016, en økning på 0,3%-poeng fra i fjor.

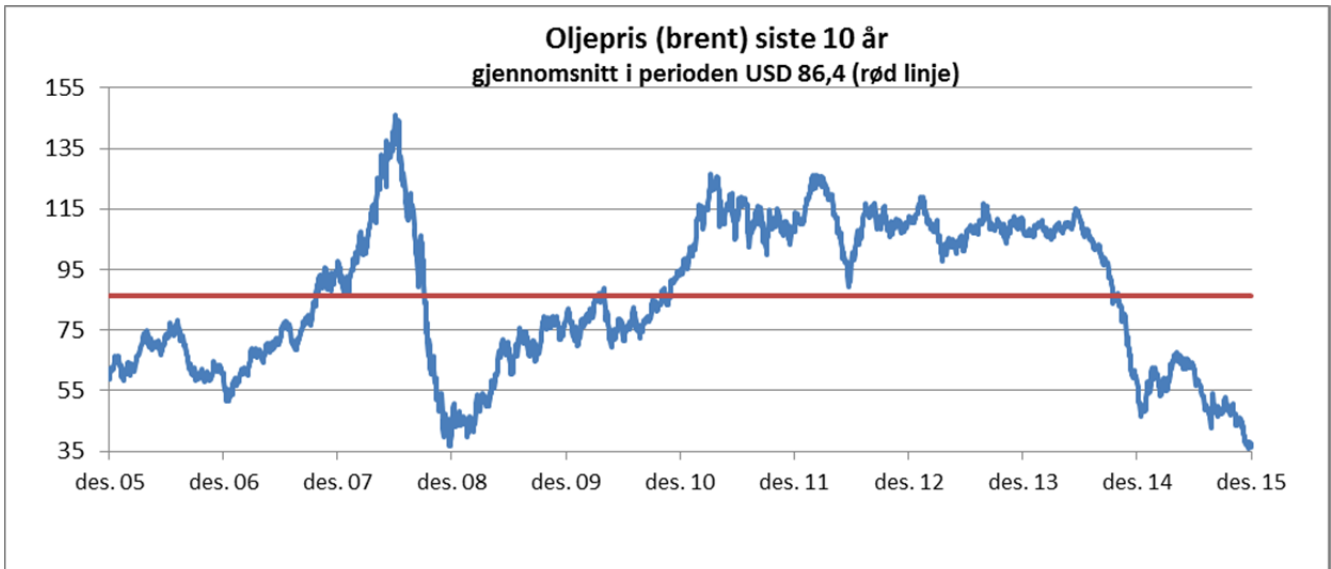
For jordbruksvarer vil en voksende befolkning og økt kjøpekraft og levestandard bidra til å styrke etterspørselen etter matvarer.

Klimautfordringer vil kunne bli en begrensning for produksjonen av enkelte jordbruksprodukter og redusere tilbudet. Dette vil lede til høyere matvarepriser, og være det nødvendige incentivet for bøndene til å øke produksjonen. Samtidig vil den lave oljeprisen gjøre det mindre attraktivt å produsere biodrivstoff, og bidra til å frigjøre jordbrukskapasitet til økt matvareproduksjon.

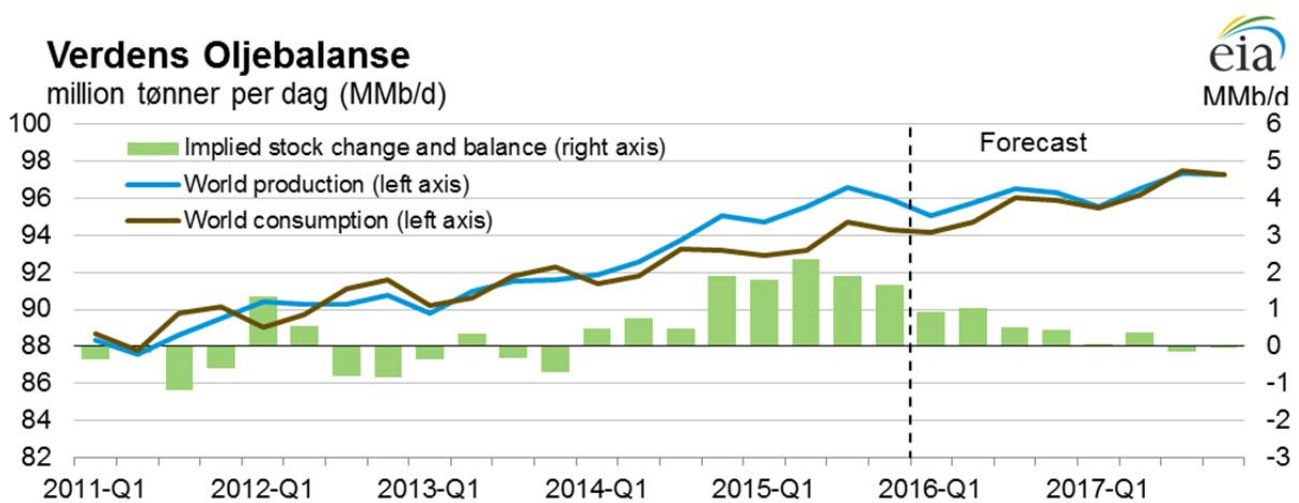
Dette vil legge en demper på prisene. Bøndene vil i tillegg nyte godt av lavere drivstoff og gjødselkostnader i 2016. Lavere kostnader vil kunne gi høyere overskudd, men kan også bidra til å begrense prisene.



Kilde: Bloomberg og World Economic Outlook



Kilde: Bloomberg



Source: Short-Term Energy Outlook, January 2016.

Kilde: EIA

Vi forventer en forsiktig oppgang i prisene på jordbruksvarer, men med fare for store utslag for enkeltvarer.

Samlet vil råvareprisene kunne gi en liten positiv støtte til verdensøkonomien i form av en gjennomsnittlig lavere pris på innsatsfaktorer i 2016. Samtidig vil de relativt sett lave råvareprisene begrense produsentenes overskudd i så stor grad at bedriftenes samlede overskudd i avanserte økonomier vil holdes noe igjen. Om råvareprisene blir høyere enn forventet i 2016, vil det kunne bidra til å øke avkastningen på aksjebørsene.

Råvareprisene har en tendens til å ha en sterk negativ korrelasjon med verdien av amerikanske dollar.

Om den amerikanske valutaen ikke styrker seg i takt med forventede rentehevinger i 2016, men heller svekker seg, så vil det sannsynligvis kunne sammenfalle med høyere råvarepriser. Dette blir en viktig bevegelse å følge i markedene i 2016.

### Energi og olje

I våre tilsvarende rapporter i de siste tre årene har vårt grunnsyn om oljeprisen vært at den gjennomsnittlige oljeprisen ville falle. Ved inngangen til 2014 skrev vi:

*«Vi velger derfor å anta at priskartetlet i 2014 ikke i samme grad vil make 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.*

*Det har i det siste året vært et stort fokus på den økende utvinningen av skifer-gass 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.»*

Vår antagelse om at oljeprisen kunne komme til å falle under 95 USD var feil inntil september 2014.

Da oljeprisen først begynte å falle uten at OPEC (Saudi-Arabia) foretok noe produksjonskutt, startet i juli 2014 et svært kraftig prisfall på olje som har fortsatt gjennom hele 2015. I løpet av halvannet år har oljeprisen falt fra sitt toppnivå på 115 USD pr. fat i juni 2014 til dagens nivå (medio januar 2016) i overkant av 30 USD pr fat.

Prisen på Brent Blend var noe over 37 USD ved utgangen av 2015, mot et gjennomsnitt for hele 2015 på 53 USD. Gjennomsnittlig pris på Brent-oljen var hhv. 111, 112, 109 og 100 USD pr fat i årene 2011-14.

Sammenlignet med den historiske utviklingen for oljeprisen, er det påfallende hvor stabil oljeprisen var i årene 2011-14.

Denne prisstabiliteten ble oppnådd fordi OPEC, ved storprodusentene Saudi-Arabia og Kuwait, opptrådte som markeds-regulatorer. I 2015, både i forbindelse med OPEC-møter og ved andre anledninger, ga Saudi-Arabia klart uttrykk for at landet ikke var interessert i å redusere sin produksjon for å oppnå høyere priser. Når en slik produksjonspolitik er langt fra å maksimere landets petroleumsinntekter, er det åpenbart at det ligger andre hensyn bak.

Presset nedover på oljeprisen begynte da produksjonen av amerikansk skiferolje nådde volumer som var betydningsfulle i global sammenheng. Totalt produseres det noe over 90 millioner fat pr dag på global basis. En «ny» produksjon på 3-4 mill. fat pr dag av skiferolje ble for mye å ta unna uten at prisen sviktet. Tilbudsoverskuddet ble alt for stort. Et vesentlig poeng for Saudi-Arabia har vært å fremtvinge en oljepris som vil gjøre mye av skiferproduksjonen ulønnsom, og som dessuten vil skape usikkerhet rundt fremtidige investeringer og finansiering av denne virksomheten.

For å kunne opprettholde egen oljeproduksjon i fremtiden har OPEC derfor akseptert at oljeprisdannelsen igjen skjer innenfor en tilnærmet modell av fri priskonkurranse. Ved denne løsningen forventes det at de produsentene som har de høyeste marginalkostnadene for sin oljeproduksjon vil bli skviset ut av markedet.

Det antas at de produsentene som har høyest marginalkostnad nettopp er amerikanske oljeskiferprodusenter. Marginalkostnaden for de enkelte felt vil imidlertid variere. Enkelte felt ligger antakelig godt under 50 USD pr fat, men det hevdes at halvparten av skiferoljepotensialet er ulønnsomt ved en oljepris i området 50-60 USD. Teknologien rundt oljeskifer-produksjon er imidlertid fortsatt i kraftig utvikling, så marginalkostnaden vil fortsatt være fallende.

Historisk har Saudi-Arabia og Iran hatt religiøse og politiske konflikter. De har nå blusset opp igjen. Saudi-Arabia ønsker å vanskeliggjøre oppbyggingen av Irans oljeindustri når sanksjonene oppheves. En lav oljepris vil kjølne vestlige selskapers interesse for å involvere seg i Irans oljesektor som trenger teknologisk oppgradering.

Under det kraftige prisfallet gjennom 2015 har oljeanalytikerne foretatt flere kraftige nedjusteringer av sine oljeprisestimater.

Fra nivåer på 60-80 USD pr fat hos de fleste, er det nå stadig flere som nedjusterer til 40-50 USD pr fat i 2016, og noen enda lavere.

Dette er en dramatisk endring i estimatene som var på 100 USD for to år siden. Tidligere lød også de fleste estimater på at fremtidig oljepris kom til å stige jevnt og trutt fra det daværende nivået.



Selv med en god etterspørselsvekst i 2015 og 2016 som følge av prisnedgangen, er det for tiden ingen mangel på oljetilførsel. Reservene i bakken er tilstrekkelige, og lagrene er blitt økt.

I årene 2011 til 2014 planla oljeselskapene ut i fra en oljepris på 100 USD. Når oljeprisen er forventet å være under 50 USD vil det kreve store tilpasninger i oljeselskapene for å være lønnsomme. Reduksjonen i oljeselskapenes investeringer har vært 15-20 % i 2015. De ventes å bli tilsvarende redusert i 2016, og trolig være enda litt lavere i 2017. Dette har medført sterkt svekket lønnsomhet for leverandørene og behov for betydelige innskrenkninger i virksomheten.

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. Irans produksjon er blitt kraftig begrenset ved den økonomisk-politiske boikotten av landet, og produksjonen forventes å kunne øke med opp mot 500 000 fat pr dag relativt raskt. En ytterligere økning antas å kreve investeringer i infrastruktur som vil måtte ta en del tid.

Med unntak av en situasjon hvor Saudi-Arabia skulle velge å redusere sin oljeproduksjon merkbart, tror vi ikke hendelser i OPEC-landene i 2016 vil bidra til noen ny oppgang i oljeprisen. Historien har vist at selv om det er betydelig politisk og sosial uro i mange OPEC-land, i noen tilfelle krig/borgerkrig, så blir oljeproduksjonen berørt i bare liten grad. Det er derfor vanskelig å se at oljeprisen vil komme til å øke betydelig i det nærmeste året.

I desember 2015 ble det på FNs klimatoppmøte i Paris inngått en avtale mellom 195 land om kutt i CO2-utslipp. Dette skal begrense økningen i den globale oppvarmingen til mellom 1,5 og 2 grader. Iht. avtalen skal klimamålene skjerpes, og de skal oppdateres hvert 5. år.

På lang sikt vil klimamålene utvilsomt redusere etterspørselen etter fossile energikilder som olje. I de nærmeste årene antar vi likevel at global oljeetterspørsel ikke vil være vesentlig berørt av de tiltakene som måtte bli satt i verk. Generelt har det vist seg å være krevende å få til kommersiell lønnsomhet uten subsidier når alternativ energi skal produseres i stor skala.

I våre forventninger til økonomiske utsikter for 2016 legger vi til grunn at den gjennomsnittlige prisen på Brent-olje vil være lavere enn gjennomsnittsprisen i 2015, som var 53 USD pr fat. Vårt anslag er at gjennomsnittlig notering for Brent-oljen i 2016 vil være innenfor intervallet 35-50 USD pr fat. En slik lavere oljepris vil bidra til økt etterspørsel etter olje, men neppe tilstrekkelig til å ta unna tilbudsoverskuddet.

En fremtidig lavere oljepris enn vi har vent oss til de siste årene, vil også ha konsekvenser for prisbildet for andre energikilder som gass, kull og fornybar energi. For Norge som er en stor eksportør av gass, hvor prisen i stor grad har vært linket til oljeprisen, vil dette ha negative økonomiske konsekvenser.

En rekke av de oljeproduserende landene subsidierer egne innbyggere med billig bensin og andre oljeprodukter. Slik subsidiering er i noen land blitt redusert pga. den lavere lønnsomheten i oljeutvinningen. Fra et forurensings- og ressurs-synspunkt er slik redusert subsidiering gledelig.

Kanskje vil amerikanske politikere også finne ut at en bensinavgift vil være den magiske skatten for å få redusert underskuddet i statsbudsjettet? En slik avgift vil i så fall redusere etterspørselen etter olje.

## Renter, inflasjon og valuta

Vi gikk inn i 2015 med forventninger om at den amerikanske sentralbanken (Fed) skulle heve renten for første gang siden sommeren 2006. Etterhvert som året skred frem endret markedsaktørene sine prognoser. Dette skyldtes bl.a. større nedgang enn ventet i den globale økonomiske aktiviteten, spesielt i Kina. Høsten startet med flere devalueringer av den kinesiske valutaen. Dette utsatte forventningene til renteheving i USA. Fed senket sine renteforventninger i september for tredje kvartal på rad.

Markedet ble da tilsynelatende mest overrasket over i hvor stor grad internasjonal økonomisk turbulens ble vektlagt i forhold til den sterke utviklingen i amerikansk økonomi.

Helt på tampen av året kom likevel den amerikanske rentehevingen. Det var i ukene før også i stor grad ventet at Fed skulle heve renten.

Begivenheten var i forkant døpt «the lift-off», som henspiller på at dette skulle markere slutten på nullrentepolitikken og være den første av mange rentehevinger frem mot en normalisering av rentenivået i USA. Renten ble hevet med 0,25%-poeng til 0,50%. Samtlige medlemmer i Feds pengepolitiske komité (FOMC) stemte for å heve renten, og det signaliseres videre fire rentehevinger på tilsammen 1 % -poeng i løpet av 2016.

Rentehevingen markerer slutten på syv år med tilnærmet nullrente, etter at sentralbanken kuttet renten fra 5,25% til 0,25% i kjølvannet av finanskrisen. Den amerikanske økonomien har kommet seg på fote, støttet av stigende BNP-vekst, økt sysselsetting og ventet tiltagende inflasjon.

I Europa er bildet et annet. I november annonserte den Europeiske sentralbanken (ESB) at den forlenger sitt program for kvantitative lettelsler med et halvt år til mars 2017 (Eurosonen kjøper verdipapirer for 60 milliarder euro i måneden). I Sverige og Norge har vi hatt ytterligere rentekutt, og det er forventet flere i løpet av 2016.

Med svakere økonomiske utsikter i bl.a. Kina er spørsmålet hvor stort skille det i praksis kan bli mellom pengepolitikken i USA og (til dels) Storbritannia i forhold til resten av verden. I løpet av de første ukene i 2016 har markedet nedjustert forventningene til farten i rentehevingene i USA. De lange rentene har falt omtrent like mye tilbake som de steg gjennom hele fjoråret. Det samme bildet har man sett i Europa, hvor de lange rentene har falt tilbake siden årsskiftet etter å ha vært ganske stabile i andre halvår 2015. Kraftige fall på verdens aksjebørser ved årets start har bidratt til lavere renteforventninger. Det er imidlertid et åpent spørsmål i hvilken grad en sentralbank skal føle ansvar for å understøtte et aksjemarked ved fortsatt lavrentepolitikk.

Utsiktene til inflasjon varierer mye mellom landene.

Konsumpriser (%)	2014	2015	2016e	2017e
Avanserte økonomier	1,4	0,3	1,1	1,7
Fremvoksende økonomier	5,1	5,5	5,6	5,9

Kilde: WEO Update, januar 2016

I USA og Storbritannia er det utsikter til tiltagende inflasjon, drevet av lavere ledighet og høyere vekst.

Inflasjonsveksten vil også bli fulgt opp med rentehevinger i løpet av året.

I Eurosonen er det utsikter til svak vekst og bare et forsiktig fall i ledigheten, som ventes å gi fortsatt lav inflasjon på rundt 1% (kjerneinflasjon).

Styrkeforholdet mellom euro og USD trekkes i begge retninger. Vi så i desember i fjor at euroen styrket seg kraftig mot dollar, det største hoppet på seks år, etter at det ble annonsert at støttekjøpene til ECB ble forlenget med et halvt år til mars 2017. Senere samme måned ble styrkeforholdet snudd da Fed annonserte sin renteheving. I løpet av året styrket USD seg ganske kraftig på grunn av den positive utviklingen i amerikansk økonomi.

Takten i rentehevinger fra USA vil påvirke hvordan den amerikanske dollaren (USD) utvikler seg fremover. Det er mulig at verdien av USD allerede har diskontert en rekke renteøkninger, og derfor ikke vil stige særlig mer mot EUR i 2016.

I så fall vil paritetsforholdet (1 EUR per USD) ikke blir brutt i løpet av 2016. I Europa vil det fortsatt være fokus på ekspansiv pengepolitikk med støttekjøp, likviditetstilførsel og lave renter.

I Brasil har inflasjonen fortsatt å skyte fart, og har gått fra 6 % til 11 % over de siste tre årene. Den brasilianske renten har blitt satt opp fra 7 % til 14% i et forsøk på å bremse utviklingen. Arbeidsledigheten er høy og veksten har kommet kraftig ned.

I India har lavere energipriser senket inflasjonen, og veksten er sterk, spesielt innen tjenestesektoren.

Russland sliter med videre svekkelse av den russiske rubelen, som isolert sett har ført til at inflasjonen har skutt i taket. Den har riktignok kommet noe ned fra toppen i fjor sommer, men er på nivå med Brasil (rundt 11 %). Fallet i oljeprisen rammer BNP-vekst og russisk valuta. I Kina forventes det avtagende vekst, som kan være drevet av at nedgangen i industrisektoren smitter over til tjenestesektoren.

Norges Bank holdt styringsrenten uendret på 0,75% i sitt siste rentemøte i 2015. Kronen har svekket seg markant, og prisveksten har tatt seg opp. Inflasjonen i Norge er i øyeblikket over inflasjonsmålet til Norges bank på 2,5%.

Det kan bli vanskelig å forsvare ytterligere rentekutt, som ligger i markedsforventningene, dersom kronen fortsatt holder seg svak.

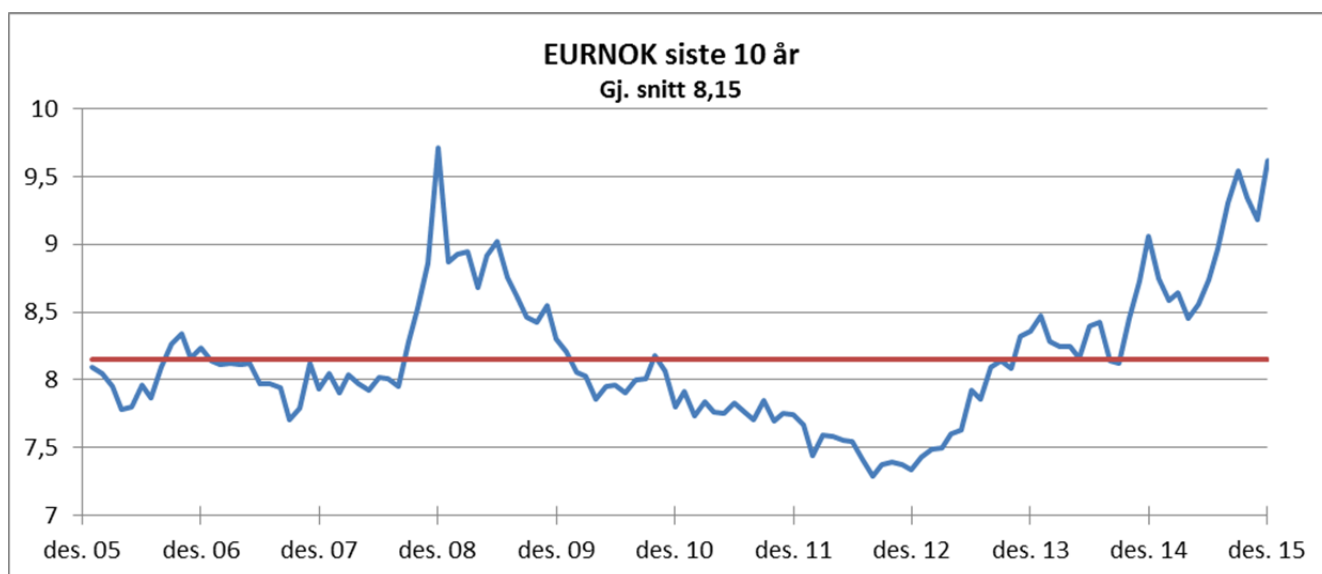
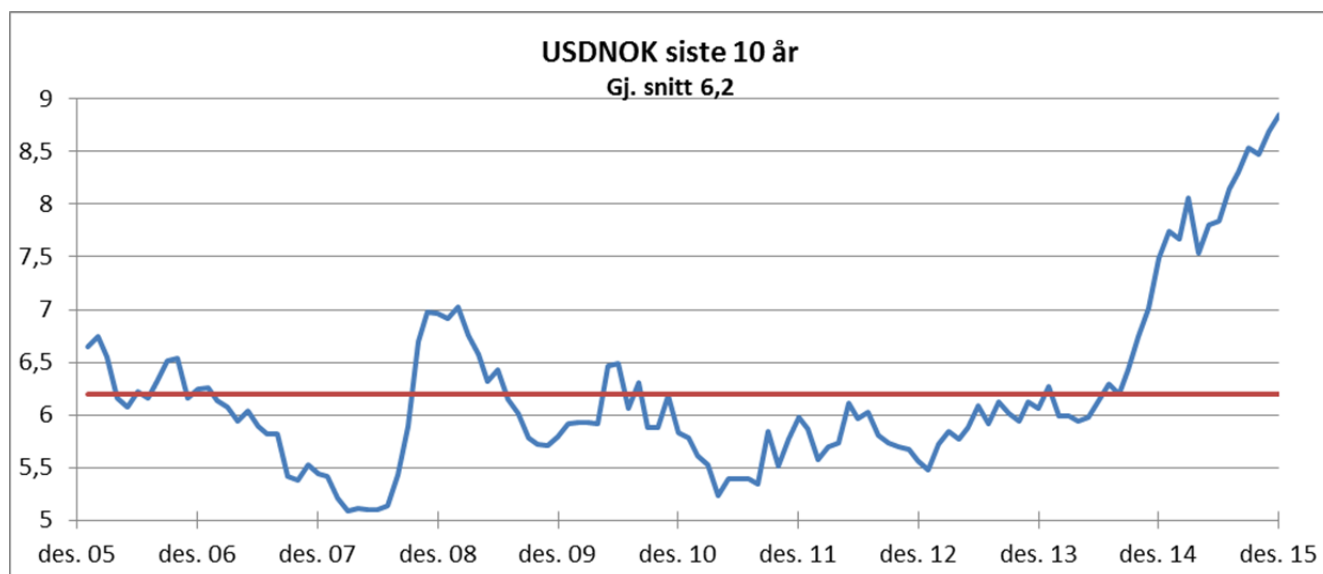
Vi tror hensynet til finansiell stabilitet også kan holde igjen Norges Bank. Man kan spørre seg hvilken effekt kutt i en allerede lav rente vil ha på økonomien, all den tid kronen allerede har svekket seg med over 30 % i løpet av de siste tre årene.

Dersom oljeprisen skulle stige gjennom 2016 vil det trolig styrke kronen og dempe inflasjonen. Isolert sett vil dette støtte Norges Banks indikerte rentebane.

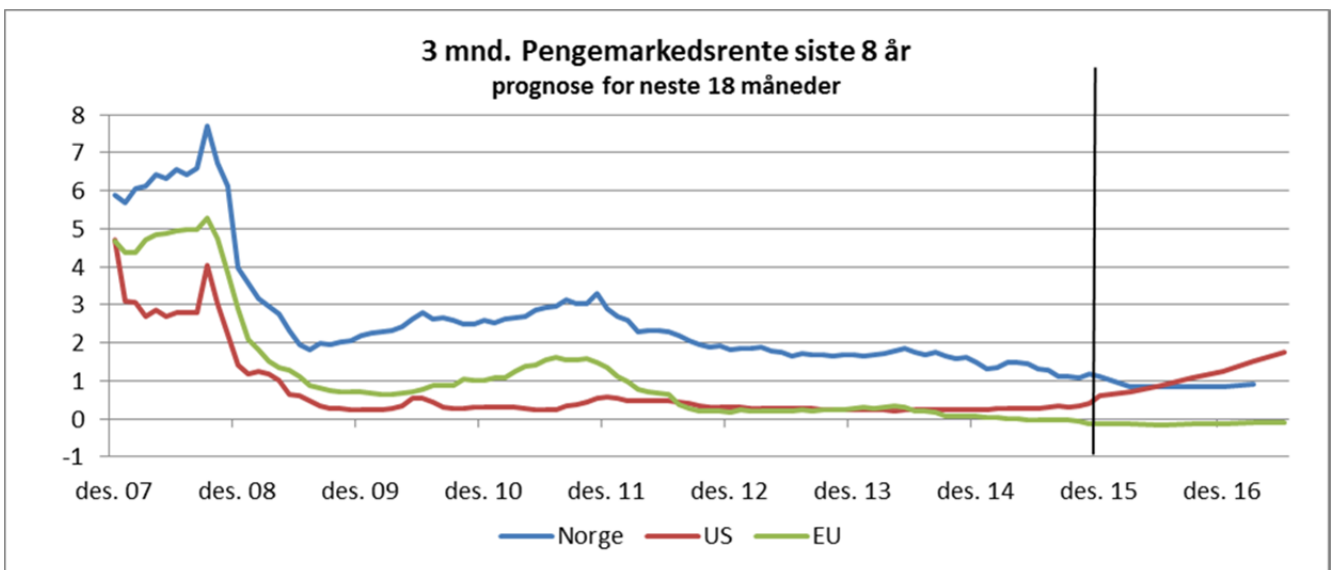
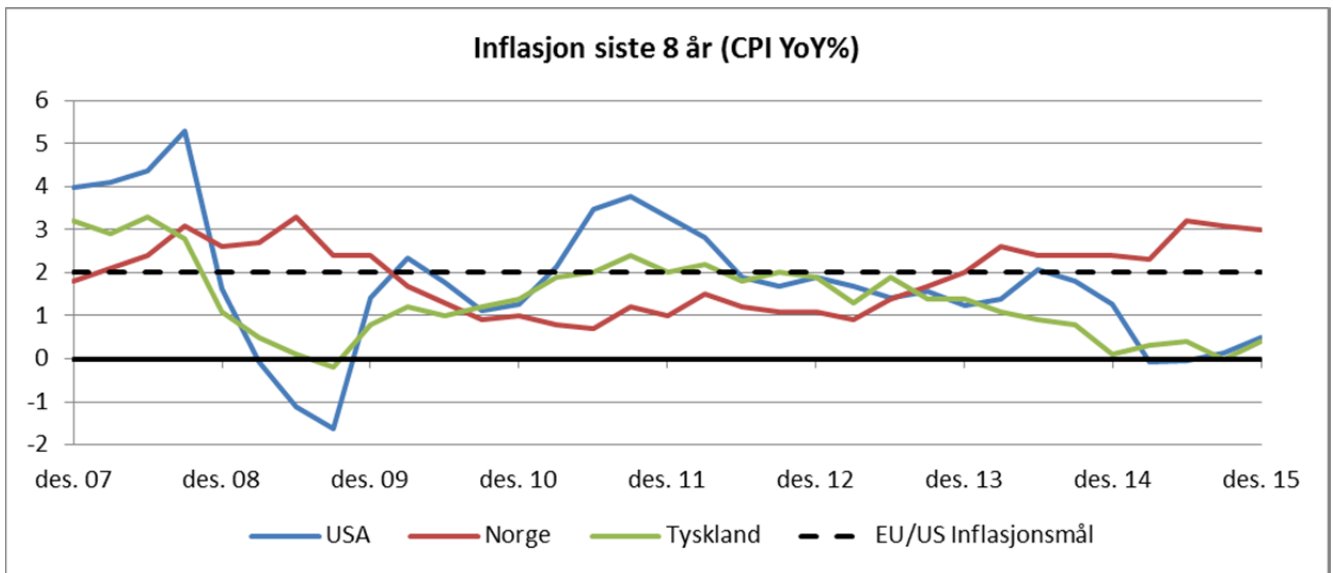
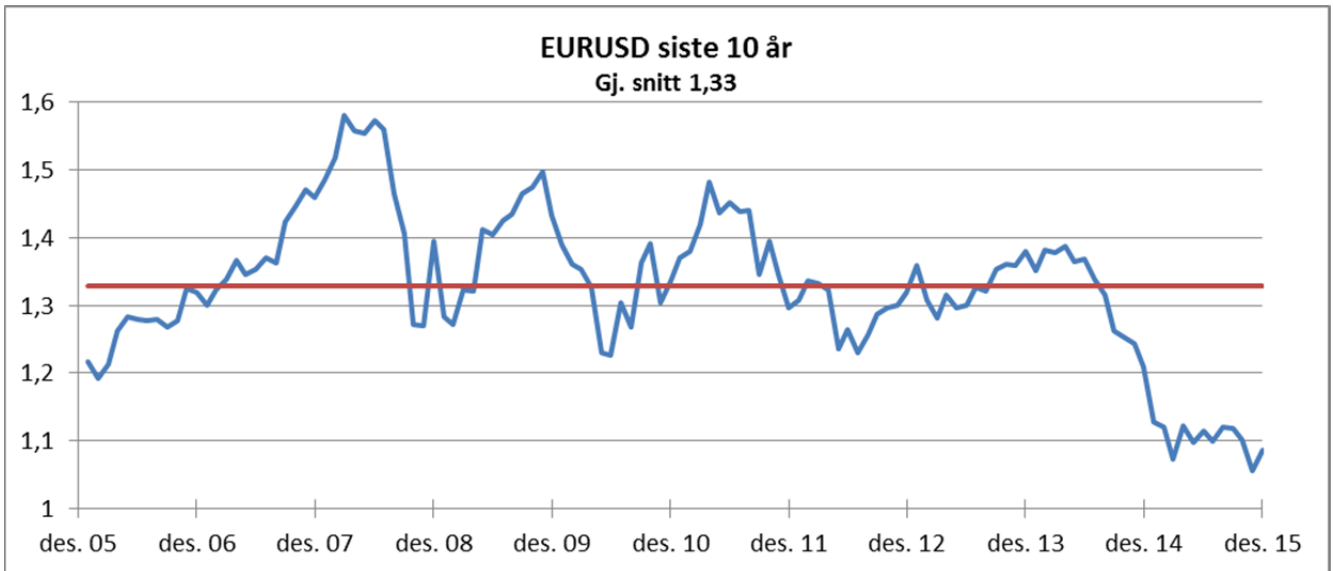
På den annen side vil en oljeprisoppgang bedre utsiktene for norsk økonomi, og redusere behovet for ytterligere rentekutt.

Vi tror at nivået på lange renter i USA vil være høyere ved utgangen av året. Dette er på bakgrunn av en generell heving av rentekurven som følge av sentralbankens renteøkninger.

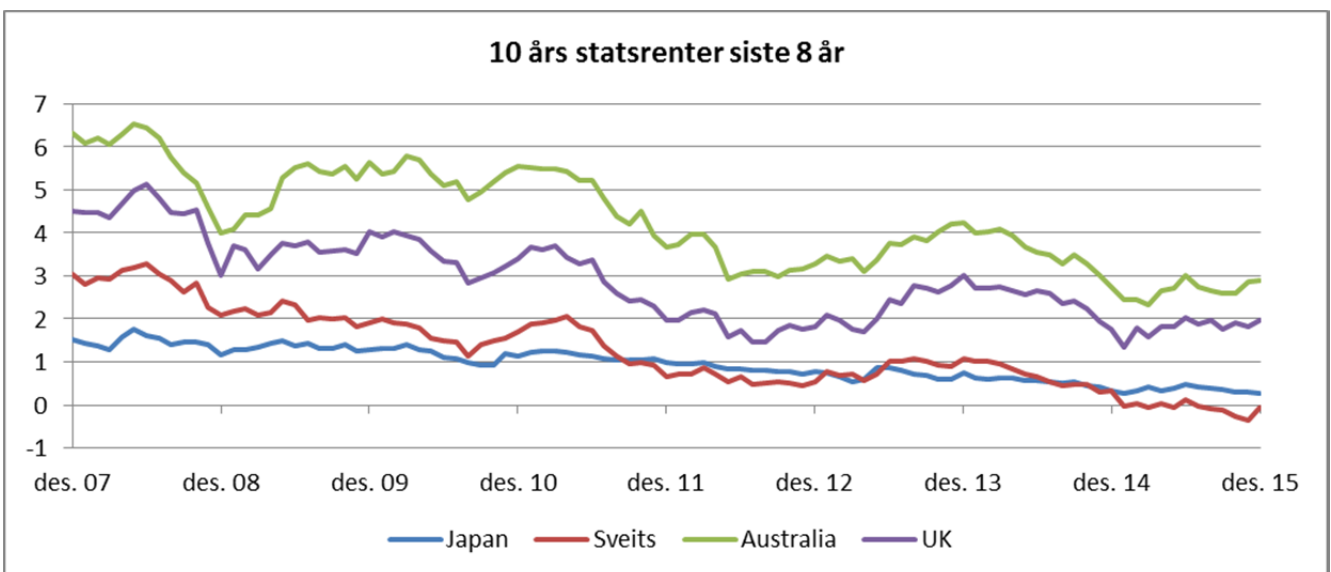
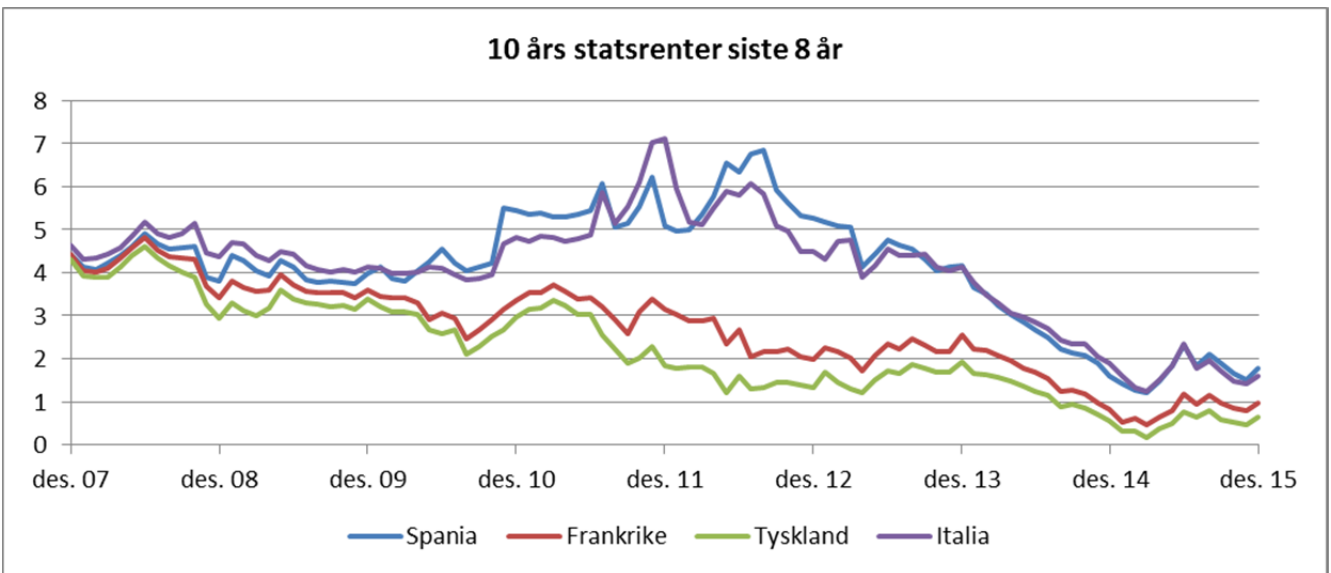
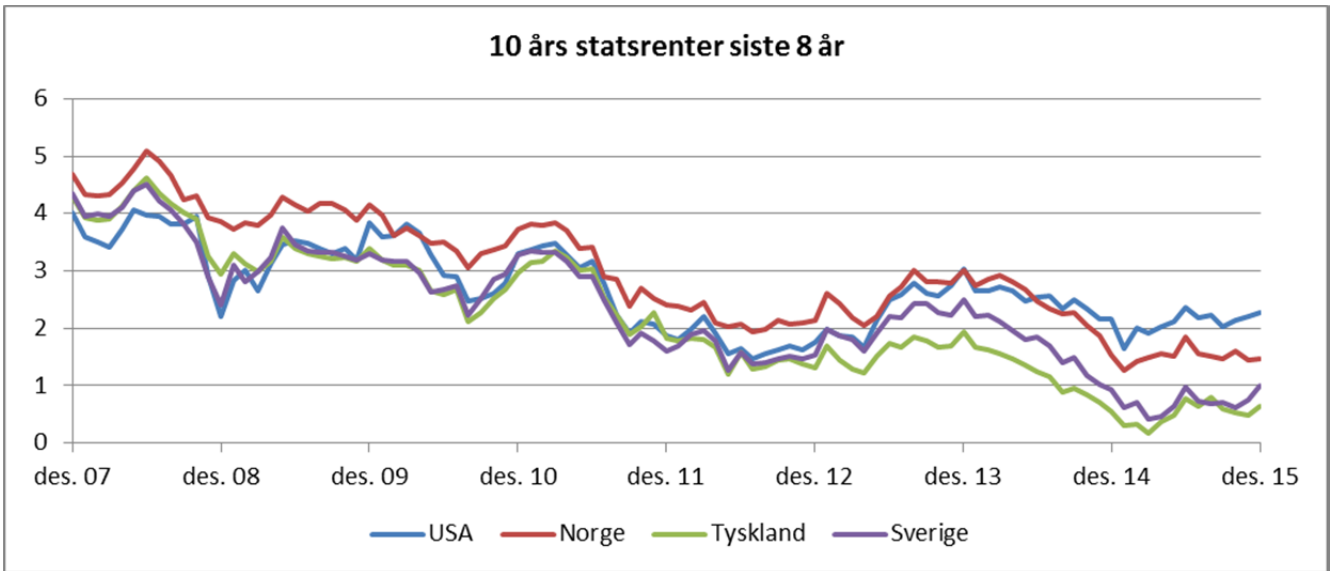
I Europa forventes korte renter å holde seg lave gjennom året. Lange renter ventes også å bli holdt nede av lavrentepolitikken. Imidlertid er vi av den oppfatning at den europeiske lavrentepolitikken er i ferd med å bli avsluttet, og at sentralbankens «doping» av rentemarkedet vil kunne bli mindre.



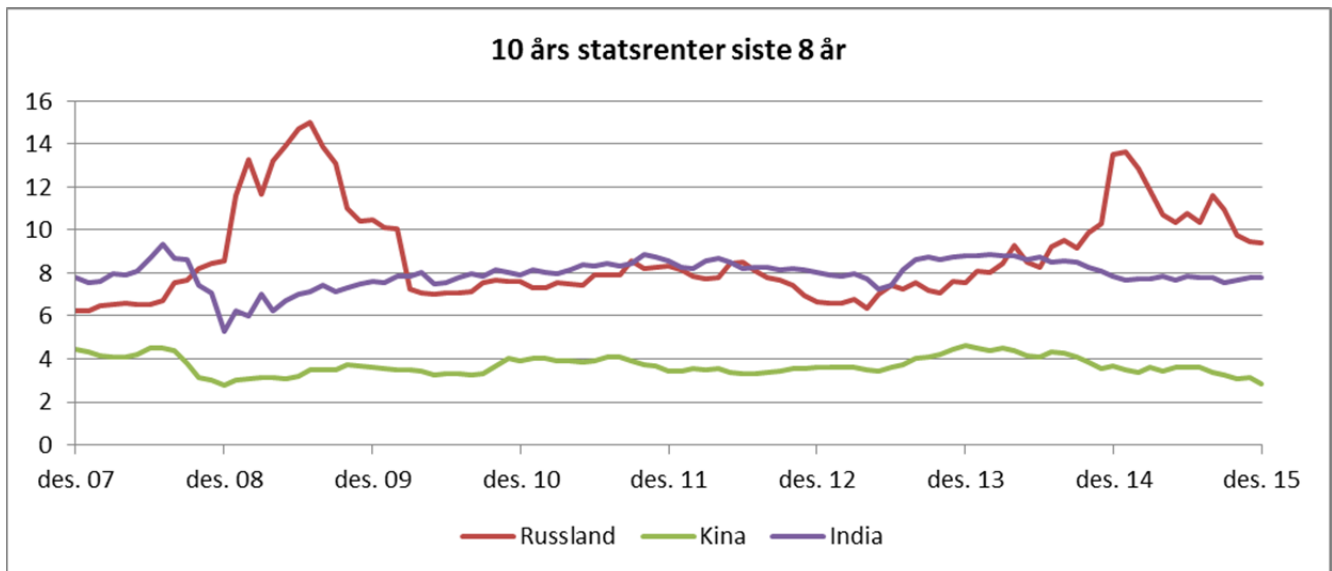
Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg

## Det internasjonale politiske bildet og verdensøkonomien

2015 var et kontrastenes år i verdenspolitikken. Kaotisk uro i Midtøsten, økt spenning mellom EU og Russland i kjølvannet av angrepet på Ukraina, terroraksjoner i USA, Europa, Afrika og Asia, fremmede ubåter i Stockholmskjærgården og en fremvoksende nasjonalistisk trend i Europa var med på å gjøre verden mer utrygg. Samtidig ble det inngått viktige avtaler som vil styrke internasjonal handel og samarbeid i 2016: atomavtalen mellom Iran og seks verdensmakter, gjenopprettelsen av diplomatiske forbindelser mellom USA og både Kuba og Myanmar, og en klimaavtale i Paris.

Tross økte spenninger og økt risiko tegnes det et positivt bilde av verdenshandelens rammebetingelser i 2016. Irans fulle deltagelse i verdenshandelen vil gi landet (og verden) et økonomisk løft. Ikke minst som følge av at 100 milliarder «frosne» USD blir frigitt. Det er i 2015 tiltrådt nye statsoverhoder i blant annet Argentina, Venezuela og Nigeria som erstattet ledere som har vanskjøttet sine økonomier.

I 2016 vil EU og USA kanskje slutføre forhandlingene om en ny frihandelsavtale (TTIP – Transatlantic Trade and Investment Partnership). USA og EU representerer 46% av verdensøkonomien, og handelen dem i mellom utgjør 1/3 av verdenshandelen. En avtale vil kunne øke denne med opptil 50% i følge EU-kommisjonen.

Størstedelen av de økonomiske fordelene vil komme i form av reduserte handelskonflikter og mindre duplisering av regler og standarder i EU og USA, for eksempel innen bilindustrien. Avtalen vil ikke påvirke verdensøkonomien i 2016, men deler av aksjemarkedene vil kunne få et oppsving på denne nyheten.

Geopolitiske konflikter vil kunne sette en effektiv stopper for økt verdenshandel, men kan også skape uante muligheter. IS har ført USA, Russland, Frankrike og Storbritannia tettere sammen i Syria. Det kan bidra til at de økonomiske sanksjonene som ble innført mot Russland som følge av Ukraina-konflikten, helt eller delvis blir avsluttet i 2016.

Vi er forsiktige optimister med hensyn til mulighetene for økt verdenshandel, og derved økonomisk vekst. På den annen side står det politiske utfordringer i kø.

Den manglende viljen og evnen til økonomiske reformer i Europa er bekymringsfull. De syd-europeiske landene fører fortsatt en politikk som leder til høy arbeidsledighet, spesielt blant unge. Potensialet i befolkningen utnyttes ikke. Spania kan bli det første av disse landene til å snu trenden, men det er langt igjen. De svært lave statsrentene i mange sterkt forgjeldede land i Europa er i historisk sammenheng en anomali som ikke kan vedvare uten politiske grep.

Samtidig blåser det en nasjonalistisk vind over Europa. I Polen og Ungarn har nasjonalistiske partier vunnet regjeringmakten.

På tvers av kontinentet øker de sin oppslutning, og får større reell innflytelse.

Det øker sannsynligheten for økonomisk proteksjonisme, beskyttelse av tapende industrier og redusert flyt av arbeidskraft. I sum fører det til en betydelig begrensning av den økonomiske veksten i Europa. Det gjør også at Den europeiske sentralbanken nærmest blir tvunget til å fortsette «doping» av pengemarkedet med ytterligere kvantitative lettelser.

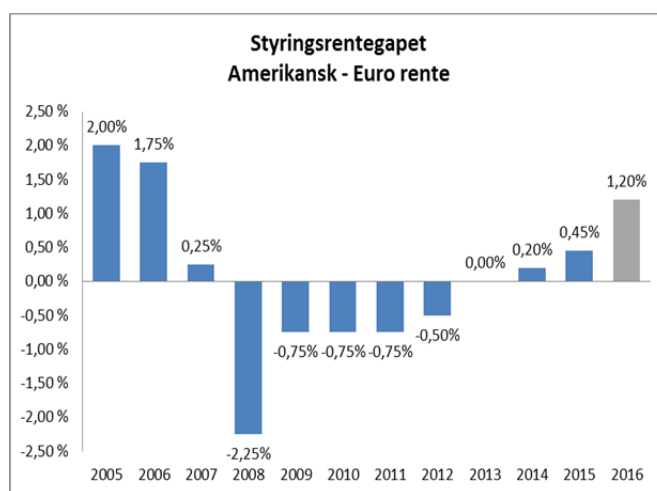
I tillegg kommer det Carl Bildt beskriver som den største trusselen for 2016; en folkeavstemning i Storbritannia som fører landet ut av den Europeiske Union. Det vil i så fall være det første landet noensinne til å forlate EU. Uansett utfall vil det kunne lede til en svakere union og mindre samarbeid på tvers av landegrensene i Europa. Selv om Storbritannia forblir EU-medlem vil britene kreve større selvråderett og mindre integrasjon. Det vil etterhvert føre til lavere verdiskapning. Bildt beskriver «Brexite» som et førsteklasses politisk jordskjelv.

I Kina er det politiske bildet enklere, men de økonomiske utfordringene er store. En ny femårsplan legges frem i mars. Det er ventet at den planlagte økonomiske veksten nedjusteres til 6,5% årlig, og at økonomien skal dreies mot økt konsum og et lavere investeringsnivå. Det er en naturlig utvikling for et land som har gått fra lav til middels inntekt. Overgangen er dog ikke problemfri. Den stående komiteen, kjernen av Kinas regjering, har ikke vist at den klarer å styre finansmarkedene slik som den har styrt økonomien. Tvert imot gjorde politikerne vondt verre ved sin paniske inngripen, først i forkant, og siden i etterkant av det kinesiske børskrasjet i fjor sommer. Her har kinesiske myndigheter en jobb å gjøre, men den er langt fra uoverkommelig. Samtidig kan det se ut til at gjeldsgraden i kinesisk økonomi har kommet ut av kontroll. Gjelden som andel av brutto nasjonalprodukt har økt fra 160% i 2007 til 240% i 2015.

Raskt økende gjeldsgrad kan være en god pekepinn på en forestående finanskriser, slik som i Japan på 1990-tallet og Europa på 2000-tallet. I Kina er mye av gjelden mellom statlige institusjoner og bedrifter, og således kan den fortsette å vokse uten at en krise ennå behøver å inntreffe. Men det medfører at kinesiske myndigheter dessverre holder liv i statsbedrifter som ikke har livets rett.

Disse «zombie-bedriftene» påvirker også verdensøkonomien i form av overproduksjon av ulønnsomme varer. Kinesiske sentralmyndigheter har begynt å ta tak i problemstillingen. De fører nøyere tilsyn med lokale myndigheter som hegner om hjørnestensbedrifter, men det blir trolig en lang og smertefull prosess å restrukturere ulønnsomme bedrifter og redusere den galopperende gjeldsgraden.

Mot slutten av året velges en ny president i USA. Han eller hun overtar ikke makten formelt før i januar 2017, men finansmarkedene vil reagere på valgresultatet uansett utfall. Den største effekten i 2016 tror vi vil være økt usikkerhet, spesielt gitt det fargerike utvalget av presidentkandidater på republikansk side. Hillary Clinton forventes å bli nominert som demokratisk presidentkandidat, men mange av hennes valgkampspill har skremt amerikanske investorer, spesielt i legemiddelbransjen der hun vil jobbe for å senke prisene. Den gode nyheten er at president Obama nå vil få noe mer arbeidsro i sitt siste president år.



Kilde: Bloomberg

## Geopolitiske problemstillinger

Verdensøkonomien gikk ufortrødent videre i 2015 tross en oppblomstring av terrorhandlinger, borgerkrig og konflikter. I 2016 fortsetter de geopolitiske utfordringene med uforminskert styrke. I tillegg til å være livsødeleggende har flere konflikter potensiale til å påvirke det globale finansmarkedet.

Franske og britiske diplomater vil trolig holde markeringen av «Sykes-Picot»-avtalens 100-årsjubileum i 2016 så nøktern som mulig.

Avtalen som la grunnlaget for opptrekkingen av landegrensene i Midtøsten har vært alt annet enn heldig, og i dag er regionen det mest konfliktfylte området i verden.

Borgerkrigen i Syria raser videre. Den Islamske Stat fortsetter også å utfordre syrisk og irakisk suverenitet, med bl.a. russiske, amerikanske, franske og britiske jager- og bombefly svevende over seg. Libanon er nær et sammenbrudd. Tyrkia bruker tungt skyts for å bekjempe kurdiske opprørere og for å unngå et uavhengig Kurdistan. Spenningen øker mellom Iran og Saudi Arabia. Sistnevnte er også involvert i den yemenittiske borgerkrigen. Heller ikke i atommakten Israel er det fred mellom ulike folkegrupper og trosretninger.

Trolig må grensene mellom landene tegnes opp på nytt før det kan bli mer fredelige forhold i Midtøsten. Det er vanskelig å se for seg at det kan skje uten forutgående krigshandlinger. En koalisjon av USA, Russland, Frankrike og Storbritannia, samt lokale aktører, vil sannsynligvis forsøke å fjerne IS fra kartet militært i 2016. Organisasjonen har blitt for stor til å kunne tolereres.

En reduksjon av IS er ikke bekymringsfullt. Men tilstedeværelsen av flere tunge militærmakter i et lite område med store motsetninger øker risikoen for betydelige økonomiske konsekvenser. Terroraksjoner eller krigføring som treffer saudiarabiske oljeinstallasjoner vil være en spesiell bekymring i 2016.

USA kommer til å legge mer fokus på Stillehavsregionen og Asia dette året. Konflikten om Spratly-øyene i Sør-Kinahavet og den uforutsigbare diktatoren Kim Jung Il i Nord-Korea byr på utfordringer. USA har forpliktet seg til å beskytte både Sør Korea og Japan, mens atommakten Kina gjerne vil kontrollere sin egen bakgård. Resultatet kan bli begrensninger eller avbrytelser i handelen mellom både USA og Kina, og lokalt i regionen.

En handelskonflikt i Asia vil kunne få betydelige negative økonomiske konsekvenser. Samtidig er det mulig at nettopp handelssamarbeidet i Asia forbedres i 2016, og at både Kina og USA vil konkurrere om å inngå handelsavtaler med asiatiske land.

I Europa lyktes Russland å destabilisere Ukraina i 2015, og derved sikre seg at den Europeiske union ikke gikk videre i forhandlinger om ukrainsk medlemskap. NATO mistet også interessen for et potensielt medlem. Putin har nå innrømmet at det er russiske styrker i Ukraina.

Spørsmålet er om Putin i 2016 vil kunne rette blikket mot andre land, f.eks. i Baltikum, og hva det vil i så fall bety både for EU og NATO.

Tross de forannevnte og andre geopolitiske problemstillinger, i f.eks. Nigeria, Øst- og Sentral-Afrika, skjer det stadige fremskritt innen både helse og utdanning i den fattige delen av verden. I et historisk perspektiv er konfliktnivået i verden ikke høyt. Med geopolitisk ro bør det være grunnlag for god fremtidig økonomisk vekst, bl.a. i Afrika og Sydøst-Asia.

### Forventninger til globale aksjemarkeder

USA spiller fortsatt førstefiolin i verdens aksjemarkeder. Det amerikanske markedet representerer 36% av verdens aksjeverdier, og 59% av verdensindeksen MSCI World. Våre forventninger til utviklingen i globale aksjemarkeder bygger derfor i stor grad på forventningen til det amerikanske markedet. Vi vil først se nærmere på USA, dernest Europa, før vi trekker en konklusjon for det nordiske og det norske aksjemarkedet.

Den toneangivende S&P 500-indeksen hadde en flat verdiutvikling i 2015 (-0,7%) målt i USD. Sett i lys av en price/earnings-multippelanalyse var den svake utviklingen ikke overraskende. Grovt sett var både inntjeningen til selskapene i indeksen og prisingsmultiplene uendret i 2015. Samtidig noterte amerikansk økonomi en vekst på 2,5% i følge IMF. Dette var en høyere veksttakt enn året før.

Tross god vekst i realøkonomien, hvorfor steg ikke S&P 500-indeksen i 2015? En årsak kan være den andelen som selskapenes overskudd utgjør av total amerikansk verdiskapning. Den har ligget på historisk høye nivåer de siste årene, ca. 10%. Amerikaneres lønninger har blitt en stadig mindre del av økonomien, men lavere arbeidsledighet gjennom 2015 har begynt å gi seg utslag i høyere lønninger.



Den økte verdiskapningen i amerikansk økonomi i fjor ser i så måte ut til å ha kommet arbeidstakerne til gode, og ikke bare aksjonærene.

For 2016 forventer vi at arbeidstagere fortsetter å ta en noe større del av verdiskapningen. Ikke minst er dette en konsekvens av den demografiske utviklingen.

Veksten i befolkningen i arbeidsfør alder er minskende, men USA vil likevel ha en positiv vekst på 10% i sin arbeidsstyrke frem til 2050. IMF prognostiserer høyere økonomisk vekst (2,6 %) i USA i 2016. Vi forventer at veksten i selskapenes inntjening blir noe lavere, men det forutsetter at vi ikke får store overraskelser når det gjelder krig, økonomisk politikk, rentenivå, verdenshandel eller energi- og råvarepriser.

Prisingen av selskapenes inntjening og bokførte verdier er i et historisk perspektiv høy. Ved årsslutt lå prisingen av S&P 500-selskapene samlet på 18 ganger inntjeningen i 2015. Det historiske gjennomsnittet ligger nærmere 16. Det betyr ikke at prisingen ikke kan stige. Flere av de internasjonale meglerhusene forventer en økning til 19 ganger inntjeningen i 2016 (se tabell under som viser forventet avkastning for 2016).

Bank	S&P 500
UBS	9 %
Nomura	7 %
Deutsche Bank	9 %
Morgan Stanley	4 %
Barcleys	5 %
Credit Suisse	3 %
Goldman Sachs	0 %

Kilde: Dagens Industri

Vi er mer skeptiske, og forventer en stabil eller litt lavere prising av selskapenes overskudd. Med dette som utgangspunkt tror vi det er størst sannsynlighet for at avkastningen i S&P 500 vil ligge mellom -5% og +5% i 2016.

I europeisk sammenheng er det ventet god økonomisk vekst i 2016, støttet av kvantitative lettelsers fra den Europeiske sentralbanken. I følge IMF er veksten likevel ikke mer enn 1,7% i eurolandene. Her spiller svake økonomiske rammebetingelser inn, men også begrenset hjelp fra valuta-, energi- og råvaremarkedene. Det gjør at Morgan Stanley ikke forventer mer enn 1% vekst i europeiske selskapers inntjening 2016.

Banken tar utgangspunkt i noe bedre økonomiske tall fra Kina første halvår, noe høyere inflasjon, og stabilitet i forholdet mellom amerikanske dollar og euro. De viktigste usikkerhetsfaktorene i prognosen knyttes til potensialet for overraskende høy inflasjon (og følgelig mindre kvantitative lettelsers), lavere vekst i Kina i andre halvår og usikkerhet rundt presidentvalget i USA.

Vi forventer en begrenset økning i inntjeningen til europeiske selskaper, spesielt i lys av den ugunstige demografiske utviklingen på det europeiske kontinent. Samtidig forventer vi ikke en økning i prisingen av selskapenes overskudd. Vi forventer at høyere inflasjon, høyere amerikanske renter, et utfordrende år geopolitisk (nasjonalisme og «Brexit»), og det amerikanske presidentvalget vil kunne legge en demper på risikoviljen. Vi tror dette vil bidra til noenlunde stabile eller litt lavere gjennomsnittlige prisingsmultipler.

I sum gjør det at vi heller ikke i Europa forventer en spesielt sterk avkastning i aksjemarkedene i 2016.

Bank	Stoxx 600
Citigroup	17 %
UBS	16 %
Socite Generale	13 %
Bank of America	13 %
Deutsche Bank	9 %
ING	7 %

Kilde: Dagens Industri

Samlet sett mener vi at en avkastning for MSCI World i 2016 mellom -5% og +5% er mest sannsynlig. Samtidig er usikkerheten stor, og det er mulig at prisingen i aksjemarkedene kan øke videre slik som i 1987 og 1999. Betydelig svakere fremvoksende økonomier kan derimot lede til nedgang i aksjekursene i Europa. Lavere råvarepriser hadde en betydelig negativ påvirkning på flere amerikanske og europeiske selskapers overskudd i 2015.

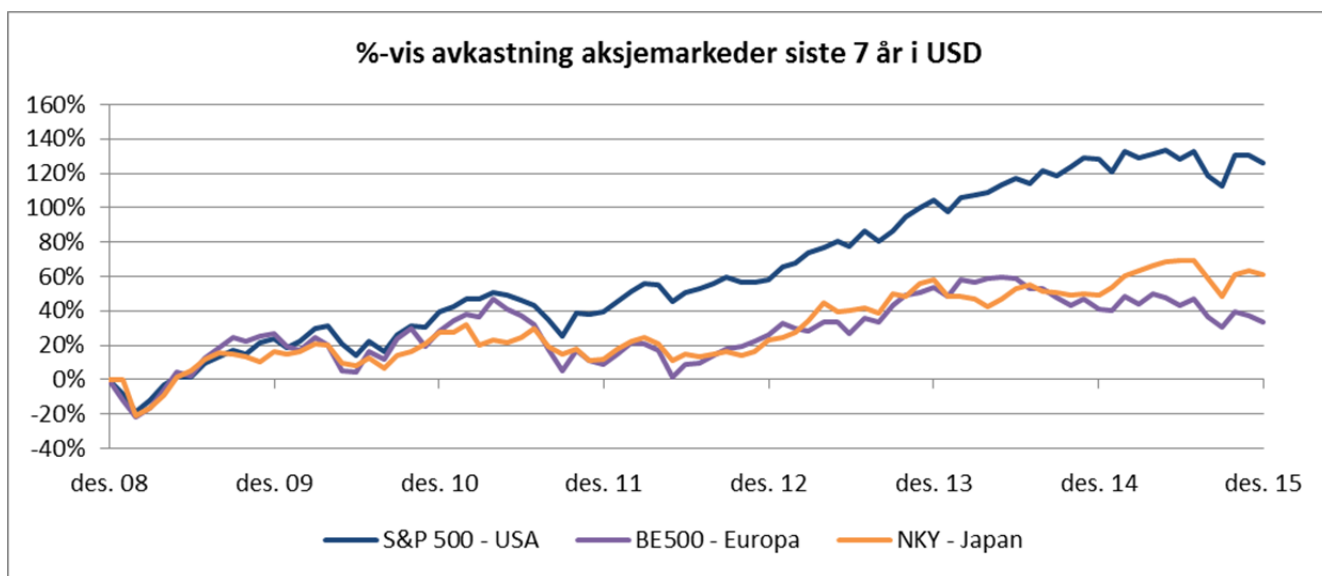
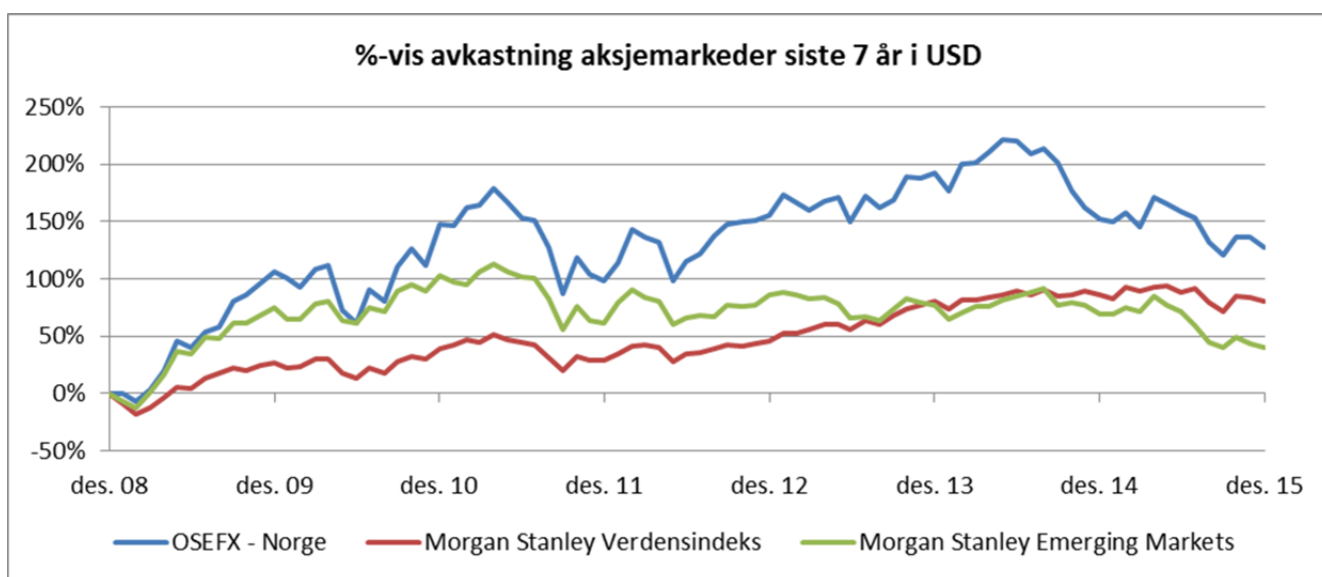
I Norden er den industritunge og eksportrettede Stockholmsbørsen det finansielle tyngdepunktet. Det gjør at 2016 kan bli et år med store svingninger. Svensk økonomi er forholdsvis sterk i en europeisk sammenheng. IMF forventer hele 3% vekst i Sverige i 2016. Det er også høyere vekst enn i alle de andre nordiske landene.

Både Sverige og de andre nordiske landene vil i 2016 kunne nyte godt av en relativt sterk europeisk økonomi, men mange av bedriftene er sårbare for et lavere investeringsnivå i Kina og i energi- og råvaresektoren.

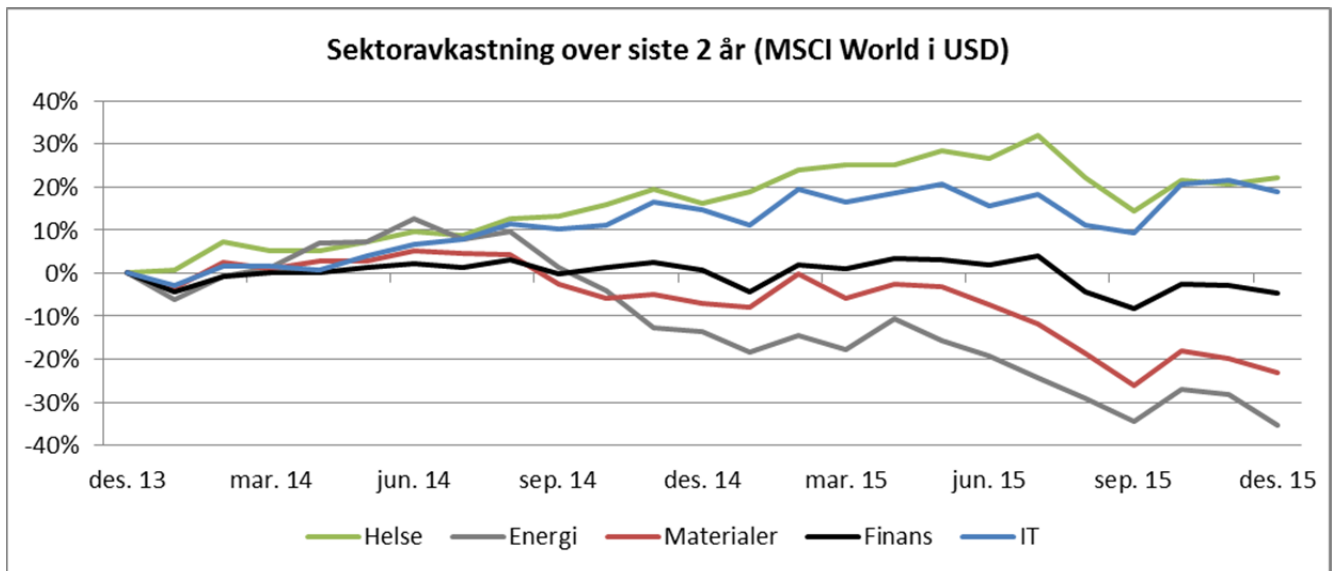
Usikkerheten i fremvoksende økonomier kan fort forplante seg til nordiske børser.

På nyttårsaftnen 2015 tilsvarte prisingen av den nordiske indeksen (VINX) 21 ganger 2015 års inntjening. Det er det høyeste nivået siden finanskrisen.

Vi mener denne prisingen representerer en sterk fremtidstro på vegne av nordiske bedrifter og deres evne til å øke inntjeningen. I gjennomsnitt tror da også meglerhusenes analytikere på en inntjeningsvekst rundt 7% for de nordiske selskapene de følger i 2016. Vi tror dette er for optimistisk. Vi forventer en mer moderat vekst, i intervallet 3-5%. Det betyr også at prisingsmultiplet fremstår som høy, og vi legger til grunn at den vil synke i 2016. I sum tror vi det nordiske aksjemarkedet vil utvikle seg i linje med det europeiske aksjemarkedet. Det betyr at vi forventer en avkastning i intervallet -10% til +10% for 2016.



Kilde: Bloomberg



## Norsk økonomi

Ved gjennomgangen av tilstanden i norsk økonomi i de siste årenes «økonomiske utsikter» har oljeprisen vært et gjentatt tema. I både 2012-, 2013- og 2014- utgavene har vår konklusjon ved inngangen til året vært at: «Norsk økonomi vil være robust. Trusselbildet for norsk økonomi vil i stor grad dreie seg om olje- og gasspriser og nivået på petroleumsproduksjonen.»

I 2014-versjonen hadde vi imidlertid tatt inn under punktet om energi og olje at «..vi antar at priskartetlet i 2014 ikke i samme grad vil make å holde oljeprisen like høy som i 2013. Vårt grunnsyn er derfor at gjennomsnittlig oljepris (Brent) i 2014 vil falle i forhold til 2013.»

Og oljeprisen falt også virkelig kraftig etter at den først begynte å falle i september 2014.

Ved inngangen til 2015 var oljeprisen (Brent) kommet ned til 57 USD, mot et gjennomsnitt på snau 100 USD for hele 2014. For 2015 var våre spådommer om norsk økonomi langt fra like enkle og skråsikre som i de foregående tre årene. Vi la likevel til grunn at norsk økonomi ville være relativt sterk også i 2015. Denne vurderingen var bl.a. basert på en antagelse om at oljeprisen ville være i intervallet 40-60 USD, og at oljeprisen ikke ville overskride 60 USD ved inngangen til 2016. Gjennomsnittlig oljepris ble 54 USD, men prisen var falt til 37 USD ved årets slutt.

Etter oljeprisfallet er norsk økonomi i dag kommet i den situasjonen som vi i de siste årene har fryktet.

De direkte petroleumsinntektene er blitt betydelig lavere og gir et solid inntektsbortfall for statskassen. Dessuten fører den store reduksjonen av investeringer og aktivitet i olje- og oljeservicevirksomheten til en betydelig og mer direkte effekt på aktivitetsnivået og verdiskapningen i Norge.

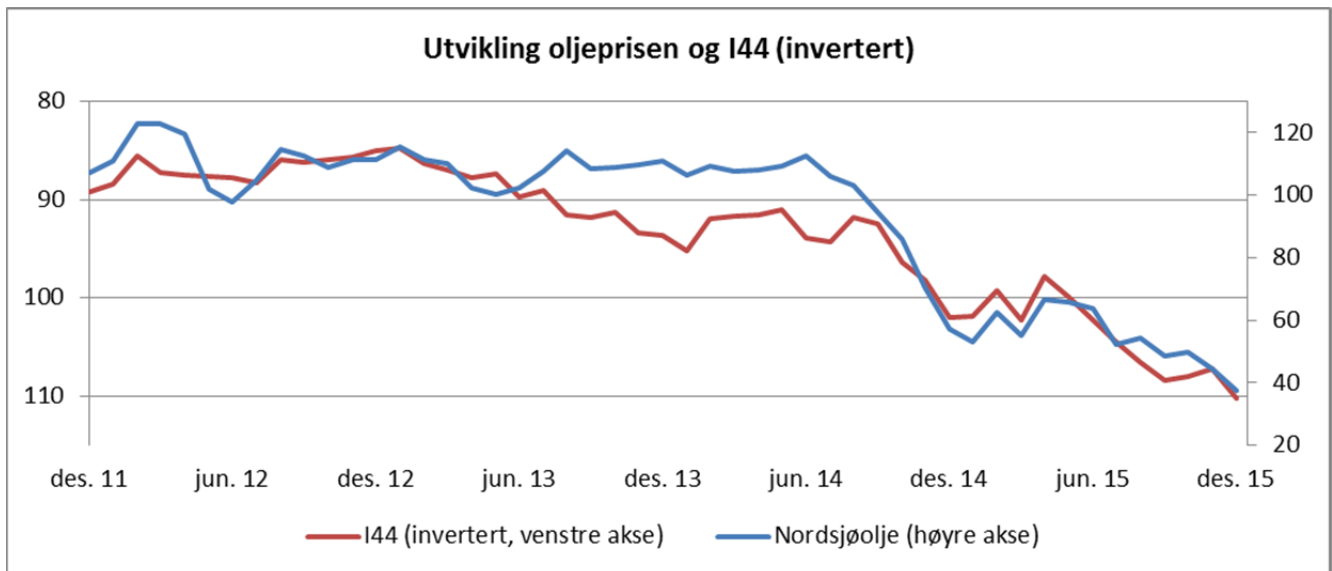
Det er for tiden til dels svært sprikende prognoser mht. utviklingsmulighetene for norsk økonomi, selv om økonomene i spørreundersøkelser synes å klynge seg sammen ved gjettingen av økonomiske nøkkeltall.

Svarene i en spørreundersøkelse, blant 25 ledende norske økonomer i nyttårsutgaven av Dagens Næringsliv, om forventet utvikling i norsk økonomi i 2016 var svært samstemte.

Vi bør imidlertid minne oss om at dersom mange personer gjentar det samme tallet med bakgrunn i samme kilde så er sannhetsgehalten ikke nødvendigvis bedre enn det grunnlaget som spådommen er basert på.

«Medianøkonomen» svarte at ved utgangen av 2016 vil det være 4,75% arbeidsledighet i Norge, boligprisene vil ha økt med 5%, lønnsveksten har vært 2,5% og sentralbankrenten ville være 0,25%.

Noen tabloide makroøkonomer får dessuten også lov til å sette dagsorden i nyhetsmedia, og overgår hverandre med å være negative og lover tilnærmet nullrente i årevis fremover i Norge.



Kilde: Bloomberg, Norges Bank

Norges Bank har i sin siste pengepolitiske rapport fra desember i fjor egentlig bare gitt uttrykk for at de er svært usikre på den økonomiske utviklingen i Norge. Det ble herunder i oppsummeringen av Hovedstyrets vurdering av den økonomiske situasjonen uttalt: «Det er utsikter til at veksten fremover blir litt svakere enn ventet, og arbeidsledigheten ventes å stige noe mer enn tidligere lagt til grunn». I et intervju med Aftenposten som ble publisert den 12. januar uttalte sentralbanksjef Øystein Olsen derimot at: «Det er ingen krise!...Vi tror det snur rundt sommeren 2017. Da vil både eksporten og det private forbruket ta seg opp. Vi tegner ikke et dystert bilde.»

Vi skal dessuten merke oss at Statistisk Sentralbyrå for tiden synes å ha et noe mer optimistisk syn på en fremtidige økonomiske utviklingen i Norge enn hva Norges Bank har.

Med sterkt sprikende utsagn må vi derfor stille oss spørsmålet: Lille land, hva nu?

I utgangspunktet er den internasjonale oppfatningen av norsk økonomi basert på at Norge er en moderne variant av «bananrepublikk». Norge er et lite og råvareproduserende land, hvor de økonomiske mekanismene anses å være omtrent på linje med New Zealand, Australia og Canada.

De tre forannevnte råvareproduserende landene og Norge har det til felles at valutakursene flyter relativt fritt og fastsettes etter tilbud og etterspørsel i internasjonale finansmarkeder. Parallelt med fallende råvarepriser (i USD) i 2015 falt også verdien av alle landenes valutaer kraftig mot USD.

Land	vs USD siste 2 år	styringsrente	10 år statsrente
New Zealand	-17 %	2,50 %	3,57 %
Australia	-18 %	2,00 %	2,88 %
Canada	-23 %	0,50 %	1,39 %
Norge	-32 %	0,75 %	1,48 %
Brasil	-40 %	14,25 %	16,51 %
Russland	-55 %	11,00 %	9,62 %

Kilde: Bloomberg

Denne valutafleksibiliteten er svært gunstig for land med åpen økonomi. For norsk økonomi er denne valutariske stabiliseringsmekanismen førstelinjeforsvaret mot fallende råvarepriser.

En plansje som viser utviklingen i oljeprisen sammenholdt med den norske valutaindeksen i de siste årene er i så måte svært illustrerende.

Den internasjonale konkurransevnen til norsk næringsliv (eksportører og produsenter av varer og tjenester som konkurrerer med import) er blitt betydelig bedret ved den store svekkelsen av verdien av NOK i de siste årene. På en måte som ville ha vært nesten umulig å få til ved normale lønnsforhandlinger, er flere års norske lønnstillegg blitt tryllet vekk. Kronesvekkelsen har samtidig bidratt til større næringsmessig fleksibilitet. I det lange løp vil dette reduserer avhengigheten av petroleumsnæringen for norsk verdiskapning og gjøre økonomien mer robust. Om økonomenes prognose om norsk lønnsvekst i 2016 slår til, vil det forøvrig også kunne bli negativ reallønnsutvikling i Norge i NOK i år.

En annen vesentlig buffer i norsk økonomi er Statens Pensjonsfond Utland, som utgjorde 7.450 milliarder kroner ved utgangen av 2015.

Fondet motsvarer omlag 2,5 års brutto nasjonalprodukt i Norge eller 1,4 millioner kroner pr. innbygger.

Fordi en stor del av kongerikets superprofitt fra oljevirkksomheten i de siste årene ikke er blitt sluset inn i statsregnskapet og den ordinære økonomien, har Norge delvis unngått en opphetet økonomi. Når de økonomiske tidene nå blir svakere vil politikerne kunne trekke på «oljefondet» med betydelige beløp innenfor handlingsregelens 4% ramme. Og om det virkelig skulle knipe, vil selvsagt politikerne også kunne bruke mer enn de 4%. Det krever bare nye politiske vedtak.

Den underliggende bruken av oljeinntekter i 2016 er i det vedtatte statsbudsjettet satt til å bli 209 milliarder kroner, som tilsvarer mer enn 40.000 kroner pr. innbygger. For 2015 var den tilsvarende bruken av «oljefondet» budsjettet til 174 milliarder kroner. De finanspolitiske stimulansene fra «oljefondet» vil derved øke betydelig i 2016.

For å drive en aktiv finanspolitikk og opprettholde et høyt aktivitetsnivå i norsk økonomi har norske politikere en unik stor utenlandsk formue å trekke på. I motsetning til (de fleste) andre land hvor politikerne for tiden ikke har særlig finanspolitisk spillerom, vil det i Norge derfor ikke være direkte behov for at sentralbanken trekkes inn i arbeidet med å opprettholde aktivitetsnivået i økonomien.

Imidlertid vil sentralbankens rentepolitikk ha betydning for valutakursen og derved konkurranseevnen.

I de første ukene av 2016 har vi sett en styrking av kronen til tross for at oljeprisen samtidig har falt med rundt 20%. Dette er således et brudd i den koblingen det tradisjonelt har vært mellom kronen og oljeprisen. Det kan bety at markedet vurderer at kronen allerede har svekket seg for mye og at utsiktene til norsk økonomi allerede er nedjustert.

For at den norske valutakursen ikke skal styrke seg må Norges Bank antagelig fortsette å følge en rentepolitikk som tilsier at sentralbankrenten er i nærheten av det nivået som gjelder i euroområdet.

Norges Bank har en målsetting om 2,5% prisvekst, og dette målet skal også gjenspeiles i fastsettelsen av sentralbankens styringsrente. Det synes likevel som om sentralbanken for tiden ikke er særlig opptatt av å overholde dette pengepolitiske målstyringsnivået for inflasjon og ha det som førsteprioritet ved fastsettelse av pengepolitikken. I fjorårets utgave av «økonomiske utsikter» uttalte vi at: *«Med mindre verdien av NOK styrker seg betydelig, tror vi at prisstigningen i Norge vil komme til å overskride 2,5% i 2015. Dersom inflasjonen overskrider 2,5% blir det interessant å se om Norges Bank revurderer sin rentepolitikk, hvilket de strengt tatt skal gjøre.»* Inflasjonen overskred også 2,5%, men Norges Bank satte likevel sentralbankrenten ned med 0,5%poeng til 0,75% i 2015. De to rentenedsettelsene bidro antagelig i stor grad til den store svekkelsen av NOK i 2015, men dette er det umulig å måle.

Norges Bank signaliserte på sitt siste rentemøte i desember 2015 at det er påregnelig med to nye rente-nedsettelse av 0,25% poeng, og dette synet deles derfor også av svært mange av de norske økonomene som får journalistenes oppmerksomhet.

Av flere grunner er vi uenig med det gjeldende syn, og vi mener at Norges Bank bør unngå nye norske rentenedsettelse.

Dels skyldes vårt syn at den europeiske sentralbanken antagelig ikke vil sette renten ytterligere ned samtidig som den amerikanske sentralbanken vil kunne komme med noen renteøkninger. Andre sentralbankers rentesetting vil derved ikke medføre noe særlig eksternt press for nye norske rentenedsettelse.

Forøvrig kan vi merke oss at de vestlige sentralbankene som vi sammenligner oss med har et styringsmål på 2% inflasjon, mot det norske målet om 2,5%.

I det lange løp vil en slik forskjell i inflasjonsmål i realiteten innebære at verdien av NOK skal måtte svekke seg med 0,5% årlig mot de andre valutaene. Vi ser ingen spesiell grunn til at Norge skal opprettholde et slikt høyere inflasjons-mål enn de landene vi konkurrerer med.

De vestlige sentralbankene burde forøvrig i samarbeid redusere sine inflasjonsmål til å være i området null til 1%. Dette ville være et mål om at pengeverdien ikke skal utvannes.

Samtidig ville en kanskje også unngått de fullstendig meningsløse lave sentralbankrentene med tilhørende negative statsrenter i noen land. Imidlertid ønsker antageligvis de fleste vestlige regjeringer at inflasjonen kan opprettholdes, slik at den store statsgjelden delvis kan bli inflatert vekk. Vi må derfor i utgangspunktet ikke regne med noen nedgang i inflasjonsmålene.

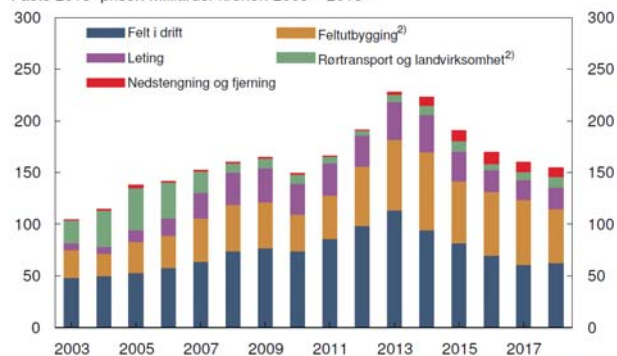
Vi synes forøvrig at det prinsipielt er forkastelig at pengepolitikken legger seg på en linje med negative norske realrenter. De normale kapitalistiske virkningsmekanismene for å oppnå en fornuftig kapitalallokering blir derved snudd på hodet. Herunder bidrar negative realrenter til å opprettholde en høy etterspørsel etter fast eiendom. Dette gir for høye priser på fast eiendom, med tilhørende økt gjeldsgrad og risiko i husholdningene. Mange sosialøkonomer foreslår (dessverre?) at løsningen på boligprisboblen er økt boligbeskatning, som antagelig aldri blir reversert.

I internasjonal sammenheng er norsk økonomi forskjellig fra de fleste andre industrialiserte landene, ved at den norske statsøkonomien er svært sterk samtidig som konsumentene og kommunene er relativt tungt belånt. Den store belåningen motsvares dels av at en stor del av befolkningen har eierskap til egen bolig.

Det norske sysselsettingsnivået er i internasjonal sammenheng svært høyt. Arbeidsledigheten har også vært svært lav, men tallene er litt tilsmusset av at en stor andel uføretrygdede er utelatt.

Det stramme arbeidsmarkedet som har vært i Norge i de siste årene, dels på grunn av ringvirkningene fra petroleumsvirksomheten, er i ferd med å endres. Norsk arbeidsledighet har økt i det siste (se tabell), og mange frykter en sterk økning i løpet av 2016.

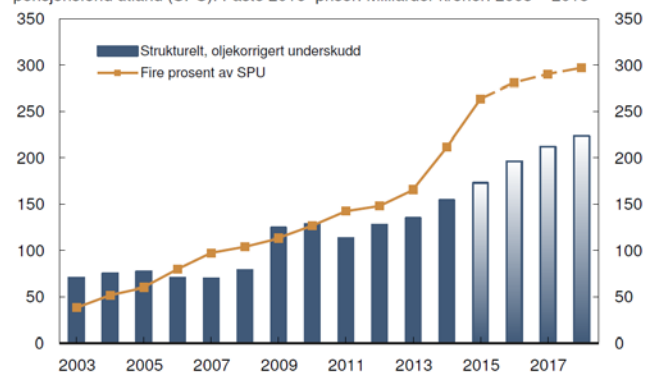
Figur 1.38 Petroleumsinvesteringer. Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2018<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2015 – 2018. Tallene for 2003 – 2014 er hentet fra investeringsstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å øke med 4 prosent fra 2014 til 2015 og med 0 prosent fra 2015 til 2016.  
2) Utgiftene til eksportørledninger for Johan Sverdrup-utbyggingen inngår i anslagene for rørtransport og landvirksomhet.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Oljeinvesteringene har i de siste årene vært svært høye, og på et nivå som ikke kunne vare i det lange løp. Det er for 2016 og de kommende årene varslet en nedgang i norske oljeinvesteringer (se plansje forrige kolonne).

Figur 1.35 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland (SPU). Faste 2016-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2018<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2015 – 2018.  
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Oljeinvesteringene har fortrent andre investeringer av offentlig og privat karakter i mange år. Ved bortfall av etterspørsel fra petroleumsvirksomheten er det derfor betydelige buffermekanismer i mengden av potensielle norske realinvesteringsprosjekter med tilhørende behov for arbeidskraft. Det er antagelig et latent behov for ingeniører i både offentlige etater, kommuner og privat næringsliv. Økte offentlige og private investeringer vil derfor i stor grad komme til å erstatte aktivitetsbortfallet i petroleumsnæringen. Herunder ser vi frem til at det i tiden fremover vil kunne bli satt i verk flere etterlengtede investeringer i norsk infrastruktur. For arbeidsmarkedet er det en utfordring å få til en rask overføring av arbeidskraften fra oljenæringen til alternative arbeidsplasser. Denne prosessen vil innebære en viss (kortsiktig) strukturledighet, fordi arbeidstagerne må akseptere flytting mellom landsdeler og akseptere en viss lønnsnedgang.

En del av arbeidsimmigrantene som er kommet til Norge i de siste årene (i sær fra Sverige og Polen) vil kunne finne ut at det er lettere og økonomisk mer lønnsomt for dem å reise hjem for å finne arbeid. I så måte vil dette bidra til at arbeidsledigheten ikke stige like mye som mange frykter. Samtidig vil utflyttingen også lette på presset i deler av boligmarkedet.

Hvordan det norske arbeidsmarkedet skal forholde seg til den nye store bølgen av (ufaglærte) flyktninger og immigranter fra land utenfor Europa synes uklart.

Nye asylsøkere som ikke kan inkluderes i det norske arbeidsmarkedet vil antagelig være en stor utfordring for det norske samfunnet og statsfinansene i årene fremover.

Til tross for lavere oljeinntekter og en nedgang i oljeinvesteringene er vår konklusjon at den norske økonomiske aktiviteten i 2016 vil kunne bli opprettholdt på et godt nivå. Dette baserer vi bl.a. på en antagelse om at verdenshandelen og økonomisk vekst fortsatt opprettholdes på et godt nivå, ikke minst understøttet av lave olje- og energipriser. Norske bedrifter utenfor petroleumsvirksomheten har fått bedret konkurransevne og vil få økte inntekter. Det bør derfor ikke være grunnlag for å ta frem fete tabloide overskrifter om at det vil bli økonomisk undergang for Norge og norsk økonomi i 2016.

Nok en gang vil kapitalistiske markedsmekanismer og norsk omstillingsevne bidra til fremtidig norsk verdiskapning og godt opprettholdt sysselsetting. I en omstillingsperiode må en imidlertid forvente at det i 2016 ikke blir noen reallønnsøkning i Norge og at arbeidsledigheten vil komme til å øke noe. I internasjonal sammenheng vil likevel norsk arbeidsledighet fortsatt være på et relativt lavt nivå. Ved den omstillingen som nå er i ferd med å skje, vil norsk næringsstruktur og økonomi kunne bli mer diversifisert og ikke i samme grad være avhengig av virksomheten i petroleumssektoren.

Vi forventer at norske økonomiske data for 2016 vil vise til fortsatte overskudd både i driftsbalansen mot utlandet og i statsbudsjettet (etter overføringer fra Statens Pensjonsfond Utland).

Det er for tiden svært få land i verden med overskudd i statsregnskapet, og dette er en av de store utfordringene for verdensøkonomien.

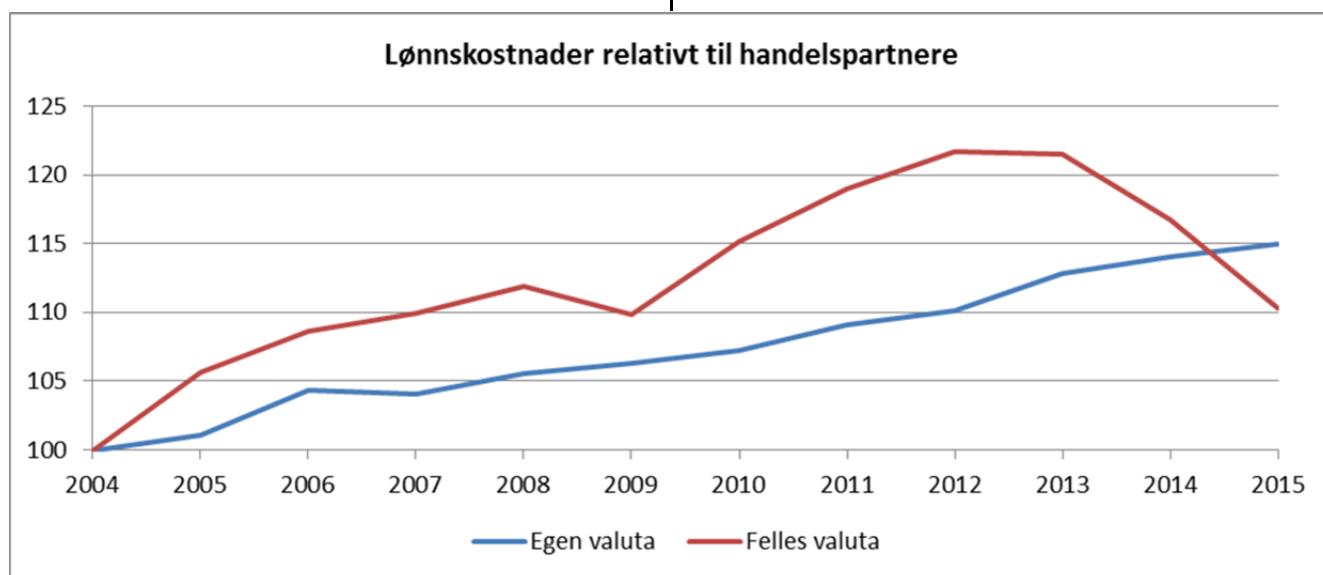
I sum legger vi til grunn at verdiskapningen i norsk økonomi vil være relativt godt opprettholdt også i 2016, til tross for nedgang i oljepris og bortfall av investeringer i petroleumssektoren. Denne antagelsen er gjort med basis i forventninger om at gj.sn. oljepris vil være mellom 35 USD og 50 USD i 2016, og at verdien av NOK ikke endrer seg særlig mye etter det kraftige fallet i de siste årene.

Arbeidsledigheten i Norge vil i en overgangsperiode øke noe. Den norske konsumprisveksten i 2016 vil kunne bli høyere enn 2,5%.

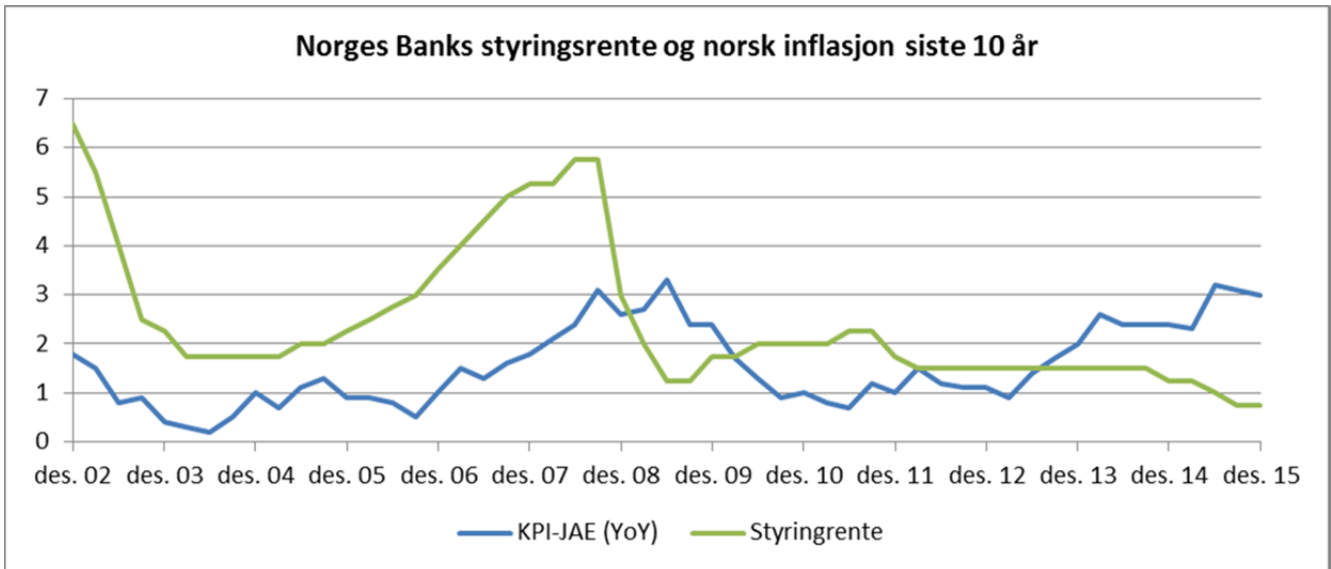
Som følge av den importerte prisveksten og en oppgang i internasjonale renter kan Norges Bank velge å ikke redusere styringsrenten fra dagens nivå på 0,75%.

Andre norske renter kan forøvrig komme til å stige i 2016. Herunder vil myndighetenes egenkapitalkrav til bankvesenet bidra til manglende utlånsevne fra norske banker. Vårt synspunkt om en mulig norsk renteoppgang i 2016 er langt fra konsensus synet blant norske økonomer.

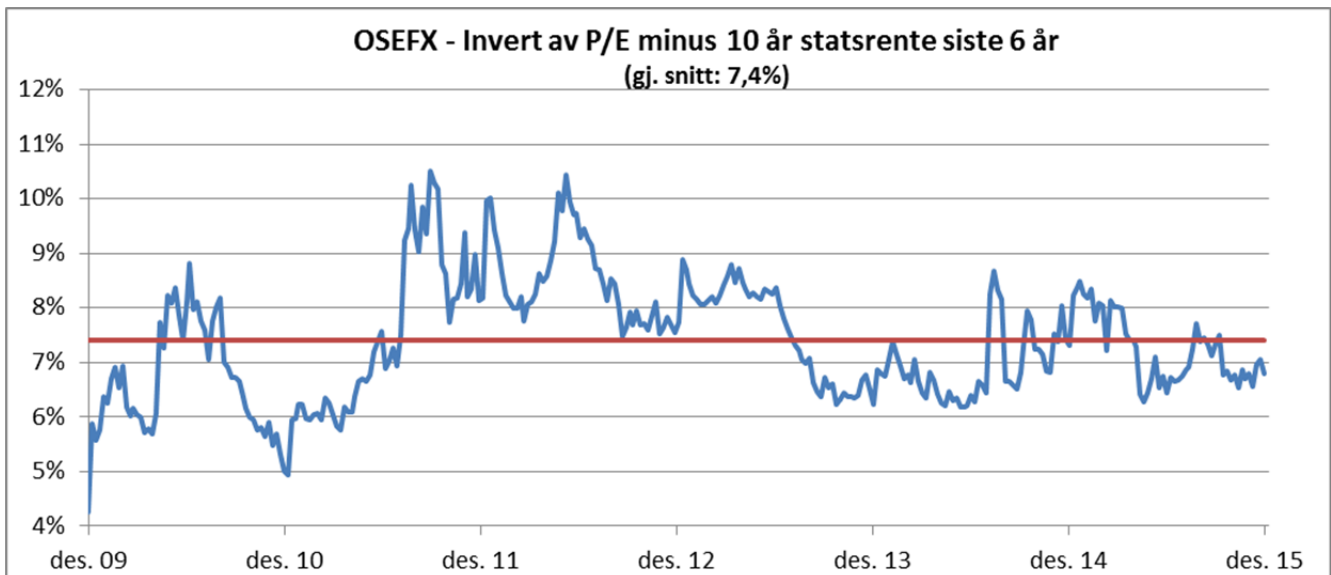
I store deler av Norge vil veksten i eiendomsprisene kunne stoppe opp, og i noen deler av landet (Vestlandet og Sørlandet) vil det kunne bli prisnedgang. Det er derfor langt fra sikkert at økonomenes svar om 5% økning i norske eiendomspriser blir fasit for 2016.



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg og Norges Bank



Kilde: Bloomberg

## Forventninger til det norske aksjemarkedet

Før vi går løs på våre forventninger til det norske aksjemarkedet i 2016 vil vi ta et lite tilbakeblikk på våre forventninger i de foregående fire årene.

År:	Forventet $\Delta$ OSEFX	$\Delta$ OSEFX
2012	+15% til +25%	+21%
2013	+10% til +20%	+24%
2014	+5% til +15%	+ 6%
2015	Null til +15%	+ 7%

Den noe magre verdiutviklingen på Oslo Børs i 2014 og 2015 kan i stor grad tilskrives fallende oljepriser og svak utvikling for norske energiaksjer. Regnet i USD var verdiutviklingen for OSEFX negativ både i 2014 og 2015. Utviklingen for aksjer notert på Oslo Børs var samtidig blant de svakeste i land med utviklet økonomi.

Verditilveksten har i de siste årene vært svært skjev mellom de forskjellige selskapene som inngår i fondsindeksen. Bare noen få selskaper sto for hele oppgangen i indeksen i både 2014 og 2015.

De store kurssvingningene som har vært på Oslo Børs i 2014 og 2015 understreker betydningen av å ha en diversifisert spredning på investeringene.



I 2015 skrev vi følgende under punktet om våre forventninger til utviklingen i det norske aksjemarkedet:

*«Vi tror at volatiliteten i de fleste finansielle markeder vil bli høyere i 2015 enn i de to foregående årene. Dette gjelder også for volatiliteten i de aksjer som omsettes på Oslo Børs.»*

*Ved inngangen til 2015 kan investeringer i aksjer fremstå som mer risikabelt enn ved inngangen til de siste tre årene. I flere av våre markedsrapporter i slutten av 2014 har vi uttalt at investorene ikke kan regne med å få tilsvarende høy avkastning av sine aksjeinvesteringer i årene fremover som de har fått i de siste årene. Dette skyldes at i et kapitalmarked med svært lave rentenivåer vil en oppnådd årlig avkastning ved aksjeinvesteringer i intervallet 5% til 10% etter hvert bli ansett som svært tilfredsstillende. Følgelig bys aksjeverdier opp til det kursnivået som vil gi 5% til 10% avkastning. Kursstigningen i årene etter finanskrisen har i stor grad nettopp vært en følge av økningen i multippelprisingen av aksjer.*

*Den forventede avkastningen ved å investere i aksjer synes ennå å være positiv. Flere av selskapene på Oslo Børs gir en relativt god løpende direkteavkastning. Stor likviditetstilførsel til finansmarkedene, lavt rentenivå og få investeringsalternativer bidrar til at aksjeinvesteringer fortsatt er attraktivt.*

*Dersom en vurderer norsk aksjeprising etter en såkalt «earnings yield gap» -modell fremstår norske aksjer som økonomisk attraktive investeringer.*

*Om det norske aksjemarkedet ikke lenger skal kunne bli betraktet som en gunstig investering må minst en (eller en kombinasjon) av følgende tre forhold inntreffe med en viss tyngde: (1) bedriftenes inntjening faller, (2) investorenes krav til risikopremie øker, (3) avkastningen av lange statsobligasjoner stiger.»*

I 2015 uttalte vi videre:

*«I dagens situasjon med svært lave renter har det vært naturlig med en noe lavere risikopremie for*

*investeringer i aksjer, men det er mulig at denne vil øke dersom rentenivået for statsobligasjoner stiger.*

*Vi tror det er god sannsynlighet for at det markeds-messige rentenivået på norske statsobligasjoner vil stige noe i løpet av 2015.*

*Denne norske rente-økningen vil skje fordi de kortsiktige og langsiktige amerikanske statsrentene stiger, som følge av et høyt aktivitetsnivå i amerikansk økonomi.*

*Vi tror således at alle de forannevnte tre punktene som kan redusere aksjemarkedets positive «earnings yield gap» kan inntreffe i 2015, men i sum ikke i tilstrekkelig grad til at aksjeavkastningen blir negativ. Med de forannevnte seks forutsetningene i minne finner vi det rimelig å forvente en verdioppgang på Oslo Børs i 2015, men det er mulig at oppgangen vil bli mager.»*

Våre generelle vurderinger rundt verdsettelsen av aksjer på Oslo Børs i 2015 kan i alle hovedtrekk gjentas når vi skal lage et basisestimat for utviklingen på Oslo Børs i 2016.

For å kunne besvare spørsmålet om hvilket utfallsrom som vi kan forvente oss av investeringer i norske aksjer må vi ta stilling til en rekke økonomiske problemstillinger. Ved inngangen til 2016 velger vi å gjøre følgende antagelser om noen av de faktorene som påvirker inntjening og prisingen av selskaper på Oslo Børs:

- (1) Global økonomisk vekst rundt 3%
- (2) Verdien av NOK (I44) endrer seg ikke med mer enn +/-5%.
- (3) Kortsiktige og langsiktige norske renter vil fortsatt være relativt lave historisk sett.
- (4) Ingen særlig multippelendring i selskapsprising

De to suverent viktigste variablene som påvirker norske aksjekurser er likevel etter vårt syn:

- (5) utviklingen i internasjonale aksjemarkeder
- (6) utviklingen i prisen på råolje

Likviditetstilgang og verdiutvikling i internasjonale aksjemarkeder er antagelig den viktigste variabelen for norsk aksjeprising. Denne nære korrelasjonen mellom norske og internasjonale aksjemarkeder gjenspeiler seg også i at utenlandske investorer har en kraftig eierandel i de fleste store og mellomstore selskapene som er notert på Oslo Børs. Norske selskaper vil derved løpende bli verdimesst vurdert mot utenlandske selskaper i samme næring.

Utlendingers eierandel Oslo Børs i %:

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
34	34,9	35,5	35,8	37	36,1	36,8

Kilde: Oslo Børs

## Utfallsrom OSEFX 2016

Internasjonale aksjemarkeder	< - 5%		-5% til + 10%					> + 10%	
+ = 20% = > +10% O = 40% = -5% til +10% - = 40% = < -5%	-	-	-	O	O	O	+	+	+
Oljepris									
+ = 25% = > 50 USD O = 50% = 35 USD til 50 USD - = 25% = < 35 USD	-	O	+	-	O	+	-	O	+
Sannsynlighet	10 %	20 %	10 %	10 %	20 %	10 %	5 %	10 %	5 %
	30 %		55 %					15 %	

Energisektorens andel av totalverdien av selskaper notert på Oslo Børs er blitt kraftig redusert i de siste to årene. Oljeprisen har likevel også en betydelig indirekte påvirkning på selskapsverdier utenom energisektoren på Oslo Børs, pga. ringvirkninger mot norsk økonomi, og særlig finanssektoren. Oljeprisen vil derfor fortsatt være svært viktig for verdiutviklingen på Oslo Børs.

For de utenlandske aksjemarkedene er det grunn til å tro at potensialet mht. kursstigning vil kunne være begrenset. Gitt det lave internasjonale rentenivået burde multippelprisingen kanskje ha vært betydelig høyere. Investorene synes imidlertid å se gjennom den nåværende perioden med svært lave og «sentralbankdopede» renter, og ikke legge dem til grunn i sine investeringsbeslutninger.

Våre forventninger til utviklingen i 2016 (i NOK) i verdensindeksen for aksjer er som følger:

Mer enn 5% negativ utvikling	40%	(-)
-5% til 10% verdistigning	40%	(0)
Over 10% verdistigning	20%	(+)

Etter den kraftige nedgangen i oljeprisen er det svært sprikende analyser om fremtidige oljepriser, hvor både 20 USD fatet og 100 USD fatet nærmest i samme åndedrag kan bli nevnt som mulige prismål. Vi må regne med at oljeprisens bevegelser også i 2016 vil komme til å skape store bevegelser i det norske aksjemarkedet.

Med mindre det skjer hendelser av typen «atombombe utløst i Saudi-Arabia» er det all grunn til å tro at oljeprisen vil ligge lavere enn 60USD ved årets slutt.

Våre forventninger til utviklingen i gjennomsnittlig oljepris (Brent) i 2016 (i USD) er som følger:

Under 35 USD	25%	(-)
35-50 USD	50%	(0)
Over 50 USD	25%	(+)

Ovenfor har vi sammenstilt en tabell over de 3x3 utfallsrom for våre forventningsgitte anslag på de internasjonale aksjemarkeders utvikling og oljeprisen.

Vårt basisestimat for utviklingen på Oslo Børs i 2016 er at det vil bli en verdiutvikling for fondsindeksen i intervallet -5% til +10%.

Etter vårt syn skal det være gode muligheter til å oppnå en grei (men noe mager) avkastning i det norske aksjemarkedet i 2016 i forhold til kursnivåene ved årets start. I de første to ukene av 2016 har det vært en negativ utvikling i de globale aksjemarkedene. Etter flere år med relativt små og kjedelige kursbevegelser har svingningene (volatiliteten) økt i de siste månedene. Årsaken til den økte volatiliteten i aksjemarkedene er at investorene tror og frykter at verdensøkonomien og kapitalmarkedene kan stå overfor vendepunkter i forhold til tidligere nivåer for markedslikevekt, og ønsker å tilpasse seg i forhold til nye utfallsrom. Vi tror også at fortsettelsen av 2016 vil by på større kursbevegelser enn i de siste årene, om enn ikke like mye som i de siste månedene. I år er det langt fra sikkert at man bør selge seg ut av aksjemarkedet i mai som har vært et slags markedsmantra.

Dersom oljeprisen eller internasjonale aksjemarkeder skulle avvike vesentlig fra våre antagelser, kan man risikere at fondsindeksen får en betydelig annerledes verdiutvikling. Både mer enn -20% avkastning og +20% avkastning er innenfor godt sannsynlige utfallsrom (over 5% sannsynlighet) for avkastningen på Oslo Børs i 2016.

For at Oslo Børs fondsindeks skal kunne oppnå en svært god utvikling i 2016 må det skje en utvikling i oljeprisen som gjør at den igjen kommer over 50 USD, og at man forventer at den vil kunne forbli over et slikt nivå. Ved en mer permanent oppgang i oljeprisen til godt over 50 USD vil internasjonale aksjemarkeder derimot kanskje ha problemer med å vise særlig positiv avkastning.

Investeringer i norske statspapirer i 2016 kan (i motsetning til aksjer) knapt forventes å gi noen positiv avkastning. Ved investeringer i norske foretaksobligasjoner vil det derimot kunne være gode muligheter for å oppnå positiv avkastning.

### Forventninger til høyrentemarkedet i Norge

Samlet emisjonsvolum i det norske høyrentemarkedet beløp seg til rundt NOK 30 milliarder i 2015, mot NOK 60-70 milliarder i hvert av de to foregående årene. I lys av utviklingen i olje- og offshorenæringen var det naturlig nok en stor nedgang i emisjoner for denne sektoren, selv om mange selskaper hadde likviditetsbehov. Kraftige fall i obligasjonskursene i annenhåndsmarkedet gjorde det vanskelig for selskapene å legge ut lån til konkurransedyktige betingelser.

Vi tror emisjonsvolumene vil være lave også i 2016, spesielt for olje og offshore. Ny likviditet som tilflyter høyrentemarkedet må i hovedsak investeres i allerede utstedte obligasjonslån. Dette vil i så fall få en positiv effekt på likviditetspremiene og, alt annet likt, gi høyere kurser.

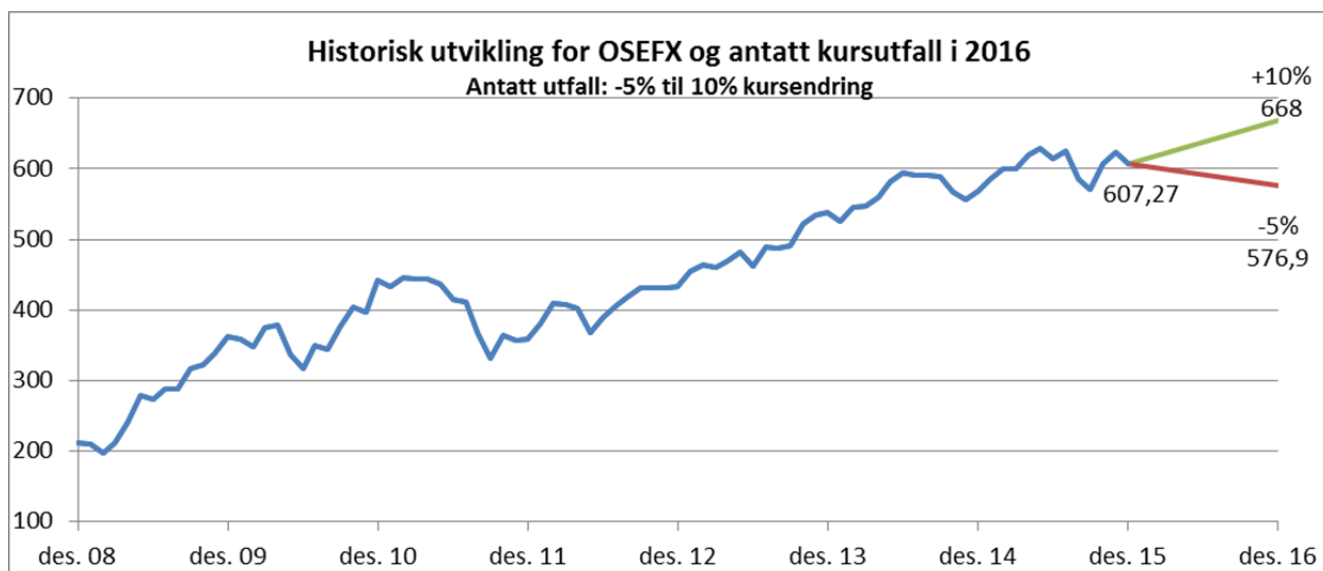
Spørsmålet er hvor mye likviditet som skal investeres i dette markedet i 2016.

Vi tror at volumet av nytegninger i fond vil overgå innløsninger, men dette vil ikke nødvendigvis være den største bidragsyteren til likviditet og nye investeringer. Den største kilden vil nok være utbetaling av kupongrenter og tilbakebetaling av hovedstol. Vi estimerer at det er ca. NOK 11 milliarder i kupongrenter som blir utbetalt i 2016. Når det gjelder hovedstolforfall, er det samlede beløpet rundt NOK 19 milliarder. Hvis vi summerer lånene hvor vi føler oss relativt trygge på at det ikke blir noen form for restrukturering eller utsettelse av forfall, så beløper volumet seg til rundt halvparten.

I sum forventer vi følgelig at det vil være rundt NOK 20 milliarder i ny likviditet som vil tilfalle den samlede investormassen i høyrentesegmentet og representere etterspørsel etter obligasjoner gjennom reinvesteringer. På bakgrunn av vår antagelse om moderate nye emisjonsvolumer, vil forfalte renter og avdrag bli reinvestert i allerede utestående lån.

Totalt sett vurderer vi det slik at man nå har nådd et nivå i høyrentemarkedet som bør være attraktivt for investorer som har en mellomlang til langsiktig investeringshorisont. Vi tror ikke at utfordringene innen olje-/ offshore-sektoren er over i løpet av 2016, og man må forvente restruktureringer og reforhandlinger av betingelser i enkelte låneavtaler. Dagens prising tar langt på vei høyde for dette. Kurser indikerer et meget pessimistisk syn på en rekke selskaper, et syn som ikke gjenspeiles i samme grad i aksjemarkedet.

Vår konklusjon er at høyrenteobligasjoner kan være en attraktiv investeringsklasse på dagens nivå med høye risikopåslag i markedsprisene på obligasjoner.



## Våre forventninger til egne fond

Våre Forventninger til egne fond i 2016						
Fond	Type	Risiko	Standard Avvik siste 5 år	Årlig avkastning siste 5 år	Årlig avkastning siste 10 år	Forventet Avkastning i 2016*
Fondsfinans Energi	Int. aksjer	Svært høy	-	-	-	-25% til + 50%
Fondsfinans Norge	Norske aksjer	Høy	15 %	5 %	9 %	-10% til +15%
Fondsfinans Norden	Nordiske aksjer	Høy	-	-	-	-10% til +15%
Fondsfinans Global Helse	Int. aksjer	Høy/middels	11 %	24 %	13 %	-7% til +12%
Fondsfinans Aktiv 60/40	Norsk komb.	Høy/middels	12 %	3 %	7 %	-7% til +12%
Fondsfinans High Yield	Rentefond B	Høy/middels	-	-	-	-5% til +12%
Fondsfinans Kreditt	Rentefond BB	Middels	-	-	-	0% til +8%
* antatt > 67% sannsynlighet						

---

Redaktør og ansvarlig for innholdet er

**Odd Hellem**, Investeringsdirektør

Bidragstere til denne rapporten har også vært:

**Arne Simensen**

**Henrik Emil Høyerholt**

**Truls Evensen**

**Tor Thorsen**

---

**Ansvarsbegrensning:** Dette dokumentet uttrykker Fondsfinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per dato for rapporten. Markedssynet og våre vurderinger vil løpende kunne endres som følge av markedssendinger og annen informasjon. Dokumentet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Dokumentet skal heller ikke oppfattes å inneholde anbefalinger om kjøp eller salg av verdipapirer eller verdipapirfond. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.