

Oslo, 23. januar 2015



## Forord

Vi har i de siste årene utarbeidet notater kalt «økonomiske utsikter for 20...», som har vært sydd over samme lest. Formålet med dette skrivet er å formidle tanker om hva vi forventer oss av internasjonal og norsk økonomi i 2015, og implikasjoner for det norske aksjemarkedet. Innholdet må vurderes og sees i sammenheng med våre månedlige markedsrapporter.

På grunn av at de globale økonomiske problemstillingene har vært relativt like i årene etter finanskrisen, har notatene hatt en lei tendens til å være som temaet i filmen om grevinnen og hovmesteren: «same procedure as last year...». Det kunne derfor være lett å falle for fristelsen til å trykke kommandoene «ctrl.copy og ctrl. paste» når en skal beskrive økonomiske utsikter for 2015. I vårt arbeid med årets utgave av økonomiske utsikter har vi valgt å stille med et åpent sinn og ha blanke ark og nye fargestifter. Det er ikke minst fordi den økonomiske situasjonen i verden nå er forandret i forhold til resesjonsåret 2009, men også i forhold til de siste tre årene.

Til tross for erkjennelsen av stor usikkerhet for spådommer, har vi valgt å trekke noen konklusjoner, som kanskje er enkle og banale.

## Konklusjon

Til tross for mottoet «nytt år, nye muligheter» vil den globale økonomiske utviklingen i 2015 i stor grad være en videreføring av 2014. Det forventes en svak økning i verdiskapningen, men fortsatt med store globale forskjeller. Veksten i global BNP antas å bli omlag 3,5%. For store deler av verden gir halverte oljeregninger en umiddelbar bedring i økonomien med høyere disponibel inntekt, bedring i handelsbalansen og muligheter for ny vekst. Den ekstreme lavrentepolitikken til en rekke sentralbanker skaper uvanlige finansielle spenninger. Internasjonale finans- og kapital-markeder er uoversiktlige, og det kan komme markedsmessige vendepunkter. På globalt nivå er det vanskelig å komme over finansinvesteringer som gir positiv realavkastning uten særlig risiko. Geopolitiske hendelser vil kunne begrense økonomisk vekst.

For Norge er den store nedgangen i oljeprisen negativ. For norske eksportnæringer utenom olje- og oljeservicenæringen er konkurransesituasjonen derimot blitt vesentlig bedre på grunn av den store svekkelsen av NOK. Veksten i norsk økonomi i 2015 blir likevel relativt mager. Aksjeverdier på Oslo Børs har fortsatt stigningsmuligheter, men oljeprisen og utviklingen for energisektoren vil være en joker.

## Innledning

Vår investeringsprosess er basert på en blanding av makroøkonomiske og selskapsspesifikke tilnærminger i analysearbeidet. I stor grad handler investeringsbeslutninger om å vurdere sannsynligheter og risiko for kontantstrømmer og inntjening. Derfor kommer man som aksjeinvestor ikke utenom å måtte ha en oppfatning om bedriftenes framtidsutsikter.

Dette notatet omhandler bl.a. noen av de makroøkonomiske temaene som vi fortløpende betrakter, også i våre månedsrapporter. Makroøkonomiske forhold har innvirkning på selskapenes inntjening via markedsmuligheter, kostnader og konkurranseposisjon. Dessuten har makroøkonomiske forhold betydning for risikonivået ved den enkelte investering og risikoen ved aksjeinvesteringer generelt. Ved våre investeringer forsøker vi å ta hensyn til de makroøkonomiske faktorene, selv om det er en utfordrende oppgave på grunn av kompleksiteten i problemstillingene.

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 svært konjunkturutsatt. Norske bedrifter har en høy andel av etterspørselen fra utenlandske markeder og kunder, og eksport og import utgjør en stor andel av BNP. Dessuten er mange selskapers inntjening avhengig av prisene i internasjonale energi- og råvaremarkeder. Denne avhengigheten av utenlandske markeder gjelder de fleste store selskaper som er notert på Oslo Børs.

Økonomiske spåmenn er normalt «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 etter «linjal-metoden».

Generelt er makroøkonomene likevel i utgangspunktet forsiktige, og ved utsagnene og prognosene lufter de sine bekymringer om hva som kan gå galt. Den undergruppen av makroøkonomer som liker å spå dommedags-profetier, får også særlig tilgang til finanspressens førstesider. Økonomene bidrar derved til frykt, men også muligheter for aktørene i finans- og kapitalmarkedene.

For en investor er det av betydning å ha en viss forståelse av slike mekanismer i det økonomiske forventningsbildet.

## Økonomisk vekst

En glemmer ofte at verdens politikere og sentralbanksjefer ikke selv evner å skape økonomisk vekst. De kan imidlertid ved sin politikk (lovgivning), forvaltningsvedtak og fastsettelse av rammebetingelser (herunder sentralbankrenter) legge til rette for eller motarbeide økonomisk vekst.

Mulighetene for økonomisk 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. 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.

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. Historisk har også den økonomiske utviklingen gått fremover basert på tilgjengelig kunnskap og tilgang til ressurser.

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 økonomisk vekst i verden, og særdeles for Norge, er en økende grad av proteksjonisme. Med stor arbeidsledighet, som for tiden plager mange land, vil proteksjonistiske tiltak kunne være en fristende kortsiktig løsning. Siden finanskrisen startet i slutten av 2007, har verden i hovedsak likevel unngått økt proteksjonisme, og flere land er kommet sterkere med i den internasjonale varebytingen.

Mulighetene for økonomisk vekst er dessuten avhengig 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.

## Økonomisk vekst i 2015

Vi legger ikke til grunn at miljømessige problemstillinger vil ramme den globale veksten i 2015 mer enn i fjor. Dette er til tross for at det er tegn til at forurensningsproblematikk nå også er kommet på agendaen til kinesiske politikere. Den sterke kinesiske veksten i de siste årene har forårsaket voldsomme forurensninger av luft og vann, som sterkt ødelegger livskvaliteten.

Vestlige land har satt i verk en økonomisk boikottaksjon mot Russland på grunn av Ukraina-konflikten. Til tross for denne boikotten, legger vi til grunn som et viktig premiss i våre vurderinger av den økonomiske veksten, at verdens politikere i 2015 ikke innfører vesentlige nye proteksjonistiske tiltak som hindrer arbeidsdeling og frihandel.

Tvert i mot, det er aktiviteter på gang med sikte på en ytterligere grad av frihandel mellom USA og EU og også internt i Sør-Øst Asia. Videre er det håp om at fjorårsutnevnte statsminister i India, Narendra Modi, vil lykkes med å endre økonomien i India. Herunder kan det åpnes opp for større grad av varebytte mellom India og andre land.

For å bedømme mulig vekst er det viktig å kjenne til i hvilken grad politikere og lovgivning legger hindringer i veien for verdiskapning. Med fortsatt stor arbeidsledighet og ubenyttet produksjonskapasitet bør det i 2015 være gode muligheter til å oppnå økt verdiskapning, ikke minst om politikerne kan endre lovregler som hindrer vekst. Denne problemstillingen er særlig aktuell for å få løst den store arbeidsledigheten i en del sentrale EU-land.

Det er frykt for at svingningene (volatiliteten) i de finansielle markedene vil kunne bli større i 2015. Det vil kunne få følger for den økonomiske verdiskapningen fordi beslutningstagerne via signaler og handlinger fra investorene får redusert risikovilje, og derved utsetter lønnsomme investeringer.

I finansmarkedene er det tre problemstillinger som stadig blir gjentatt som utfordrende for verdensøkonomien i 2015:

1. Amerikanske renteøkninger
2. Euromarkedene
3. Kinesisk kredittvekst

Ad. (1). Det forventes at Federal Reserve (den amerikanske sentralbanken) i løpet av 2015 vil komme til å øke sentralbankrenten for første gang siden 2006. Dette skyldes at den amerikanske veksten er meget sterk og arbeidsledigheten har falt.

Det er en frykt for at denne renteøkningen vil medføre en videre styrkning av verdien av USD, og at kapital vil søke til USA fra land med fremvoksende økonomi. Dette vil kunne lede til svakere valuta og høyere lånekostnader for land med stor gjeld og underskudd i utenriksregnskapet. Noen slike land med tidligere høy økonomisk vekst kan derfor få problemer med videre opplåning. Dette kan ramme bankvesenet.

Ad. (2). Verdien av euro har utviklet seg svakt i de senere årene. Spørsmålet om euroens fremtid er ikke like ofte på agendaen som under starten av eurokrisen i 2009, som ble provosert frem av de finansielle problemene i Hellas. I de siste årene har alle landene i Euroområdet fått redusert det markedsmessige påslaget på sin statsgjeld, og flere får nå en langsiktig opplåning til en lavere rentekostnad enn Kongeriket Norge. Rente-reduksjonen for eurolandene har skjedd til tross for at flere av landene har økt den statlige opplåningen. Det store finansielle problemet i Euroområdet oppfattes for tiden å være en kombinasjon av lav vekst og frykt for deflasjon. Det oppfattes som et paradoks at rekordlave renter og god tilgang på kreditt i Euroområdet ikke har klart å få opp inflasjonen. Det er derfor en frykt for at svak vekst og fallende priser kan bidra til en ny panikkbølge innenfor euroområdet, ikke minst fordi flere av eurolandenes gjeldsbyrde bare fortsetter å stige. De finansielle utfordringene i den greske økonomien er også på nytt kommet i søkelyset. Dette skyldes ikke minst det forestående parlamentsvalget i Hellas. Det er muligheter for at Syriza, et populistisk parti som hevder at Hellas ikke kan betale statsgjelden, kan komme til makten og derved forårsake en gresk uttreden av euroområdet (Grexit).

Ad. (3). Den kinesiske økonomien har i en årrekke stått for de største bidragene til den globale veksten. Til tross for en kraftig økning i de utestående kredittvolumene i Kina har veksten i kinesisk økonomi avtatt. Det er frykt for at kinesiske myndigheter vil komme til å begrense kreditt-tilgangen, som vil føre til fallende eiendomspriser og antagelig nedgang i den økonomiske aktiviteten. En frykter videre at fallende eiendomspriser vil lede til konkurser i kinesiske eiendomsselskaper og banker/finansinstitusjoner. Redusert kinesisk vekst vil igjen kunne lede til ytterligere nedgang i flere råvarepriser. President Xi Jinping har som antatt mål å gjøre den kinesiske økonomien mer rettet mot innenlandsk konsum og ikke i like stor grad være avhengig av eksport og investeringer. Denne prosessen med å endre de aggregerte nivåene for kinesisk etterspørsel synes å ta noe tid. I overgangsfasen vil den kinesiske veksten kunne bli redusert.

I tillegg til de forannevnte tre antatt store utfordringene for internasjonal økonomi, vil vi legge til som en fjerde trussel at geopolitiske hendelser kan medføre betydelig volatilitet i finansmarkedene i 2015. Antall lokale konflikter med spredningsmuligheter er blitt større i de siste årene. Nedgangen i oljeprisen er til stor gunst for mulighetene til økonomisk vekst i land med stor oljeimport. For oljeeksporterende land blir problemstillingen derimot motsatt. Derfor er det mulig at den store nedgangen i oljeprisen vil føre til geopolitisk uro i noen oljeeksporterende land, hvor økonomien bryter sammen.

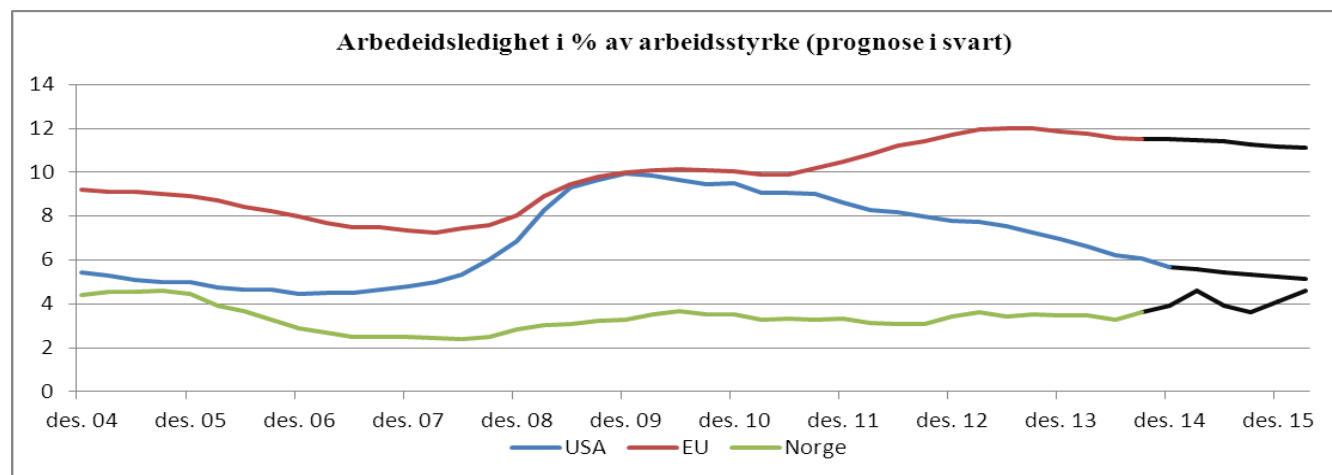
Økonomiske vekstanslag utarbeides av mange forskjellige analysemiljøer. Anslagene gjøres med basis i flere forskjellige makroøkonomiske indikatorer, dels kombinert med «magefølelse». Til tross for makroøkonomenes tvil og skepsis har de likevel i alle år siden 2009 som gruppe («consensus») landet på konklusjonen om at neste års økonomisk vekst vil bli litt bedre enn det foregående år. Fra 2010 har vekstprognosene generelt vist seg å være noe for optimistiske, og vekstanslagene er blitt løpende nedjustert.

Det er betydelige problemer forbundet med å måle økonomisk verdiskaping og økonomisk vekst. De forskjellige analysemiljøene kan ha forskjellige målemetoder, og noen tar utgangspunkt i vekst ut i fra kjøpekraftsparitet. Bare periodiseringen av veksten kan skape betydelige forskjeller i vekstanslagene for de enkelte år.

Ved inngangen til 2015 er oppfatningen at veksten i verdensøkonomien i 2015 også vil bli høyere enn den antatte veksten i 2014. Flere analysemiljøer har likevel redusert vekstforventningene for 2015 i forhold til forventningene for noen måneder siden. Den 20. januar 2015 offentliggjorde IMF (International Monetary Fund = Pengefondet) sin oppdatering av den periodiske publikasjonen «World Economic Outlook». Global vekst blir nå anslått til 3,5% i 2015 og 3,7% i 2016 mot 3,3% i 2014 (alle tall etter kjøpekraftsparitet). Dette var nedjusteringer på 0,3% poeng for begge årene i forhold til de anslagene som ble utgitt i oktober 2014. Vurdert etter markedspriser på valuta er veksten anslått til 3% i 2015.

BNP vekst i % (kjøpekraftsparitet)										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (E)	2015 (E)	2016 (E)
Verden	5,7	3,0	0,0	5,4	4,1	3,4	3,3	3,3	3,5	3,7
Eurosonen	3,0	0,4	-4,5	1,9	1,6	-0,7	-0,4	0,8	1,2	1,4
USA	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	3,6	3,3
Tyskland	3,4	0,8	-5,1	3,9	3,4	0,9	0,5	1,5	1,3	1,5
Frankrike	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,3	0,3	0,4	0,9	1,3
Italia	1,7	-1,2	-5,5	1,7	0,4	-2,4	-1,9	-0,4	0,4	0,8
Spania	3,5	0,9	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	1,4	2,0	1,8
Norge*	2,7	0,1	-1,6	0,5	1,3	2,9	0,6	1,8	1,9	2,0
Sverige*	3,3	-0,6	-5,0	6,6	2,9	0,9	1,6	2,1	2,7	2,7
Storbritannia	3,4	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,3	1,7	2,6	2,7	2,4
Japan	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,5	1,5	0,1	0,6	0,8
Kina	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,4	6,8	6,3
Brasil	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0	2,5	0,1	0,3	1,5
India	9,8	3,9	8,5	10,3	6,6	4,7	5,0	5,8	6,3	6,5
Russland	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,0	-1,0

Kilde: IMF per 20.01.2015      \* Estimater er basert på IMF Economic Outlook per oktober 2014.



Nedjusteringene til IMF er en følge av lavere forventninger til veksten i bla. Kina, Russland, Euroområdet, Japan, Brasil og noen oljeeksporterende land. Forventningene til veksten i USA ble imidlertid økt. Vedlagt er en oversikt over deler av tallmaterialet til IMF med forventninger om økonomisk vekst.

IMF sier selv at den faktoren som kan gjøre at veksten blir høyere enn anslått er virkningen av fallet i oljeprisen. Vi deler dette synspunktet om at det kan være oppsidemuligheter i vekstanslaget. IMF synes ikke å ha lagt til grunn at dagens lave oljepris kan vare gjennom 2015. Således er det gode muligheter for at vekstimpulsene av den positive bedringen i økonomien i en del land med stor oljeimport er undervurdert.

I så måte vil vi minne om at noen av de landene som har størst oljeimport også er blant dem som har slitt med å få tilstrekkelig økonomisk vekst i de siste årene. Dette gjelder Japan og store land i euroområdet som Italia, Frankrike, Spania og Tyskland. Via ringvirkningene av lavere oljepris er det mulig at veksten i euroområdet blir høyere enn hva økonomene for tiden legger til grunn.

Dessuten har både India og Kina betydelige regninger for sin oljeimport. Vi kan forøvrig merke oss at IMF nå anslår den økonomiske veksten til å bli 6,3% i India og 6,8 % i Kina. I forhold til veksten i 2014 er dette en forventet oppgang for India og nedgang for Kina.

Vi ser ikke noen grunn til å bestride at IMF's vekstanslag i sum kan være et fornuftig anslag for den økonomiske veksten i 2015. Vi tror dog som før nevnt at særlig stimulansene fra lavere olje- og gasspriser vil kunne ha en ekstra god stimulerende effekt på verdensøkonomien, som enda ikke er fullt innbakt i forventningene.

Denne positive effekten vil imidlertid fort kunne bli spist opp av negative effekter av geopolitiske hendelser. Det er særlig en bedret økonomi i USA som er forklaringen på høyere vekstanslag i 2015, og den amerikanske økonomien er i stor grad drivkraften i verdensøkonomien. USAs økonomi synes å ha vært svært potent i den siste tiden. Det er dog et åpent spørsmål i hvilken grad en fortsatt styrking av USD vil kunne bremse den økonomiske utviklingen.

## Råvarer

I fjorårets rapport var vår oppfatning om råvareprisenes utvikling i 2014 som følger:

*«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.»*

Denne prognosen viste seg å være svært god, men vi hadde ikke forestilt oss at oljeprisen skulle bli nesten halvert i forhold til nivået ved årets start. Rogers internasjonale råvareindeks falt betydelig med -22% i USD i 2014. Dette var en vesentlig mindre nedgang enn fallet i oljeprisen.

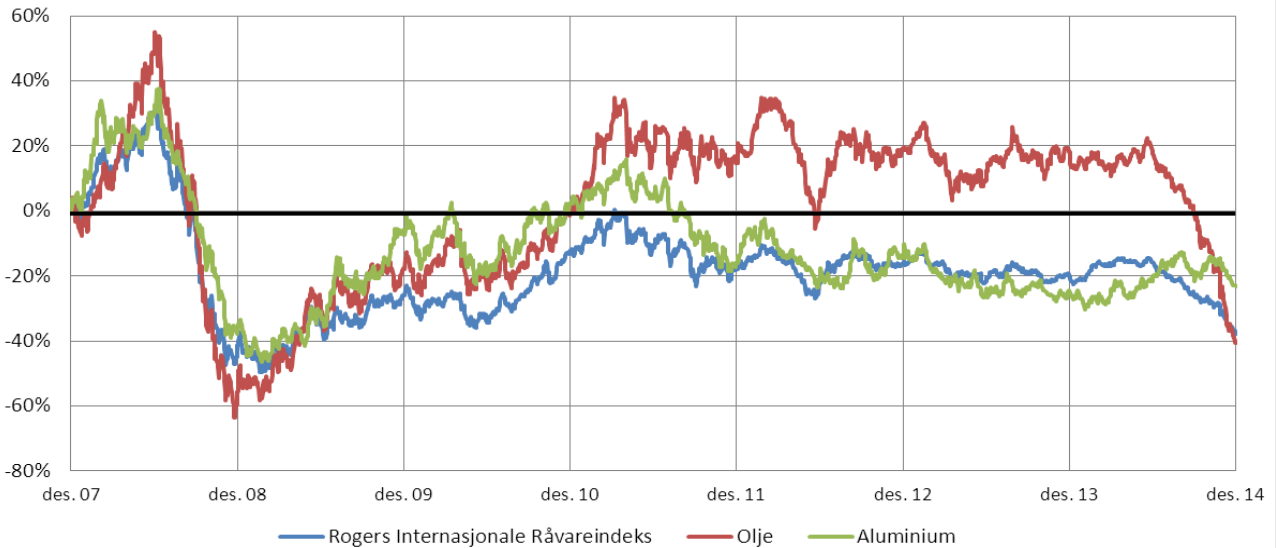
De fleste store landbruksprodukter falt i verdi i USD. Hvetepreisene falt bare -3%, mens prisen på ris falt hele -26%. Verdifulle landbruksprodukter som kaffe og kakao steg derimot, kaffeprisene med så mye som 50%.

Prisene på noen industrimetaller som aluminium (+3%) og nikkel (+9%) steg i 2014, mens prisene på kobber (-14%) og jern falt. Kullprisene viste også en nedgang. Gullprisen (-2%) var derimot nesten uendret i 2014 etter et stort fall i det foregående året. I de foregående årene fra 2000 til 2013 hadde det imidlertid vært en sterk sammenhengende periode med oppgang i gullprisen.

Med bakgrunn i det forventede bildet av global etterspørsel i 2015 kan en gjøre seg noen refleksjoner rundt råvarenes mulige prisutvikling.

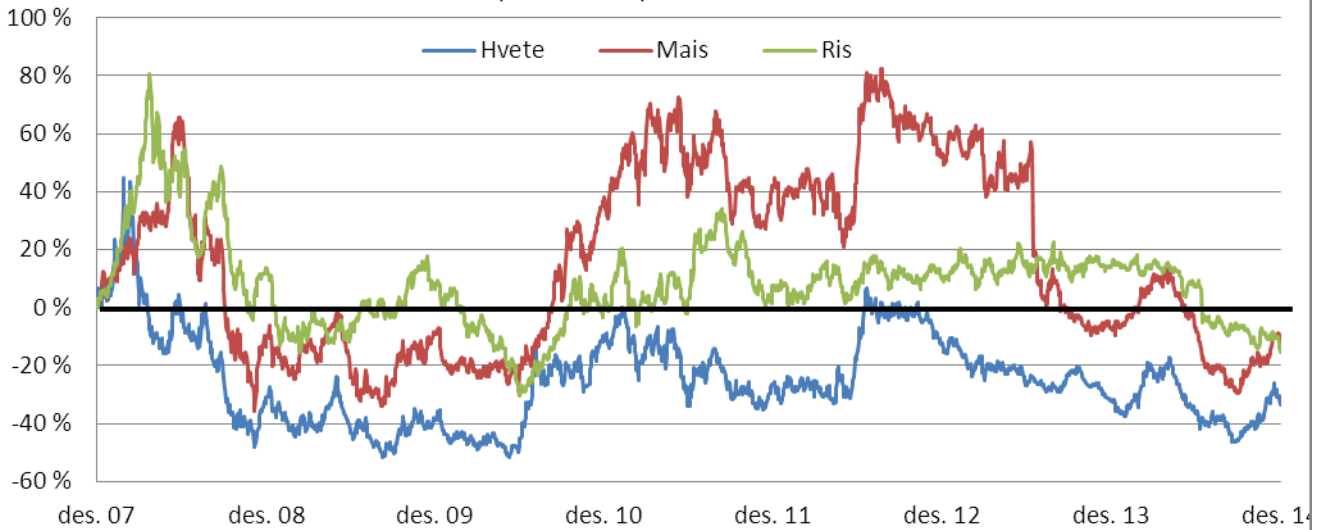
Med den økningen som skjer i verdens befolkning kombinert med økt levestandard og kjøpekraft vil det være en kontinuerlig økning i etterspørselen etter matvarer. For å kunne møte den økte etterspørselen med nydyrking eller utvidet produksjon, må innkjøperne være villig til å betale marginalprisen for å få produsert den nødvendige økningen i kapasitet. Med mindre det skjer en produktivitetsbedring i landbruksnæringen, vil prisene på landbruksvarer komme til å stige. For 2015 vil en slik prisstigning antagelig ikke skje. Dette er fordi driftskostnadene til mekaniserte bønder vil falle på grunn av nedgangen i oljeprisen. Dessuten er en del landbruksprodukter blitt benyttet som innsatsfaktor for å produsere biodrivstoff. Med den store nedgangen i oljeprisen er slik produksjon av biodrivstoff ikke lenger like lønnsomt, og arealene vil kanskje bli dyrket med andre produkter.

Endring i Råvarepriser fra 31/12/07



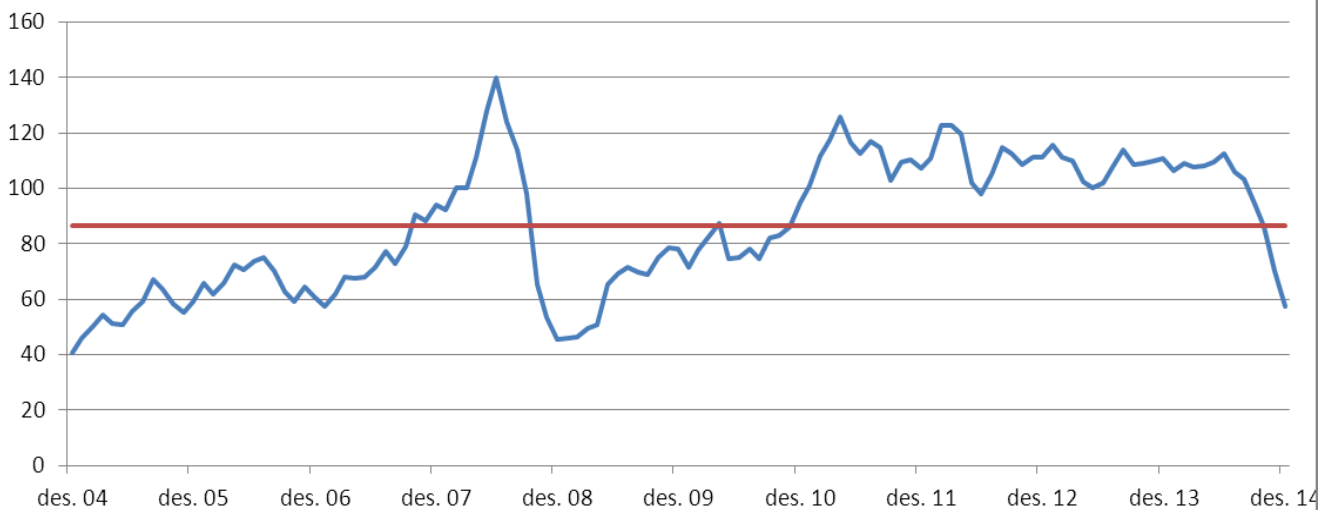
Indeks for landbruksproduktene Hvete, Mais, Ris og Soya.

Priser på landbruksprodukter er volatile



Oljepris siste 10 år (Brent)

Gj. snitt USD 86,6



I utgangspunktet forventer vi derfor at prisene på landbruksprodukter generelt vil kunne få en svak nedgang i 2015. Prisene på enkelte landbruksprodukter som kan bli rammet av avlingsforstyrrelser på grunn av dårlig vær, det være seg tørke, flom eller frost eller geopolitiske hendelser, vil dog kunne komme til å stige, kanskje til dels betydelig.

Prisene på jernmalm og kull synes for tiden ikke å ha det store stigningspotensialet, og en må antagelig forvente noe ytterligere prisfall for slike råvarer i 2015. Årsaken er at ny kapasitet er blitt «blokket» ut, og etterspørselsveksten synes ikke å være tilstrekkelig til å ta unna denne nye kapasiteten.

Noen metallpriser kan dog komme til å stige, ikke minst dersom den økonomiske veksten øker utover de forventede 3,5%.

For gullprisen vil økende geopolitisk uro kunne være en positiv bidragsyter i etterspørselsbildet. I den grad appresieringen av USD fortsetter i 2015 og det amerikanske rentenivået stiger, er det mulig at noen investorer finner det for kostbart å sitte på gullposisjoner. I så fall kan vi igjen se en noe større nedgang i gullprisen, dersom inflasjonstrusselen samtidig oppfattes som liten.

## Energi og olje

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

*«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 at oljeprisen kunne komme til å falle under 95 USD var feil inntil september 2014. Når oljeprisen først begynte å falle uten at OPEC (Saudi-Arabia) foretok noe produksjons-kutt, ble det i slutten av 2014 et svært kraftig prisfall på olje. Oljeprisen ble mer enn halvert i forhold til de prisnivåene som ble registrert tidligere i året. I de første dagene av januar har oljeprisen endog falt under 50 USD.

Prisen på Brent Blend var noe over 57 USD ved utgangen av 2014, mot et gj.sn. for hele 2014 på snau 100 USD. Gjennomsnittlig pris på Brent-oljen har vært som følger i de forgående 3 årene: 111 USD i 2011 og 112 USD i 2012 og 109 USD i 2013.

I forhold til de historiske data for oljeprisen er det påfallende hvor stabil oljeprisen har vært i årene mellom 2011 og 2014. Denne prisstabiliteten har kunnet skje fordi Opec, ved storprodusentene Saudi-Arabia og Kuwait, har opptrådt som markedsregulator.

Etter den store innfasingen av amerikansk skiferolje er tilbudsoverskuddet blitt alt for stort.

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. Marginal-kostnaden for det enkelte felt er imidlertid uklar. Enkelte felt ligger antagelig under 50 USD fatet, men det hevdes at halvparten av skiferoljepotensialet er ulønnsomt ved en oljepris som er lavere enn 60 USD.

Etter det kraftige prisfallet i de siste 5 månedene har de fleste oljeanalytikere skiftet «glasskule». Tidligere var de fleste estimater på fremtidig oljepris at den kom til å stige jevnt og trutt, og alltid være over 100 USD. Nå har flere av de samme analytikerne et estimat på at oljeprisen vil ligge under 60 USD i 1.halvår i 2015, for deretter å stige opp mot 80 USD i slutten av året.

Noen analytikere heller derimot til mer ekstreme utviklingstrekk. Enkelte hevder at perioden med høy oljepris er omme, og at oljeprisen vil ligge i intervallet 20 USD til 50 USD i årene fremover.

Selv med en viss etterspørselsvekst som følge av prisnedgangen, er det for tiden ingen mangel på oljetilførsel og reservene er tilstrekkelige. Dessuten bygges det for tiden opp oljelagre på flytende tankskip. Når gjennomsnittlig oljepris har ligget over 100 USD i alle de fire siste årene er det innlysende at det vil være et dramatisk inntektsbortfall for oljeprodusentene dersom oljeprisen skulle være under 50 USD i 2015.

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 produserer mindre enn hva som er mulig. Irans store produksjonsmuligheter er også blitt kraftig begrenset ved den økonomisk-politiske boikotten av landet.

Med unntak av en situasjon hvor Saudi-Arabias oljeproduksjon skulle falle vekk, tror vi ikke hendelser i OPEC-landene i 2015 vil bidra til noen ny oppgang i oljeprisen.

Så lenge OPEC, gjennom medlemslandene Saudi-Arabia og Kuwait, ikke på nytt intervensjoner ved nedstengning av egen produksjon, er det vanskelig å se at oljeprisen vil komme til å øke betydelig i det nærmeste året.

I våre forventninger til de økonomiske utsiktene for 2015 legger vi derfor til grunn at den gjennomsnittlige prisen på Brent-olje vil være betydelig lavere enn gjennomsnittsprisene i de siste fire årene. Vårt anslag er at gjennomsnittlig notering for Brent-oljen i 2015 vil være innenfor intervallet 40 USD til 60 USD. En slik lavere oljepris vil bidra til økt etterspørsel etter olje, men ikke tilstrekkelig til å ta unna tilbudsoverskuddet.

En lavere oljepris vil også ha konsekvenser for prisbildet av andre energikilder som gass, kull og fornybar energi som biodrivstoff. For Norge som er en stor eksportør av gass, hvor prisen i stor grad er linket til oljeprisen, vil dette ha negative økonomiske konsekvenser.

En rekke av de oljeproduserende landene subsidierer egne innbyggere med billig bensin og andre oljeprodukter. Det er mulig at slik subsidiering i større grad vil kunne forsvinne med den lavere lønnsomheten i oljeutvinningen. Fra et forurensings- og ressurs-synspunkt vil slik redusert subsidiering være gledelig.

Kanskje vil amerikanske politikere også finne ut at en bensinavgift vil være den magiske skatten for å få redusert underskuddet i statsbudsjettet?

## Renter, inflasjon og valuta

I fjorårets rapport skrev vi at langsiktige amerikanske renter ville stige i 2014 ettersom den økonomiske veksten økte, med tilhørende nedgang i arbeidsledighet og økte boligpriser. Til tross for at amerikansk økonomi bedret seg solid, ble vår hypotese mht. renteøkning feil. Amerikanske statsrenter med 10 års løpetid falt fra 3,03% ved årets start til 2,17% ved årets slutt.

Fallet i lange amerikanske statsrenter er bemerkelsesverdig, fordi Fed. har avsluttet sine store tilførsler av likviditet gjennom såkalt «Quantitative easing». Forventningene hos analytikerne er nå at Fed vil komme til å foreta den første hevingen av den amerikanske sentralbankrenten i 2. halvår av 2015.

Noe av forklaringen på den store rentenedgangen i USA er at i Euroområdet falt statsrentene enda mer og til et enda lavere nivå. De markedsmessige rentepåslagene til statsgjelden i de forgjeldede landene i euroområdet (unntatt Hellas) ble ytterligere redusert. Renten på 10 års tyske statspapirer falt fra 1,93% til 0,54% ved årets slutt, og er nå betydelig lavere enn de amerikanske. En kan forøvrig merke seg at rentenivået på norske 10 års statsobligasjoner var 1,54%, som er under nivået for tilsvarende amerikanske og britiske obligasjoner.

Storbritannia er et annet vestlig land hvor økonomien har tatt seg opp, og hvor det forventes en heving av sentralbankrenten av Bank of England i løpet av 2015.

Generelt var det nedgang i nivået på langsiktige statsrenter i (nesten) alle europeiske land og Japan. Slike statspapirer gir nå etter vårt syn bare risiko og tilnærmet null avkastning. Vi tror at amerikanske lange statsrenter vil komme til å stige noe når Fed. begynner å sette opp den kortsiktige sentralbankrenten, selv om deler av en slik renteøkning allerede er diskontert i markedet.

Årsaken til det lave rentenivået i den vestlige verden og Japan er den svært generøse pengepolitikken som sentralbankene har ført. Troen har vært at ved å føre en politikk med tilnærmet nullrente og bidra med stor tilførsel av sentralbanklikviditet vil denne pengepolitikken sørge for å få i gang den økonomiske aktiviteten.



Sentralbankene har følt seg kallet til å trå til med enorme pengepolitiske stimulanser, siden de fleste regjeringer ikke har økonomisk handlefrihet til å føre en stimulerende finanspolitikk på grunn av for høy statsgjeld.

Den store pengetrykningen som har vært ført kan bidra til å ødelegge den vestlige verdens pengevesen. Foreløpig har den store økningen i såkalt monetære basis ikke ført til økt inflasjon i varepriser, fordi pengenes omløpshastighet er blitt redusert.

Det er imidlertid sannsynlig at pengetrykningen har bidratt til inflasjon i eiendomsverdier og aksjeverdier. Herunder kan det amerikanske aksjemarkedet, som har hatt flere rekordnoteringer i 2014, virke høyt priset. Amerikanske aksjekurser kan bli utsatt for kursfall når Fed. begynner å sette opp rentene.

Til tross for den generelle rentenedgangen i Norge i 2014 skal vi være oppmerksom på at det markedsmessige kredittpåslaget på norske bedrifters obligasjonsgjeld til dels økte kraftig. En stor del av norske bedrifters obligasjonsgjeld er utstedt av selskaper innenfor energisektoren. Slike selskaper fikk markedsmessig forhøyde lånekostnader i fjor på grunn av svekkede framtidsutsikter.

Selv om sentralbankene tilførte store mengder likviditet og holdt tilnærmet nullrentepolitikk ble det heller ikke i 2014, som i 2013, nevneverdig inflasjon i vestlige land. Det er et pengepolitisk mål i de fleste vestlige land at inflasjonen skal være 2%. Dette inflasjonsmålet ble stort sett ikke overskredet i 2014, og mange økonomer forventer at den lave inflasjon skal vedvare i vestlige land i 2015. Denne antagelsen er dels basert på nedgangen i råvarepriser, herunder olje. Vi anser ikke at det bør være noe problem for et lands økonomi om prisnivået faller på grunn av prisnedgang på importerte varer. Dette er tvert imot et uttrykk for økt kjøpekraft og bedret økonomi.

Det er et betimelig spørsmål om sentralbankene nå bør ta til orde for å få redusert inflasjonsmålet til f.eks. 1%. Et slikt inflasjonsmål står kanskje bedre i stil med oppfatningen om at en av sentralbankenes mål bør være å opprettholde pengeverdien i et land. Samtidig ville 1% være et mål som det for tiden ville være lettere å nå uten ødeleggende pengetrykking.

I land med fremvoksende økonomi var det derimot også i 2014 noen land med inflasjonstakter. Flere slike land måtte ty til høyere sentralbankrenter.

Den 22. januar 2015 hadde den europeiske sentralbanken (ECB) et rentemøte hvor det ble besluttet å holde styringsrenten uendret på 0,05%, og den marginale innskuddsrenten holdes uendret negativ med -0,2%. I tillegg vil ECB foreta månedlige kjøp av verdipapirer på 60 milliarder euro i måneden inntil september 2016.

I løpet av 2014 skjedde det en betydelig svekkelse av den internasjonale verdien av euro, dels som følge av den lavrentepolitikken som er ført. I forhold til USD svekket euroen seg kraftig i annet halvår av 2014. Verdien av EURUSD falt med over -12% i løpet av 2014. Ved årsslutt av 2014 ble EURUSD notert til 1,21USD. Dette er et nivå som sist ble registrert i 2010. Vi forventer at verdien av euro vil svekke seg ytterligere mot USD i løpet av 2015, som følge av forskjeller i pengepolitikk og rentenivå.

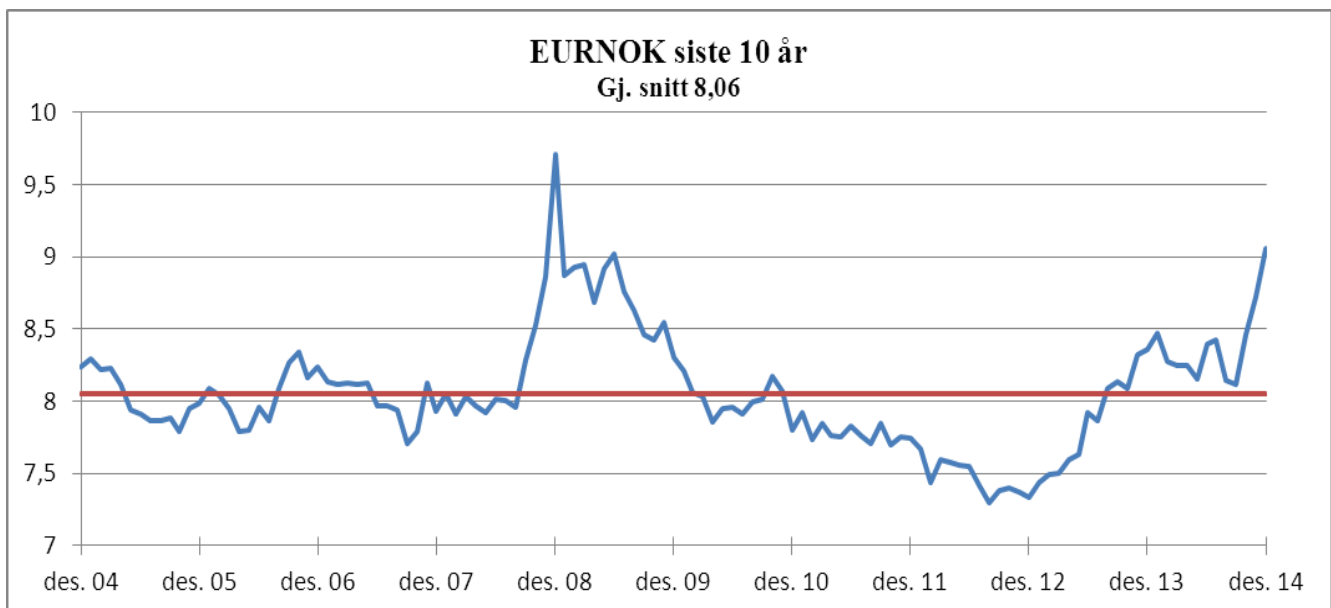
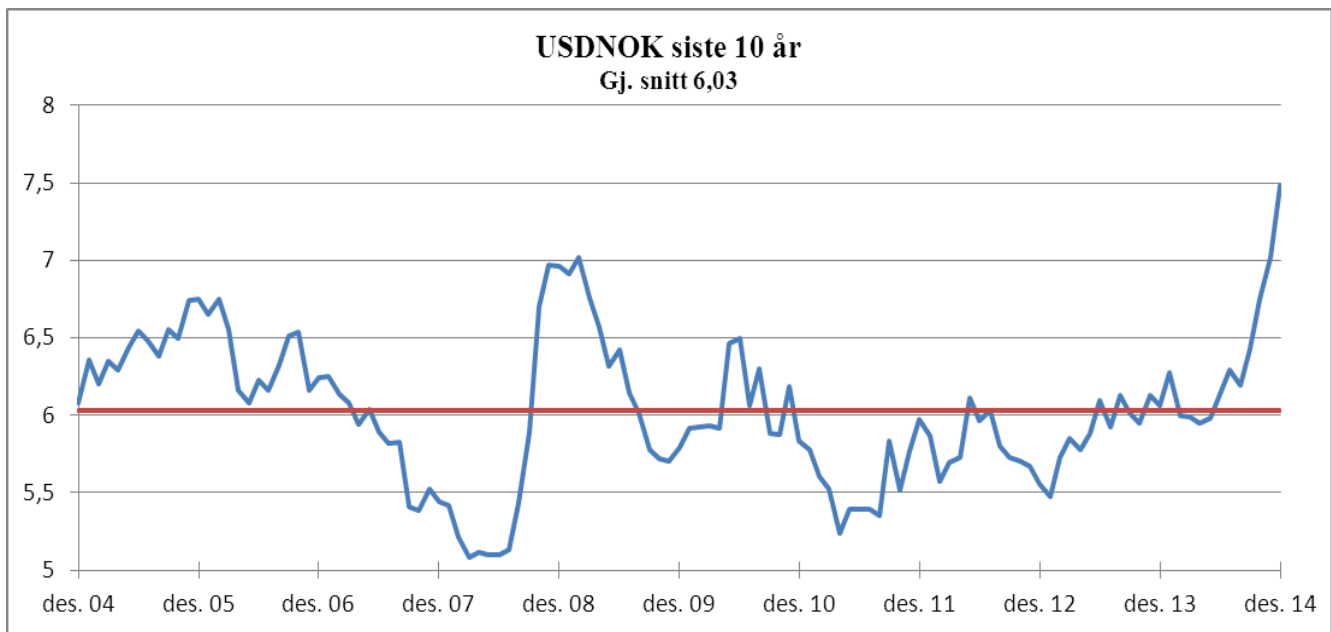
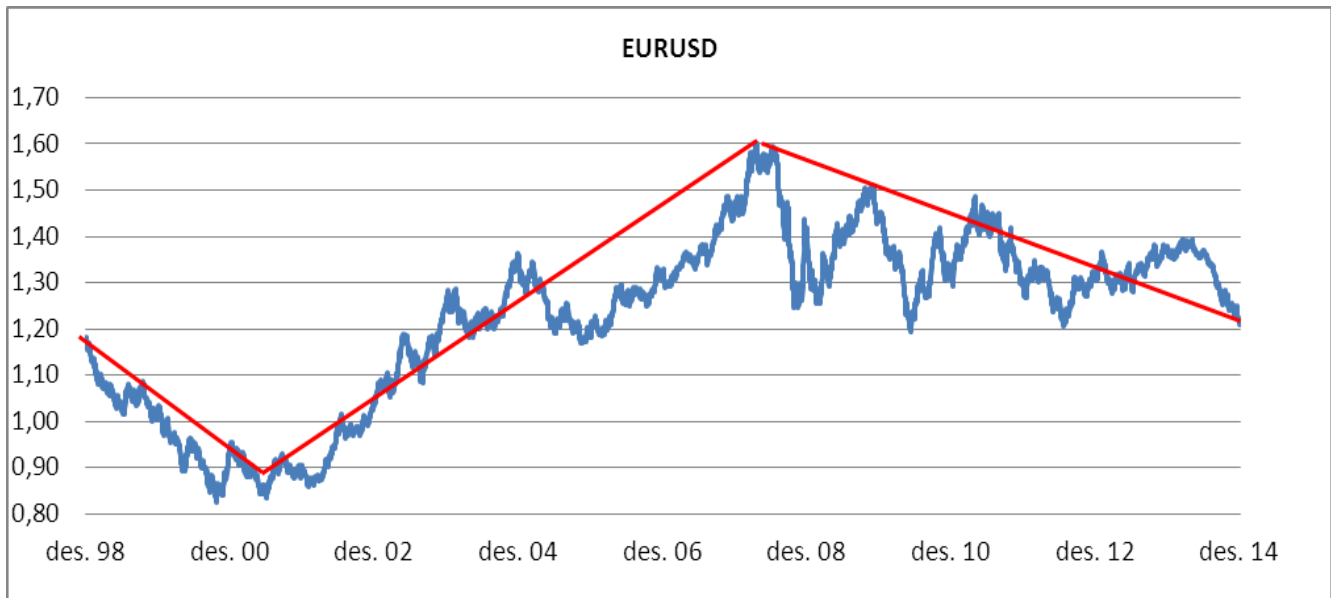
Ved siden av russiske rubler og noen eksotiske valutaslag var det verdien av NOK som ble den store taperen i valutamarkedene i 2014. NOK svekket seg mot alle de viktigste store valutaslagene. Størst var kronens verdifall mot USD som ble hele 23,5% mer verdt i løpet av 2014. Av de valutaslag som kronens verdi falt minst mot var svenske kroner og euro.

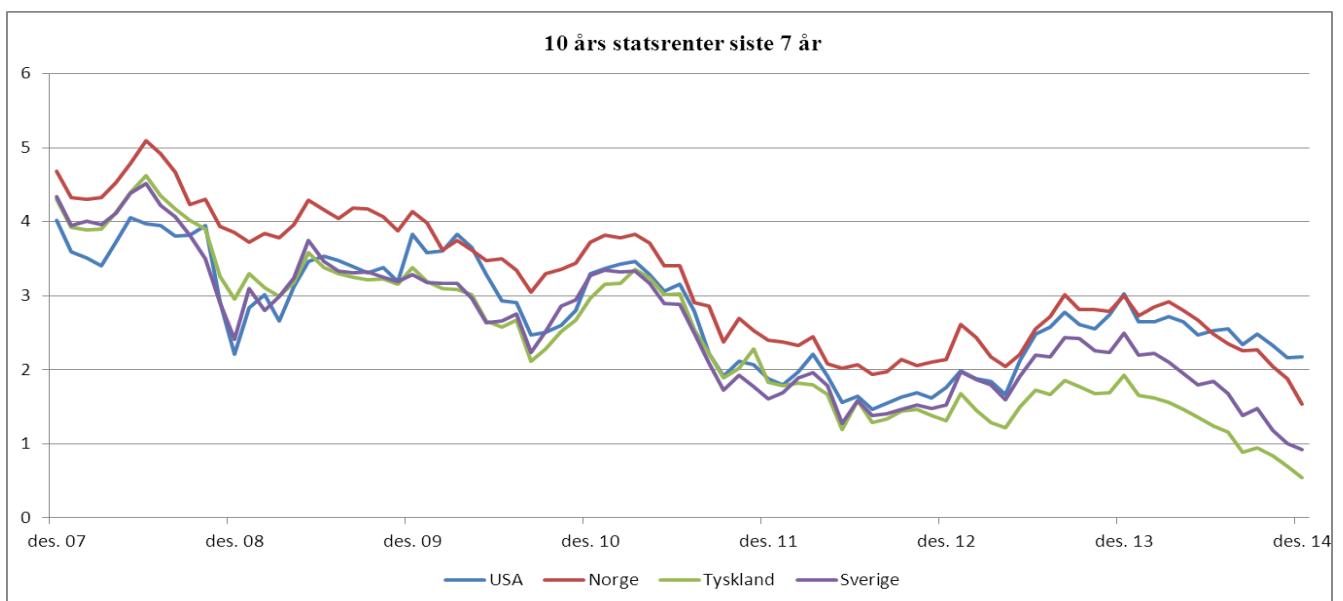
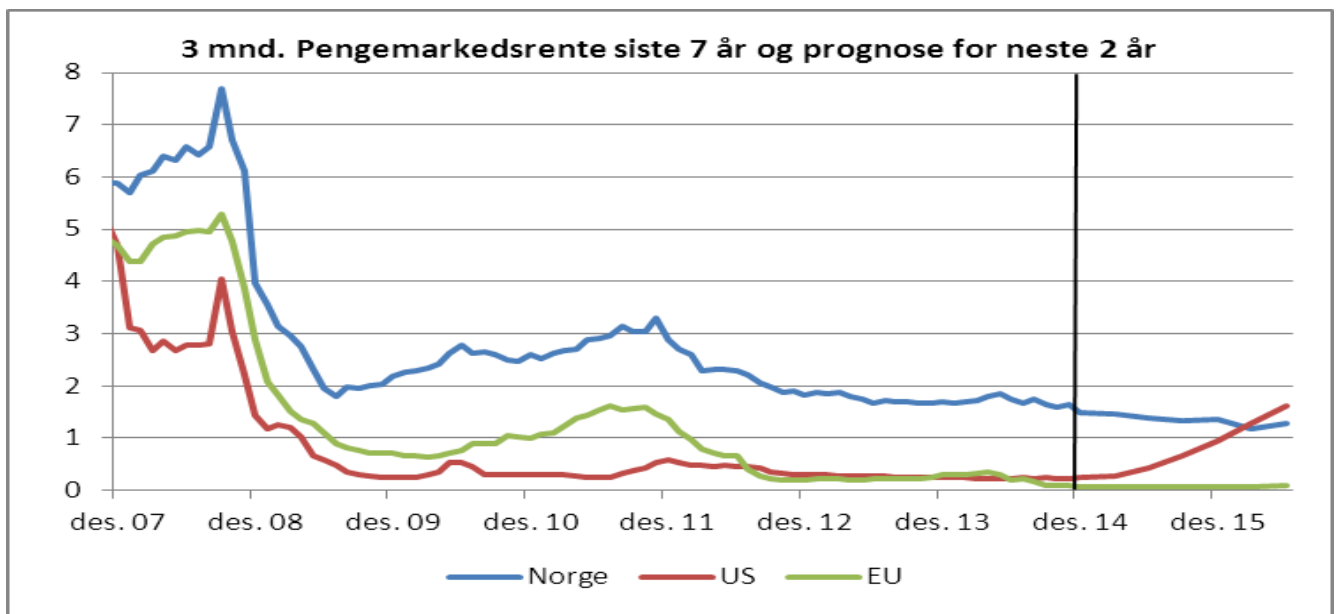
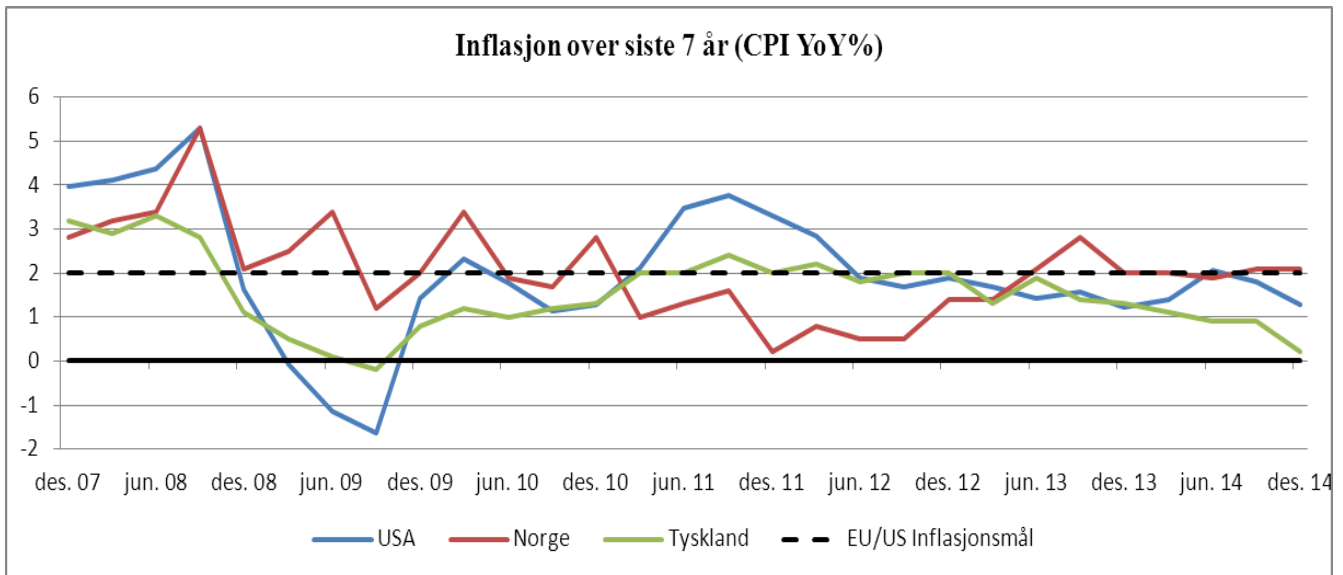
Det er rimelig å anta at valutakursene vil komme til å vise store svingninger også i 2015. Torsdag den 15. januar 2015 besluttet den sveitsiske nasjonalbanken å forlate det fastsatte «peg-forholdet» i forhold til euro på 1,2 CHF pr. euro. Følgen ble at CHF steg sterkt i verdi og en euro koster nå under 1 CHF. Sveitsiske alpehoteller og klokkeverkere raser mot avgjørelsen.

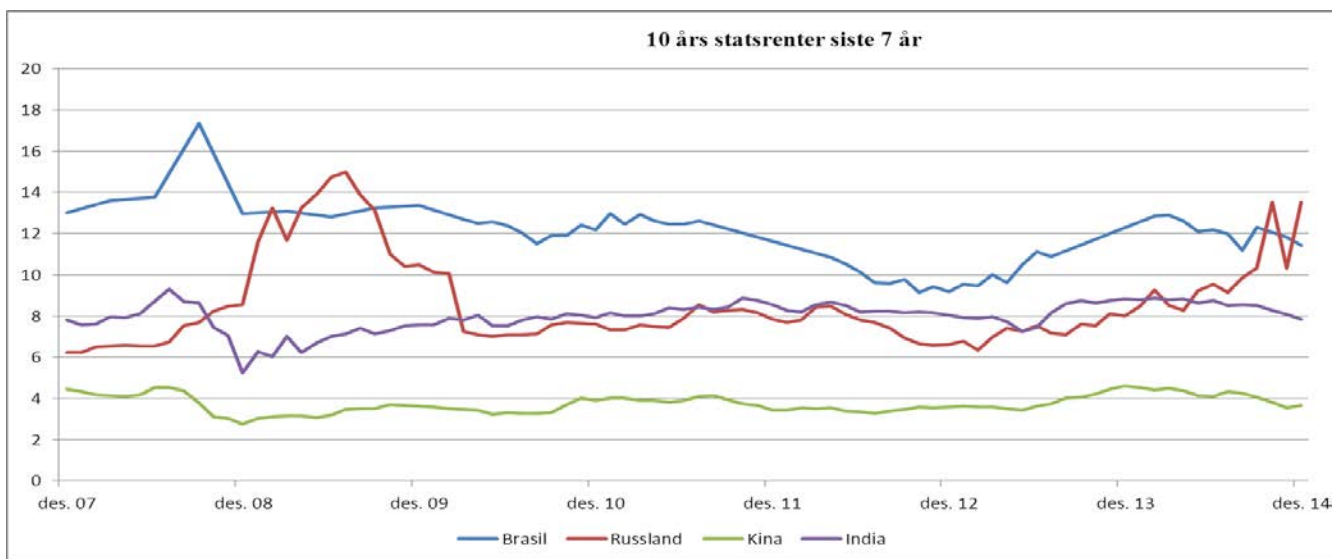
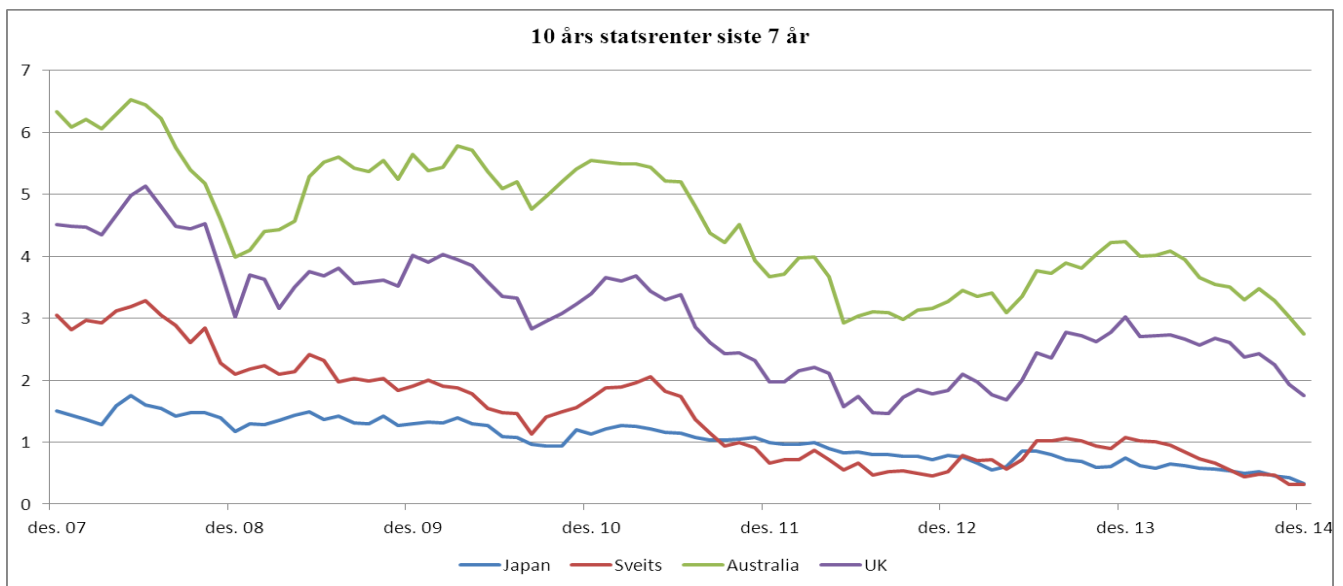
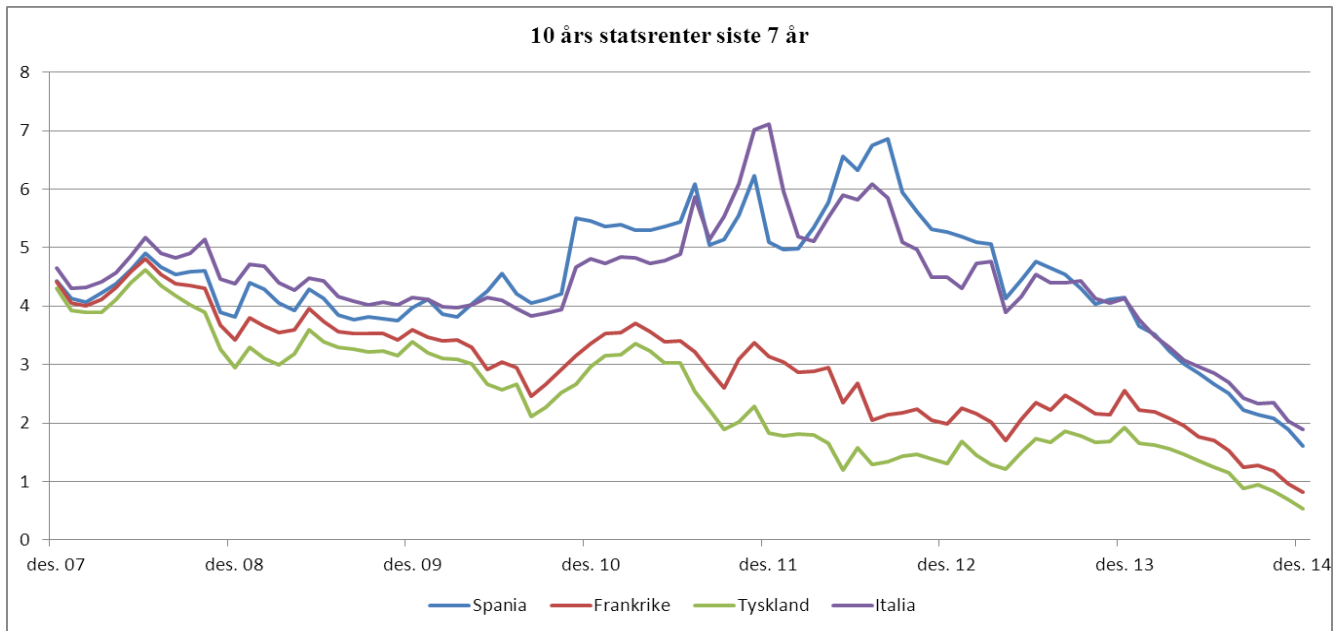
For 2015 tror vi at verdien av NOK vil bli ytterligere svekket mot USD, men noe styrket i forhold til euro. Denne antagelsen følger av forventninger om at verdien av euro vil svekke seg videre mot USD og at NOK delvis følger med på ferden.

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%. Vi synes det er på tide at inflasjonsmålet til Norges Bank blir satt ned til det nivået som andre vestlige sentralbanker styrer etter.

Implisitt i det høyere norske inflasjonsmålet til Norges Bank ligger det egentlig en forutsetning om at verdien av NOK skal måtte svekke seg med 0,5% årlig.







## 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. Veksten har likevel skuffet i forhold til forventningene.

Det stilles stadig spørsmålsteget til hvordan flere av landene i Euroområdet skal få i gang vekst og få redusert arbeidsledigheten. Kurvene for langsiktige statsobligasjonsrenter i Tyskland, Frankrike, Italia og Spania har i de siste årene bare fortsatt å falle til rekordlave nivåer. Dette har skjedd til tross for at politikerne ikke har evnet å bringe balanse i sine statsbudsjetter og statsgjelden har økt. Videre synes det å være en betydelig sendrektighet mht. å få endret de lover og regler som begrenser økonomisk omstilling. Flere valg i Europa, herunder valget til Europa-parlament kan delvis betraktes som protestvalg. Mange velgere har tilkjennegitt at de har mistet tilliten til de tradisjonelle politikerne og har stemt for populistiske alternativer.

Ved den skotske avstemningen om fortsatt tilknytning til Storbritannia ble det ikke flertall for en full løsrivelse. Med utviklingen i oljeprisen skulle kanskje den øvrige befolkningen i Storbritannia nå kanskje ha ønsket at Skottland hadde blitt løst fra unionen?

Ved valgene til Kongressen i USA i 2014 fikk Republikanerne rent flertall både i Senatet og Representantenes Hus. Dette betyr at President Obama ikke har noe flertall med seg i de folkevalgte organene i sine siste to år som president. Hans trøst er likevel at den amerikanske økonomien for tiden er inne i en svært god vekstfase.

Etter parlamentsvalget i India, verdens befolkningsmessig største demokrati, har landet fått en ny statsminister, Narendra Modi. Han synes å ville føre en ny politikk som i stor grad vil endre den byråkratiske og korrupte måten som økonomien i India har vært drevet etter. Dette vil kunne bidra til en etterlengtet økonomisk vekst i dette befolkningsrike landet.

I Indonesia ble det avholdt presidentvalg i 2014. Det er forventninger til at den nyvalgte presidenten kan bidra til endringer i landets økonomiske politikk, slik at landets 255 millioner innbyggere kan få bedret levestandard.

Den økonomiske veksten er over 5%, men størstedelen av landets eksport er råvarer.

I Brasil var det også presidentvalg i 2014, og Dilma Rousseff lyktes å bli gjenvalgt med en snau margin. Den brasilianske økonomien har stagnert, og Brasils 205 millioner innbygger kan ifølge IMF bare forvente 0,3% vekst i 2015. Det store oljeselskapet Petrobras står i fare for å gå overende.

Når politikerne ikke har midler eller lånekapasitet til å benytte finanspolitikken for å møte konjunktursvingningen har det vært sentralbankene som har måttet bidratt med sin pengepolitikk. Det er et åpent spørsmål om de økonomiske problemene i vestlige land og Japan i stor grad er strukturelle og ikke konjunkturelle. Videre er det et stort spørsmålsteget om omfanget av pengepolitikken er blitt overdrevet.

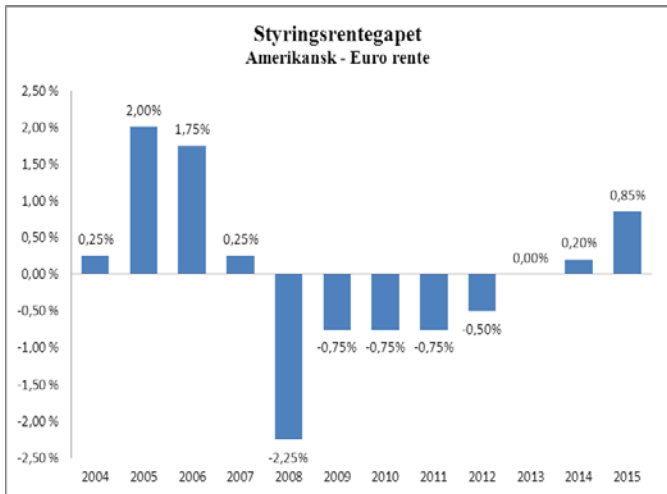
Pengepolitiske innsprøytninger har understøttet banker og statsfinanser. Pengetrykningen og lave sentralbankrenter har bidratt til en viss form for finansiell optimisme. Globale aksjekurser steg i takt med tilførsel av likviditet og økende risikovilje hos investorene i 2014. Volatiliteten i aksjemarkedene var dessuten (historisk sett) lav.

Oppgangen i aksjemarkedene var delvis basert på såkalt multippeleksjon og ikke økende inntjening i næringslivet. Etter finanskrisen i 2008 har næringslivet og bankene fortsatt med å bedre sine finansielle balanser. Det var en økende tendens til oppkjøp og fusjoner også i 2014, godt understøttet av historisk lave rentenivåer.

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

I nyhetsbildet i 2014 ble oppmerksomheten i noen grad dreid vekk fra sentralbanksjefer og pengepolitikk og mot valg av politikere, politikernes finanspolitikk og geopolitiske forhold. Ikke minst har problemene i forbindelse med konflikten mellom Russland og Ukraina skapt nytt samhold i NATO og Vest-Europa. Ikke alle EU-landene er imidlertid like begeistret for de boikottvedtakene som er fattet mot Russland, pga. skadevirkningene for egen økonomi.

Vi tror at politiske problemstillinger vil kunne få enda større innvirkning på verdensøkonomien i 2015, og at sentralbankenes rolle vil bli mindre viktig. Noen sentralbanksjefer må innstille seg på at rentesatsene ikke kan settes ytterligere ned.



## Geopolitiske problemstillinger

Nasjonale konflikter som har karakter av å være borgerkriger /stammekriger, ofte med en morderisk religiøs vri, synes bare å øke. I noen tilfeller går konflikten på tvers av etablerte landegrensener. Slike konflikter krever stadig mange menneskeliv og har en stor negativ virkning for den økonomiske verdiskapningen.

Generelt er det nå nesten et sammenhengende belte av religiøse konflikter og stammekonflikter i et geografisk område som strekker seg fra Vest-Afrika til Midtøsten og videre helt til Kinas Xinjiang-provins via Pakistan, Afghanistan og de tidligere russiske «stan-republikkene».

Det største åpenbare problemområdet er fortsatt Midtøsten. I Syria fortsetter den blodige borgerkrigen, men konflikten har kommet inn i en ny fase. IS har dannet sitt såkalte kalifat i Irak og Syria og amerikanere er blitt på lag med Iran i kampen mot ytterliggående Sunnimuslimer.

Det er fortsatt store spørsmålsteget rundt Irans atomvåpenprogram. Iran lider nå økonomisk av nedgangen i oljeprisen.

Geopolitiske konflikter hvor flere land er involvert i regulære krigshandlinger på tvers av geografiske landegrensener har i de senere årene vært relativt få. Slike konflikter kan imidlertid fortsatt blusse opp.

Russernes inngripen i forhold til Ukraina, først ved å annektere Krim og deretter ved å støtte utbrytergrupper øst i Ukraina har medført en «utfrysing» av Putin fra det gode selskap. Putins behov for å vise handlekraft av indrepolitiske grunner er ikke blitt mindre etter at Russland er blitt hardt rammet av nedgangen i prisene på olje og andre råvarer. For øyeblikket er hans popularitet meget stor.

Flere land, herunder Japan, har varslet økte forsvarsutgifter, ikke minst som følge av opprustningen i Kina og Russland.

Halveringen av oljeprisen i det siste halvåret vil antagelig kunne forårsake ny geopolitisk uro, og også eventuelt politisk omveltninger. I de fleste store oljeeksporterende landene vil det på grunn av nedgangen i oljeinntektene måtte skje en betydelig reduksjon av det økonomiske aktivitetsnivået.

I enkelte land vil nedgangen i levestandard ramme hardt, og skape sosial uro. Om oljeprisen skulle holde seg under 50 USD i 2015, er det grunn til å tro at flere regjerende ledere (både despoter og politikere) i oljeproduiserende land vil kunne bli utfordret av andre innenlandske ledere. Nye politikere vil ved hjelp av misfornøyde innbyggere kreve politiske endringer, og eventuelt kunne tilrane seg makten med bruk av vold.

Noen av de landene hvor reduksjonen i oljeinntektene vil kunne få omfattende politiske følger er bl.a.: Venezuela, Russland, Algerie, Nigeria, Angola, Irak, Iran og endog (storprodusenten) Saudi-Arabia.

To geopolitiske «wild-cards» er Nord-Korea og India/Pakistan-konfliktene. Vi håper og tror at det heller ikke i 2015 smeller i noen av områdene.

## Norsk økonomi

Vårt postulat om norsk økonomi ved inngangen til 2014 var (som ved inngangen til 2013) at:

*«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.»*

Dette postulatet stemte også. Norsk økonomi var i 2014 i en internasjonal særstilling ved at det bl.a. var overskudd både på handels- og driftsbalanser mot utlandet, overskudd i statsregnskapet, lav arbeidsledighet og lav inflasjon. De overraskende hendelsene for norsk økonomi skjedde i årets siste måneder, med en kraftig nedgang i oljeprisen kombinert med en stor svekkelse av kroneverdien.

For vurderingen av den norske økonomiske utviklingen i 2015 er problemstillingene mer spisset, og spådommen er langt fra like enkel og skråsikker som ved inngangen til 2014.

Halveringen av oljeprisen i de siste månedene av fjoråret og den samtidige svekkelsen av verdien av NOK har synliggjort at utfallsrommet for norsk økonomi i 2015 kan være vidt.

Noen av konklusjonene vil være avhengig av hvilke sentrale forutsetninger man legger til grunn i analysen mht. oljepris og valutakurser.

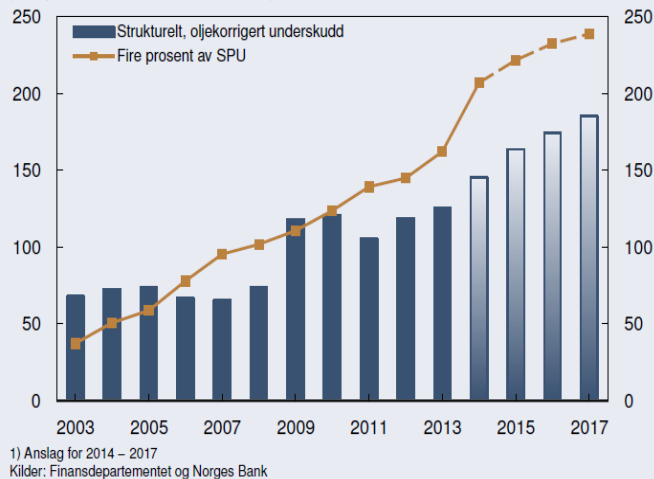
En stor del av den ekstra gode lønnsomheten ved norsk olje- og gassproduksjon havner i utgangspunktet i Statskassen, som økning i oppsparingen i Statens Pensjonsfond Utland (oljefondet). Dette er midler som blir holdt utenfor norsk innenlandsk etterspørsel, og har ikke bidratt direkte til aktivitetsnivået i økonomien. Denne statlige sparingen vil bli kraftig redusert i 2015, men tidligere tiders oppsparing er intakt. Medio januar 2015 anslår Norges Bank at oljefondet har nådd en verdi som er i nærheten av 6.500 milliarder NOK. En god del av verdioppgangen kan tilskrives svekkelsen av NOK.

Vår konklusjon er at den norske økonomiske aktiviteten i 2015 vil bli opprettholdt på et fortsatt høyt nivå, til tross for en nedgang i oljeinvesteringene. Oljeinvesteringene har vært svært høye i 2013 og 2014, og på et nivå som ikke kunne vare i det lange løp. Dessuten har oljeinvesteringene sannsynligvis fortrenget andre investeringer, av både offentlig og privat karakter. Økte offentlige og private realinvesteringer vil antagelig kunne komme til å erstatte aktivitetsbortfallet i petroleumsnæringen. I så måte har vi tro på at det i tiden fremover vil bli satt i verk lenge etterlengtede investeringer i norsk infrastruktur.

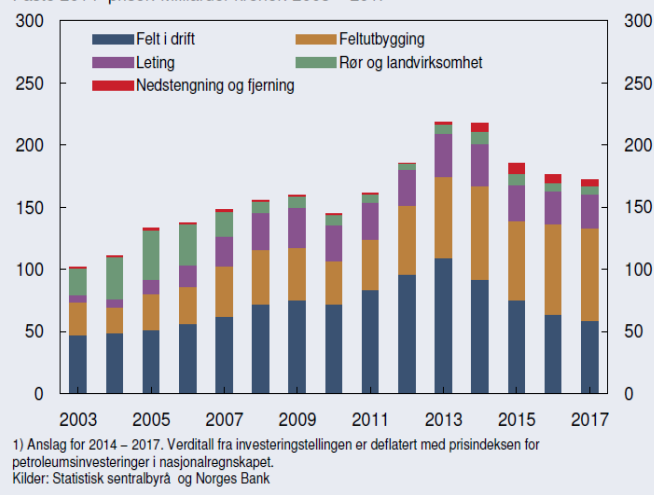
Den årlig tillatte «melkingen» av oljefondet innenfor handlingsregelens 4% grense vil også skje i 2015, og i form av tilførsel til statsregnskapet. Tilførsel fra oljefondet til saldering av statsbudsjettet vil i 2015 kunne bli større fordi fondet har økt. Den underliggende bruken av oljeinntekter i statsregnskapet måles ved det såkalte strukturelle, oljekorrigerede underskuddet. Det er anslått at dette beløpet var 141 milliarder NOK i 2014 og er budsjettet til å øke til 164 milliarder NOK i 2015.

Om den norske regjeringen mener å ha behov for ytterligere tilførsel fra oljefondet for å føre en mer ekspansiv finanspolitikk på grunn av redusert aktivitet i norsk økonomi, er det fortsatt gode rammer innenfor politikernes selvplagte handlingsramme på 4%.

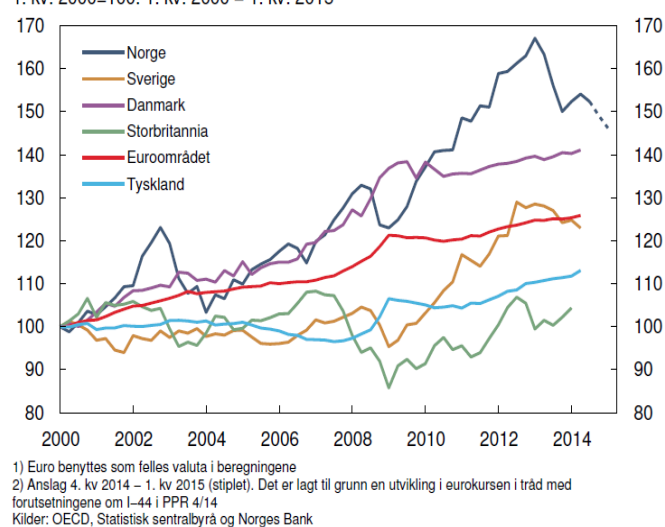
Figur 1.22 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og fire prosent av Statens pensjonsfond utland. Faste 2015-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2017<sup>1)</sup>



Figur 1.24 Petroleumsinvesteringer. Faste 2014-priser. Milliarder kroner. 2003 – 2017<sup>1)</sup>



Figur 2.6 Lønnskostnader per produsert enhet i felles valuta<sup>1)</sup>  
1. kv. 2000=100. 1. kv. 2000 – 1. kv. 2015<sup>2)</sup>



Med svekkelsen av NOK gjennom fjoråret er noe av de særnorske høye lønnsøkningene i de siste årene delvis blitt nøytralisert. Norsk næringslivs internasjonale konkurransevne er således blitt bedre. Den kronesvekkelsen som har skjedd i 2014 har samtidig bidratt til større næringsmessig fleksibilitet. Dette reduserer den ensidige avhengigheten av petroleumsnæringen i norsk verdiskapning.

Norges Bank har i siste rentemøte i desember 2014 redusert sentralbankrenten til 1,25%. Dette var den første renteendringen siden mars 2012. Samtidig varslet Norges Bank at styringsrenten vil bli opprettholdt lav i lang tid fremover, og at renten vil kunne bli ytterligere redusert i 2015.

I finansmarkedene forventes det for tiden to rentekutt på hver 0,25% poeng i løpet av 2015.

Prisstigningstakten for forbruksvarer vil antagelig øke i Norge i 2015. Med en høy andel importerte varer og tjenester i økonomien er det sannsynlig at kronesvekkelsen vil bli overført til det norske prisbildet. Feriereiser til utlandet er blitt dyrere, og det er allerede registrert prisøkninger på biler og importert elektronikk.

Norges Bank har en målsetting om 2,5% prisvekst, og dette målet skal også gjenspeiles ved fastsettelsen av sentralbankens styringsrente. 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.

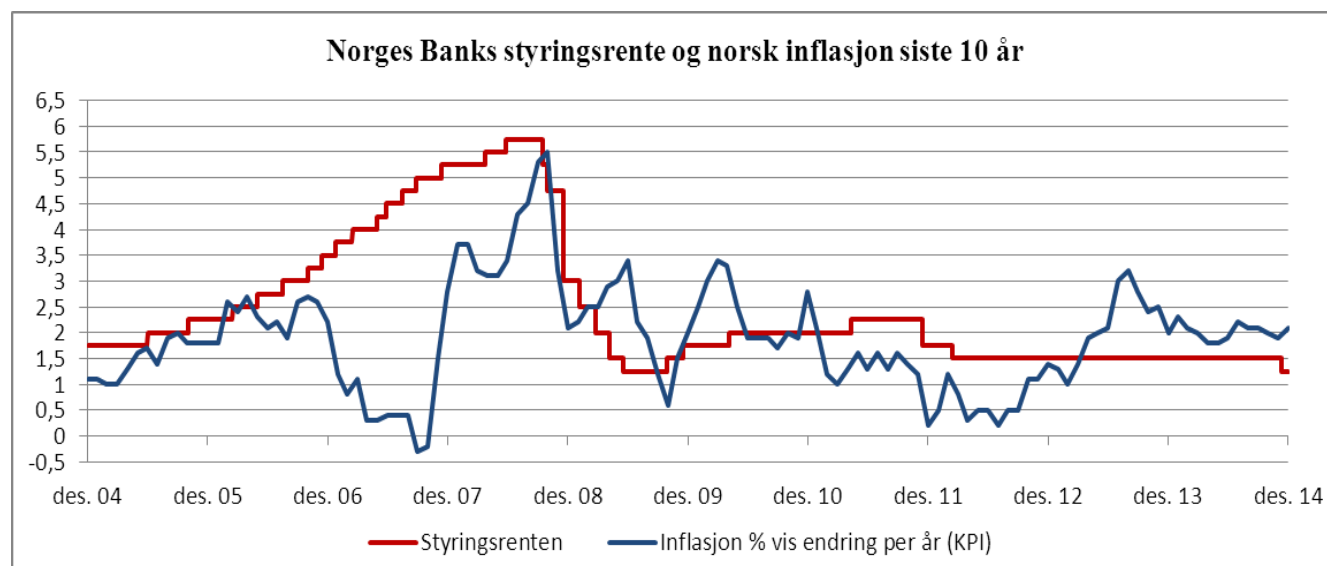
I de siste årene har det vært en stor oppgang i norske boligpriser. I Rogaland er det nå tegn til nedgang i boligprisene, men i andre deler av landet omsettes boligene ved årets start både raskere og til høyere priser. De lave rentene bidrar til å fyre opp under en fortsatt oppgang i norske boligpriser.

Arbeidsledigheten i Norge er lav. Befolkningen fortsetter å øke, i stor grad ved innvandring. Muligens vil nedgangen i aktivitetsnivået i oljesektoren, med tilhørende negative ringvirkninger i andre sektorer, kunne bli sysselsettingsmessig kompensert ved at noen arbeidsinnvandrere reiser hjem til Sverige og Polen. Vi tror derfor at arbeidsledigheten i Norge ikke vil stige svært mye i 2015. Uansett vil den norske arbeidsledigheten ikke komme i nærheten av den høye arbeidsledigheten som i dag preger de fleste land i euroområdet.

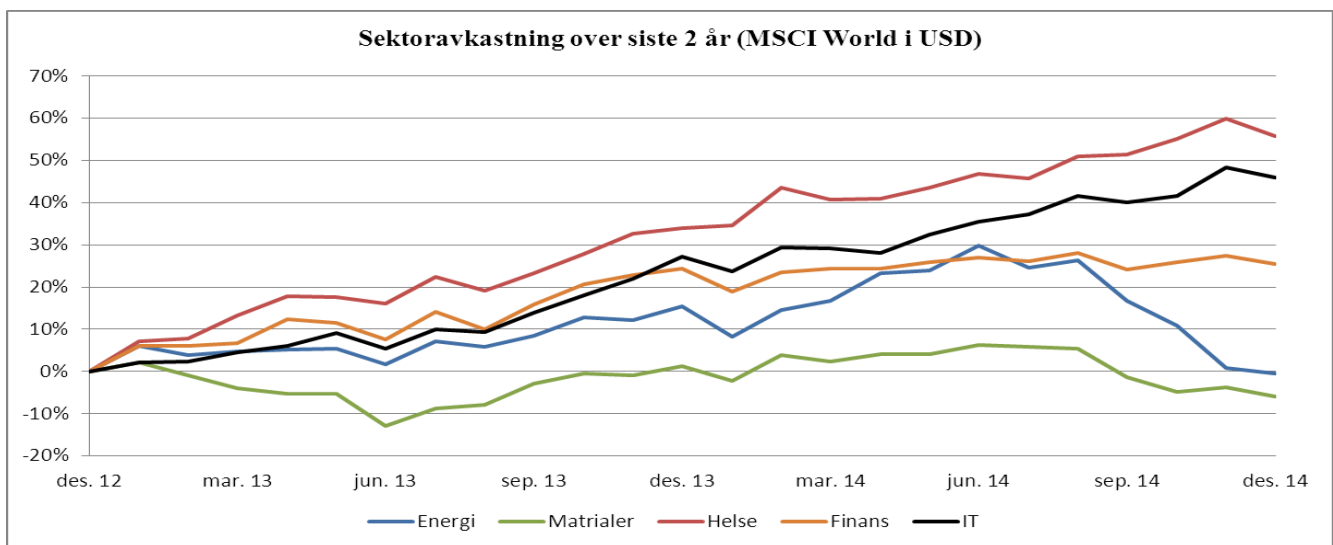
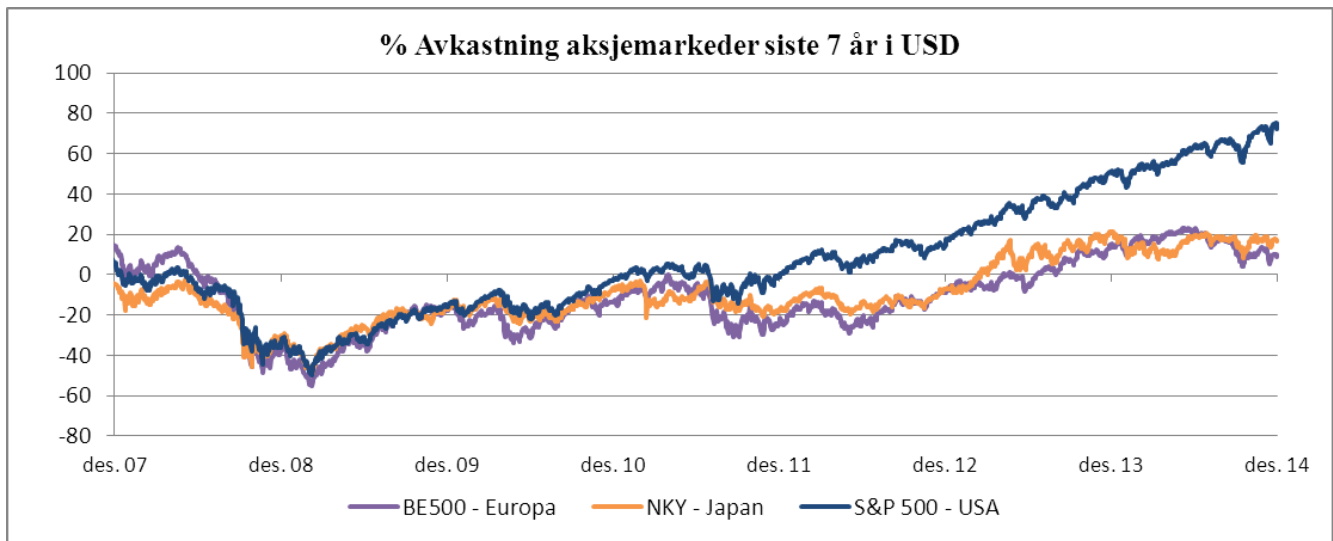
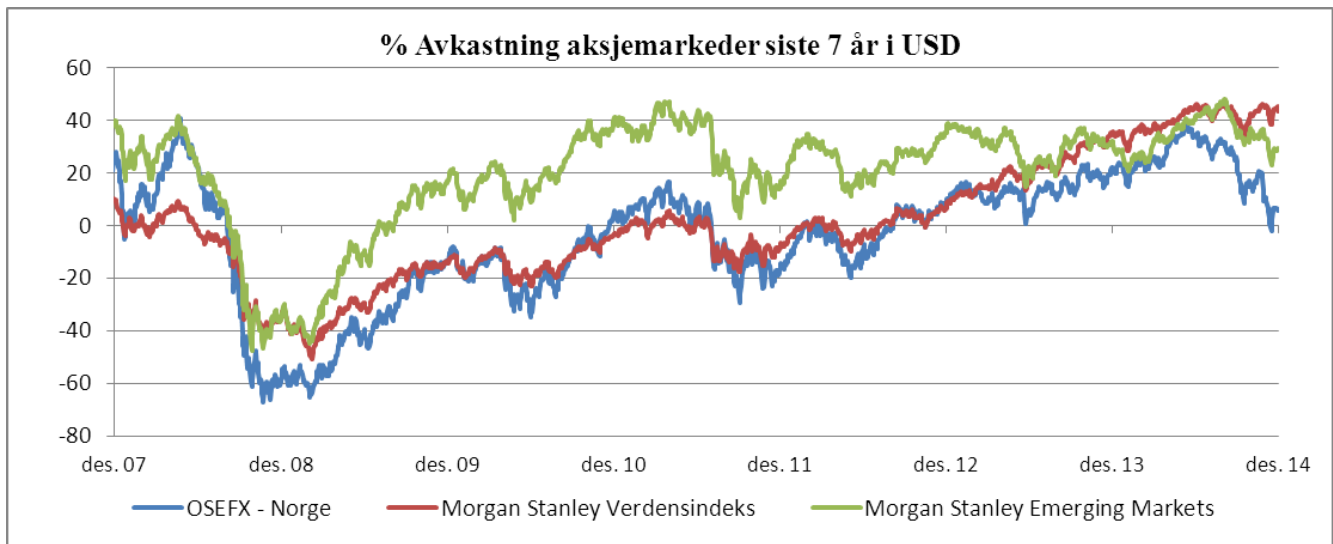
I sum legger vi til grunn at norsk økonomi vil være relativt sterk også i 2015. Denne antagelsen er gjort med basis i forventninger om at gj.sn. oljepris vil være mellom 40 USD og 60 USD i 2015, og at verdien av NOK ikke endrer seg særlig mye.

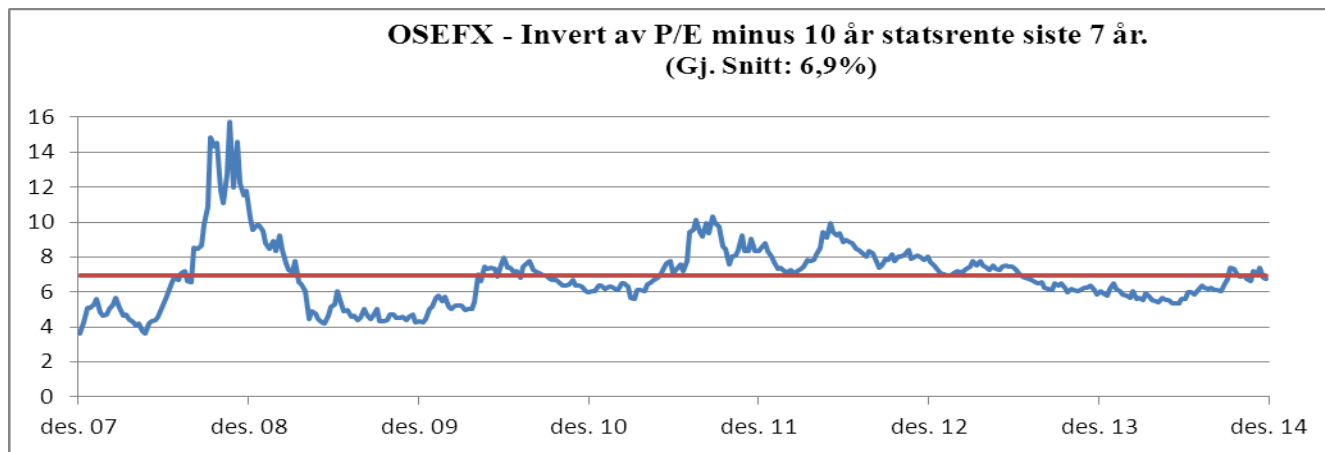
Vi forventer at norske økonomiske data for 2015 fortsatt vil kunne vise til trillingoverskudd, ved overskudd i handelsbalansen og driftsbalansen mot utlandet samt overskudd i statsbudsjettet. Arbeidsledigheten vil øke svakt. Den norske konsumprisveksten blir høyere enn 2,5%. Som følge av den importerte prisveksten og en oppgang i internasjonale renter i slutten av året, kan/ bør også Norges Bank bli nødt til å sette opp styringsrenten fra dagens nivå på 1,25%. Andre norske renter vil i så fall også komme til å stige. Veksten i eiendomspriser kan derved avta i løpet av året.

Synspunktet om norsk renteheving i 2015 er ikke konsensussynet blant norske økonomer.









### Forventninger til det norske aksjemarkedet

Før vi går løs på våre forventninger til det norske aksjemarkedet i 2015 vil vi ta et lite tilbakeblikk på børsåret 2014.

Vårt basisestimat for utviklingen på Oslo Børs i 2014 var at det ville bli en oppgang i fondsindeksen i intervallet +5% til +15%. Vi fremholdt at flere forskjellige faktorer kunne bidra til at utfallsrommet var større, men at utviklingen i oljeprisen var den største usikkerheten. Vi la likevel til grunn en svak nedgang i oljeprisen i våre forventninger. Oslo Børs fondsindeks endte med en oppgang på +5,7% i 2014, og dette var således innenfor våre basisforventninger. Regnet i USD ble verdiutviklingen for fondsindeksen derimot negativ, med -14,4%. Utviklingen for aksjer notert på Oslo Børs var blant de svakeste i land med utviklet økonomi.

Nedgangen i oljeprisen i årets siste måneder ble betydelig større enn hva vi hadde regnet med, og det var negativt for selskaper i energisektoren. På den annen side skjedde det en betydelig svekkelse av kronekursen, som bidro til en kursoppgang for norske eksportbedrifter.

Den relativt svake verdiutviklingen for Oslo Børs skyldes i hovedsak den store andelen av aksjer i energisektoren, som generelt hadde en elendig kursutvikling i 2014. Verdiltveksten var svært skjev mellom de forskjellige selskapene. Bare det positive indeksbidraget fra to selskaper; RCL og Norsk Hydro, tilsvarte hele oppgangen for fondsindeksen.

I 2014 var det like mange selskaper i fondsindeksen med positiv som negativ verdiutvikling. Av de 64 selskapene som var inkludert i indeksen i 2014 har 19 selskaper hatt en positiv verdiutvikling som er bedre enn +20%, samtidig som 21 selskaper har hatt en negativ verdiutvikling som er svakere enn -20%.

De store kurssvingningene som vi så på Oslo Børs i 2014 understreker betydningen av å være diversifisert og ha en spredning på investeringene.

For å besvare spørsmålet om hvilket utfallsrom som vi kan forvente oss for norske aksjer i 2015 må vi ta stilling til en rekke problemstillinger. Ved inngangen til 2015 velger vi å gjøre følgende antagelser om noen faktorer som påvirker inntjening og prisingen av selskaper på Oslo Børs:

1. Global økonomisk vekst rundt 3,5%
2. Internasjonale aksjemarkeder faller ikke vesentlig tilbake
3. Ingen (vesentlig) ytterligere multiplerelektspansjon for norske aksjer
4. Gjennomsnittlig oljepris holder seg i intervallet 40 USD til 60 USD, og oljeprisen ved årets utgang er under 60 USD
5. Verdien av NOK svekker seg videre mot USD men styrker seg litt mot EUR.
6. Kortsiktige og langsiktige norske rentesatser stiger noe over nivået ved utgangen av 2014, men vil fortsatt være lave sett i historisk sammenheng

Etter den kraftige nedgangen i oljeprisen er det svært sprikende analyser om fremtidig oljeprisutvikling, hvor både 20 USD fatet og 120 USD fatet blir nevnt som mulige prismål. Vi kan regne med at oljeprisens bevegelser i 2015 vil skape store kursbevegelser i det norske aksjemarkedet.

Investorer i aksjemarkedet forsøker hele tiden å finne vendinger i de sentrale økonomiske størrelsene som påvirker aksjekursene. 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 multipliseringsprisen 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.

Aksjeanalytikerne tenderer normalt til å være for optimistiske mht. anslag på bedriftenes resultater. Konsensusestimaterne for de selskapene som inngår i fondsindeksen er muligens også noe for høye ved inngangen til 2015.

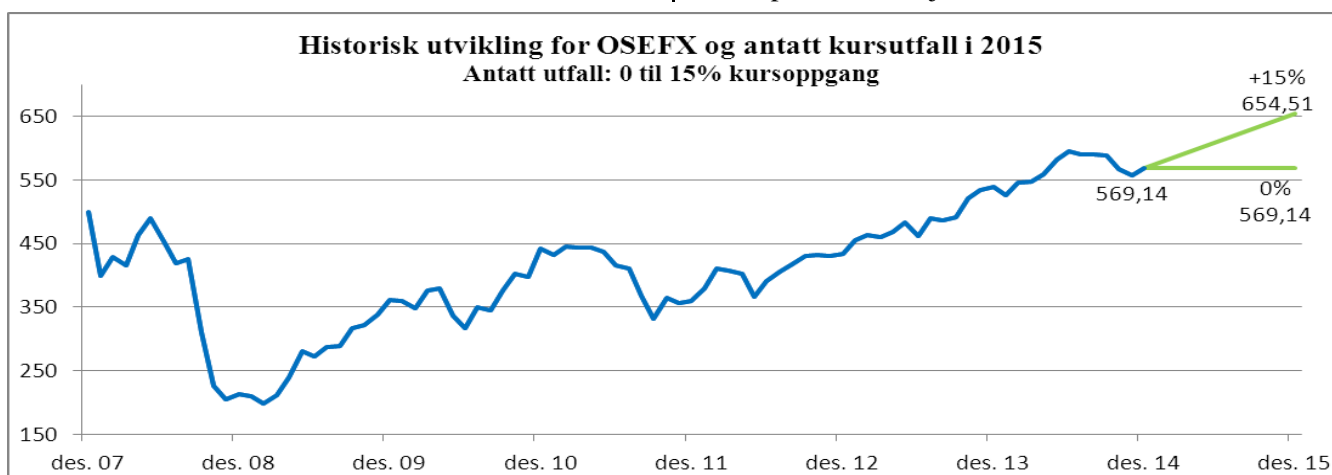
I dagens situasjon med svært lave renter har det vært naturlig med en noe lavere risikopremie for investeringer i aksjer, men det er mulig at denne vil øke dersom rentenivået for statsobligasjoner stiger. Vi tror det er god sannsynlighet for at det markedsmessige rentenivået på norske statsobligasjoner vil stige noe i løpet av 2015. Denne norske rentøkningen 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.

Vårt basisestimat for utviklingen på Oslo Børs i 2015 er at det vil bli en oppgang i fondsindeksen i intervallet 0% til +15%.

Dersom oljeprisen og/eller valutakursutviklingen skulle avvike vesentlig fra våre antagelser, kan man risikere at fondsindeksen får en betydelig annerledes verdiutvikling. Både -10% og +25% er innenfor det sannsynlige utfallsrommet for avkastningen på Oslo Børs i 2015.

Når det gjelder prisingen av norske aksjer må en heller aldri glemme at prisingen skjer i en relativ verden mot både andre aksjemarkeder og andre investeringsmuligheter. Utenlandske investorer eier dessuten en relativ stor andel av selskapsverdiene på Oslo Børs. Dette utenlandske eierskapet er i stor grad konsentrert til store internasjonale finansinvestorer, som ofte agerer i takt og med store beløp. Norske aksjer er derfor ofte volatile.



Redaktør og ansvarlig for innholdet er

**Odd Hellem**, Investeringsdirektør