

Oslo, 8. april 2016



Internasjonal økonomi og aksjemarkeder

Oppsummering

I mars var det oppgang i globale aksjekurser. Særlig steg kursene i store selskaper i land med fremvoksende økonomi. Verdens produksjon av varer og tjenester har aldri vært høyere, men veksttakten er noe lavere enn i årene før finanskrisen. Flere råvarepriser steg i mars. Herunder steg oljeprisen til rundt 40 USD, og er nå høyere enn ved årets start. Langsiktige statsrenter steg svakt i flere land, til tross for at sentralbankene fortsetter med ekstrem lavrentepolitikk. Verdien av USD svekket seg mot alle andre sentrale valutaer.

Konjunkturer og råvarer

Den økonomiske veksten i verden er fortsatt positiv på syvende året, men nivået er noe lavere enn i tiden før finanskrisen. Verdens produksjon av varer og tjenester har likevel aldri vært høyere enn i dag. Mange økonomer bekymrer seg over risikoen for en amerikansk resesjon. De siste amerikanske nøkkeltallene viser ikke noen umiddelbar fare for en amerikansk resesjon. Arbeidsmarkedet i USA er relativt hett, og lønningene er i ferd med å stige. I løpet av mars har dessuten verdien av USD svekket seg mot alle sentrale valutaer. Dette har bedret konkurransevnen til amerikanske bedrifters virksomhet i USA.

I forhold til det høye aktivitetsnivået i amerikansk økonomi er den amerikanske sentralbankens styringsrente alt for lav. Sentralbanksjef Yellen har varslet nye rentehevinger i USA i år, men det ble ingen renteøkning på sentralbankmøtet i mars. Hennes unnlattelse av å foreta en renteøkning ble begrunnet med hensynet til å opprettholde det økonomiske aktivitetsnivået i resten av verden.

Vi skal merke oss at arbeidsledigheten har falt i euroområdet, og er særlig lav i Tyskland. Innen EU er arbeidsledigheten imidlertid fortsatt høy i Spania og Hellas. Samtidig er det et problem med høy ledighetsgrad blant ungdom.

Mange økonomer er bekymret for at veksttakten i kinesisk økonomi reduseres. Etter mange år med ekstremt høy vekst er det naturlig at veksttakten i kinesisk økonomi etter hvert må bli lavere. Kinesiske nøkkeltall er ikke alltid like pålitelige. Det er likevel ingen grunn til å tro at den absolutte økonomiske aktiviteten i Kina går ned med det første. De kinesiske politiske lederne vil gjøre (nesten) alt for å møte den store befolkningens forventninger om fortsatt bedring i levestandarden.

Selv med en lav økonomisk vekst vil den globale overkapasiteten i en del næringer etter hvert bli absorbert. Nye realinvesteringer må derfor skje for å møte etterspørselen etter varer og tjenester uten at prisene begynner å stige.

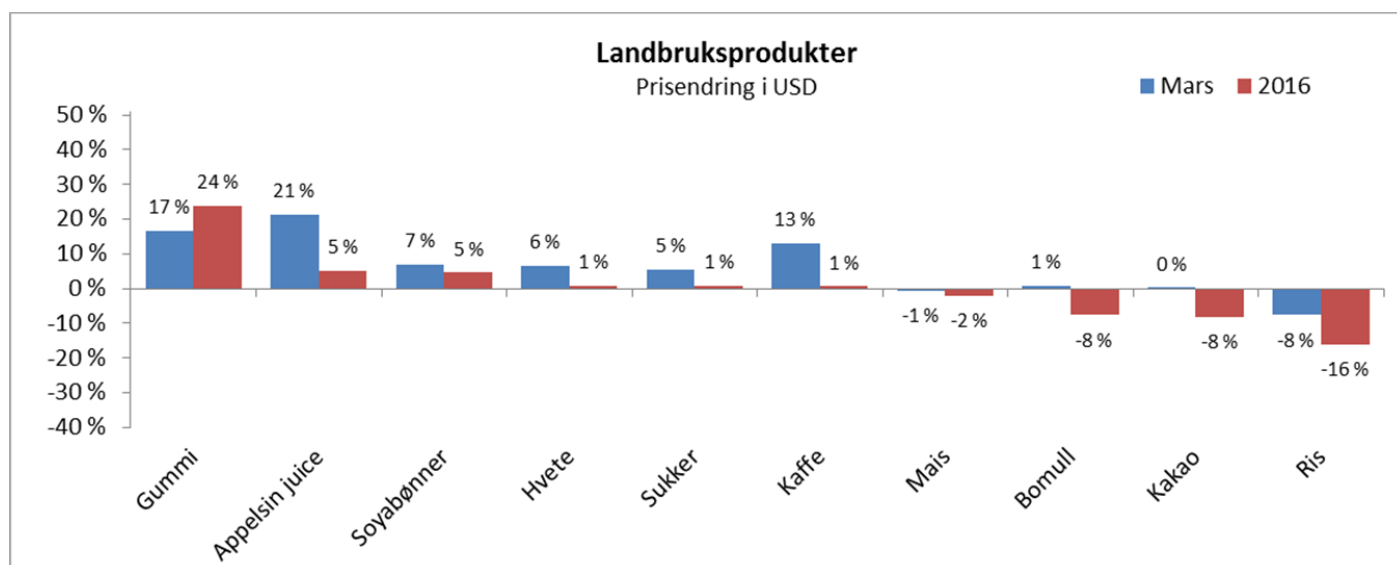
Det er dessuten fortsatt behov for store infrastrukturinvesteringer både i land med fremvoksende økonomi og i land med mer velutviklet økonomi. Flaskehalsen for nye investeringer er i mange tilfeller en mangel på fornuftige politiske beslutningsprosesser og systemer for kapitalallokering.

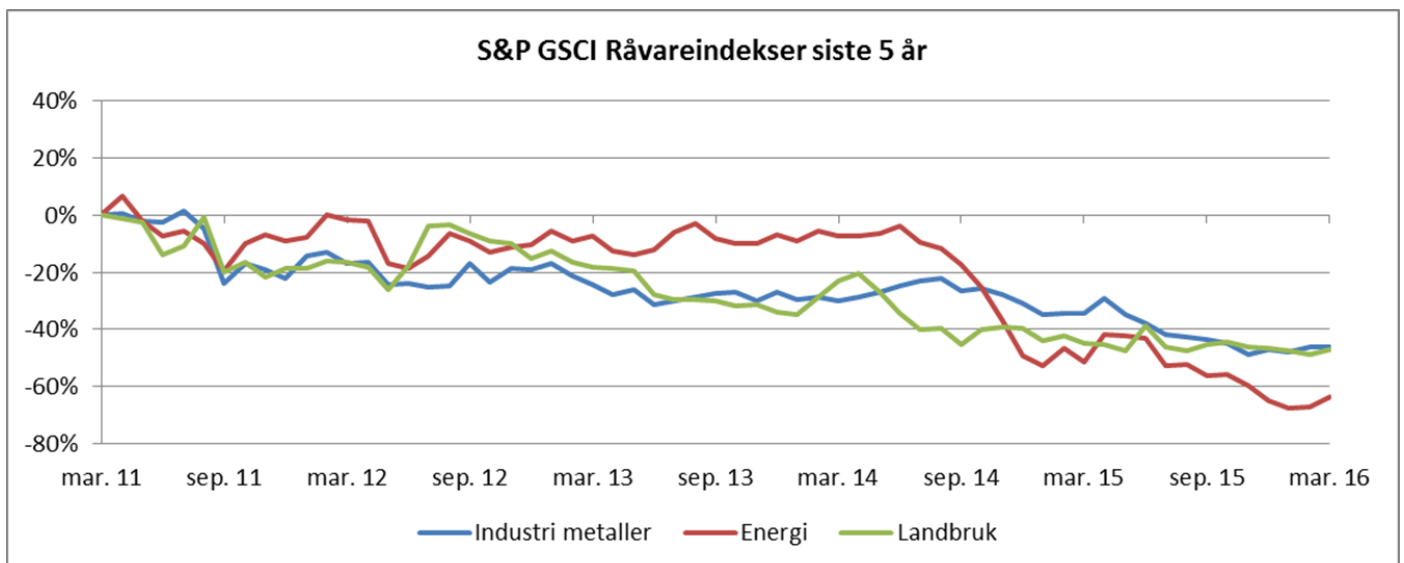
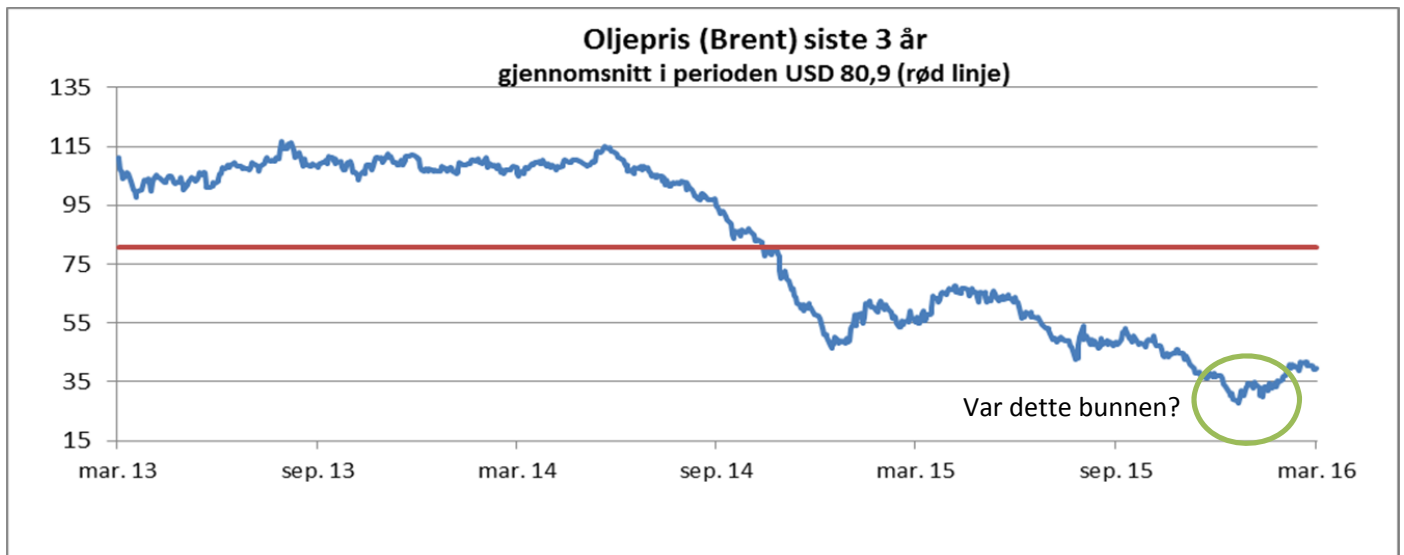
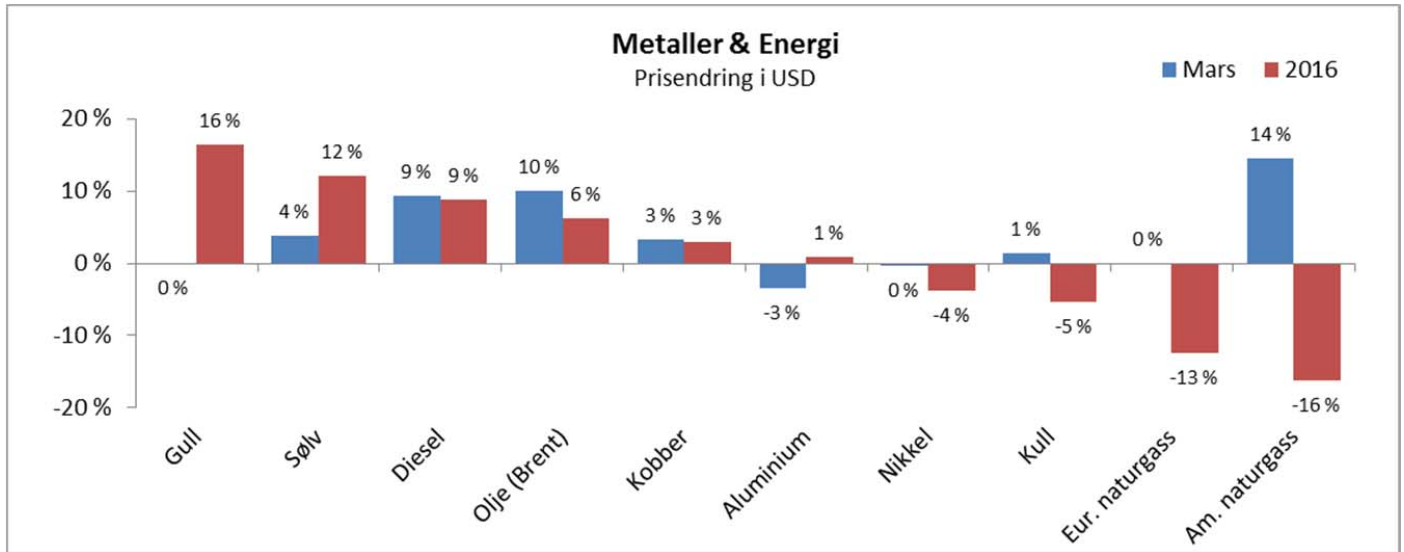
Den største trusselen for veksten i verdensøkonomien er at politiske prosesser og hendelser medfører økende proteksjonisme og at mulighetene til internasjonalt bytte av varer og tjenester blir mindre.

Rogers internasjonale råvareindeks steg med hele 5% i USD i mars. Etter denne oppgangen var indeksen for råvarepriser nesten på nivået ved årets start. Regnet i NOK er råvareindeksen likevel negativ med -7,5% fra årsskiftet.

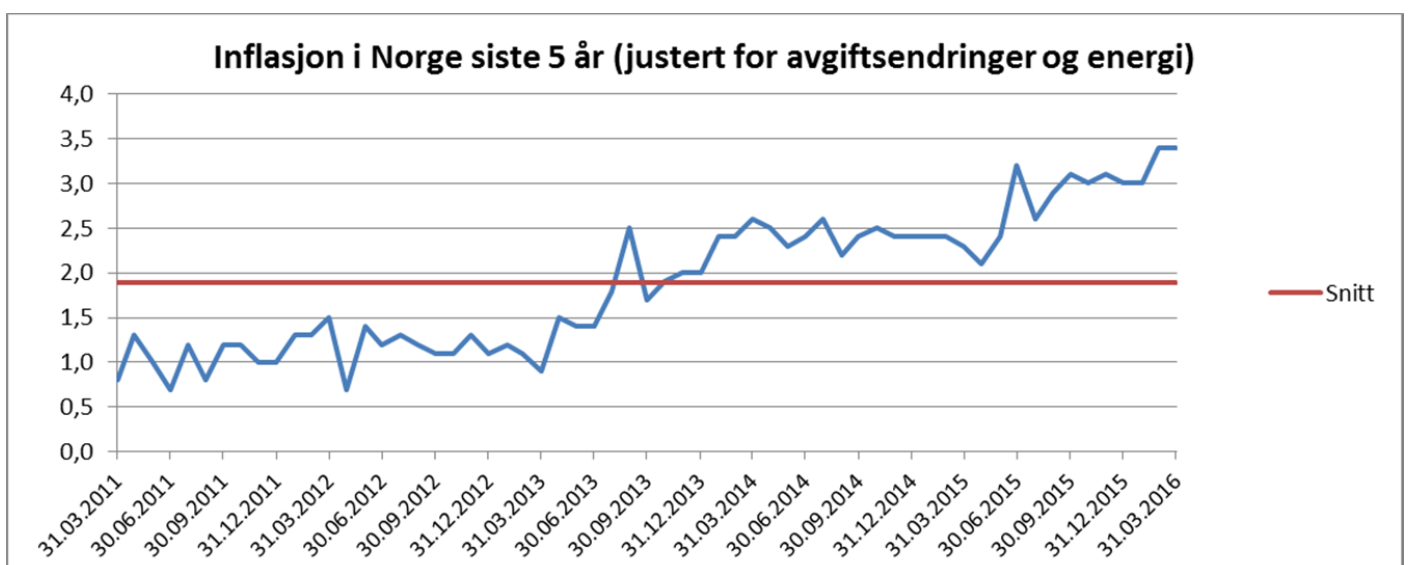
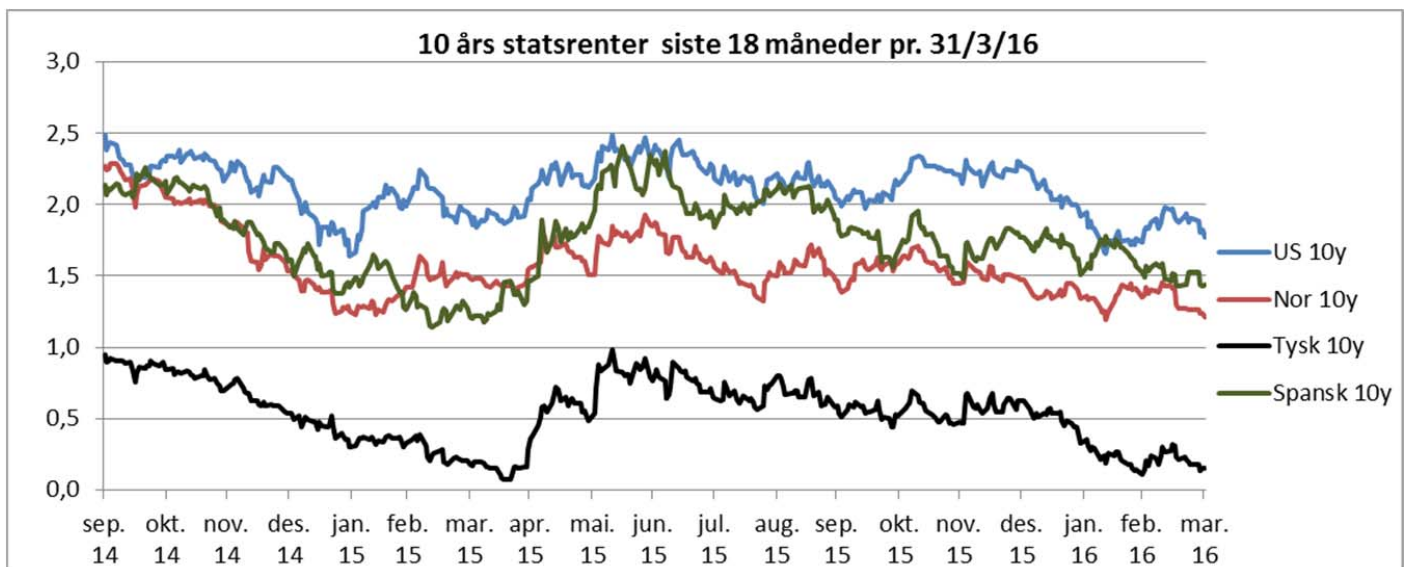
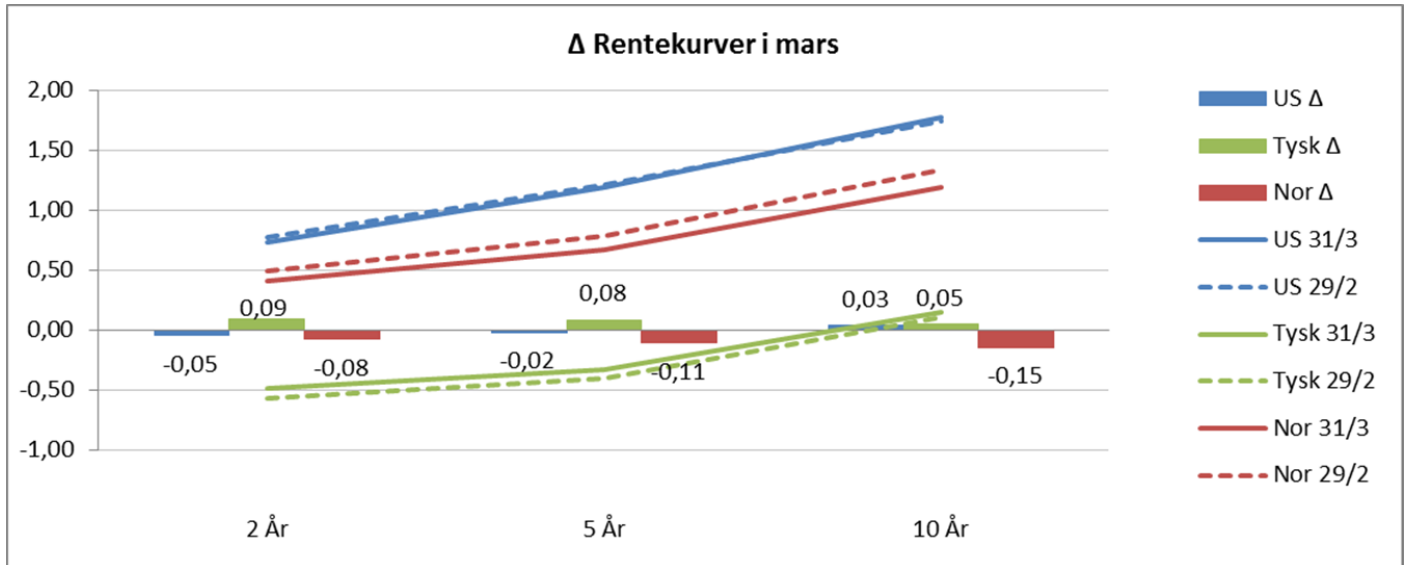
Av råvarer med prisoppgang skal vi særlig merke oss at oljeprisen steg med over 10%. Brent-oljen var notert til 39,6 USD ved utgangen av mars, etter at prisnoteringene hadde vært over 40 USD i store deler av måneden. Fra årsskiftet har oljeprisen steget med 6,2% i USD, og er omtrent uendret regnet i NOK.

Generelt var det oppgang i prisene på de fleste landbruksprodukter i mars, og det bidro også godt til oppgangen i råvareindeksen. Prisene på ris har imidlertid fortsatt å falle.

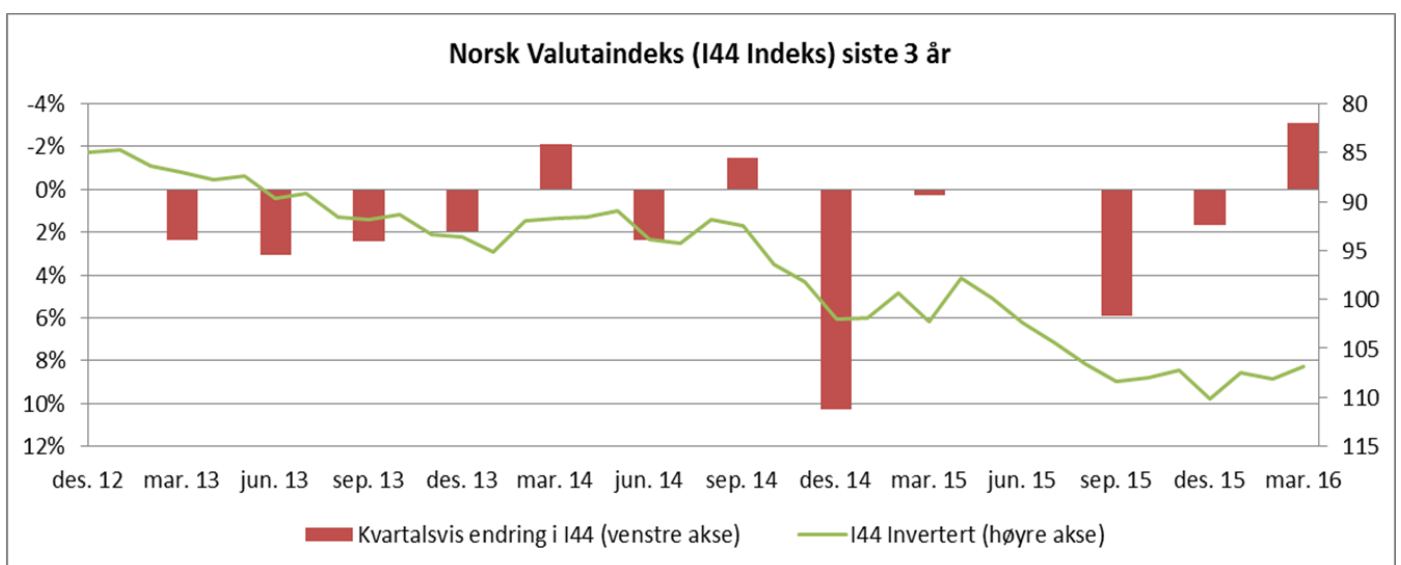
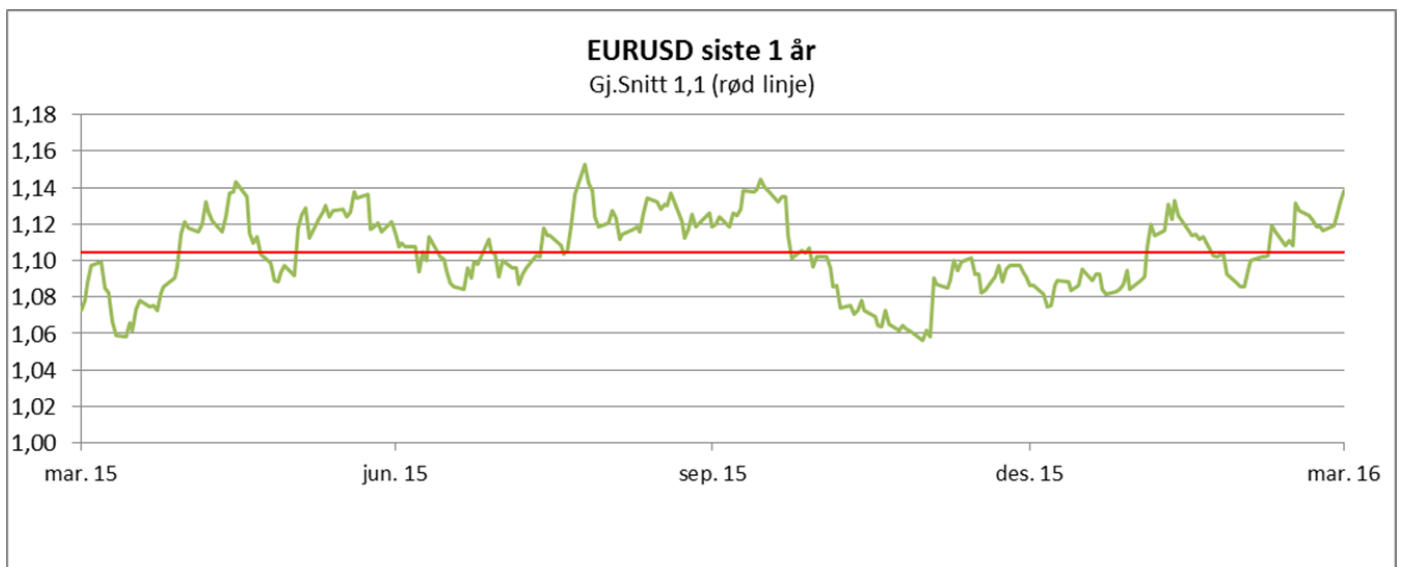
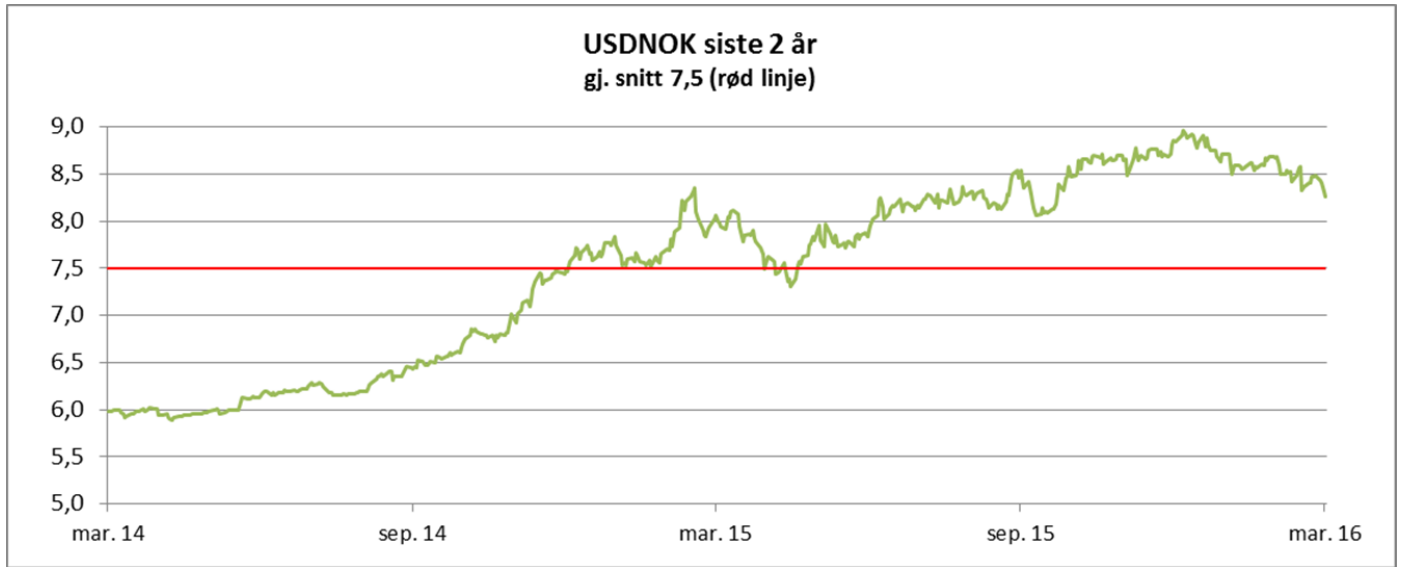




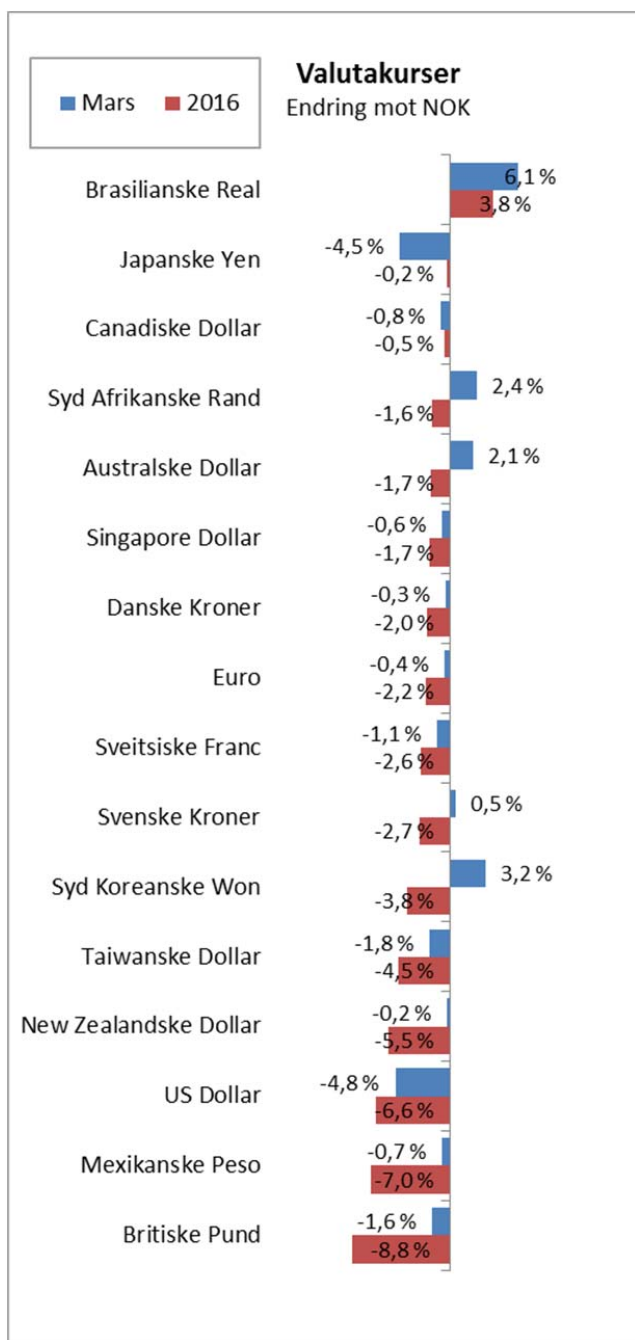
Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Sentrale rentenivåer (pr.31.3.2016)				
	Sentralbank rente	3 mnd. rente	2 års statsobl.	10 års statsobl.
USA	0,50	0,50	0,72	1,77
Tyskland	0,00	0,00	-0,49	0,15
Sverige	-0,50	-0,58	-0,65	0,53
UK	0,50	0,59	0,44	1,42
Sveits	-0,75	-0,73	-0,86	-0,34
Norge	0,50	1,00	0,41	1,21
Japan	0,00	-0,08	-0,19	-0,03

Kilde: Bloomberg

	10 års statsrenter			Δ USD vs Valuta 2016
	31.03.2016	Δ måned	Δ i år (bps)	
Sveits	-0,36%	10	-27	-4,1%
Japan	-0,04%	3	-30	-6,4%
Tyskland	0,15%	5	-48	-4,5%
Danmark	0,42%	-2	-50	-4,7%
Frankrike	0,49%	2	-50	-4,5%
Sverige	0,51%	5	-48	-4,1%
Norge	1,19%	-15	-27	-6,6%
Italia	1,22%	-20	-37	-4,5%
Canada	1,22%	4	-17	-6,2%
UK	1,41%	8	-55	2,4%
Spania	1,43%	-9	-33	-4,5%
USA	1,77%	3	-50	
Australia	2,49%	9	-39	-5,0%
Polen	2,83%	-11	-10	-5,0%
Kina	2,84%	-4	1	-0,5%
India	7,46%	-16	-30	-0,1%
Russland	9,09%	-47	-53	-7,8%
Tyrkia	9,71%	-76	-75	-3,4%
Brasil	13,97%	-209	-255	-10,0%

Kilde: Bloomberg

Renter og valuta

Det har vært et betydelig globalt rentefall hittil i 2016. I mars kunne man imidlertid spore en svak renteøkning i Eurolandene, USA og Storbritannia. Mars var dog en volatil måned, og de lange rentene (10 års løpetid) steg første del av måneden med 0,25%-poeng, for så å reversere dette i andre halvdel. Den amerikanske 10-årsrenten er siden årsskiftet ned med et halvt prosentpoeng til 1,77%.

Den 10. mars kuttet den europeiske sentralbanken (ECB) overraskende renten og programmet for kjøp av obligasjoner blir utvidet fra 60 til 80 milliarder euro i måneden fra april av. I tillegg ble det annonsert at sentralbanken også kan kjøpe «investment grade» selskapsobligasjoner utenfor banksektoren, men kun selskaper som er etablert i eurosone. Begge disse tiltakene var stort sett uventet for markedsaktørene. Rentekuttet la press på andre sentralbanker i den pågående kampen om å ha den svakeste valutaen. Euroen svekket seg umiddelbart mot USD, men fra midten av måneden har det gått motsatt vei. USD har svekket seg markant den siste måneden mot alle sentrale valutaer.

Norges Bank fulgte opp uken etter med å senke renten med 0,25%-poeng til 0,50%. Den såkalte rentebanen ble ytterligere nedjustert og det ventes ytterligere ett rentekutt i løpet av året. Rentekuttet kom på tross av meget sterke inflasjonstall som ble publisert uken før. Kjerneinflasjonen var 3,4% i februar, mot ventet 3,1%. Anslaget til Norges Bank fra desember var også 3,1%.

Norges Bank skal styre pengepolitikken etter et inflasjonsmål på 2,5% p.a. I så måte kan det virke overraskende at banken velger å kutte renten når inflasjonen ligger nesten ett prosentpoeng over målet. Spørsmålet er om inflasjonen er på et midlertidig høyt nivå og etterhvert vil komme ned under målet med en nedgang i BNP, nedgang i oljeinvesteringene og økning i arbeidsledigheten.

Dette fordrer imidlertid at man samtidig ikke ser en ytterligere svekkelse i norske kroner, da vi tror dette vil bidra til å holde inflasjonen oppe gjennom økte priser på importerte varer. Sentralbanksjefen har poengtert at virkningene på norsk økonomi av fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringene gradvis kommer til syne.

Det ventes lavere privat konsum og investeringer, men en ekspansiv finanspolitikk begrenser nedgangen i etterspørselen. Veksten fremover kan likevel bli litt svakere enn tidligere ventet. Arbeidsledigheten ventes å stige ytterligere. Det ble poengtert og vektlagt av Norges Bank at en lav/lavere styringsrente øker risikoen for at veksten i eiendomspriser og gjeld tiltar, og man ønsker å møte denne usikkerheten med å gå varsomt frem i rentesettingen.

Den norske kronen styrket seg overraskende nok etter rentebeslutningen.

Den japanske sentralbanken rørte som ventet verken signalrentene eller aktivakjøpene på møtet i midten av måneden. Banken vil årlig øke basispengemengden med 80.000 mrd. JPY (6.000 mrd. NOK), hovedsaklig ved kjøp av statsobligasjoner.

Høyrentemarkedet

Etter to måneder med reprising og et relativt kraftig kursfall for selskapsobligasjoner kom et trendsifte i mars. Likviditetspremiene ble redusert. Oppgang i oljeprisen bidro til å bedre sentiment for olje- og offshorerelaterte låntagere. I USA var det kraftig tilførsel av likviditet til høyrentefond, og en generell reduksjon i kredittspreader. Noen nye restruktureringsprosesser ble også igangsatt. Utviklingen i mars har vært bedre enn ventet for obligasjonseierne.

Vi tror oljeservicesektoren fortsatt vil være preget av begrenset forutsigbarhet, stor overkapasitet, anstrengte kontantstrømmer og påfølgende likviditetsproblemer. Disse elementene synes imidlertid allerede reflektert i dagens kurser, og oppsidepotensialet er derfor absolutt til stede. Likviditetspremiene er fortsatt store, og en lang rekke selskaper innen oljeservice handles nå til restruktureringspriser. Utfallsrommet oppfattes således som skjevt.

Totalt sett bør investeringer i høyrentemarkedet i dag være attraktivt for investorer med en mellomlang til langsiktig investeringshorisont. Vi poengterer at det er viktig med en balansert portefølje. Vi tror ikke at utfordringene innen olje- offshore sektoren er over innen kort tid, og man må forvente restruktureringer og reforhandlinger av betingelser i enkelte låneavtaler.

Geopolitiske forhold

De samtalene som er blitt ført i Geneve med sikte på å oppnå en våpenhvile for deler av borgerkrigene i Syria har delvis vært vellykket. Stridshandlingene har avtatt, men krigen videreføres mot IS og tilknyttede bevegelser.

Etter felles initiativ mellom Russland og USA er det blitt utdelt nødhjelp i deler av Syria. Om våpenhvileinitiativet vil lede til en avslutning på borgerkrigen er svært usikkert.

For EU er fjorårets migrantstrøm fortsatt et åpent sår i EUs forsøk på å enes om en felles politikk for innvandring og opprettholdelse av Schengen-avtalen. Med en begynnende vårløsning i Sør-Europa begynner strendene til Hellas på nytt å fylles med migranter fra bl.a. Syria, men flyktninger fra Afghanistan, Eritrea, Irak og Libya er også godt representert.

Flyktningesituasjonen er for tiden en av de største utfordringene for fremtiden til EU. Resultatet av den forestående EU- avstemmingen i juni i Storbritannia synes dessuten ikke opplagt, og det er mulig at dette vil kunne føre til store endringer i EUs politikk.

For tiden pågår det såkalte primærvalg for mulige presidentkandidater i USA. På republikansk side synes Trump å seile opp som en mulig (men «umulig») kandidat. Om Trump mot formodning skulle bli valgt til amerikansk president, vil det dessverre kunne føre til økt global proteksjonisme.

Nord-Korea har i februar skutt opp en langtrekkende rakett. Dette anser endog Kina for å være en uheldig aktivitet fra det uforutsigbare nabolikstaten som har et lite arsenal med atomvåpen. Oppskytingen bidrar til at Nord-Korea blir ytterligere politisk isolert. Samtidig har landets politikere blitt stadig mer truende i sine uttalelser, og adferden kan i verste fall true verdensfreden.

Internasjonale aksjemarkeder

Frykt måtte vike for grådighet i mars. Det var en bred oppgang i verdens aksjemarkeder. MSCI World (verdensindeksen) steg 6,5% målt i USD (+1,4% i NOK). Samtidig ble usikkerheten og svingningene i aksjemarkedet mindre. VIX-indeksen, som måler implisitt volatilitet i det amerikanske aksjemarkedet, sank -32% i mars.

Alle sektorer i verdensindeksen steg i verdi målt i USD (men ikke i NOK). Material-, energi- og IT-sektorene ga best avkastning. De steg alle mer enn 8% målt i USD. Apple, verdens mest verdifulle børsnoterte selskap, lanserte en ny og rimeligere mobiltelefon i mars som bidro til at aksjen steg 13% i verdi. Flere av de andre store elektronikk- og teknologiselskapene gjorde en god figur, og bidro til å løfte verdensindeksen.

Microsoft, IBM, Samsung, og Tencent avanserte alle mer enn 10%. Sistnevnte, et kinesisk internettkonglomerat, rapporterte en omsetningsvekst på ikke mindre enn 45% i fjerde kvartal. Det finnes fortsatt grunn til optimisme i Kina.

Investorene i det amerikanske medisinselskapet Valeant hadde liten grunn til å glede seg i mars. Selskapet har i en årrekke satset tungt på gjeldsfinansierte oppkjøp. I mars ble det klart at selskapet kanskje ikke klarer å betjene gjelden på \$30 milliarder. Samtidig frykter investorene at regnskapet ikke er korrekt, mens det amerikanske finanstilsynet (Securities and Exchange Commission) etterforsker flere av selskapets forretningsmetoder. Som en konsekvens falt Valeant-aksjen mest av alle aksjene i verdensindeksen i mars, -62%. Valeant bidro således til at helsesektoren fikk den svakeste sektoravkastningen i måneden.

S&P 500-indeksen steg 6,6% målt i USD. Dermed er den amerikanske indeksen etter 1. kvartal høyere enn ved årsskiftet. De store amerikanske teknologiselskapene, sammen med store oljeselskaper som Chevron og Exxon som nøt godt av høyere oljepriser, bidro mest til å styrke S&P 500. Svakere dollarkurs er nok også en bidragsyter til stigende aksjekurser blant eksportbedriftene i USA.

Europeiske aksjer har hatt en svakere utvikling i år, til tross for kraftige sentralbankstimuli. Siden nyttårsaftnen har Bloomberg European 500-indeksen falt -7,7% målt i EUR (-9,8% i NOK). I mars hentet indeksen inn noe av fallet og steg 1,4% målt i EUR. Alle sektorer utenom helsesektoren noterte en oppgang i mars. Bilprodusentene hadde en god kursutvikling. Med en kursstigning på 7% kjørte Daimler og BMW fra den utslippsbefengte konkurrenten Volkswagen i mars. Volkswagen-aksjen gikk kun opp 1% målt i EUR.

Den nordiske indeksen (VINX) løftet seg 1,4% i mars. Heisleverandøren KONE ledet an med en kursoppgang på 7% målt i NOK. Meldinger om økt byggeaktivitet i de største byene i Kina kan ha bidratt til oppgangen. Det var ellers en bred oppgang i de fleste sektorer, men helsesektoren bidro negativt også i den nordiske indeksen.

Elekta, som er en produsent av medisinsk utstyr, hadde en spesielt negativ måned på Stockholmsbørsen. Svakere kvartalsresultater enn ventet resulterte i et fall på -20% i mars.

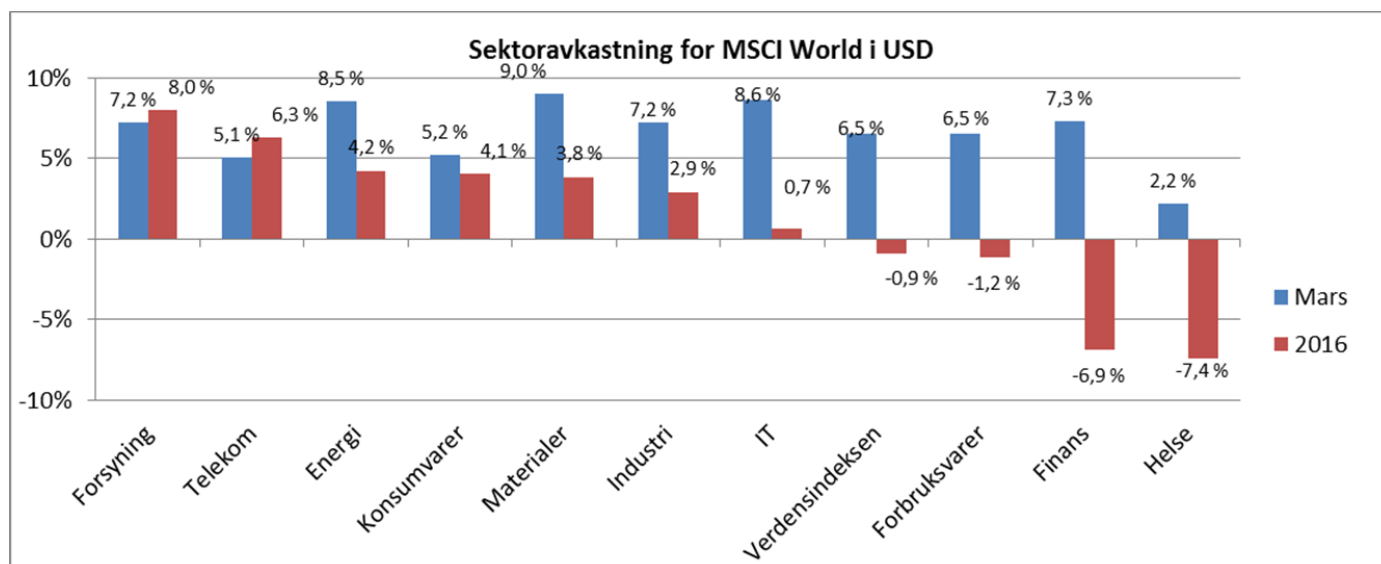
Om vestlige aksjemarkeder hadde en god påskemåned, så var aksjeindeksutviklingen best i fremvoksende økonomier. MSCI Emerging Markets steg 13% i mars, målt i USD (8% i NOK). Kinesiske aksjer var den drivende kraften i utviklingen. Kineserne har avsluttet nyttårsfeiring og vedtatt en ny femårsplan for økonomien. I tillegg kan bankene vise til betydelig utlånsvekst. Shanghai-indeksen steg 12% i mars, målt i CNY (8% i NOK). De store finansforetakene bidro mest til å styrke indeksen. Det kan tolkes som et tegn på økende tillit til økonomisk vekst i Kina.

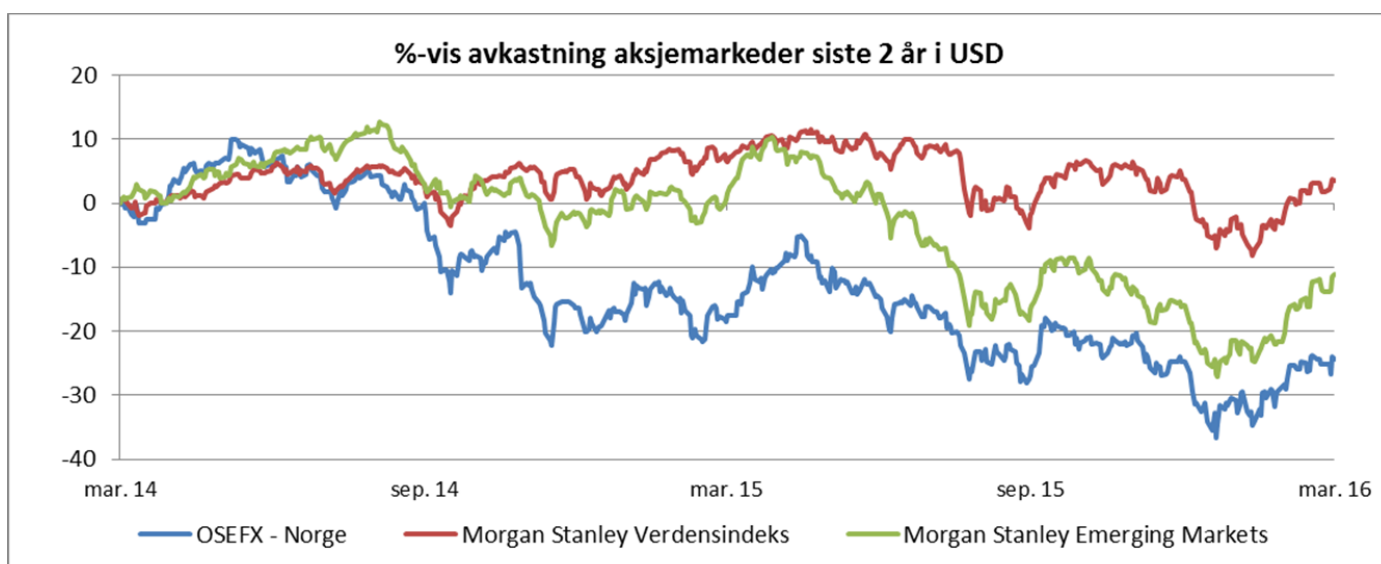
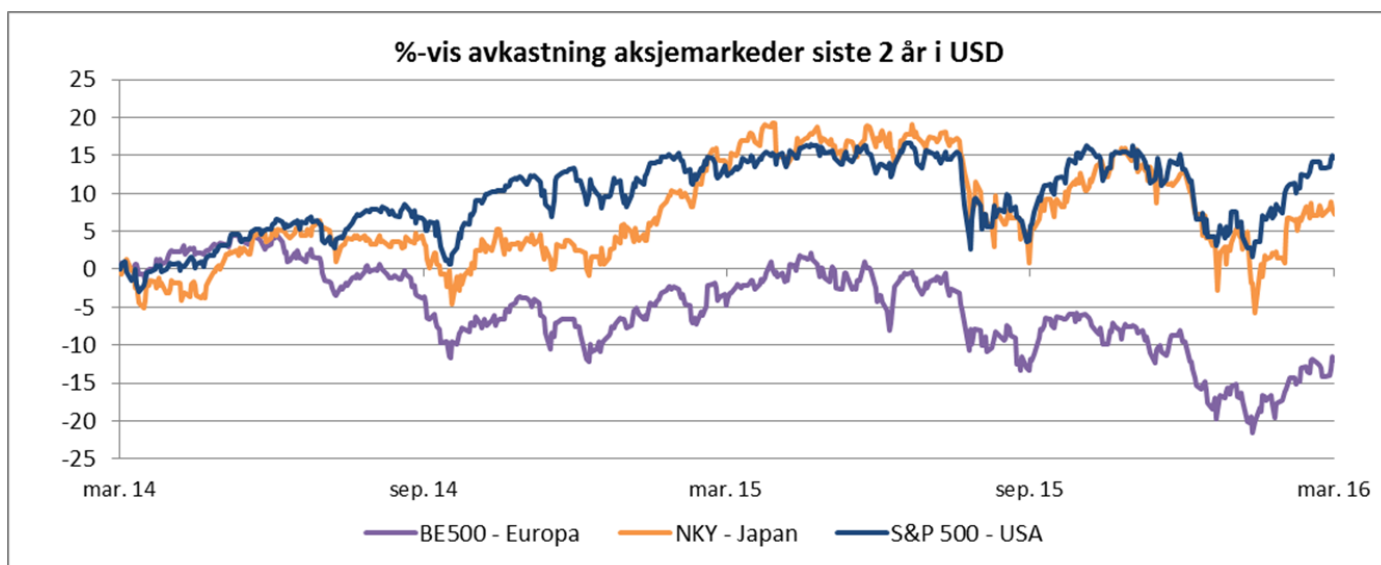
På den andre siden av Kinahavet var stemningen i aksjemarkedet mer avdempet. En svakere japansk yen bidro til å drive Nikkei 225-indeksen opp 5%. Målt i NOK var derimot kursoppgangen beskjeden, kun 0,4%. Eksportrettede konsumaksjer bidro mest til avkastningen. Fast Retailing, som driver Uniqlo-kleskjeden steg 15% i mars. Sony hadde også en god måned med 21% kursoppgang.

Så langt i år har likevel utviklingen på Tokyo-børsen vært veldig negativ. Indeksen har falt -11% målt i NOK. Det har bidratt til at verdensindeksen også har gitt negativ avkastning hittil i år.

Avkastning aksjeindekser				
	Lokal valuta		I NOK	
	Mars	2016	Mars	2016
MSCI World Index	6,5 %	-0,9 %	1,4 %	-7,4 %
S&P 500 Index	6,6 %	0,8 %	1,4 %	-5,9 %
Bloomberg European 500	1,4 %	-7,7 %	0,9 %	-9,8 %
Nikkei 225	4,6 %	-12,0 %	-0,1 %	-11,4 %
MSCI Emerging Markets Index	13,0 %	5,4 %	7,6 %	-1,6 %
Oslo Børs Fondsindeks	0,9 %	-5,8 %	0,9 %	-5,8 %
VINX (Norden)	1,4 %	-6,4 %	1,4 %	-6,4 %

Kilde: Bloomberg





Kilde: Bloomberg

Norsk økonomi

I forbindelse med sentralbankmøtet den 16. mars fremla Norges Banks hovedstyre sin første pengepolitiske rapport for i år. Etter en samlet vurdering av utsiktene og risikobildet for norsk økonomi vedtok Norges Banks hovedstyre (som ventet) å redusere styringsrenten med 0,25% enheter til 0,5%. Dessuten ble det uttalt at hovedstyret vurderer utsiktene slik at styringsrenten kan bli satt ytterligere ned i løpet av året. Derved følger Norges Bank opp den pengepolitikken som føres av sentralbankene i Japan, USA, Euroområdet, Sveits, Sverige og Danmark med historisk rekordlave og endog negative renter.

Sammenlignet med de forannevnte landene er imidlertid den norske prisveksten betydelig høyere og til og med høyere enn det fastsatte inflasjonsmålet til Norges Bank. I mars ble det offentliggjort at den norske inflasjonen (KPI- JAE) i februar var 3,4%, som var høyere enn forventningene på 3,1%. Det er mulig at det norske pengepolitiske inflasjonsmålet på 2,5% kan bli fjernet eller redusert. Uansett velger Norges Bank for tiden å se vekk fra sin målsetting.

Andre land kan også komme til å endre det pengepolitiske inflasjonsmålet, men der kan årsaken derimot være at inflasjonsmålet ikke blir nådd eller oppfattes å ha utspilt sin pengepolitiske rolle.

Vi har tidligere at fremholdt at den kraftige svekkelsen av NOK i de siste årene er en svært viktig økonomisk stabilisator for norsk økonomi, men at svekkelsen kanskje har vært i kraftigste laget.

I løpet av 1. kvartal i år har verdien av NOK (vurdert etter I-44) styrket seg med 3,1%. Dette er den største kvartalsmessige styrkingen av NOK i løpet av de siste årene hvor norsk valutavekkelse har vært et hovedtema. Det blir spennende å se i tiden fremover om 1. kvartal har vært et vendepunkt for perioden med kronesvekkelse.

Den sterkere valutakursen for NOK i 1. kvartal kan antagelig delvis forklares med at oljeprisen (i USD) har steget. I tiden etter den siste rentenedsettelsen har imidlertid også den internasjonale verdien av NOK fortsatt å styrke seg. Dette kan samtidig være et tegn på at nye norske rentenedsettelser i realiteten ikke vil ha noen særlig innvirkning på verdien av NOK.

Med styrkelse av verdien av NOK skal det i utgangspunktet være muligheter for redusert norsk inflasjon i tiden fremover. Lave tillegg ved årets lønnsoppgjør legger også en demper på prisveksten.

Imidlertid er det grunn til å tro at en rekke importører i det siste året har drøyd i det lengste med å øke utsalgsprisene. Det er derfor mulig at det siste kvartalets kronestyrking ikke vil få gjennomslag i lavere priser.

Den norske arbeidsledigheten synes å øke innenfor en del regioner og bransjer. Strukturendringene for olje- og oljeservicenæringen vil naturlig ta noe tid. Høykvalifiserte arbeidstagere vil imidlertid etter hvert kunne få seg jobb, men muligens på andre steder og til noe lavere lønninger.

På grunn av det store bortfallet av olje- og oljeserviceinvesteringer er det fortsatt usikkerhet om utviklingen for norsk økonomi. Imidlertid bør økonomene ha tiltro til at markedskreftene, om de får lov til å virke, etter en stund vil rette opp i midlertidige ubalanser i markedene, herunder arbeidsmarkedet.

Ved inngangen til nye og varmere årstider er det spenning knyttet til antall migranter som vil komme til Norge, og hvilke økonomiske belastninger som det vil skape.

Det norske aksjemarkedet

Regnet i felles valuta var det i mars en relativt svakere verdiutvikling for selskaper notert på Oslo Børs enn for verdensindeksen. Oslo Børs fondsindeks steg med 0,9% samtidig som MSCI World indeksen steg med 1,4% målt i NOK.

Den positive verdiutviklingen i aksjemarkedene i mars markerte derved et vendepunkt i forhold til de siste månedenes svake børsutvikling.

Etter 1. kvartal i år har det samlet sett vært en negativ verdiutvikling på -5,8% for fondsindeksen mot -7,4% (i NOK) for verdensindeksen.

I mars var det kursoppgang for et flertall av de selskapene som inngår i indeksen. Det var i mars en god verdiutvikling for noen indekstunge selskaper som Telenor, Statoil og Orkla. Oppgangen for Statoil kan forklares med økningen i oljeprisen. Noen av selskapene innenfor oljeservice-sektoren fikk også solid drahjelp av økt oljepris. Herunder kan vi merke oss at det var kursoppgangen i Subsea og Seadrill som ga størst bidrag til indeksoppgangen. Også i mars var det en sterk verdiutvikling for selskaper innenfor fiskeoppdrett. Av selskaper som bidro til indeksnedgangen var indekstungvektene som Yara, RCL og DNB. Vi kan forøvrig merke oss at RCL i løpet av mars er blitt fjernet fra notering på Oslo Børs og derfor heller ikke lenger inngår i de norske aksjeindeksene. I mars var det enkelte mindre selskaper med store kursendringer. Størst negativ kursutvikling fikk oljeserviceselskapet Prosafe, hvor aksjekursen falt nesten -55%.

Vi har i vårt dokument «Økonomiske utsikter for 2016» lagt til grunn at det norske aksjemarkedet (OSEFX-indeksen) i 2016 vil ha en verdiutvikling innenfor intervallet -5% til +10%. Vi har imidlertid også angitt at det kan være betydelig mer nedsiderisiko.

Ut i fra våre estimater synes det likevel å kunne være betydelige fortjenestemuligheter i å investere i norske aksjer.

Utenlandske aksjeinvestorers investeringsadferd vil imidlertid ha stor betydning for kursutviklingen på norske aksjer. En høyere oljepris kan medføre store positive kursbevegelser for flere norske selskaper både innenfor energisektoren og i finanssektoren.

Å investere i langsiktige norske statspapirer synes vi at har blitt et enda dårligere alternativ i løpet av 1.kvartal. Herunder merker vi oss at 10 års statsrente nå er notert til i underkant av 1,2% årlig avkastning.

Verdiutvikling Fondsindeksen			
Aksjer med indeksvekt > 0.7%			
Selskap	OSEFX %-vis Indeks vekt	Verdiutvikling i % mars	Verdiutvikling i % 2016
Telenor	9,6	2,7	-9,7
Statoil	9,6	2,5	7,0
DNB	9,1	-2,6	-10,9
Yara International	8,6	-8,0	-18,7
Orkla	4,9	4,3	6,9
Gjensidige Forsikring	4,8	3,1	-0,7
Norsk Hydro	4,6	-1,7	2,8
Marine Harvest	4,3	2,3	7,8
Subsea 7	2,8	13,5	-0,6
Bakkafrost	2,5	2,7	22,4
Schibsted B	2,5	0,2	-18,8
Storebrand	2,4	-5,7	-7,5
Schibsted A	2,2	1,0	-17,2
TGS Nopec Geophysical	2,2	-0,8	-9,7
Veidekke	2,2	-0,9	3,7
XXL	1,8	2,5	-1,0
Salmar	1,7	12,8	31,0
Tomra Systems	1,7	3,3	-9,7
Opera Software	1,5	-2,2	30,4
Norwegian Air Shuttle	1,5	8,5	-3,8
Kongsberg Gruppen	1,4	6,7	-6,2
Nordic Semiconductor	1,3	1,7	6,5
Entra	1,2	3,3	9,5
Atea	1,1	3,9	7,5
Det Norske Oljeselskap	1,1	1,6	12,2
AF Gruppen	1,0	0,4	-5,4
Petroleum Geo-Services	0,8	16,9	-36,3
Seadrill	0,8	49,5	-12,2
Olav Thon Eiendom	0,7	6,2	-3,5
IDEX	0,7	9,0	-14,9
DNO	0,7	1,3	5,8
Aker	0,7	-2,2	-5,8
Aker Solutions	0,7	2,7	-12,2

Kilde: Bloomberg

Den norske fondsindeksen steg med 0,9% i mars, men har falt med -5,8% i løpet av årets første kvartal.

Fondsfinans Norge hadde en positiv verdiutvikling i mars på 0,9%. Fra årets start har fondet falt med -5,8% i verdi. Denne verdinedgangen er likt med nedgangen i fondsindeksen. Dette sammenfallet av verdiutvikling er noe overraskende siden fondets investeringer i stor grad avviker fra fondsindeksens sammensetning.

Kursoppgangen for selskaper som inngår i fondsindeksen var relativt bredt basert, og 70% av selskapene viste oppgang. Størst positivt indeksbidrag kom fra: Subsea 7 (+14%), Seadrill (+50%), Telenor (+3%), Statoil (+3%), Orkla (+4%) og Salmar (+13%). Størst negativt indeksbidrag kom fra: Yara (-8%), RCL (-6%), DNB (-3%) og Prosafe (-55%). I løpet av mars måned forsvant RCL fra fondsindeksen, og selskapets relativt tunge indeksandel ble rebalansert til andre selskaper som inngår i indeksen.

I fondets portefølje var det i mars en god verdiutvikling for flere av fondets investeringer i oljeservice-sektoren. Størst positivt verdibidrag kom fra følgende investeringer: PGS (+17%), Seadrill obligasjoner (+25%), Borregaard (+8%), Stolt-Nielsen (+17%), (ny investering) Subsea 7 (+15%), Akastor (+25%), WWASA (+10%) og SRBank (+5%). Størst negativt verdibidrag kom fra investeringene i: Yara (-8%), Storebrand (-6%), Photocure (-9%), Europris (-10%) og DNB (-3%).

I mars har vi kraftig redusert investeringen i Statoil. Dessuten har vi solgt ut den resterende investeringen i Lerøy Seafood. Andre selskaper med redusert aksjeeie var bl .a. Borregaard, DHT Holdings, Marine Harvest, Stolt-Nielsen, Tanker Investments og SRBank. Som nye selskaper til porteføljen har vi investert i Subsea7, etter fremleggelsen av resultater, og i fiskefangstselskapet Havfisk i forbindelse med en stor aksjeplassering til favorabel kurs. Vi har økt investeringer noe i bl.a. Norsk Hydro, Yara, Storebrand og Europris.

Ved utgangen av måneden var egenkapitalinvesteringene fordelt på 28 selskaper, hvorav 25 selskaper er notert på Oslo Børs og 3 er notert på utenlandske børser. Dessuten er fondet investert i en selskapsobligasjon utstedt av Seadrill.

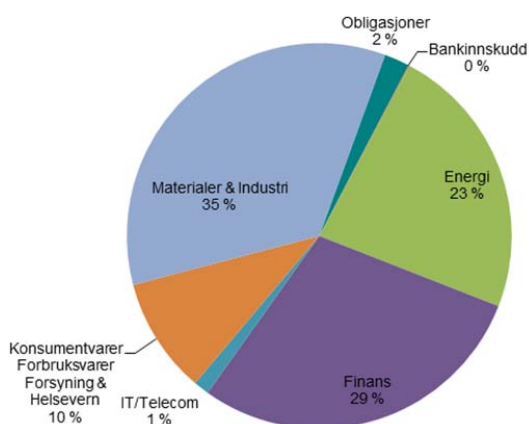
Ved utgangen av kvartalet var fondet nesten fullinvestert.

Våre 10 største aksjeinvesteringer:

DNB	9,4 %
Yara International	9,2 %
Storebrand	7,2 %
Norsk Hydro	5,9 %
Borregaard	5,2 %
Sparebank 1 SR Bank	4,6 %
Aker	4,6 %
Petroleum Geo-Services	3,9 %
Veidekke	3,3 %
Boliden	3,3 %

(56,4% av porteføljen)

Fordeling på undergrupper:



Andelsverdi: 6914,89

Den norske fondsindeksen steg med 0,9% og DNB High Yield indeks steg med 2,72% i mars.

Fondsfinans Aktiv 60/40 hadde en positiv utvikling i mars, og fondet steg med 1,7%. Fondsfinans Aktiv 60/40 er et kombinasjonsfond som etter vedtektene normalt skal være investert med 60% i aksjer på Oslo Børs og de øvrige 40% av investeringene skal være i norske rentepapirer. I mars hadde fondet positivt bidrag både fra aksjeinvesteringer og fra rentepapirer. Hittil i år er fondets avkastning negativ med -4,4%, som er bedre enn utviklingen i både fondsindeksen og DNBs high-yield indeks.

I fondets aksjeportefølje var ca. halvparten av aksjene negative i mars måned. Europris (-10%), Photocure (-9%), Yara (-8%) og Storebrand (-6%) var de største negativt bidragsyterne. På den positive siden så vi god utvikling for to av våre oljeserviceselskaper med Akastor opp +25% og PGS opp +17%. I tillegg var Borregaard (+8%), Kværner (+13%) og Stolt-Nielsen (+17%) blant de beste bidragsyterne i måneden. Ved utgangen av mars var egenkapital-investeringene, som utgjorde ca. 60% av fondets verdi, fordelt på 22 selskaper. Tilsammen bidro aksjeporteføljen med ca. 1% i mars måned. Alle egenkapitalinvesteringer er notert på Oslo Børs. I løpet av måneden har vi solgt oss ut av Lerøy Seafood og Sparebank 1 SMN og redusert investeringene i bl.a. Borregaard, Høegh LNG og Aker. Vi har i løpet av mars investert i et nytt selskap, Havfisk, og vi har vektet oss opp i bl.a. Kværner, Sparebanken Vest og Akastor.

I obligasjonsporteføljen har vi i mars solgt oss ut av lånet til Stolt-Nielsen og ned i lånet til Fred Olsen Energy. Vi har tatt inn fondsobligasjonen til Sparebanken Øst og vektet oss opp i lånet til Det Norske Oljeselskap. Foruten lånet til Siem Offshore med forfall i 2019 har det vært positivt bidrag fra alle obligasjonene i porteføljen. Størst positivt bidrag fikk vi fra Fred Olsen Energy (+20%), mens Det Norsk Oljeselskap (+5%) og Seadrill (+25%) også var sterke bidragsytere i måneden. Renteplasseringene utgjorde ved utgangen av mars ca. 35% av fondet fordelt på 15 obligasjonslån i NOK, og de fleste låntagerne er notert på Oslo Børs. Den gjennomsnittlige kredittverdigheten for likviditetspostene er BB. Obligasjonenes kreditturasjon er 2,5 år og rentedurasjonen er 0,4 år. Renteporteføljens løpende brutto avkastning ved utgangen av måneden («yield») var 10,5% p.a., mens gj.sn. kupong var 4,6%.

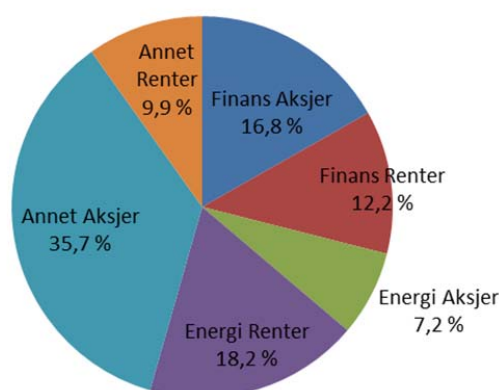
Ved utgangen av mars hadde fondet ca. 5% i bankinnskudd.

Våre 10 største aksjeinvesteringer:

DNB	6,4 %
Yara International	5,3 %
Borregaard	4,2 %
Storebrand	3,7 %
Norsk Hydro	3,6 %
Høegh LNG	3,2 %
Aker	3,2 %
Kværner	3,0 %
Sparebank 1 SR Bank	2,6 %
Sparebanken Vest	2,5 %

(37,6% av porteføljen)

Fordeling på undergrupper:



Andelsverdi: 34 170,01

I mars steg den nordiske indeksen 1,4%, men den har likevel falt -6,3% i årets første kvartal.

Fondsfinans Norden ga en avkastning på 2% i mars. Hittil i år har kursutviklingen vært -7,2%. For 2016 forventer vi at Fondsfinans Norden vil kunne gi en avkastning i intervallet -10% til +15% (se «Økonomiske utsikter for 2016»). Det betyr at vi forventer en avkastning fra 31. mars til 31. desember på mellom -3% og +22%.

I den nordiske indeksen var legemiddelindustrien svak i mars. Alle andre sektorer kunne notere kursoppgang. Spesielt svenske og finske industri- og telekomselskaper hadde en god børs måned. De selskapene som bidro mest positivt til indeksen i mars var: Kone (+7%), Novo Nordisk (+1%), Ericsson (+3%), Atlas Copco (+6%) og TeliaSonera (+7%). De selskapene som ga størst negativt bidrag var: Nokia (-7%), Hennes & Mauritz (-2%), Elekta (-20%), Yara (-8%) og Astra Zeneca (-6%).

I Fondsfinans Norden var den viktigste bidragsyteren til meravkastning investeringene i konsumaksjer. De 5 enkeltaksjene som bidro mest positivt til fondets avkastning i mars var: Byggmax (+12%), Scatec Solar (+14%), Husqvarna (+10%), Kinnevik (+8%) og Haldex (+14%). På den annen side bidro disse 5 selskapene mest til å redusere avkastningen i mars: Bavarian Nordic (-14%), Nokia (-7%), Yara (-8%), Storebrand (-6%) og Astra Zeneca (-6%).

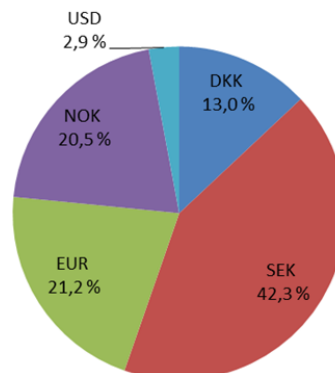
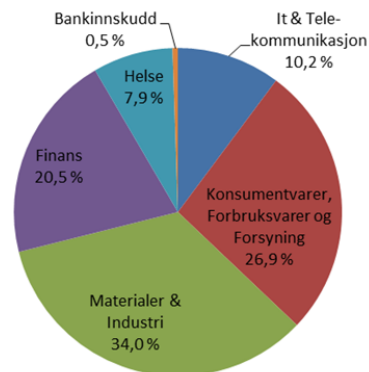
Fondsfinans Norden gjorde i mars en investering i det danske entreprenørselskapet Per Aarsleff. Samtidig ble investeringen i danske Sydbank realisert. Flere aksjeposter ble også justert. Posisjonene i DNB og Cloetta ble redusert, mens fondet økte sine investeringer i bl.a. Modern Times Group og Aker.

Våre 10 største aksjeinvesteringer:

Cloetta B	5,1 %
Nokia	4,8 %
Boliden	4,5 %
Volvo B	4,4 %
Investment AB Kinnevik B	4,3 %
Byggmax Group	4,2 %
Husqvarna B	4,1 %
Caverion Corp	4,0 %
Valmet	3,9 %
Pandora A/S	3,9 %

(43,3% av porteføljen)

Fordeling på undergrupper og valuta:



Andelsverdi: 10 220,26

Fondets investeringer har i mars hatt en negativ verdiutvikling på -1,3% regnet i NOK. Verdiutviklingen for MSCI World Health Index var samtidig negativ med -2,8% i NOK. I årets første kvartal var fondets verdiutvikling negativ med -10,4%, som er den svakeste kvartalsutviklingen siden 1. kvartal 2008. Om lag halvparten av fondets verdinedgang i 1.kvartal kan tilskrives en sterk verdiutvikling for norske kroner, ettersom fondets investeringer i utenlandsk valuta holdes åpne for valutariske svingninger. I årets første kvartal har MSCI World Health Index hatt en nedgang på -13,5% i NOK, hvorav nesten halvparten kan tilskrives valutakursutviklingen mellom USD og NOK. Relativt til sektorindeksen og andre fond i helsesektoren har således fondets utvikling i år vært forholdsvis sterk. På historiske data har fondets verdiutvikling vært blant de beste i helsesektoren, og fondet er rangert med 5 stjerner av Morningstar på 10 års historikk.

Også i mars hadde internasjonale aksjer i helsesektoren en svakere verdiutvikling enn den generelle verdiutviklingen for internasjonale aksjer. Etter årets første kvartal er helsesektoren den svakeste av de ti undersektorene som MSCI verdensindeks er inndelt i. Denne svake utviklingen for helseindeksen i årets to første måneder kan i stor grad tilskrives en svak utvikling for selskaper innen bioteknologiområdet og farmasi. Det virker som om investorene ønsker å redusere eksponeringen mot selskaper hvor inntjeningen ligger langt frem i tid. Etter årets første kvartal har det vært en nedgang i Nasdaq's bioteknologiindeks på -23% i USD, tilsvarende -28% i NOK. Vi gjentar vår kommentar fra forrige månedsrapport om investeringer i helsesektoren: «I det lange bildet kan de siste måneders kursnedgang være en naturlig korreksjon etter flere år med sterk kursutvikling. Fortsatt er den globale megatrenden at jordens befolkning blir stadig eldre og rikere til gunst for selskaper innenfor helsesektoren. Etter den store kursnedgangen for selskaper i helsesektoren i januar og februar fremstår slike investeringer som mer attraktive.» I USD steg helsesektoren i mars.

I fondets portefølje var det i mars en positiv verdiutvikling i NOK for om lag 40% av investeringene i fondet. De enkelte positive og negative verdiutslagene var i NOK svært moderate, men styrkelsen av NOK hadde i sum en negativ effekt på hele -3,6% av fondets verdi.

I løpet av måneden er investeringene blitt redusert i noen selskaper innenfor medisinsk utstyr: Zimmer Biomet Holding, Ion Beam Applications og Medistim. Samtidig er investeringene økt noe i AstraZeneca og Photocure.

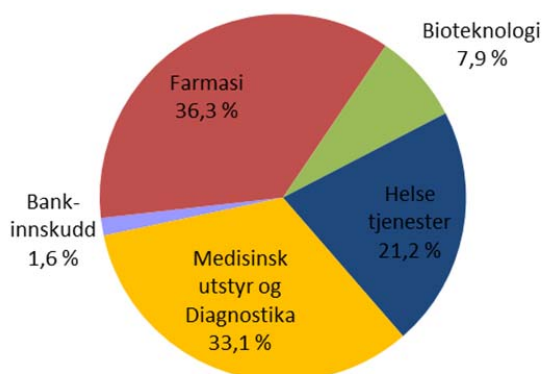
Ved utgangen av måneden var fondets investeringer fordelt på 34 selskaper. To av selskapene er notert på Oslo Børs, og de utgjør snau 6% av porteføljen. Øvrige investeringer er notert på utenlandske børser i Europa og USA. Av de utenlandske investeringene er det 23 amerikanske og 9 europeiske selskaper. Fondet var nesten fullinvestert.

Våre 10 største aksjeinvesteringer:

Philips Electronics	4,5 %
Amgen	4,4 %
HCA Holdings	4,2 %
Abbott Laboratories	4,1 %
Zimmer Biomet Holdings	3,9 %
Photocure	3,8 %
Sanofi	3,8 %
Pfizer	3,6 %
ABBVIE	3,5 %
Anthem	3,4 %

(39,3% av porteføljen)

Fordeling på undergrupper:



Andelsverdi: 29 006,50

Fondsfinans Energi hadde i mars en positiv verdiutvikling på 4,7%. Fra årsskiftet har fondet falt med -6,7%.

Oljeprisen steg merkbart i mars etter at en rekke representanter for forskjellige oljeeksporterende land uttrykte ønske om å arrangere et møte for å komme frem til en avtale om å begrense oljeproduksjonen. Både Saudi Arabia og Russland har nå tilsagt sitt nærvær på et møte i Doha 17. april, og investormarkedet setter øyensynlig sin lit til at dette møtet vil resultere i en form for avtale som vil gi oppgang i oljeprisen. Og denne oppgangen tas for en stor del ut umiddelbart slik at oljeprisen i mars steg med over ti prosent, fra 36 usd pr fat ved månedens inngang til 39,60 ved månedens slutt. Iran vil fortsatt sannsynligvis bli unntatt fra kravet om produksjonsbegrensning, men det er ikke blitt godtatt av Saudi Arabia. Det underliggende fysiske markedet har endret seg lite. Det produseres fortsatt mer olje enn det etterspørres, selv om tall fra USA viser en marginal nedgang i produksjonen der.

MSCI World Energy-indeksen, som reflekterer det globale energi-universet, steg med 8,5% i USD (3,3% i NOK) i mars. Så langt i år har MSCI World Energy indeksen steget med 4,2% i USD, som tilsvarer en nedgang på -2,7% i NOK. Den amerikanske oljeservice-indeksen, OSX, steg 10,1% i USD (steg 4,8% i NOK) i mars, mens Oslo Børs' oljeservice-indeks steg 6,2% (NOK).

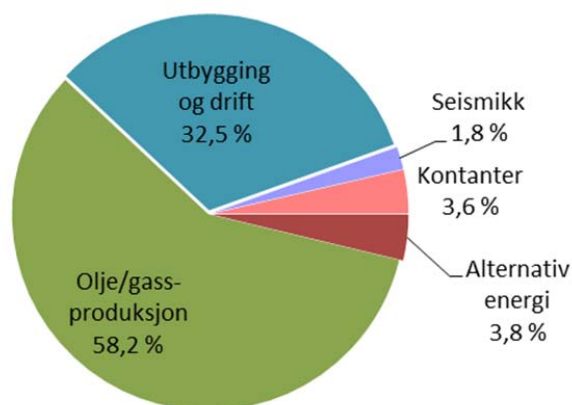
I fondets portefølje steg 17 av 25 investeringer i verdi i mars. Klart best utvikling i porteføljen hadde Akastor, et selskap i Aker-gruppen, med en oppgang på 25,4%. Akastor ble skilt ut som et investeringsselskap fra Aker Solutions og inneholder hovedsakelig oljerelatert virksomhet som ikke var innenfor dette selskapets kjerneområde. Aksjen falt kraftig gjennom mange måneder i 2015 før vi gjorde vår investering i januar 2016. For øvrig gjorde oppgangen i oljeprisen til at de mellomstore oljeselskaper (Apache, Anadarko, og Hess) bidro positivt til avkastningen, mens store oljeselskaper (Statoil, Shell, Exxon) bidro relativt svakt, og til dels negativt til avkastningen.

Fondet var ved månedsskiftet investert i 25 selskaper. Av selskapsverdiene er ca 75% notert i USD på New York-børsen, og ca 25% er notert i NOK på Oslo Børs. De av våre investeringer som er notert på Oslo Børs har det vesentligste av sine inntekter i USD. Fondets investeringer i utenlandsk valuta blir ikke valutasikret. Kontantandelen var 3,6% ved månedens slutt, og fondet var således ikke fullt investert.

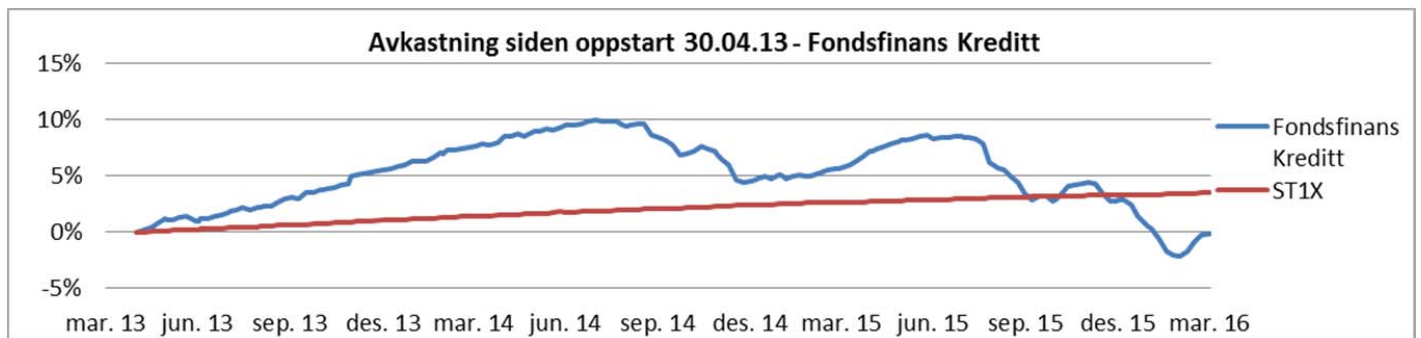
Våre 10 største aksjeinvesteringer:

Royal Dutch Shell-Spon	9,0 %
ExxonMobil	8,5 %
Schlumberger	7,0 %
Total	6,4 %
Chevron	4,5 %
ConocoPhillips	4,3 %
Höegh LNG	4,2 %
Baker Hughes	4,2 %
Statoil	4,2 %
Noble Energy	4,2 %

(56,4% av porteføljen)

Fordeling på undergrupper:**Andelseierverdi: 2 092,34**

Fondsfinans Kreditt var i mars opp 2,35%, mens fondet har falt med -2,60% siden årsskiftet. DnB High yield indeks (BB+ og lavere rating) var siste måned opp med 2,72%, men har falt med -7,36% hittil i år. Etter to måneder med reprising og et relativt kraftig fall i obligasjonskursene opplevde man et trendskifte i mars. Det var bedre likviditet og generell kjøpsinteresse som reduserte likviditetspremiene. Oppgang i oljeprisen bidro til bedre sentiment for olje- og offshore relaterte utstedere. I USA opplevde man kraftig tilførsel av likviditet i høyrentefond, og en generell reduksjon i kredittspreader. Fondsfinans Kreditt endret i løpet av måneden litt på sammensetningen i fondet. Det ble investert mer bl.a. i Det norske oljeselskap, Bonheur og i Teekay Offshore Partners, mens eksponeringen mot Fred. Olsen Energy og Borgestad ble noe redusert. De største bidragsyterne til fondets verdistigning var PGS, Fred. Olsen Energy, Tizir og Det norske oljeselskap. Reprising av Siem Offshore trakk mest i motsatt retning, sammen med BWO Offshore og Prosafe. Ved utløpet av måneden var fondet investert i 43 ulike obligasjoner utstedt av **40 utstedere**, og **gjennomsnittlig løpende rente** etter forvaltningshonorar var **10,8 %**. Gjennomsnittlig **rentedurasjon** var **0,48 år**, mens **gjennomsnittlig kreditturasjon** var **2,45 år**. **Gjennomsnittlig kredittrating** var **BB**.



Avkastning

Fondsfinans Kreditt	Siste 1 år	Februar	Hittil i år
% Avkastning Portefølje	-5,28	2,35	-2,60
Indeks (ST1X)	0,81	0,06	0,16

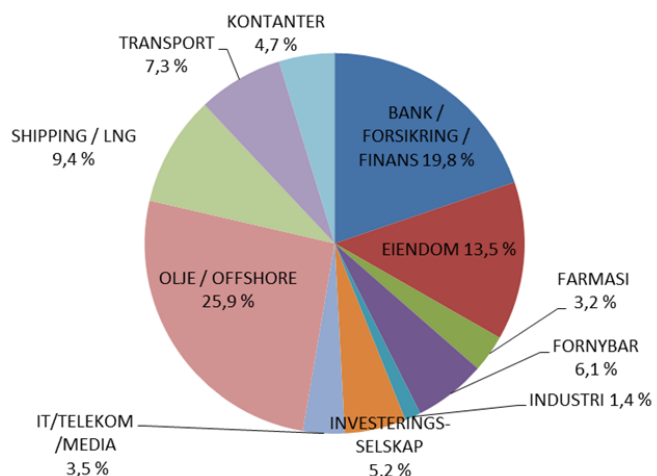
Porteføljens risikofordeling



Våre 10 største investeringer:

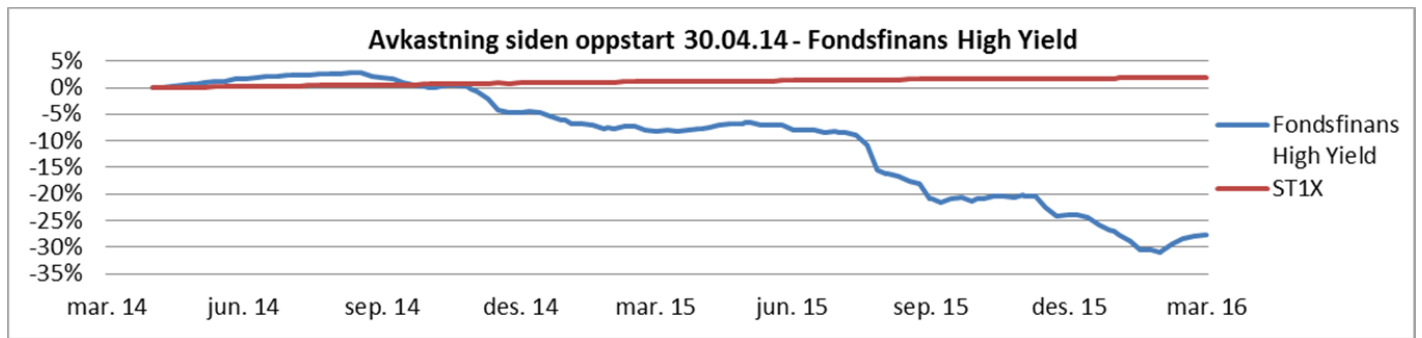
Det Norske Oljeselskap	4,9 %
Norwegian Air Shuttle As	4,1 %
Ocean Yield Asa	4,1 %
Stolt-Nielsen Ltd	3,7 %
Selvaag Bolig Asa	3,7 %
Digiplex Norway As	3,5 %
Aker Asa	3,5 %
Tallink Grupp	3,2 %
Weifa Asa	3,2 %
Teekay Lng Partners	3,1 %
(36,9% av porteføljen)	

Fordeling på undergrupper:



Andelsverdi: 9 197,30

Fondsfinans High Yield var i mars opp med 4,54%, mens fondet har falt med -5,02% siden årsskiftet. DnB High yield indeks (BB+ og lavere rating) var siste måned opp med 2,72% men har falt med -7,36% hittil i år. Fondsfinans High Yield er et rendyrket høyrentefond med et rent B mandat for risikovillige profesjonelle investorer. Fondet er sterkt eksponert mot olje- og offshorenæringen. Etter to måneder med reprising og et relativt kraftig fall i obligasjonskursene opplevde man et trendskifte i mars. Det var bedre likviditet og generell kjøpsinteresse som reduserte likviditetspremiene. Oppgang i oljeprisen bidro til bedre sentiment for olje- og offshorerelaterte utstedere. I USA opplevde man kraftig tilførsel av likviditet i høyrentefond, og en generell reduksjon i kredittspreader. Fondsfinans High Yield økte sine posisjoner i bl.a. Det norske oljeselskap, DOF Subsea, BWO Offshore og fergeselskapet Tallink. Crayon ble solgt ut av porteføljen sammen med Høegh LNG, mens posisjonen i Seadrill ble noe redusert. De største bidragsyterne til fondets verdistigning var Volstad Shipping, Songa Offshore, Tizir og PGS. Reprising av Siem Offshore trakk mest i motsatt retning, sammen med REM Offshore, Western Bulk og Cegal. Ved utløpet av måneden var fondet investert i **41 utstedere, og gjennomsnittlig løpende rente** (justert for noen enkelte obligasjoner hvor forfall til pari kurs er veldig urealistisk) etter forvaltningshonorar **var 23,7%**. Gjennomsnittlig kupong for obligasjonene i porteføljen var til sammenligning 6,5%. **Gjennomsnittlig rentedurasjon var 0,55 år og gjennomsnittlig kredittdurasjon var 2,2 år. Gjennomsnittlig kredittrating var B.**



Avkastning

Fondsfinans High Yield	Siste 1 år	Mars	Hittil i år
% Avkastning Portefølje	-21,3	4,5	-5,0
Indeks (ST1X)	0,81	0,06	0,16

Porteføljens risikofordeling



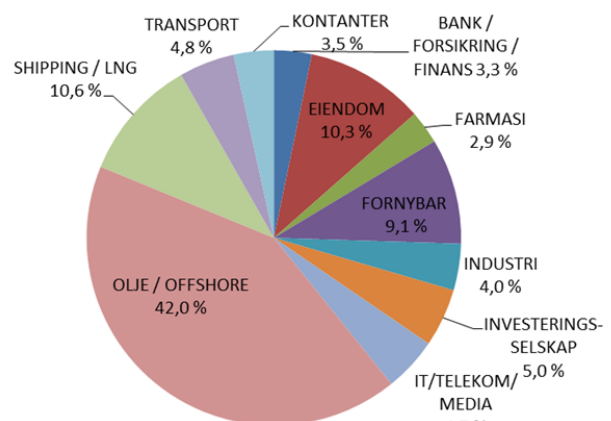
Våre 10 største investeringer:

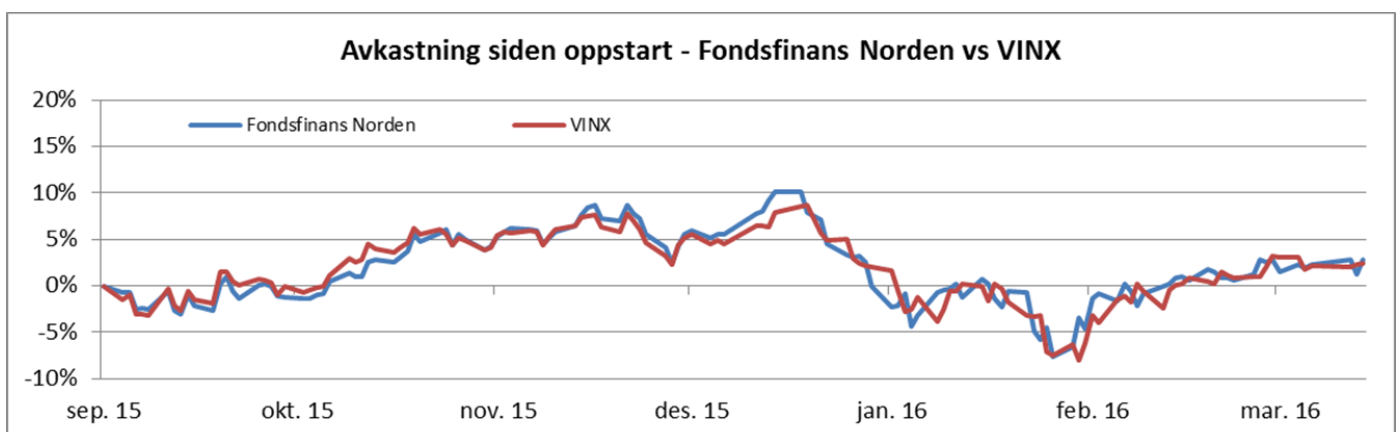
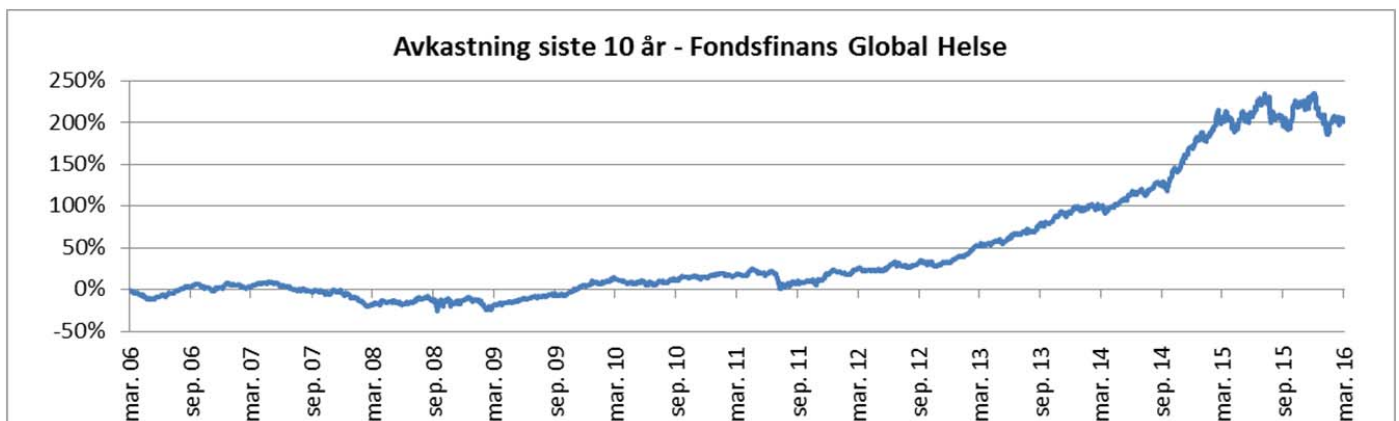
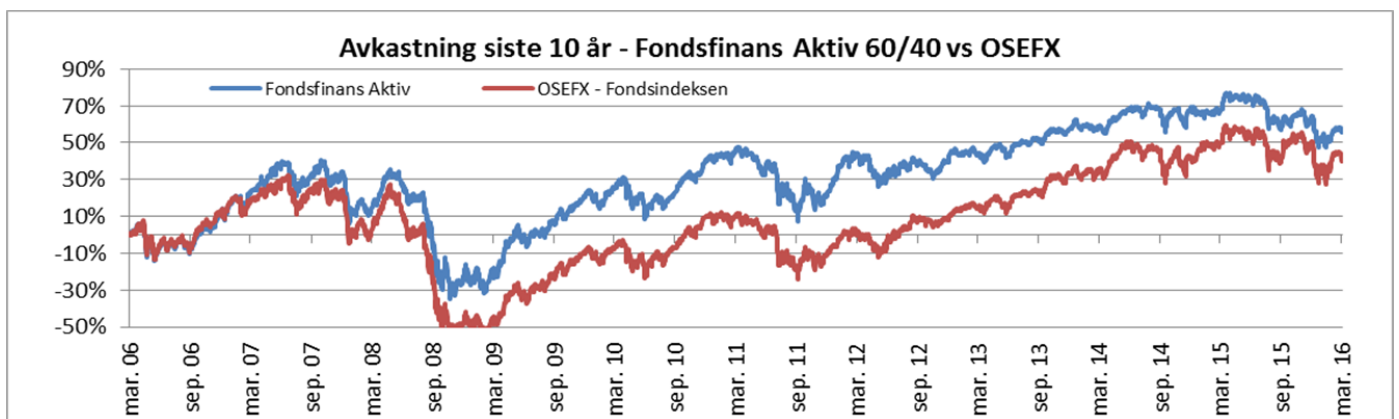
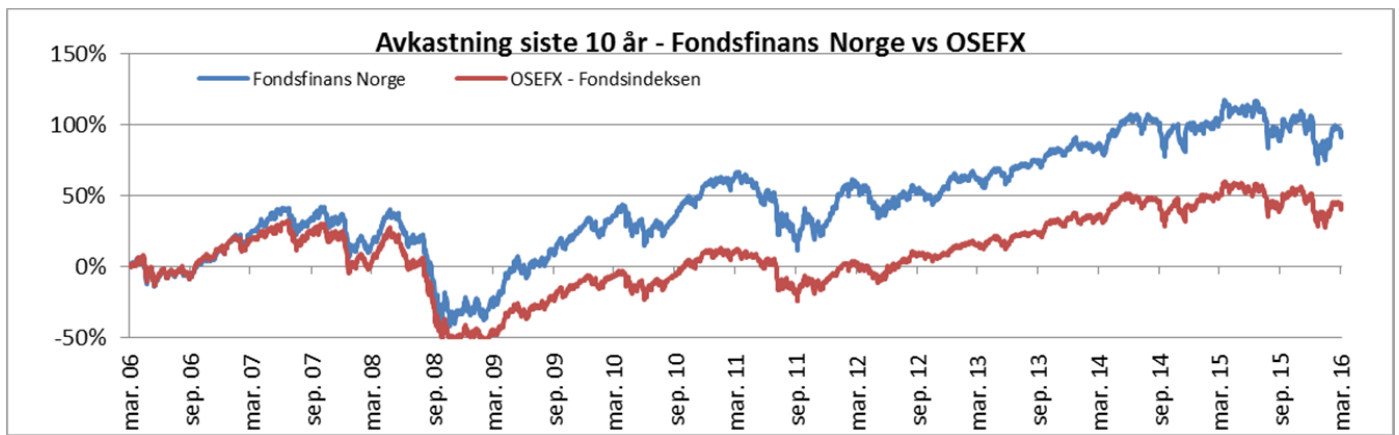
Rec Silicon Asa	4,5 %
Petroleum Geo-Services	4,3 %
Borgestad	4,2 %
Det Norske Oljeselskap	3,5 %
Ocean Yield Asa	3,5 %
Aker Asa	3,4 %
Tizir Ltd	3,1 %
Stolt-Nielsen Ltd	3,0 %
Tallink Grupp	2,9 %
Weifa Asa	2,9 %

(35,1% av porteføljen)

Andelsverdi: 7 067,81

Fordeling på undergrupper:





Kilde: Bloomberg

Oversikt over våre fonds historiske utvikling

Våre fond:	Fondsfinans Norge	Fondsfinans Aktiv 60/40	Fondsfinans Norden	Fondsfinans Global Helse	Fondsfinans Energi	Fondsfinans Kreditt	Fondsfinans High Yield	OSEFX	MSWI (i NOK)
Avkastning mars 2016	0,9 %	1,7 %	2,0 %	-1,3 %	4,7 %	2,4 %	4,5 %	0,9 %	1,7 %
2016	-5,8 %	-4,4 %	-7,2 %	-10,4 %	-6,7 %	-2,6 %	-5,0 %	-5,8 %	-6,8 %
Årsavkastning 2015	4 %	-2 %	10%*	24 %	-9 %	-2 %	-20,3	7 %	18 %
Årsavkastning 2014	8 %	6 %		40 %	-9 %	-1 %		6 %	24 %
Årsavkastning 2013	18 %	13 %		46 %				24 %	39 %
Årsavkastning 2012	20 %	15 %		12 %				21 %	9 %
Årsavkastning 2011	-18 %	-14 %		4 %				-19 %	-3 %
Avkastning siste 5 år	18 %	8 %		152 %				29 %	112 %
Gj.sn. årlig avkast. siste 5 år **	3 %	2 %		20 %				5 %	16 %
Avkastning siste 10 år	93 %	57 %		199 %				42 %	104 %
Gj.sn. årlig avkast. siste 10 år **	7 %	5 %		12 %				4 %	7 %
Avkastning siden oppstart*	591 %	242 %	2,2 %	190 %		-0,1 %	-27,8 %		
Standardavvik siste år	14 %	11 %		16 %	18 %	3,5 %	7,9 %	15 %	16 %
Standardavvik siste 5 år	15 %	12 %		12 %				14 %	10 %
Standardavvik siste 10 år	22 %	18 %		12 %				23 %	12 %
Fondets størrelse (mill.kr.)	1016	41	118	337	31	194	218	-	-
Netto andelsverdi pr. 31.3.2016	6914,89	34170,01	10220,26	29006,50	2092,34	9197,30	7067,81		

* Norden fra oppstart 17. september 2015

** Geometrisk beregnet

Investeringsmandatet i Fondsfinans Energi er endret fra investeringer innen Alternativ Energi til investeringer innen Energisektoren med virkning fra 01.04.2014.

Redaktør og ansvarlig for innholdet i våre markedsrapporter er

Odd Hellem

Investeringsdirektør

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.